

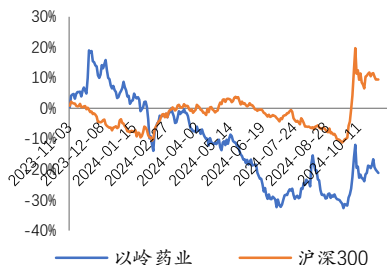
Q3 收入端降幅收窄，强研发创新推动新药进展不断

相关研究：

- 《络病理论指导新药研发，中药创新药龙头企业》 20240721

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-3	-11	-31
绝对收益	-6	4	-21

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ Q3 收入端降幅收窄，四季度呼吸类药品需求回升，营收有望逐步企稳

公司 2024 年前三季度实现营业收入 63.65 亿元，同比下降 25.76%；实现归母净利润 5.55 亿元，同比下降 68.46%；毛利率 53.39%，同比下降 7.62pct；净利率 8.63%，同比下降 11.82pct。单季度来看，2024Q3 实现营业收入 17.61 亿元，同比下降 1.3%；实现归母净利润 2431.97 万元，同比下降 84.07%；毛利率 53.46%，同比下降 4.8pct；净利率 1.28%，同比下降 7.18pct。公司 Q3 利润端降幅依然较大，但收入端降幅明显收窄，呼吸类药品社会库存不断消化，叠加四季度进入呼吸系统用药需求旺季，公司营收有望逐步企稳。成本方面，今年以来黄连等部分中药材价格同比涨幅明显，公司所需中药材价格与 2022、2023 年相比仍处于高位，导致毛利率下降。

□ 强研发创新推动新药进展不断

公司的核心竞争力在于强研发创新。公司在络病理论研究上具有非常重要的地位，拥有自己建立的独特理论体系和学术基础，并将络病理论创新应用到新药研发和销售中。2024 年前三季度，公司研发费用为 5.72 亿元，研发费用率为 8.99%。芪防鼻通片（治疗持续性变应性鼻炎）和柴黄利胆胶囊（治疗慢性胆囊炎）申报新药已获受理，连花御屏颗粒（治疗感冒气虚证）申请开展临床已于近期获受理，化药创新药“G201-Na 胶囊”药物临床试验申请获得受理。目前公司有 7 个品种处于临床阶段，其中，络痹通片（治疗类风湿性关节炎）、小儿连花清感颗粒（治疗儿童感冒）处于临床 III 期阶段。2021 年以来以岭药业获批上市新药数量居中药企业前列。公司研发重点布局大呼吸（包括成人和儿童）、内分泌、胃肠肝胆、妇科及儿科等领域，计划每年申报 1-2 个品种。强研发创新推动公司的新药进展不断。

□ 投资建议

我们认为公司的优势主要体现在：（1）拥有核心竞争优势——络病理论，并在络病理论指导下成功研发出覆盖心脑血管疾病、呼吸系统疾病、消化系统疾病、神经系统疾病、泌尿系统疾病、肿瘤疾病、妇科、五官科等领域的独家专利中药产品，强研发创新能力是其最大核心竞争力；（2）依靠络病理论、循证医学研究结果支持，主力产品进入基药和医保较为顺利，为产品放量提供了基础；（3）公司较强的研发能力和丰富的在研产品储备为未来提供了持续驱动力；（4）新的品牌营销战略的实施有望实现理论品牌、产品品牌、企业品牌三大品牌协同促进，进一步助力产品销量提升；（5）以中药产业为核心，化生药与大健康产业协同发展，拓展了公司的产品领域，有助于培育新的业绩增长点。

基于药品社会库存消化速度低于预期，我们调整公司盈利预测。预计公司 2024-2026 年营收分别为 88.41 亿元、99.28 亿元、114.36 亿元，同比增长 -14.3%、12.3%、15.2%；归母净利润分别为 8.70 亿元、11.11 亿元、13.64 亿元；EPS 为 0.52、0.67、0.82 元，对应 2024.11.1 收盘价的 PE 分别为 32.45x、25.40x、20.70x，维持公司“增持”评级。

□ 风险提示

- (1) 公司市场开拓、销量增速低于预期；
- (2) 原材料涨幅过大；
- (3) 药品降价幅度超出预期。

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10318	8841	9928	11436
同比(%)	-17.7%	-14.3%	12.3%	15.2%
归属母公司净利润	1352	870	1111	1364
同比(%)	-42.8%	-35.7%	27.7%	22.7%
毛利率(%)	57.3%	55.7%	55.9%	55.8%
ROE(%)	11.8%	7.4%	9.1%	10.5%
每股收益(元)	0.81	0.52	0.67	0.82
P/E	20.88	32.45	25.40	20.70
P/B	2.47	2.39	2.30	2.18

资料来源：Wind、湘财证券研究所

附表 财务报表及估值数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6544	5918	6155	7033	营业收入	10318	8841	9928	11436
货币资金	941	1394	1093	1144	营业成本	4408	3920	4383	5055
应收账款	2401	1561	1811	2256	税金及附加	135	116	130	150
其他应收款	5	7	6	8	销售费用	2705	2476	2681	2973
预付账款	110	261	300	269	管理费用	592	553	596	686
存货	2459	1905	2176	2596	研发费用	853	730	820	944
其他流动资产	628	790	769	761	财务费用	26	45	37	47
非流动资产	10436	10481	11300	11642	信用减值损失	-24	-26	-22	-24
长期股权投资	2	2	2	2	资产减值损失	-35	-35	-35	-35
固定资产	5815	5841	6479	6925	公允价值变动收益	39	29	34	32
在建工程	1471	1976	1798	1649	投资收益	26	-2	6	10
无形资产	744	831	888	943	营业利润	1780	1086	1387	1702
其他非流动资产	2404	1831	2132	2123	营业外收入	8	0	0	0
资产总计	16979	16399	17454	18675	营业外支出	104	0	0	0
流动负债	4447	3588	4112	4542	利润总额	1684	1086	1387	1702
短期借款	600	200	200	372	所得税	340	219	280	343
应付账款	2124	1609	1780	2188	净利润	1344	867	1107	1358
其他流动负债	1723	1779	2132	1981	少数股东损益	-8	-3	-4	-6
非流动负债	1095	1008	1101	1201	归属母公司净利润	1352	870	1111	1364
长期借款	599	599	679	759	EBITDA	2348	1692	2060	2486
其他非流动负债	496	409	422	442	EPS (元)	0.81	0.52	0.67	0.82
负债合计	5541	4596	5212	5743	主要财务比率				
归属母公司股东权益	11450	11817	12261	12957	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	1671	1671	1671	1671	成长能力				
资本公积	2343	2343	2343	2343	营业收入	-17.7%	-14.3%	12.3%	15.2%
留存收益	7443	7812	8255	8951	营业利润	-37.1%	-39.0%	27.7%	22.7%
少数股东权益	-12	-15	-19	-25	归属母公司净利润	-42.8%	-35.7%	27.7%	22.7%
负债和股东权益	16979	16399	17454	18675	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	毛 利率	57.3%	55.7%	55.9%
单位:百万元					净利率(%)	13.1%	9.8%	11.2%	11.9%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	11.8%	7.4%	9.1%	10.5%
经营活动现金流	155	2075	1736	1557	ROIC(%)	14.6%	9.5%	11.3%	12.6%
净利润	1344	867	1107	1358	偿债能力				
资产减值准备	59	-66	25	21	资产负债率(%)	32.6%	28.0%	29.9%	30.8%
折旧摊销	542	561	636	738	流动比率	1.47	1.65	1.50	1.55
财务费用	39	45	37	47	速动比率	0.92	1.12	0.97	0.98
投资损失	-39	2	-6	-10	利息保障倍数	46.43	18.15	25.65	27.41
营运资金变动	-1883	938	-64	-627	营运能力				
其他经营现金流	93	-271	1	30	总资产周转率	0.62	0.53	0.59	0.63
投资活动现金流	-899	-463	-1514	-1014	应收账款周转率	4.87	4.35	5.74	5.48
资本支出	311	1044	1065	996	存货周转率	1.94	1.77	2.12	2.09
长期投资	-49	-651	333	-5	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-637	-70	-116	-23	每股收益(最新摊薄)	0.81	0.52	0.67	0.82
筹资活动现金流	-221	-1159	-522	-493	每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	1.24	1.04	0.93
短期借款	100	-400	0	172	每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.07	7.34	7.76
长期借款	399	0	80	80	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	20.88	32.45	25.40	20.70
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.47	2.39	2.30	2.18
其他筹资现金流	-720	-758	-602	-746	EV/EBITDA	11.33	15.71	12.91	10.70
现金净增加额	-964	453	-301	50					

资料来源: Wind、湘财证券研究所

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并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。