公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

以岭药业（002603.SZ）

2021 年 07 月 04 日

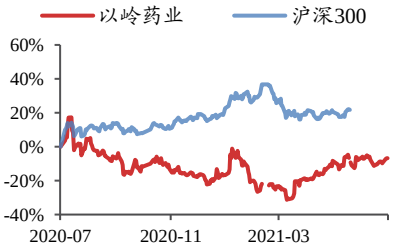
迈入发展新阶段的中药龙头

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2021/7/2
当前股价(元)	31.82
一年最高最低(元)	36.30/20.85
总市值(亿元)	379.73
流通市值(亿元)	312.74
总股本(亿股)	11.93
流通股本(亿股)	9.83
近 3 个月换手率(%)	90.33

股价走势图



数据来源：贝格数据

苑建（分析师）
yuanjian@kysec.cn
证书编号：S0790520070009

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

王斌（分析师）
wangbin@kysec.cn
证书编号：S0790520070005

● **公司发展迈入新阶段，首次覆盖给予“买入”评级**

以岭药业在专利创新中药的研发、生产和销售领域积淀深厚。公司以“络病理论”为指导，有多个创新中药上市，众多药物处于不同研究阶段，产品线不断丰富；疫情过后公司品牌知名度和美誉度大幅提升；营销体系变革效果也有望逐步显现。我们预计 2021-2023 年收入分别为 110.40/128.98/146.50 亿元，同比增长 25.7%/16.8%/13.6%，归母净利润为 16.77/20.10/23.67 亿元，同比增长 37.6%/19.9%/17.8%，当前股价对应 PE 分别为 21.9/18.3/15.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● **公司拥有完备的创新中药研发体系，在中药行业的新形势下有望占得先机**

中药行业近年来增速放缓，主要是由于注射剂市场萎缩上市以及新药数量较少，我们认为非注射剂型产品在过去数年仍保持较为平稳增长，显示出中药具有强大的生命力，未来仍会在医药市场中占据一定份额。中药审批审评也将立足于其自身的研发规律和现状，研发速度和上市数量有望提升。公司形成了“理论—临床—科研—产业—教学”五位一体的创新发展闭环体系开展创新中药研发和循证医学证据积累，有望在中药行业发展的新形势下占得先机。

● **心脑血管用药和呼吸系统类药物仍将平稳增长，多个专利中药快速放量**

公司心脑血管用药和呼吸系统类药物未来仍将保持稳健增长，其中心脑血管中成药仍为增量市场，“通参芪”三大品种市占率仍有提升空间；疫情之后，公司的品牌知名度和品牌美誉度大幅提升，连花清瘟系列药品市占率和市场覆盖率大幅提升。此外还有其他专利中药也有望借助学术影响力、品牌知名度和营销体系实现快速增长。化学药板块盈利能力将逐步提升，大健康系列产品有望成为新的业绩增长点。

● **风险提示：**中成药纳入集采；中药材价格上涨幅度超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,825	8,782	11,040	12,898	14,650
YOY(%)	21.0	50.8	25.7	16.8	13.6
归母净利润(百万元)	607	1,219	1,677	2,010	2,367
YOY(%)	1.2	100.9	37.6	19.9	17.8
毛利率(%)	63.8	64.5	64.8	65.2	65.4
净利率(%)	0.0	13.9	15.2	15.6	16.2
ROE(%)	7.6	13.6	17.8	18.5	18.9
EPS(摊薄/元)	0.50	1.01	1.39	1.67	1.97
P/E(倍)	60.5	30.1	21.9	18.3	15.5
P/B(倍)	4.6	4.1	3.9	3.4	2.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 以岭药业：国内创新中药龙头，2020 年业绩快速增长 3
2、 中药行业步入进入新阶段，创新品种市场空间更大，公司在行业发展新形势下有望占得先机 5
2.1、 中药行业呈现结构性分化态势，非注射剂型仍平稳增长，创新品种陆续上市成为新的增长驱动力 5
2.2、 公司拥有完备的创新中药研发体系，在中药行业的新形势下有望占得先机 7
3、 化学药板块盈利能力将逐步提升，大健康系列产品有望成为新的业绩增长点 10
4、盈利预测与投资建议 10
4.1、关键假设 10
4.2、盈利预测与估值 11
5、风险提示 12
附：财务预测摘要 13

图表目录

图 1： 公司旗下拥有多家子公司，实际控制人为吴以岭等 3
图 2： 上市以来公司收入基本保持增长态势 4
图 3： 2020 年公司净利润快速增长 4
图 4： 心脑血管类药物收入占比不断下降 4
图 5： 心脑血管类药物毛利占比不断下降 4
图 6： 毛利率较为稳定，费用率稳中有降 5
图 7： 公司在建工程大幅增加 5
图 8： 2016 年后中成药行业收入占比不断下降 5
图 9： 2016 年后中成药行业利润占比不断下降 5
图 10： 注射液规模有所下滑，其他剂型仍有增长 6
图 11： 中药 IND 和 NDA 数量减少，但 2020 年出现回升 6
图 12： “通参芪”3 大品种市场份额有所提升 8
图 13： 2020 年连花清瘟在零售终端市场份额大幅提升 8
图 14： 连花清瘟在公立医疗机构市场份额大幅提升 8
图 15： 心脑血管用药平稳增长，呼吸系统药物大幅增长 8
图 16： 我国城乡居民心血管病死亡率持续提升 9
图 17： 2020 年公司销售人员数量大幅增加 9
图 18： 近年来人均创收和创利有所下降 9
图 19： 以岭药业 PE 处于历史低位 12

表 1： 中药行业审评政策持续优化 6
表 2： 公司已有多个专利中药上市，多个药物处于不同研发阶段 7
表 3： 公司化学药已经有多个品种处于上市或处于不同阶段 10
表 4： 公司心脑血管用药和呼吸系统类平稳增长，其他专利药快速放量 11

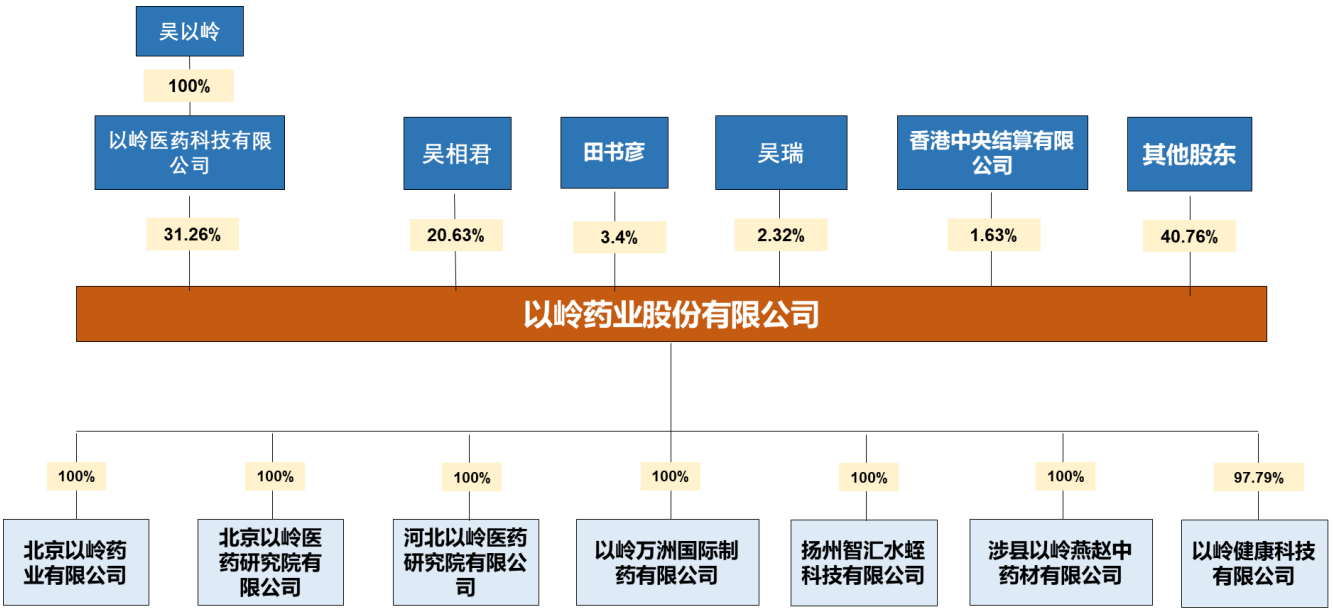
1、 以岭药业：国内创新中药龙头，2020 年业绩快速增长

以岭药业是国内中药龙头企业，公司在专利创新中药的研发、生产和销售领域积淀深厚，同时还积极布局化生药和健康产业，专利中药、化生药、大健康产业等多种业态协同发展。

公司实际控制人为吴以岭、吴相君和吴瑞，其中吴以岭先生为公司创始人、现任董事长、中国工程院院士，系统构建络病理论的络病证论、脉络学说和气络学说三大体系，是中医络病学学科创立者和学科带头人。吴相君为公司现任总经理，吴瑞为现任董事会秘书。

公司旗下拥有多家子公司，其中北京以岭药业有限公司主要从事连花清瘟颗粒和参松养心胶囊等专利中药生产，以岭万洲国际制药有限公司是公司化生药板块的运作平台，以岭健康科技有限公司是公司大健康板块的主要运营平台。同时公司还成立了扬州智汇水蛭科技有限公司、涉县以岭燕赵中药材有限公司等多个子公司加强对上游关键原材料的把控能力。

图1：公司旗下拥有多家子公司，实际控制人为吴以岭等



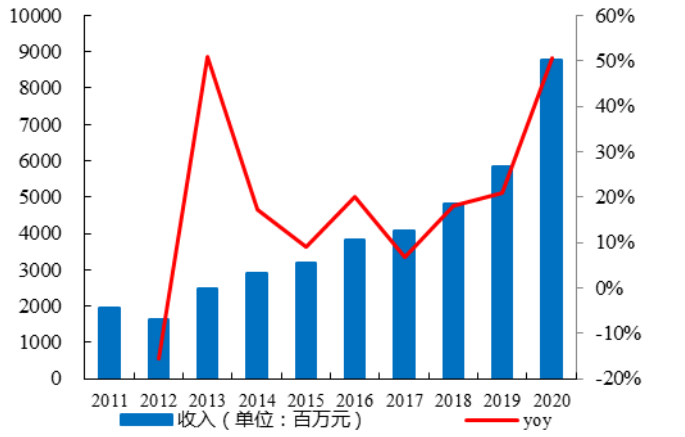
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司于 2011 年上市，2011-2019 年公司收入年复合增速为 14.64%，归母净利润复合增速为 3.68%，收入和净利润基本保持增长态势但较为平稳。从收入和毛利结构看，心脑血管类药物仍居主导地位但占比有所下降，以连花清瘟系类为主的抗感冒类（呼吸系统类）用药收入和毛利占比稳步提升。

2020 年公司实现营业收入 87.82 亿元(+50.76%)，归母净利润 12.19 亿元(+101%)，为上市以来最好水平。其中呼吸系统类产品收入 42.56 亿元（+149.89%），是带动公司业绩高速增长的主要驱动因素，新冠肺炎疫情发生后，连花清瘟胶囊（颗粒）在抗击疫情中发挥了重大作用，于 2020 年 4 月获批用于“轻型、普通型新型冠状病毒肺炎”的治疗，公司产品知名度和品牌影响力不断增强，连花清瘟系列产品销量大幅增长。由于连花清瘟系列产品的放量，2020 年呼吸系统类产品的收入和毛利占比大幅提升。值得一提的是，近年来公司合并归母净利润要小于母公司净利润，主要是由于公司化生药、大健康等多个新兴业态均处于战略投入期，存在一定程度的亏

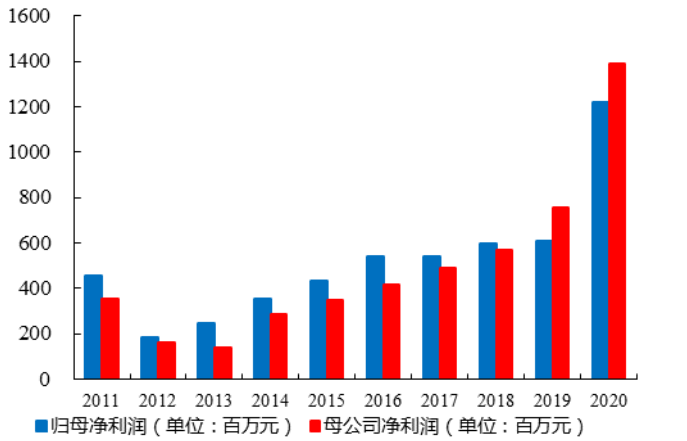
损。

图2：上市以来公司收入基本保持增长态势



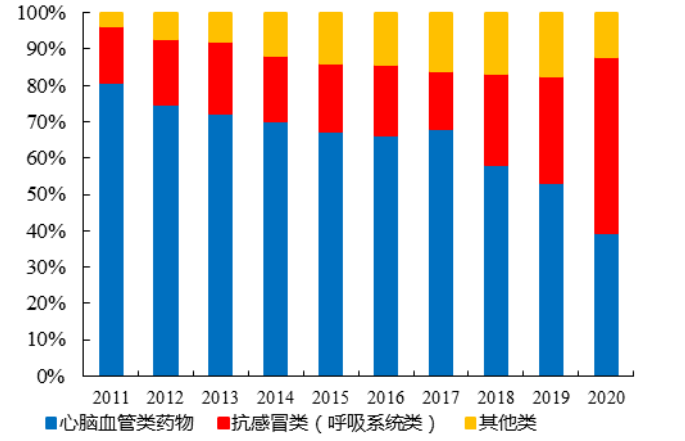
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司净利润快速增长



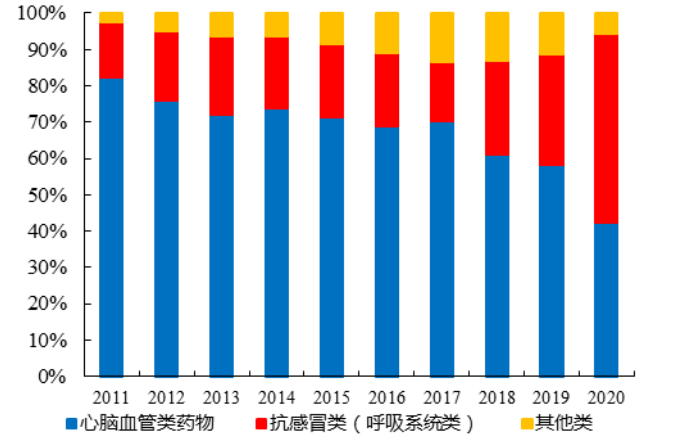
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：心脑血管类药物收入占比不断下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：心脑血管类药物毛利占比不断下降

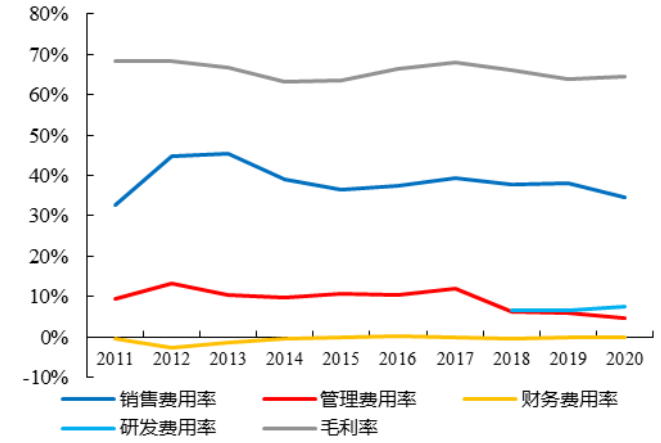


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司对于大宗中药材品种多采取药材产地采购模式，即通过前期的市场及产区调研，确定适合公司采购的策略，选择时机进行产区季节性采购，公司历年毛利率较为稳定，体现出具有较好的成本控制能力。公司销售费用率和管理费用率稳中有降，精细化管理成果和规模效应逐步体现。

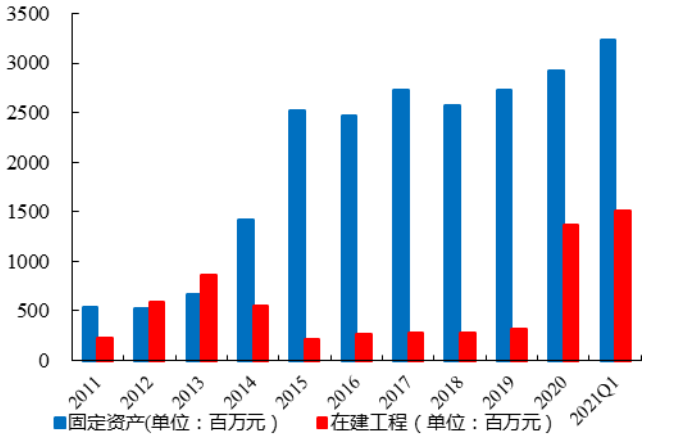
2020 年起，公司在建工程大幅增加，主要用于“衡水以岭药业有限公司现代中药产业化项目”、“衡水万洋药物研发及产业化项目”等，截至 2021 年 1 季度末，公司固定资产为 32.36 亿元，同比增长 20.54%，其中连花清瘟系列产品产能提升项目已实现投产，同时衡水以岭现代中药产业化项目部分中药提取车间已完成 GMP 认证，公司提取产能得到明显提升。截至 2020 年末，公司在建工程为 13.71 亿元，在建工程项目预算数为 53.83 亿元，固定资产为 29.28 亿元，项目建成达产后，公司产能将大幅增加，支撑业绩中长期增长。

图6：毛利率较为稳定，费用率稳中有降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：公司在建工程大幅增加



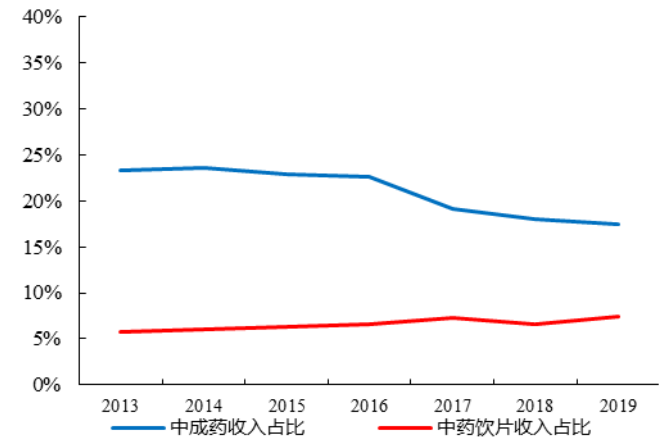
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 中药行业步入进入新阶段，创新品种市场空间更大，公司在行业发展新形势下有望占得先机

2.1、 中药行业呈现结构性分化态势，非注射剂型仍平稳增长，创新品种陆续上市成为新的增长驱动力

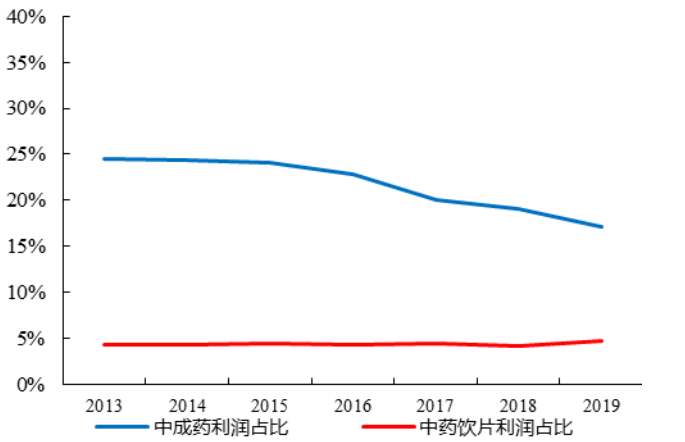
医药工业可分为化学药品原料药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药生产、生物药品制造、卫生材料及医药用品制造、制药专用设备制造和医疗仪器设备及器械制造等 8 个子行业。由于中药饮片既可用于中医临床，也可用于制剂生产(作为中成药的原料)，因此中成药行业收入更能够体现中药终端销售情况，2016 年起，中成药行业收入和利润在医药工业中的占比逐步下降，从 25%左右下滑至 17%。

图8：2016 年后中成药行业收入占比不断下降



数据来源：工信部、开源证券研究所

图9：2016 年后中成药行业利润占比不断下降

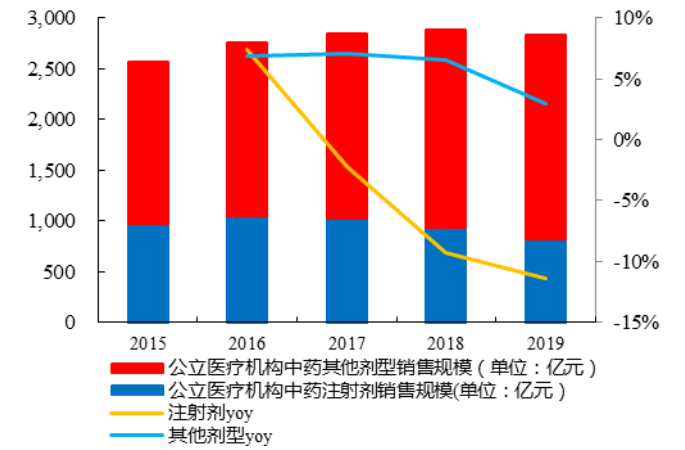


数据来源：工信部、开源证券研究所

我们认为中成药行业利润和收入占比下滑的主要原因是包括：（1）针对中药注射液出台各类限制性政策，例如适应症、适用报销政策的医疗机构、纳入辅助用药目录等，中药注射液市场规模下滑；（2）2015 年药审改革后中药审评趋严，中药 IND 申请通过数量持续下滑，中药上市新品种数量较少，2016-2019 年共计仅有 7 个中药

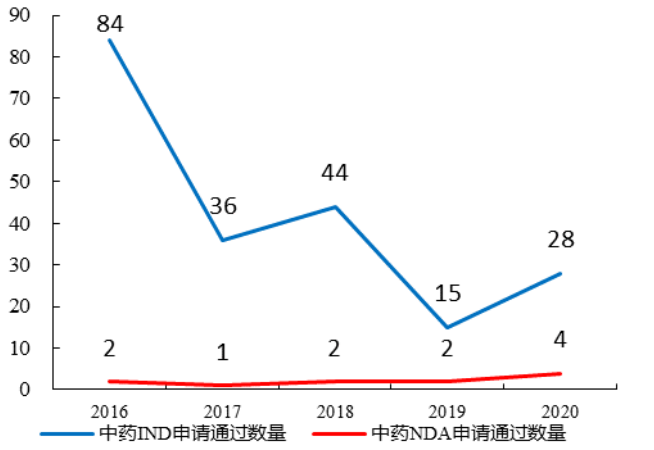
新品种获批上市。

图10：注射液规模有所下滑，其他剂型仍有增长



数据来源：米内网、开源证券研究所

图11：中药 IND 和 NDA 数量减少，但 2020 年出现回升



数据来源：CDE、开源证券研究所

我们认为，中药行业未来将呈现出结构性分化态势。从存量产品角度看，部分中药注射液由于临床疗效、安全性存在争议，在政策压力下未来市场规模仍有可能继续萎缩；但是非注射剂型产品在过去数年仍保持较为平稳增长，也显示出中药传统剂型具有强大的生命力，未来中成药仍会在我国医药市场中占据一定份额。从增量产品角度看，2021 年 2 月 9 日国务院办公厅印发的《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》中明确提出“优化中药审评审批管理”和“完善中药分类注册管理”，我们认为未来中药的研发一方面将更加注重其自身的研发规律和现状，建立适合中药研发的审评标准，2020 年中药 IND 和 NDA 数量已经出现拐点，预计研发速度和上市数量也将持续提升；另一方面中药的审评将更注重以临床疗效为标准，上市和上市后的销售推广也需要扎实的临床研究和过硬的临床数据，仅依靠营销资源的驱动的销售和推广模式将难以为继，创新中药将空间更大，有望成为新的增长驱动力。

表1：中药行业审评政策持续优化

政策	细则
优化中药审评审批管理	加快推进中药审评审批机制改革，加强技术支撑能力建设，提升中药注册申请技术指导水平和注册服务能力，强化部门横向联动，建立科技、医疗、中医药等部门推荐符合条件的中药新药进入快速审评审批通道的有效机制。以中医临床需求为导向，加快推进国家重大科技项目成果转化。统筹内外部技术评估力量，探索授予第三方中医药研究平台专业资质、承担国家级中医药技术评估工作。增加第三方中药新药注册检验机构数量
完善中药分类注册管理	尊重中药研发规律，完善中药注册分类和申报要求。优化具有人用经验的中药新药审评审批，对符合条件的中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等，研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制。充分利用数据科学等现代技术手段，建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系，积极探索建立中药真实世界研究证据体系。优化古代经典名方中药复方制剂注册审批。完善中药新药全过程质量控制的技术研究指导原则体系

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、公司拥有完备的创新中药研发体系，在中药行业的新形势下有望占得先机

我们认为公司在中药行业发展的新形势下有望占得先机。公司遵循中医药“以临床实践为基础，以理论创新为指导，以治疗方药为依托，以临床疗效为标准”的学科规律，借鉴现代高新技术以理论原创带动临床疗效新药研发，形成“理论—临床—科研—产业—教学”五位一体的创新发展闭环体系。公司创始人吴以岭院士是中医络病学学科创立者，属于重大中医基础理论创新。一方面公司主导建立了世界中医药学会联合会络病专委会、中华中医药学会络病分会、28 省市络病分会专业委员会、市级络病分会专业委员会四级络病分会体系，吸纳了临床中医、西医、中西医结合专家十万余人，为络病理论临床推广及络病理论指导下公司研发的专利新药推广搭建了很好的学术平台。

另一方面公司以络病理论指导建立基于临床的研究与转化平台，不仅可以以理论促进新药研发，同时针对多个已上市专利中药再评价及二次开发，开展药效作用机制研究、上市后临床循证评价及真实世界研究，通过实验和临床数据验证产品作用机制和确切疗效，为中成药的临床应用提供客观研究证据，提升产品的学术影响力和学术地位。公司已有多项循证医学研究结果发表于国际权威医学杂志。

目前公司已经有多个专利中药上市，多个药物处于不同临床研究阶段，20 个处于临床前阶段、院内制剂上百个。根据产品临床研究进度推算，我们预计未来每年将有 1-2 个专利中药品种上市，产品梯队将不断丰富。

表2：公司已有多个专利中药上市，多个药物处于不同研发阶段

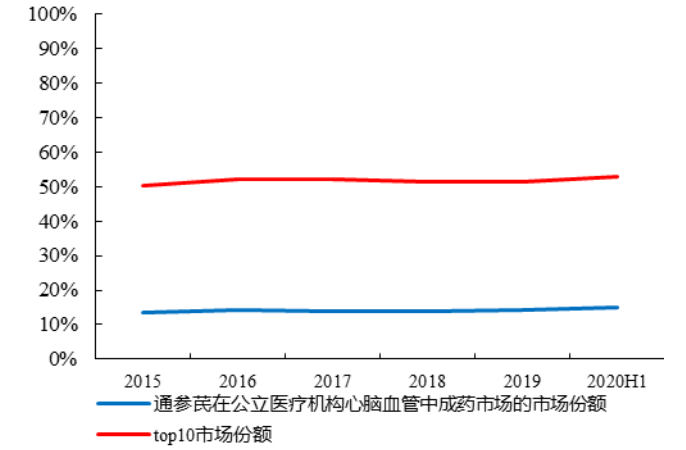
产品	适应症	产品情况
通心络胶囊	缺血性心脑血管病；冠心病、心绞痛	医保甲类，处方药，专利药品
参松养心胶囊	心律失常	医保甲类，处方药，专利药品
芪苈强心胶囊	心力衰竭	医保甲类，处方药，专利药品
连花清瘟胶囊	流行性感冒，轻型；普通型新型冠状病毒肺炎	医保甲类，OTC，专利药品
连花清瘟颗粒	流行性感冒；轻型、普通型新型冠状病毒肺炎	医保甲类，处方药，专利药品
连花清咳片	急性气管-支气管炎痰热壅肺证引起的咳嗽等	医保乙类（谈判），，处方药，专利药品
养正消积胶囊	癌症辅助治疗	医保乙类，处方药，专利药品
参灵蓝胶囊	肿瘤患者放化疗	处方药，专利药品
津力达颗粒	II 型糖尿病	医保乙类，处方药，专利药品
八子补肾胶囊	补肾	OTC，专利药品
枣椹安神口服液	神经衰弱	OTC，专利药品
夏荔芪胶囊	轻、中度良性前列腺增生症	医保乙类，处方药，专利药品
枣椹健脑安神片	失眠症	申报新药
苏夏解郁除烦胶囊	轻、中度抑郁症	申报新药
柴芩通淋片	下尿路感染	完成三期临床
连花定喘片	支气管哮喘	开展临床研究
络痹通片	类风湿性关节炎	开展临床研究
柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	开展二期临床研究
玉屏通窍片	过敏性鼻炎	开展二期临床研究
小儿连花清感颗粒	4-12 岁儿童感冒风热侵袭肺卫	获批临床

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司心脑血管用药核心品种为通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊，适应症分别为心绞痛、心律失常和心力衰竭，覆盖了心血管疾病发展的全过程。心脑血管用药始终保持平稳增长态势，2011-2020 年收入 GAGR 为 9.09%。米内网数据显示公立医疗端心脑血管疾病口服中成药市场规模 2015-2019 年复合增速达到 6.3%，2020 年在新冠疫情影响下仍有约 4%的增长。其中通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊市占率从 13.6%提高至 15%。

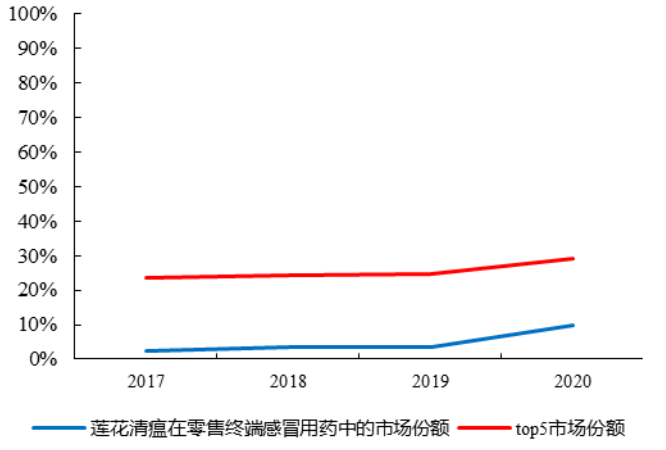
抗感冒药（呼吸系统类）核心品种为连花清瘟系列，2011-2019 年收入 GAGR 为 24.04%，2020 年呼吸系统类产品收入大幅增长，主要得益于连花清瘟系列产品快速增长。感冒用药销售主要渠道为零售端，中康资讯数据显示，2020 年零售端感冒用药/清热类市场规模约 348 亿，同比小幅下降 0.3%。2017-2020 年复合增长 5.6%，但连花清瘟颗粒/胶囊在零售终端和公立医院的市场份额均大幅提升。

图 12：“通参芪”3 大品种市场份额有所提升



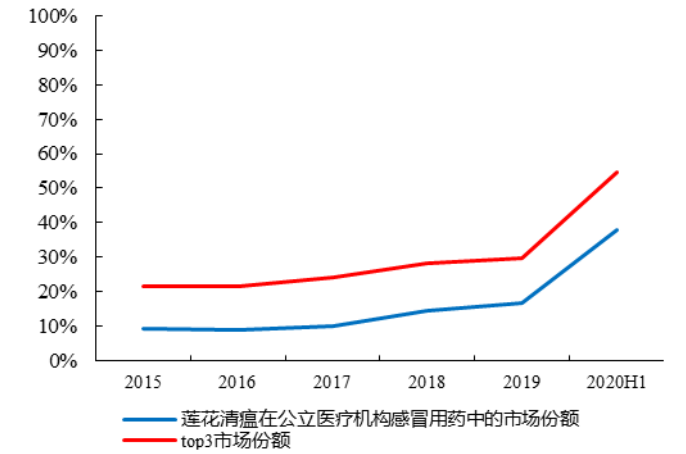
数据来源：公司公告、米内网、开源证券研究所

图 13：2020 年连花清瘟在零售终端市场份额大幅提升



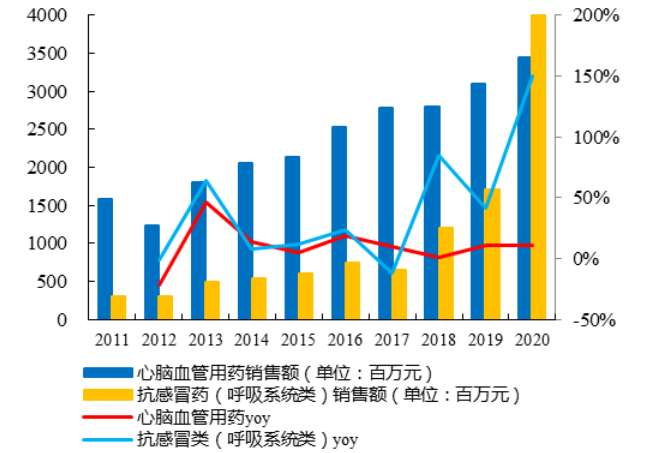
数据来源：公司公告、米内网、开源证券研究所

图 14：连花清瘟在公立医疗机构市场份额大幅提升



数据来源：公司公告、米内网、开源证券研究所

图 15：心脑血管用药平稳增长，呼吸系统药物大幅增长



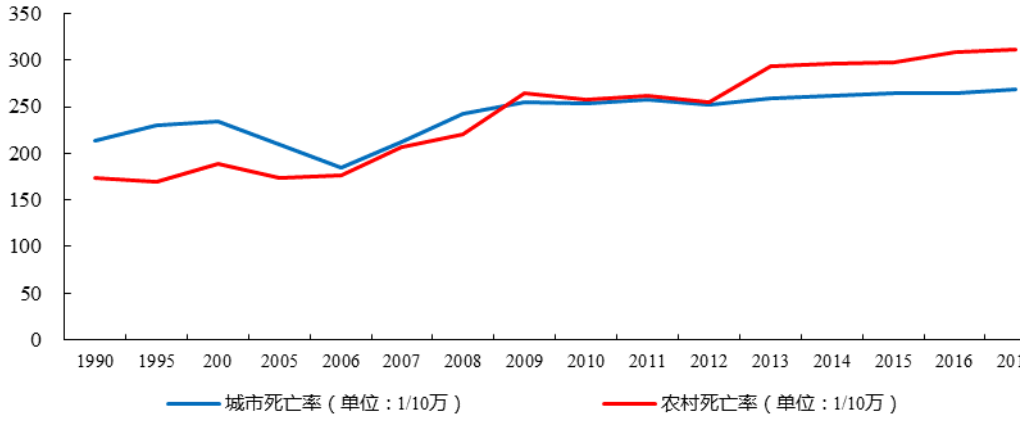
数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为公司心脑血管用药和呼吸系统类药物未来仍将保持稳健增长，主要由于：（1）心脑血管中成药仍为增量市场，《中国心血管健康与疾病报告 2019》中的数据显示，我国城乡居民心血管病死亡率持续提升，患病率仍处于上升阶段，各类心血管病患者人数高达 3.30 亿；（2）2020 年 1 月公司全资子公司河北以岭医药研究院

有限公司主持的“中医脉络学说构建及其指导微血管病变防治”项目荣获“国家科学技术进步奖”一等奖，公司学术影响力大幅度提升，目前通参芪市占率合计仅为15%左右，未来还有提升空间:（3）疫情之后，公司的品牌知名度和品牌美誉度大幅提升，连花清瘟颗粒/胶囊的市占率和市场覆盖率增幅明显。在特别是一些原有薄弱市场和空白地区实现突破，连花清咳片在进入医保后有望快速放量;（4）2020 年公司加大销售体系变革力度，推行分线管理的策略，在收回了基层终端授权后强化对基层覆盖力度,销售人员规模大幅增加,截至 2020 年末销售人员数量为 10734 万人，同比增长 86%，未来公司核心品种的市场份额有望进一步提升。

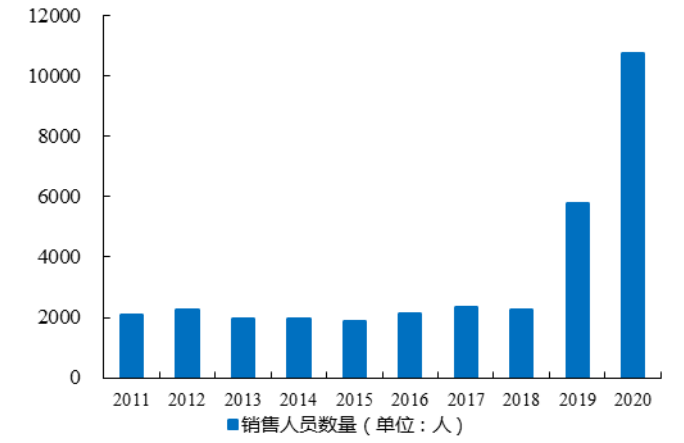
除了心脑血管用药和呼吸系统类药物外，公司其他专利药物也保持较快增长，包括津力达颗粒、八子补肾胶囊和夏荔芪胶囊等多个品种，2020 年收入达 3.02 亿元（+41.53%）。部分产品在细分市场优势明显，如津力达颗粒 2020 年上半年在中国公立医疗市场中成药糖尿病用药市场中的市占率为 7.91%，位居第 3 位。疫情过后公司品牌知名度大幅增强，有效拉动了公司全系列产品的增长，我们认为公司其他专利药物仍有较大增长潜力。

图16：我国城乡居民心血管病死亡率持续提升



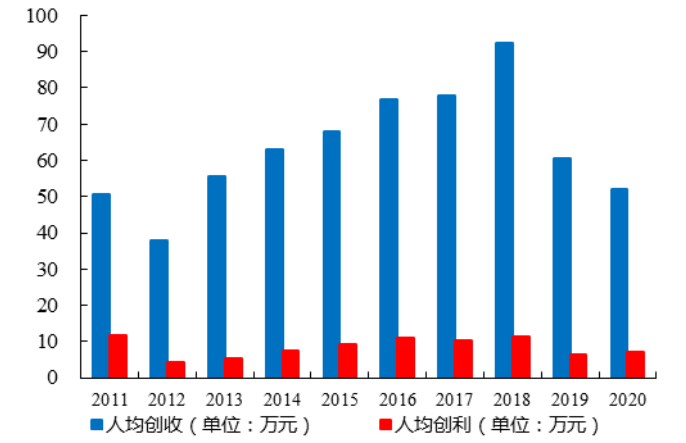
数据来源：中国心血管健康与疾病报告 2019、开源证券研究所

图17：2020 年公司销售人员数量大幅增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：近年来人均创收和创利有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 化学药板块盈利能力将逐步提升，大健康系列产品有望成为新的业绩增长点

在化学药板块，公司制订了“转移加工切入—仿制药国际国内双注册—专利新药研发生产销售”的发展战略。目前子公司以岭万洲已经建成符合欧美 GMP 标准的生产车间和质量管理体系，正在加快布局仿制药国际国内双注册，目前已经有 12 个品种获得美国 FDA 的 ANDA 文号，与 2019 年相比增加 5 个，其中阿昔洛韦等品种获得国内优先审评资格。此外以岭万洲也开始布局创新药研发，已有 4 个一类创新药品种进入临床阶段。

另一方面公司国内制剂业务也有望借助集采贡献一部分受益，2020 年已经有盐酸二甲双胍片、卡托普利片和盐酸环丙沙星片中标，2021 年 6 月酒石酸美托洛尔片再次中标。我们认为随着化学药品种的不断丰富和衡水原料药生产基地的建成，化学药板块盈利能力将逐步提升。

在大健康领域，公司已研发上市了系列健康产品，形成通络健康心脑系列产品、养精抗衰老增强免疫力系列产品、动形抗疲劳护关节系列产品、静神助眠及改善情绪系列产品，其中连花呼吸健康系列产品充分借助疫情带来品牌影响力提升的契机，销售额迅速提升。大健康系列产品有望成为公司业绩新的增长点。

表3：公司化学药已经有多个品种处于上市或处于不同阶段

药物	情况	药物	情况
阿昔洛韦片	FDA 批准，国内优先审批	阿昔洛韦胶囊	FDA 批准
环丙沙星片	FDA 批准	非洛地平缓释片	FDA 批准，国内优先审批
阿那曲唑片	FDA 批准，国内优先审评	来曲唑片	FDA 批准，国内优先审评
赖诺普利片小规格	FDA 批准	伐昔洛韦片	FDA 批准
塞来昔布胶囊	FDA 批准	丁螺环酮片	FDA 批准
枸橼酸西地那非片	FDA 批准，在转移	苯磺酸氨氯地平片	FDA 批准，在转移
盐酸帕罗西汀片	已递交	拉莫三嗪缓释片	已递交
赖诺普利片	已递交		
苯胺洛芬注射液	即将进入临床 III 期	XY0206	临床 I 期
XY03-EA	临床 I 期	芬乐胺	临床 I 期

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

（1）心脑血管用药受益于心脑血管中成药整体市场规模平稳增长，公司学术影响力提升，加强基层市场营销力度等，预计 2021-2023 年分别增长 30%/20%/15%，毛利率较为平稳，分别为 69.55%/69.63%/69.59%。

（2）呼吸系统类中，预计连花清瘟胶囊/颗粒仍将平稳增长，连花清咳片在进入

医保后快速放量，预计呼吸系统类产品收入 2021-2023 年分别增长 13.88%/12.84%/11.46%，毛利率较为平稳，分别为 69.00%/69.10%/69.10%。

（3）疫情带动公司品牌影响力提升，预计其他专利产品收入将保持快速增长，2021-2023 年增速分别为 102.49%/31.02%/21.18%，毛利率为 63.00%/63.50%/64.00%。

（4）其他类收入主要包括化学药板块、大健康等，预计 2021-2023 年增速为 41.44%/13.64%/12.00%，毛利率为 28.00%/30.00%/32.00%。

表4：公司心脑血管用药和呼吸系统类平稳增长，其他专利药快速放量

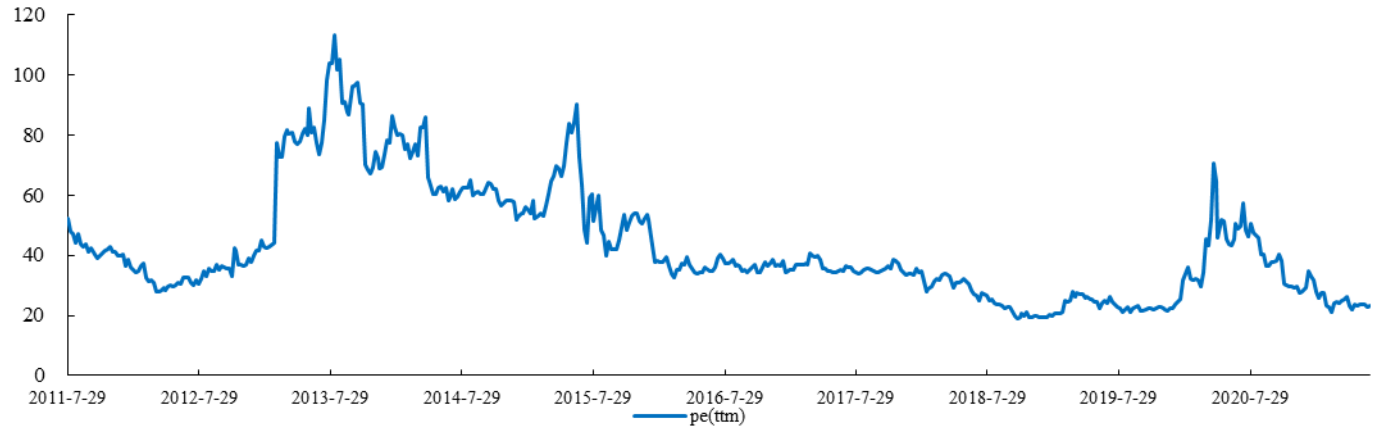
业务	2019	2020	2021E	2022E	2023E
心脑血管类药					
收入（百万元）	3096.29	3446.50	4480.45	5376.54	6183.02
yoy		11.31%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率	69.76%	69.59%	69.55%	69.63%	69.59%
呼吸系统类					
收入（百万元）	1703.04	4255.79	4846.56	5468.68	6095.55
yoy		149.89%	13.88%	12.84%	11.46%
毛利率	66.72%	69.04%	69.00%	69.10%	69.10%
其他专利药					
收入（百万元）	213.71	302.46	612.46	802.46	972.46
yoy		41.53%	102.49%	31.02%	21.18%
毛利率	58.85%	61.80%	63.00%	63.50%	64.00%
其他类					
收入（百万元）	812.26	777.73	1100.00	1250.00	1400.00
yoy		-4.25%	41.44%	13.64%	12.00%
毛利率	37.08%	17.76%	28.00%	30.00%	32.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 110.40/128.98/146.50 亿元，同比增长 25.7%/16.8%/13.6%，归母净利润为 16.77/20.10/23.67 亿元，同比增长 37.6%/19.9%/17.8%，当前股价对应 PE 分别为 21.9/18.3/15.5 倍。公司估值处于历史低位，具有一定安全边际。我们认为公司作为中药行业龙头，在行业变革之中有望占得先机，首次覆盖给予“买入”评级。

图19：以岭药业 PE 处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

中成药纳入集采；中药材价格上涨幅度超预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5068	5459	5324	5820	6699
现金	733	1337	386	1304	1239
应收票据及应收账款	1117	1133	3381	1305	3523
其他应收款	41	15	114	25	125
预付账款	342	332	380	490	539
存货	1222	1580	0	1633	209
其他流动资产	1613	1063	1063	1063	1063
非流动资产	4001	6033	7161	7911	8466
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	2743	2942	4176	5022	5646
无形资产	754	737	765	793	825
其他非流动资产	504	2355	2220	2097	1996
资产总计	9069	11492	12485	13731	15165
流动负债	806	2239	2766	2598	2370
短期借款	50	270	1007	270	270
应付票据及应付账款	507	1188	924	1517	1237
其他流动负债	250	780	834	811	863
非流动负债	310	330	330	330	330
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	310	330	330	330	330
负债合计	1117	2569	3096	2928	2700
少数股东权益	8	4	-3	-11	-21
股本	1204	1204	1685	1685	1685
资本公积	2932	2932	2450	2450	2450
留存收益	3935	4915	5830	6812	7787
归属母公司股东权益	7944	8919	9393	10814	12486
负债和股东权益	9069	11492	12485	13731	15165

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	69	1586	968	3421	1667
净利润	603	1215	1670	2003	2358
折旧摊销	264	275	305	404	491
财务费用	-1	-2	38	47	15
投资损失	-28	-24	-18	-22	-23
营运资金变动	-848	92	-1026	991	-1171
其他经营现金流	79	30	-2	-2	-3
投资活动现金流	37	-1040	-1414	-1130	-1021
资本支出	454	1145	1128	750	556
长期投资	458	79	0	0	0
其他投资现金流	949	184	-285	-379	-465
筹资活动现金流	-170	-23	-1242	-637	-710
短期借款	50	220	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-3	0	481	0	0
资本公积增加	-25	0	-481	0	0
其他筹资现金流	-192	-243	-1242	-637	-710
现金净增加额	-64	521	-1688	1654	-64

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5825	8782	11040	12898	14650
营业成本	2106	3118	3886	4491	5066
营业税金及附加	95	136	200	225	246
营业费用	2227	3035	3665	4308	4893
管理费用	352	400	541	626	708
研发费用	391	654	817	942	1069
财务费用	-1	-2	38	47	15
资产减值损失	0	-58	-20	-36	-55
其他收益	31	47	34	37	39
公允价值变动收益	2	5	2	2	3
投资净收益	28	24	18	22	23
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	710	1438	1966	2356	2772
营业外收入	4	1	2	3	3
营业外支出	7	17	13	14	14
利润总额	708	1422	1955	2345	2760
所得税	105	208	285	342	403
净利润	603	1215	1670	2003	2358
少数股东损益	-3	-4	-7	-8	-10
归母净利润	607	1219	1677	2010	2367
EBITDA	953	1674	2273	2762	3230
EPS(元)	0.50	1.01	1.39	1.67	1.97

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	21.0	50.8	25.7	16.8	13.6
营业利润(%)	-1.2	102.5	36.7	19.9	17.6
归属于母公司净利润(%)	1.2	100.9	37.6	19.9	17.8
获利能力					
毛利率(%)	63.8	64.5	64.8	65.2	65.4
净利率(%)	10.4	13.9	15.2	15.6	16.2
ROE(%)	7.6	13.6	17.8	18.5	18.9
ROIC(%)	7.1	12.6	15.7	17.7	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	12.3	22.4	24.8	21.3	17.8
净负债比率(%)	-4.7	-8.3	10.1	-6.5	-5.1
流动比率	6.3	2.4	1.9	2.2	2.8
速动比率	2.7	1.2	1.5	1.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	3.8	7.8	4.9	5.5	6.1
应付账款周转率	4.7	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	1.01	1.39	1.67	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	1.32	0.80	2.84	1.38
每股净资产(最新摊薄)	6.60	7.41	7.80	8.98	10.37
估值比率					
P/E	60.5	30.1	21.9	18.3	15.5
P/B	4.6	4.1	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	53.3	30.1	22.9	18.3	15.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn