

2024年08月28日
以岭药业(002603.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

增持-A
下调评级

6个月目标价

17.00元

股价(2024-08-28)

15.15元

交易数据

总市值(百万元) 25,311.19

流通市值(百万元) 20,851.09

总股本(百万股) 1,670.71

流通股本(百万股) 1,376.31

12个月价格区间 14.78/25.97元

高基数导致业绩承压，下半年有望环比改善

事件：

2024年8月27日，公司发布2024年中期报告。2024年上半年公司实现营业收入46.04亿元，同比下滑32.19%；实现归母净利润5.30亿元，同比下滑66.97%；实现扣非归母净利润5.05亿元，同比下滑67.24%。单季度来看，2024年Q2公司实现营业收入20.82亿元，同比下滑27.10%；实现归母净利润2.27亿元，同比下滑43.86%；实现扣非归母净利润2.12亿元，同比下滑41.49%。

同期高基数压力，业绩阶段性承压。

2024年H1公司业绩同比出现较大幅度的下滑，我们推测主要是由于新冠疫情管控放开后，去年同期存在高基数压力，同时叠加2024年医疗政策变化、营销策略调整、呼吸用药市场需求不足等综合压力所致。分产品来看，2024年H1心脑血管用药销售收入23.14亿元，同比下滑7.86%，我们推测主要是由于适应医疗政策变化，公司主动调整营销策略所致；2024年H1呼吸系统用药销售收入12.84亿元，同比下滑58.42%，我们推测主要是由于呼吸道感染发病率下降，相关药品的渠道库存和社会库存较高，对销售造成压力；2024年H1公司其他专利产品销售收入1.60亿元，同比下滑42.02%，我们推测主要是由于适应医疗政策变化，公司主动调整营销策略所致。展望2024年下半年，我们认为随着高基数压力消除，渠道库存持续消化，营销策略逐步清晰，公司业绩有望环比改善。

盈利指标下滑，下半年有望边际改善。

2024年H1公司整体毛利率为53.37%，同比下降8.37pct，我们推测主要是由于中药材价格上涨、产能利用率下降等因素所致；2024年H1公司扣非净利率为10.96%，同比下降11.73pct，我们推测主要是由于收入增长不及预期、同时固定费用开支相对稳定所致。具体来看：2024年H1管理费用率5.89%，同比增加1.55pct；销售费用率23.41%，同比增加0.96pct；研发费用率8.54%，同比增加2.61pct。展望2024年下半年，我们认为随着公司营业收入的企稳恢复，各项成本费用开支有望摊薄，公司盈利能力有望边际改善。

存量品种夯实循证医学证据，新品种研发管线储备丰富。

2024年H1公司研发投入4.11亿元(含资本化)，占营业收入比重为8.92%，处于同行业领先水平。

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.7	-7.7	-21.7
绝对收益	-0.9	-16.7	-34.1

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

业绩短期承压，创新成果不断落地	2023-10-28
业绩连续高增长，中药创新成果突出	2023-04-26
利润增长表现亮眼，持续看好中药创新药龙头长期成长性	2022-10-27

1) 存量品种夯实循证医学证据: 2024年6月, 津力达颗粒对代谢综合征糖耐量异常的干预研究的研究成果在全球顶级医学期刊《JAMA》的子刊《JAMA Internal Medicine》(影响因子 39) 发表; 2024年6月, 八子补肾胶囊治疗早衰的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床研究的论文在国际植物医学领域权威期刊《Phytomedicine》(影响因子 7.9) 发表; 2024年8月, 芪苈强心胶囊对慢性心衰复合终点事件的评估研究的研究成果在国际权威医学期刊《Nature Medicine》(影响因子 58.7) 发表; 2024年8月, 参松养心胶囊对经射频消融房颤患者预后临床研究的研究成果在国际心血管病领域顶级期刊《European Heart Journal》(影响因子 37.6) 发表。

2) 新品种研发管线储备丰富: 公司目前已获临床批件品种涉及风湿免疫系统、消化系统、五官科及儿科等疾病, 在研立项品种涵盖心血管系统、呼吸系统、内分泌代谢系统、神经系统、消化系统、妇科、儿科等疾病, 分别处于新药研发不同阶段。截至 2024 年中报, 公司有 2 款创新中药处于上市申报阶段 (芪防鼻通片、柴黄利胆胶囊), 有 2 款创新中药处于 III 期临床阶段 (络痹通片、小儿莲花清感颗粒), 有 4 款创新中药处于 II 期临床阶段 (柴芩通淋片、参蓉颗粒、藿夏感冒颗粒、莲花清咳颗粒)。

目 投资建议:

我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 98.56 亿元、111.52 亿元、124.47 亿元, 归母净利润分别为 11.39 亿元、14.34 亿元、16.89 亿元, 对应的 PE 估值分别为 22.2 倍、17.7 倍、15.0 倍。我们给予公司增持-A 的投资评级, 6 个月目标价 17.00 元, 相当于 2024 年 25 倍的动态市盈率。

目 风险提示: 原材料价格波动风险; 呼吸道疾病不确定风险; 中成药集采降价风险; 药品零售价格监管政策风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	12,532.8	10,318.3	9,856.4	11,151.5	12,447.1
净利润	2,361.8	1,352.4	1,139.1	1,433.8	1,688.8
每股收益(元)	1.41	0.81	0.68	0.86	1.01
每股净资产(元)	6.54	6.85	7.30	7.86	8.52

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	10.7	18.7	22.2	17.7	15.0
市净率(倍)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8
净利润率	18.8%	13.1%	11.6%	12.9%	13.6%
净资产收益率	21.6%	11.8%	9.3%	10.9%	11.9%
股息收益率	3.3%	2.0%	1.6%	2.0%	2.3%
ROIC	28.9%	19.7%	12.5%	15.2%	17.7%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,532.8	10,318.3	9,856.4	11,151.5	12,447.1	成长性					
减: 营业成本	4,540.6	4,407.8	4,413.0	4,967.2	5,528.4	营业收入增长率	23.9%	-17.7%	-4.5%	13.1%	11.6%
营业税费	203.4	135.1	128.1	145.0	161.8	营业利润增长率	80.3%	-37.1%	-17.4%	25.8%	17.5%
销售费用	3,258.7	2,704.7	2,414.8	2,732.1	3,049.5	净利润增长率	75.7%	-42.7%	-15.8%	25.9%	17.8%
管理费用	612.2	592.0	591.4	613.3	647.2	EBITDA 增长率	75.7%	-33.9%	-6.9%	19.8%	14.0%
研发费用	1,032.0	853.2	837.8	869.8	933.5	EBIT 增长率	86.7%	-42.1%	-11.6%	22.8%	15.9%
财务费用	19.9	26.4	26.1	-0.2	-20.5	NOPLAT 增长率	76.3%	-40.3%	-17.0%	23.6%	16.4%
资产/信用减值损失	-125.4	-59.1	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	-12.5%	31.2%	1.1%	0.5%	-0.2%
加: 公允价值变动收益	18.7	39.4	-	-	-	净资产增长率	20.5%	4.6%	6.5%	7.6%	8.3%
投资和汇兑收益	-7.2	26.0	25.0	25.0	25.0						
营业利润	2,829.6	1,779.8	1,470.1	1,849.3	2,172.1	利润率					
加: 营业外净收支	-48.9	-95.6	-53.3	-65.9	-71.6	毛利率	63.8%	57.3%	55.2%	55.5%	55.6%
利润总额	2,780.6	1,684.2	1,416.8	1,783.3	2,100.4	营业利润率	22.6%	17.2%	14.9%	16.6%	17.5%
减: 所得税	423.8	339.9	283.4	356.7	420.1	净利润率	18.8%	13.1%	11.6%	12.9%	13.6%
净利润	2,361.8	1,352.4	1,139.1	1,433.8	1,688.8	EBITDA/营业收入	27.6%	22.2%	21.6%	22.9%	23.4%
						EBIT/营业收入	24.1%	17.0%	15.7%	17.0%	17.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	121	182	221	205	184
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动资本周转天数	39	42	70	71	72
货币资金	1,904.3	940.5	985.6	1,258.0	2,366.3	流动资产周转天数	185	241	251	249	263
交易性金融资产	518.4	206.0	206.0	206.0	206.0	应收账款周转天数	48	72	95	95	95
应收账款	1,732.4	2,406.5	2,795.4	3,090.1	3,479.2	存货周转天数	53	78	94	94	93
应收票据	-	4.0	4.8	5.2	5.9	总资产周转天数	420	581	629	576	548
预付账款	516.3	109.7	123.2	139.0	152.8	投资资本周转天数	225	295	353	314	282
存货	2,021.8	2,458.7	2,689.9	3,105.2	3,344.6						
其他流动资产	561.0	418.3	418.3	418.3	418.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.6%	11.8%	9.3%	10.9%	11.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.4%	7.9%	6.5%	7.8%	8.5%
长期股权投资	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	ROIC	28.9%	19.7%	12.5%	15.2%	17.7%
投资性房地产	23.3	24.8	24.8	24.8	24.8	费用率					
固定资产	4,632.6	5,820.1	6,306.2	6,405.2	6,291.2	销售费用率	26.0%	26.2%	24.5%	24.5%	24.5%
在建工程	1,574.3	1,470.6	835.3	517.6	358.8	管理费用率	4.9%	5.7%	6.0%	5.5%	5.2%
无形资产	828.0	929.0	892.7	856.5	820.3	研发费用率	8.2%	8.3%	8.5%	7.8%	7.5%
其他非流动资产	2,021.2	2,188.6	2,187.6	2,186.5	2,185.5	财务费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.0%	-0.2%
资产总额	16,336.1	16,979.3	17,472.3	18,214.8	19,656.3	四费/营业收入	39.3%	40.5%	39.3%	37.8%	37.0%
短期债务	500.3	600.3	608.7	-	-	偿债能力					
应付账款	1,600.1	2,167.0	2,385.8	2,738.7	2,964.8	资产负债率	33.1%	32.6%	30.3%	28.1%	27.8%
应付票据	580.9	722.8	846.3	919.8	1,045.8	负债权益比	49.5%	48.4%	43.5%	39.0%	38.5%
其他流动负债	2,168.7	956.6	956.6	956.6	956.6	流动比率	1.50	1.47	1.51	1.78	2.01
长期借款	200.2	599.1	-	-	-	速动比率	1.08	0.92	0.94	1.11	1.33
其他非流动负债	355.6	495.5	495.5	495.5	495.5	利息保障倍数	151.75	66.36	59.19	-8,260.54	-107.37
负债总额	5,405.8	5,541.3	5,293.0	5,110.6	5,462.8	分红指标					
少数股东权益	-1.9	-11.7	-17.4	-24.5	-32.9	DPS(元)	0.50	0.30	0.24	0.30	0.35
股本	1,670.7	1,670.7	1,670.7	1,670.7	1,670.7	分红比率	35.4%	37.1%	35.0%	35.0%	35.0%
留存收益	9,268.7	9,785.6	10,526.0	11,458.0	12,555.7	股息收益率	3.3%	2.0%	1.6%	2.0%	2.3%
股东权益	10,930.3	11,438.0	12,179.4	13,104.2	14,193.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,356.8	1,344.3	1,139.1	1,433.8	1,688.8
						加: 折旧和摊销	441.3	541.6	585.4	654.9	709.1
						资产减值准备	125.4	59.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-18.7	-39.4	-	-	-
						财务费用	33.8	38.9	26.1	-0.2	-20.5
						投资收益	7.2	-38.7	-25.0	-25.0	-25.0
						少数股东损益	-5.0	-8.1	-5.7	-7.1	-8.4
						营运资金的变动	1,025.5	-2,914.0	-290.9	-298.7	-290.0
						经营活动产生现金流量	3,487.7	155.5	1,429.1	1,757.6	2,053.9
						投资活动产生现金流量	-1,994.8	-899.2	-375.0	-375.0	-375.0
						融资活动产生现金流量	-637.0	-220.6	-1,008.9	-1,110.3	-570.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.41	0.81	0.68	0.86	1.01
						BVPS(元)	6.54	6.85	7.30	7.86	8.52
						PE(X)	10.7	18.7	22.2	17.7	15.0
						PB(X)	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8
						P/FCF	7.8	-66.9	57.3	32.4	14.8
						P/S	2.0	2.5	2.6	2.3	2.0
						EV/EBITDA	13.4	16.0	10.7	8.6	7.2
						CAGR(%)	-15.4%	7.7%	-5.5%	-15.4%	7.7%
						PEG	-0.7	2.4	-4.1	-1.1	1.9
						ROIC/WACC	2.8	1.9	1.2	1.5	1.7
						REP	2.3	2.0	2.0	1.5	1.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034