

以岭药业 (002603.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

连花清瘟再度突破, 医保谈判顺利落地

业绩简评

2023年1月30日, 公司发布2022年度业绩预告, 预计2022年实现归母净利润21.50-24.19亿元, 同比增长60.00-80.00%; 扣非净利润20.24-23.40亿元, 同比增长60.00-85.00%。

其中, 2022年Q4实现归母净利润7.36-10.05亿元, 同比增长512-736%, 环比增长101-175%。

经营分析

四季度防疫政策调整, 连花清瘟销售规模新突破。随着新冠变异株毒性减弱及新冠疫苗接种率不断提升, 四季度国内疫情防控政策逐步优化调整, 新冠感染最终回归“乙类乙管”, 国内新冠感染迅速经历一波反复。连花清瘟为新冠诊疗指南推荐用药, 可用于观察期、轻型、普通型患者, 同时对普通感冒、流感的疗效得到广泛认可, 覆盖人群广泛, 尤其是连花清瘟胶囊是OTC产品, 具有可及性优势。在四季度疫情反复中, 连花清瘟销售大幅增长, 预计2022年销售额超过65亿元, 相比2020年2021年的40-43亿元年销售额, 实现销售规模的新突破。

医保谈判顺利落地, 中药创新药管线丰富。公司有3款中药创新药参与2022年医保目录谈判, 其中连花清咳胶囊零降幅续约成功, 新产品解郁除烦胶囊和益肾养心安神片顺利纳入医保目录, 预计2023年开始放量。公司中药创新药研发管线丰富, 多款产品处于临床后期阶段, 预计公司每年有新药/新适应症获批上市, 长期增长动力充足。

心脑血管及二线专利产品预计2023年恢复增长。公司心脑血管领域的通、参、芪三款产品, 以及二线专利产品受疫情影响, 2022年销售额有小幅下滑, 预计2023年随着以后诊疗恢复, 将实现恢复性增长。

盈利预测、估值与评级

我们上调公司2022/2023/2024年营业收入至124.82/141.36/159.63亿元(分别上调14%/9%/4%), 上调归母净利润为23.43/27.63/32.07亿元(分别上调45%/45%/43%), 上调EPS为1.40/1.65/1.92元(分别上调46%/45%/43%)。公司股票现价对应PE估值为21.36/18.12/15.61倍, 维持“买入”评级。

风险提示

疫情变化风险, 中成药集采风险, 产品销售不及预期风险, 政策监管风险, 新药研发进度不及预期风险。

医药组

分析师: 王班 (执业S1130520110002)

wang_ban@gjzq.com.cn

联系人: 王维肖

wangweix@gjzq.com.cn

市价(人民币): 28.98元

相关报告:

- 《政策持续利好, 业绩稳定放量, 管线丰富可期-以岭药业三季报点评》, 2022.10.28
- 《连花清瘟拓展海外市场, 创新中药研发推进-以岭药业半年报点评》, 2022.8.26
- 《业绩稳健成长, 看好连花清瘟持续放量-以岭药业年报点评》, 2022.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,782	10,117	12,482	14,136	15,963
营业收入增长率	50.76%	15.19%	23.37%	13.26%	12.92%
归母净利润(百万元)	1,219	1,344	2,343	2,763	3,207
归母净利润增长率	100.95%	10.27%	74.38%	17.90%	16.09%
摊薄每股收益(元)	1.012	0.804	1.403	1.654	1.920
每股经营性现金流净额	1.32	0.32	1.35	1.77	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.66%	14.82%	21.48%	20.97%	20.20%
P/E	25.19	24.37	21.36	18.12	15.61
P/B	3.44	3.61	4.59	3.80	3.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,825	8,782	10,117	12,482	14,136	15,963
增长率		50.8%	15.2%	23.4%	13.3%	12.9%
主营业务成本	-2,106	-3,118	-3,681	-4,376	-4,966	-5,626
%销售收入	36.2%	35.5%	36.4%	35.1%	35.1%	35.2%
毛利	3,719	5,664	6,436	8,106	9,170	10,337
%销售收入	63.8%	64.5%	63.6%	64.9%	64.9%	64.8%
营业税金及附加	-95	-136	-138	-187	-212	-239
%销售收入	1.6%	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	-2,227	-3,035	-3,434	-3,744	-4,241	-4,789
%销售收入	38.2%	34.6%	33.9%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用	-352	-400	-497	-537	-565	-591
%销售收入	6.0%	4.6%	4.9%	4.3%	4.0%	3.7%
研发费用	-391	-654	-792	-836	-919	-1,006
%销售收入	6.7%	7.5%	7.8%	6.7%	6.5%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	654	1,438	1,574	2,801	3,233	3,712
%销售收入	11.2%	16.4%	15.6%	22.4%	22.9%	23.3%
财务费用	1	2	-17	-11	49	100
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-6	-78	-66	-23	-30	-37
公允价值变动收益	2	5	2	0	1	1
投资收益	28	24	-24	-7	0	0
%税前利润	4.0%	1.7%	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	710	1,438	1,569	2,757	3,250	3,773
营业利润率	12.2%	16.4%	15.5%	22.1%	23.0%	23.6%
营业外收支	-2	-16	-15	0	0	0
税前利润	708	1,422	1,554	2,757	3,250	3,773
利润率	12.2%	16.2%	15.4%	22.1%	23.0%	23.6%
所得税	-105	-208	-212	-414	-488	-566
所得税率	14.8%	14.6%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	603	1,215	1,342	2,343	2,763	3,207
少数股东损益	-3	-4	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	607	1,219	1,344	2,343	2,763	3,207
净利率	10.4%	13.9%	13.3%	18.8%	19.5%	20.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	603	1,215	1,342	2,343	2,763	3,207
少数股东损益	-3	-4	-2	0	0	0
非现金支出	269	353	434	510	530	552
非经营收益	-37	-92	53	170	19	13
营运资金变动	-766	110	-1,300	-764	-358	-398
经营活动现金净流	69	1,586	529	2,259	2,955	3,373
资本开支	-454	-1,144	-672	64	-404	-404
投资	465	79	159	0	1	1
其他	27	25	6	-7	0	0
投资活动现金净流	37	-1,040	-507	57	-403	-403
股权募资	0	1	1	0	0	0
债权募资	50	220	930	-514	-100	-100
其他	-220	-245	-1,233	-546	-519	-512
筹资活动现金净流	-170	-23	-302	-1,060	-619	-612
现金净流量	-64	521	-281	1,256	1,933	2,359

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	733	1,337	995	2,241	4,173	6,531
应收款项	2,424	1,771	2,368	3,406	3,858	4,357
存货	1,222	1,580	1,673	2,316	2,602	2,918
其他流动资产	689	771	566	418	453	493
流动资产	5,068	5,459	5,602	8,381	11,086	14,299
%总资产	55.9%	47.5%	43.4%	55.8%	62.9%	69.0%
长期投资	17	11	25	25	25	25
固定资产	3,060	4,313	5,730	5,570	5,399	5,215
%总资产	33.7%	37.5%	44.4%	37.1%	30.6%	25.2%
无形资产	765	742	900	1,014	1,089	1,162
非流动资产	4,001	6,033	7,303	6,633	6,533	6,420
%总资产	44.1%	52.5%	56.6%	44.2%	37.1%	31.0%
资产总计	9,069	11,492	12,905	15,014	17,620	20,718
短期借款	50	270	514	200	200	200
应付款项	547	1,259	1,663	2,302	2,612	2,959
其他流动负债	210	710	784	937	1,072	1,218
流动负债	806	2,239	2,960	3,439	3,884	4,377
长期贷款	0	0	500	300	200	100
其他长期负债	310	330	372	360	359	359
负债	1,117	2,569	3,833	4,100	4,444	4,836
普通股股东权益	7,944	8,919	9,069	10,911	13,173	15,879
其中：股本	1,204	1,204	1,671	1,671	1,671	1,671
未分配利润	3,483	4,324	4,306	6,148	8,410	11,116
少数股东权益	8	4	3	3	3	3
负债股东权益合计	9,069	11,492	12,905	15,014	17,620	20,718

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.504	1.012	0.804	1.403	1.654	1.920
每股净资产	6.600	7.410	5.428	6.531	7.885	9.504
每股经营现金净流	0.057	1.318	0.316	1.352	1.769	2.019
每股股利	0.200	1.000	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	7.63%	13.66%	14.82%	21.48%	20.97%	20.20%
总资产收益率	6.69%	10.60%	10.41%	15.61%	15.68%	15.48%
投入资本收益率	6.97%	13.35%	13.48%	20.86%	20.24%	19.50%
增长率						
主营业务收入增长率	20.99%	50.76%	15.19%	23.37%	13.26%	12.92%
EBIT 增长率	-0.39%	119.75%	9.50%	77.93%	15.41%	14.81%
净利润增长率	1.21%	100.95%	10.27%	74.38%	17.90%	16.09%
总资产增长率	5.99%	26.72%	12.29%	16.35%	17.35%	17.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.4	46.8	49.5	70.2	70.2	70.2
存货周转天数	207.7	164.0	161.3	195.1	195.1	195.1
应付账款周转天数	77.6	87.6	126.5	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	171.9	122.2	136.4	100.0	78.7	60.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.27%	-14.39%	-0.40%	-16.46%	-29.05%	-39.58%
EBIT 利息保障倍数	-687.7	-782.8	90.9	244.7	-66.1	-37.0
资产负债率	12.31%	22.35%	29.70%	27.31%	25.22%	23.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-29	买入	30.10	33.32~33.32
2	2022-04-11	买入	39.09	N/A
3	2022-04-29	买入	25.33	N/A
4	2022-08-26	买入	20.77	N/A
5	2022-10-28	买入	28.58	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402