

## 经营质量健康， 业绩符合预期

### 核心观点

25 年 Q3，公司实现收入 18.27 亿元，同比增长 3.78%，在心脑血管等核心品类带动下已经逐步企稳回升；归母净利润实现 3.32 亿元，扣非归母净利润实现 3.25 亿元，利润端同比增长实现大幅增长主要受益于去年同期低基数下盈利能力实现明显修复，业绩符合我们此前预期，公司经营质量健康，同比实现持续修复。展望未来：1) 看好心脑血管品类恢复；2) 呼吸系统品类逐步企稳；3) 研发进展兑现贡献新增量。

### 事件

#### 公司发布 2025 年第三季度报告

10 月 28 日晚，公司发布 2025 年第三季度报告，前三季度实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 58.68 亿元、10.00 亿元和 9.66 亿元，分别同比增长 -7.82%、80.33% 和 90.53%，业绩符合我们此前预期。

### 简评

经营质量健康，业绩符合预期

#### 重要财务指标

|           | 2023   | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E  |
|-----------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,318 | 6,513  | 8,095 | 9,103 | 10,240 |
| YoY(%)    | -17.7  | -36.9  | 24.3  | 12.5  | 12.5   |
| 净利润(百万元)  | 1,352  | -725   | 1,239 | 1,447 | 1,679  |
| YoY(%)    | -42.7  | -153.6 | 271.0 | 16.8  | 16.0   |
| 毛利率(%)    | 57.3   | 50.2   | 59.8  | 60.8  | 61.7   |
| 净利率(%)    | 13.1   | -11.1  | 15.3  | 15.9  | 16.4   |
| ROE(%)    | 11.8   | -7.1   | 11.1  | 11.8  | 12.4   |
| EPS(摊薄/元) | 0.81   | -0.43  | 0.74  | 0.87  | 1.00   |
| P/E(倍)    | 21.8   | -40.6  | 23.8  | 20.3  | 17.5   |
| P/B(倍)    | 2.6    | 2.9    | 2.6   | 2.4   | 2.2    |

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 以岭药业(002603.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn  
010-56135323  
SAC 编号:S1440517050001  
SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn  
010-56135328  
SAC 编号:S1440519080003  
SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn  
010-56135332  
SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn  
010-56135334  
SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 11 月 05 日

当前股价：17.61 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月       | 12 个月       |
|----------------|------------|-------------|
| 10.82/8.83     | 7.71/-3.54 | 4.20/-16.83 |
| 12 月最高/最低价 (元) |            | 18.32/12.84 |
| 总股本 (万股)       |            | 167,070.54  |
| 流通 A 股 (万股)    |            | 137,684.67  |
| 总市值 (亿元)       |            | 294.21      |
| 流通市值 (亿元)      |            | 242.46      |
| 近 3 月日均成交量 (万) |            | 2437.75     |
| 主要股东           |            |             |
| 以岭医药科技有限公司     |            | 31.53%      |

#### 股价表现



2025 年前三季度，公司实现营业收入 58.68 亿元，同比下降 7.82%，收入端下滑有所收窄；实现归母净利润 10.00 亿元，同比增长 80.33%，扣非归母净利润实现 9.66 亿元，同比增长 90.53%，利润端在去年同期低基数下实现高速增长；其中 Q3 单季实现收入 18.27 亿元，同比增长 3.78%，在心脑血管等核心品类带动下已经逐步企稳回升；归母净利润实现 3.32 亿元，扣非归母净利润实现 3.25 亿元，利润端同比增长实现大幅增长主要受益于去年同期低基数下盈利能力实现明显修复；整体来看，公司前三季度业绩符合我们此前预期，经营质量保持健康，同比实现持续修复。

### 呼吸系统渠道库存出清，心脑血管学术能力持续提升

25 年 Q3 分板块来看，我们预计：

- 1) **心脑血管品类逐步恢复，学术影响力持续提升：**公司心脑血管品类销售表现逐季向好，从心脑血管品类终端销售来看，口服制剂市场集中度稳步提升，公司通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大创新专利中药市场份额由 2015 年的 13.64%持续提升至 2024 年的 18.13%。预计 Q4 随着基数压力减弱、行业秩序持续恢复，有望实现持续修复。公司通过循证医学评价和真实世界研究，建立核心品种学术影响力和学术地位，持续提升产品临床价值，我们看好后续学术优势向市场价值的转化和销售放量。
- 2) **呼吸系统品类库存清理结束，连花清咳片放量可期：**公司呼吸品类受到终端需求变化、基数较高等影响收入端持续承压，盈利能力预计实现稳步修复。目前公司呼吸系统品类渠道库存已经逐步回归到常规水平，随着终端库存效期到期，叠加销售旺季来临，预计 Q4 有望恢复增长。公司连花清咳片作为以中医络病理论为指导，是集合传统经典名方及临床实践研制的用于治疗急性气管、支气管炎的独家专利创新中药，24 年已正式转为非处方药，随着公司逐步增加市场覆盖和渠道布局，持续丰富临床研究证据，在渠道库存压力相对较小且高效止咳治疗优势明显的背景下，未来有望逐步实现放量。

### 持续推进新产品研发，看好创新持续赋能发展

公司不断围绕心脑血管、呼吸、神经、内分泌、泌尿、消化等核心治疗领域，持续完善新药筛选、立项、研发、上市后再研究等不同阶段项目管理，探索产品的适用人群及临床应用优势和作用特点，客观评价产品的疗效优势、安全性，推进新产品研发及布局。公司持续推进新产品研发，创新成果加速落地：1 月，公司全资子公司北京以岭“芪防鼻通片”获批上市；4 月，北京以岭“芪桂络痹通片”新药注册申请获得正式受理；7 月，公司第一个经典名方品种“半夏白术天麻颗粒”注册申请获正式受理；8 月，公司“小儿连花清感颗粒”新药注册上市申请获正式受理。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，看好后续创新进展持续赋能公司长期发展。

在化药创新药方面，公司持续加大研发力度，寻找成熟的和早期介入的青苗类合作项目，形成一类创新药、505B（2）、高端仿制药的优势产品群。截至报告期末，公司已有 4 个创新药品种进入临床阶段，多个创新药处于临床前研究阶段：其中苯胺洛芬注射液申报 NDA 已获受理，目前正在进行上市前的筹备工作；治疗急性髓性白血病的 XY0206 片的处于三期临床；治疗缺血性脑卒中的 XY03-EA 片和适应症为辅助生殖的 G201 胶囊处于 II 期临床。

### 盈利能力修复，经营质量健康

2025 年前三季度，公司综合毛利率为 60.53%，同比增加 7.14 个百分点，盈利能力实现明显修复，预计全

年有望持续恢复；销售费用率为 23.06%，同比下降 3.21 个百分点，控费效果理想；管理费用率为 6.78%，同比增加 0.58 个百分点，基本保持稳定；研发费用率为 9.27%，同比增加 0.29 个百分点，持续加大研发投入。经营活动产生的现金流量净额同比增长 296.19%，保持较好增长趋势；投资活动产生的现金流量净额同比下降较多，主要是报告期内购赎回理财较同期减少所致；筹资活动产生的现金流净额同比增长 97.63%，主要是报告期内偿还债务较同期减少所致。其余财务指标基本正常。

### 展望全年：核心品类逐步企稳回升，研发进展兑现贡献新增量

**1) 心脑血管品类持续恢复。**在心脑血管品类方面，预计随着行业秩序逐步恢复，叠加公司持续推进营销体系升级，Q4 基数压力减弱后有望实现明显修复，2025 年随着公司深化学术推广力度，建立产品的学术影响力和学术地位，进一步提升产品临床价值，心脑血管业务有望企稳增长。**2) 呼吸系统品类逐步企稳。**在呼吸系统品类方面，随着渠存调整结束，销售规模有望逐步实现恢复。公司在呼吸道领域布局上呼吸道/下呼吸道、儿童/成人呼吸系统等多个细分病种，随着连花清咳片等品种推广放量取得成效，Q4 旺季呼吸品类预计回到正常增长轨道。**3) 研发进展兑现贡献新增量：**公司芪防鼻通片（过敏性鼻炎适应症）已经获批上市；柴黄利胆胶囊（慢性胆囊炎适应症）、芪桂络痹通片（类风湿性关节炎）、小儿连花清感颗粒（儿童感冒适应症）、半夏白术天麻颗粒（风痰上扰证）已进行上市申请；除此之外，公司已有 4 个化药创新药品种进入临床阶段；新品种上市有望持续赋能公司长期发展。

### 盈利预测及投资评级

中长期来看，全方位、系统的中药注册管理体系对中医药行业持续规范升级将产生积极推动作用，随着我国中药审评审批制度的不断健全和完善，中药创新药有望逐步迈入正轨，以公司为代表的创新中药龙头有望迎来高质量发展。我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 80.95、91.03 和 102.40 亿元，分别同比增长 24.3%、12.5%和 12.5%；归母净利润分别为 12.39、14.47 和 16.79 亿元，分别同比增长 271.0%、16.8%和 16.0%。折合 EPS 分别为 0.74 元/股、0.87 元/股和 1.00 元/股，对应 PE 为 23.8X、20.3X 和 17.5X，维持“买入”评级。

## 风险分析

1) 产品推广不达预期：公司持续加大销售投入，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2) 药品降价风险，公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3) 原材料及动力成本涨价风险：中药种植周期较长，公司所需原料价格波动将会导致成本上升，进而影响公司整体利润；4) 中药政策环境不稳定：目前中药相关大环境并未完全稳定，日后若有相关政策出台可能导致市场较为混乱进而影响公司经营状况。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 刘若飞

医药消费及生物制品联席首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药流通、连锁药店、疫苗、血制品、CRO、原料药、基因测序等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责中药、医美、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024年、2023年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

### 沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                         |      | 评级   | 说明            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk