

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

以岭药业（002603）

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金医药行业首席分析师

执业编号：S1500523080002

联系电话：19328759065

邮箱：tangaijin@cindasc.com

吴欣医药行业分析师

执业编号：S1500523050001

联系电话：15821927090

邮箱：wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

高基数下业绩短期承压，推动新药研发

2024年04月30日

事件：以岭药业发布2024年一季度报告，实现营业收入25.23亿元，同比下降35.89%；实现归母净利润3.04亿元，同比下降74.73%；实现扣非归母净利润2.92亿元，同比下降75.18%。

点评：

- **高基数下业绩下滑，2024年发力实现稳健发展。**据公司公告，受呼吸类产品因2022年高基数及社会库存高企导致的市场需求下降等因素影响，2023年公司实现营业收入103.18亿元，同比下滑17.67%；实现归母净利润13.52亿元，同比下滑42.76%。2024年一季度，公司呼吸类产品受到去年同期高基数及社会库存高企导致的市场需求下降等因素影响，公司实现营业收入25.23亿元，同比下滑35.89%，实现归母净利润3.04亿元，同比下滑74.73%。后三季度，公司将依据“七五”战略规划和年度经营计划，继续抓住行业高质量发展契机，强化经营管理水平、提升研发产出效率、优化升级营销体系，实现稳健发展。
- **其他专利产品销售保持稳定增长。**据2023年度报告，从收入端来看，公司心脑血管类产品2023年实现营收47.09亿元（同比+12.71%），呼吸系统类产品2023年实现营收33.05亿元（同比-51.90%），其他类产品2023年实现营收18.69亿元（同比+69.72%）。公司2023年整体销售毛利率和净利率同比略有下降。费用端来看，2023年，公司管理费用率、销售费用率和研发费用率同比下降，财务费用率同比上升，整体费用控制较为稳健。
- **持续推进中药、化生药两大核心板块新药研发。**据公司年报，2023年，公司新增国家发明专利22项，实用新型专利2项，外观设计专利25项；国际发明专利7项，并荣获河北省企业技术创新奖等数项荣誉，上榜中国创新品牌100强。目前公司在2大核心板块——中药、化生药均有多个在研药品，健康产业板块，2023年也有2个独家配方保健食品获批生产。我们认为公司对新药研发投入有望带来新的业绩增长点。据年报中2024年经营计划，公司致力于加强其核心技术和创新能力，以提高产品的市场竞争力：中药研发方面，坚持以创新专利中药为主体，经典名方与配方颗粒辅两翼的研发策略；化药研发方面，重视化药创新药的自主设计合理合作开发，布局多个新靶点和治疗领域；健康产品研发方面，聚焦心脑血管糖慢病管理、莲花呼吸健康产品研发，申报具有以岭中医药特色的健康产品尽快实现上市销售。
- **盈利预测与评级：**我们预计以岭药业2024-2026年营收分别为116.83/135.23/157.03亿元，归母净利润分别为19.48/22.45/25.86亿元，对应PE分别为16/14/12X，维持“增持”评级。
- **风险因素：**市场及政策风险、药品降价风险、研发创新风险、流动性风险。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	12,533	10,318	11,683	13,523	15,703
增长率 YoY%	23.9%	-17.7%	13.2%	15.7%	16.1%
归属母公司净利润(百万元)	2,363	1,352	1,948	2,245	2,586
增长率 YoY%	75.8%	-42.8%	44.0%	15.2%	15.2%
毛利率%	63.8%	57.3%	57.8%	57.3%	56.8%
净资产收益率 ROE%	21.6%	11.8%	14.6%	14.6%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.41	0.81	1.17	1.34	1.55
市盈率 P/E(倍)	21.18	28.50	16.34	14.18	12.31
市净率 P/B(倍)	4.58	3.37	2.39	2.06	1.79

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	7,254	6,544	9,210	11,533	14,801	
货币资金	1,904	941	2,883	4,310	6,416	
应收票据	0	4	0	0	0	
应收账款	1,727	2,401	2,881	3,241	3,817	
预付账款	516	110	342	272	395	
存货	2,022	2,459	2,475	3,059	3,501	
其他	1,085	630	630	651	672	
非流动资产	9,086	10,436	10,702	10,880	11,028	
长期股权投资	2	2	2	2	2	
固定资产(合计)	4,625	5,815	6,187	6,484	6,719	
无形资产	724	744	754	759	759	
其他	3,735	3,875	3,759	3,635	3,547	
资产总计	16,341	16,979	19,912	22,413	25,829	
流动负债	4,850	4,447	5,504	5,936	7,042	
短期借款	500	600	600	600	600	
应付票据	581	723	720	895	1,022	
应付账款	1,480	2,124	2,433	2,816	3,329	
其他	2,289	1,000	1,750	1,625	2,092	
非流动负债	560	1,095	1,095	1,095	1,095	
长期借款	200	599	599	599	599	
其他	360	496	496	496	496	
负债合计	5,411	5,541	6,598	7,030	8,137	
少数股东权益	-2	-12	-20	-31	-43	
归属母公司股东权益	10,932	11,450	13,333	15,413	17,734	
负债和股东权益	16,341	16,979	19,912	22,413	25,829	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,533	10,318	11,683	13,523	15,703	
同比(%)	23.9%	-17.7%	13.2%	15.7%	16.1%	
归属母公司净利润	2,363	1,352	1,948	2,245	2,586	
同比(%)	75.8%	-42.8%	44.0%	15.2%	15.2%	
毛利率(%)	63.8%	57.3%	57.8%	57.3%	56.8%	
ROE(%)	21.6%	11.8%	14.6%	14.6%	14.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.41	0.81	1.17	1.34	1.55	
P/E	21.18	28.50	16.34	14.18	12.31	
P/B	4.58	3.37	2.39	2.06	1.79	
EV/EBITDA	14.69	17.94	10.51	8.99	7.48	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	12,533	10,318	11,683	13,523	15,703	
营业成本	4,541	4,408	4,934	5,776	6,789	
营业税金及附加	203	135	140	162	188	
销售费用	3,259	2,705	2,804	3,245	3,769	
管理费用	612	592	643	744	864	
研发费用	1,032	853	818	947	1,099	
财务费用	20	26	18	-31	-84	
减值损失合计	-108	-35	-13	-18	-11	
投资净收益	-7	26	-12	-14	-16	
其他	79	190	62	72	82	
营业利润	2,830	1,780	2,364	2,720	3,133	
营业外收支	-49	-96	-12	-13	-13	
利润总额	2,781	1,684	2,352	2,707	3,120	
所得税	423	340	412	474	546	
净利润	2,358	1,344	1,940	2,234	2,574	
少数股东损益	-5	-8	-8	-11	-12	
归属母公司净利润	2,363	1,352	1,948	2,245	2,586	
EBITDA	3,338	2,175	2,890	3,218	3,588	
EPS(当年)(元)	1.41	0.81	1.17	1.34	1.55	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,488	155	2,914	2,462	3,231	
净利润	2,358	1,344	1,940	2,234	2,574	
折旧摊销	452	549	545	569	594	
财务费用	34	39	63	63	63	
投资损失	7	-39	12	14	16	
营运资金变动	684	-1,866	333	-444	-36	
其它	-47	127	21	27	20	
投资活动现金流	-1,995	-899	-159	-172	-212	
资本支出	-214	-310	-153	-143	-181	
长期投资	-1,789	-627	0	-20	-20	
其他	8	38	-6	-9	-11	
筹资活动现金流	-637	-221	-813	-863	-913	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-350	550	0	0	0	
支付利息或股息	-283	-873	-813	-863	-913	
现金净增加额	857	-964	1,942	1,427	2,106	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数: 沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。