



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药 II
当前价格(元)：17.00

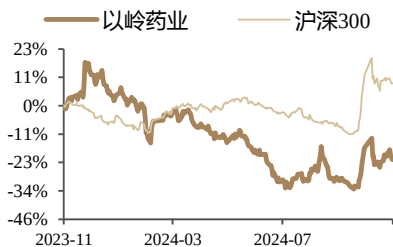
证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.66	10.03	7.46
相对涨幅(%)	-2.50	-7.12	-5.58

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《以岭药业(002603.SZ)：业绩短期承压，研发管线步入兑现期》，2023.11.2

以岭药业 24 年三季报点评：短期业绩承压，学术引领长期发展向好

投资要点

- 事件：**1.2024 年前三季度，公司实现营业收入 63.65 亿元（-25.76%，同比，下同），实现归母净利润 5.55 亿元（-68.46%），实现扣非后归母净利润 5.07 亿元（-69.07%）；2.24Q3，公司实现收入 17.6 亿元（-1.3%），实现归母净利润 2432 万元（-84.07%），实现扣非归母净利润 257 万元（-97.41%）。
- 前期高基数影响表现收入，单季度环比增速表现好转。**2023 年，公司感冒呼吸类产品因疫情管控放开因素短期内需求爆发式增长，带来较大程度的高基数以及社会面的高库存。24H1 公司心脑血管药物实现收入 23.14 亿元（-7.86%），抗感冒类药物实现收入 12.84 亿元（-58.42%）。但从公司整体收入水平看，单季度的同比增速表现已经好转，24Q1、24Q2、24Q3 公司营收增速分别为-35.89%/-27.1%/-1.3%。我们认为，抗感冒类产品社会库存已逐步消耗，未来有望实现底部反转。
- 研发管线不断转化，学术引领长期发展向好。**研发创新是以岭药业实现可持续发展的源动力，公司研发投入和研发产出效率持续提升，2024 年前三季度，公司研发费用 5.72 亿元（-3.67%），研发费用率 8.98%（+2.06pct）。过去四年，公司研发上市了 4 个创新中药，是获批数量最多的企业之一。目前，公司目前拥有专利新药 14 个，已形成较为丰富的产品群，其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位；现有研发管线覆盖在研中药创新药品种 40 余个，覆盖临床 12 个系统疾病。此外，公司多个重磅临床研究成果陆续刊出：1)“通心络治疗急性心肌梗死心肌保护研究”结果论文发表在 JAMA《美国医学会杂志》，2)“津力达颗粒对代谢综合征糖耐量异常的干预研究”结果论文发表在 JAMA Internal Medicine《JAMA 内科学》，3)“芪苈强心胶囊对慢性心衰复合终点事件的评估研究”结果论文发表在 Nature Medicine《自然医学》，4)“参松养心对经射频消融房颤患者预后临床研究”论文结果发表在 European Heart Journal《欧洲心脏杂志》。同时，公司后续还有多个循证医学研究有序开展中，为丰富产品治疗证据而持续努力。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到公司 24 年业绩存在一定压力，但公司营收同比增速逐季度已有所改善，同时公司研发管线不断转化，学术能力突出，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 7.84/10.51/12.53 亿元，当前市值对应 PE 为 36/27/23X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**公司主力品种社会库存消化不及预期，公司产品价格下降风险，竞争加剧风险等。

股票数据

总股本(百万股)：	1,670.71
流通 A 股(百万股)：	1,376.31
52 周内股价区间(元)：	14.43-25.48
总市值(百万元)：	28,401.99
总资产(百万元)：	16,614.08
每股净资产(元)：	6.89

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,533	10,318	8,298	9,520	10,939
(+/-)YOY(%)	23.9%	-17.7%	-19.6%	14.7%	14.9%
净利润(百万元)	2,363	1,352	784	1,051	1,253
(+/-)YOY(%)	75.8%	-42.8%	-42.0%	34.1%	19.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.41	0.81	0.47	0.63	0.75
毛利率(%)	63.8%	57.3%	52.8%	54.4%	54.8%
净资产收益率(%)	21.6%	11.8%	6.4%	7.9%	8.6%

资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.81	0.47	0.63	0.75
每股净资产	6.85	7.32	7.95	8.70
每股经营现金流	0.09	0.17	0.50	0.54
每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	28.50	36.21	27.01	22.66
P/B	3.37	2.32	2.14	1.95
P/S	2.75	3.42	2.98	2.60
EV/EBITDA	16.96	27.31	20.30	16.85
股息率%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	57.3%	52.8%	54.4%	54.8%
净利润率	13.1%	9.5%	11.0%	11.5%
净资产收益率	11.8%	6.4%	7.9%	8.6%
资产回报率	8.0%	4.7%	6.0%	6.6%
投资回报率	10.9%	5.7%	7.4%	8.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-17.7%	-19.6%	14.7%	14.9%
EBIT 增长率	-40.3%	-44.3%	34.2%	19.2%
净利润增长率	-42.8%	-42.0%	34.1%	19.2%
偿债能力指标				
资产负债率	32.6%	26.6%	24.0%	24.2%
流动比率	1.5	1.8	2.3	2.5
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.6
现金比率	0.2	0.3	0.4	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	84.9	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	203.6	200.0	200.0	200.0
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	1.8	1.4	1.5	1.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,352	784	1,051	1,253
少数股东损益	-8	-10	-12	-14
非现金支出	609	111	111	94
非经营收益	68	6	2	-31
营运资金变动	-1,866	-609	-326	-405
经营活动现金流	155	283	828	898
资产	-310	-257	-254	-255
投资	-627	50	50	50
其他	38	-122	21	24
投资活动现金流	-899	-329	-183	-181
债权募资	550	40	-500	70
股权募资	0	0	0	0
其他	-770	5	10	43
融资活动现金流	-221	45	-490	113
现金净流量	-964	-1	154	829

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 31 日
资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,318	8,298	9,520	10,939
营业成本	4,408	3,914	4,343	4,947
毛利率%	57.3%	52.8%	54.4%	54.8%
营业税金及附加	135	129	148	164
营业税金率%	1.3%	1.6%	1.6%	1.5%
营业费用	2,705	2,158	2,475	2,844
营业费用率%	26.2%	26.0%	26.0%	26.0%
管理费用	592	473	524	602
管理费用率%	5.7%	5.7%	5.5%	5.5%
研发费用	853	680	762	875
研发费用率%	8.3%	8.2%	8.0%	8.0%
EBIT	1,751	976	1,309	1,561
财务费用	26	-2	-2	-2
财务费用率%	0.3%	-0.0%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-35	-28	-28	-23
投资收益	26	21	21	24
营业利润	1,780	983	1,315	1,564
营业外收支	-96	-15	-15	-15
利润总额	1,684	968	1,300	1,549
EBITDA	2,300	1,059	1,392	1,632
所得税	340	194	260	310
有效所得税率%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	-8	-10	-12	-14
归属母公司所有者净利润	1,352	784	1,051	1,253

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	941	939	1,093	1,923
应收账款及应收票据	2,405	2,046	2,347	2,697
存货	2,459	2,145	2,380	2,711
其它流动资产	739	776	743	744
流动资产合计	6,544	5,906	6,563	8,075
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	5,815	6,064	6,313	6,564
在建工程	1,471	1,381	1,291	1,201
无形资产	744	736	728	724
非流动资产合计	10,436	10,728	10,876	11,044
资产总计	16,979	16,634	17,439	19,118
短期借款	600	570	0	0
应付票据及应付账款	2,847	1,823	2,023	2,304
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,000	828	855	901
流动负债合计	4,447	3,221	2,878	3,205
长期借款	599	669	739	809
其它长期负债	496	531	570	612
非流动负债合计	1,095	1,200	1,309	1,421
负债总计	5,541	4,421	4,187	4,627
实收资本	1,671	1,671	1,671	1,671
普通股股东权益	11,450	12,234	13,285	14,539
少数股东权益	-12	-21	-33	-47
负债和所有者权益合计	16,979	16,634	17,439	19,118

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。