

利润端延续高速增长趋势， 不断夯实创新中药龙头地位

核心观点

2022 年公司营业收入、归母净利润和扣非后净利润实现同比增长 23.88%、75.75%和 83.68%；2023 年 Q1 公司营业收入、归母净利润和扣非后净利润实现同比增长 44.56%、148.29%和 140.50%，业绩符合预期。利润端的高速增长主要由于：1) 防疫政策优化下盈利能力较强的抗感冒品类表现亮眼；2) 公司费用结构持续优化。随着公司不断推进新产品研发，丰富已上市产品核心科技内涵，不断夯实创新中药龙头地位，有望实现长期高质量发展。

事件

公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告

4 月 25 日晚，公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告，2022 年公司实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 125.33 亿元、23.62 亿元和 23.23 亿元，分别同比增长 23.88%、75.75%和 83.68%；2023 年一季度公司实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 39.35 亿元、12.03 亿元和 11.78 亿元，分别同比增长 44.56%、148.29%和 140.50%，业绩符合预期。

简评

全年及 Q1 业绩符合预期，利润端延续高速增长趋势

重要财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,117 | 12,533 | 12,551 | 13,801 | 15,291 |
| YOY(%) | 15.2 | 23.9 | 0.1 | 10.0 | 10.8 |
| 净利润(百万元) | 1,344 | 2,362 | 2,452 | 2,748 | 3,077 |
| YOY(%) | 10.3 | 75.7 | 3.8 | 12.0 | 12.0 |
| 毛利率(%) | 63.6 | 63.8 | 62.5 | 62.1 | 61.6 |
| 净利率(%) | 13.3 | 18.8 | 19.5 | 19.9 | 20.1 |
| ROE(%) | 14.8 | 21.6 | 19.5 | 19.0 | 18.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.80 | 1.41 | 1.47 | 1.64 | 1.84 |
| P/E(倍) | 39.7 | 22.6 | 21.7 | 19.4 | 17.3 |
| P/B(倍) | 5.9 | 4.9 | 4.2 | 3.7 | 3.2 |

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

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023 年 04 月 27 日

当前股价: 31.90 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 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|
| | 11.38/11.72 | 10.38/10.06 | 16.72/10.62 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | | 51.76/18.83 |
| 总股本 (万股) | | | 167,070.54 |
| 流通 A 股 (万股) | | | 137,599.03 |
| 总市值 (亿元) | | | 532.96 |
| 流通市值 (亿元) | | | 438.94 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | | 4632.79 |

主要股东

| | |
|------------|--------|
| 以岭医药科技有限公司 | 31.53% |
|------------|--------|

股价表现



相关研究报告

2023-01-31 【中信建投中药 II】以岭药业(002603): 核心品类表现亮眼, Q4 利润增长超预期

【中信建投中药 II】以岭药业(002603): 收入端逐步企稳, Q1 利润增长超预期

2022 年 Q4 公司收入端实现同比增长 128.75%，归母净利润同比增长 688.32%，扣非归母净利润同比增长 898.16%，利润端的高速增长主要由于：1) 随着防疫政策逐步优化，四类药品销售限制放开，尤其在 12 月份疫情管控放开后，感冒药及相关产品需求进一步增长，盈利能力较强的核心抗感冒品类实现较快增长；2) 推测受到各地疫情扰动，学术推广等活动开展受到影响，结合公司合理控费，部分销售费用未发生，公司费用结构持续优化；3) 21 年同期基数较低。

2023 年 Q1 公司实现营业收入 39.35 亿元，同比增长 44.56%，主要受益于抗感冒品类延续高速增长趋势；归母净利润实现 12.03 亿元，同比增长 148.29%，扣非归母净利润实现 11.78 亿元，同比增长 140.50%，利润端延续了 Q4 的高速增长趋势，主要由于：1) 盈利能力较强的核心产品连花系列在防疫政策优化+流感的双重催化下延续亮眼表现；2) 推测受到各地疫情扰动叠加春节假期，学术推广等活动开展受到影响，结合公司合理控费，不断进行费用优化，销售费用同比有一定下降。

心脑血管品类：三大独家专利中药引领市场，23 年有望实现恢复性增长

2022 年，公司心脑血管品类实现收入 41.78 亿元，同比下降 7.87%，毛利率 64.89%，同比减少 0.09 个百分点，在全年疫情反复的影响下短期承压。2023 年 Q1，随着防疫政策逐步优化，院端患者流量逐步恢复，预计心脑血管品类终端动销实现良好增长，全年有望在去年同期低基数下实现恢复性增长。从市场竞争格局上来看，公司心脑血管三大创新专利中药在公立医疗终端的市场份额呈稳步提升趋势，2022 年上半年达到 16.89%；从零售渠道上来看，心脑血管中成药的市场集中度也呈现提升趋势，公司三大核心产品的市场份额由 2017 年的 5.79% 增至 2022 年的 6.40%，市场集中度进一步提升。中长期看，随着公司持续增长心脑血管系统产品科技实力，继续开展药效作用机制深入探讨、上市后临床循证评价及真实世界研究，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，驱动核心产品销量增长，公司核心产品在中成药心脑血管市场有望进一步提升。

抗感冒品类：防疫政策与流感双重催化，连花清咳实现快速放量

2022 年，公司抗感冒品类实现收入 68.72 亿元，同比增长 67.29%，毛利率 69.84%，同比减少 2.00 个百分点，销量的快速增长主要由于核心产品在 Q4 防疫政策进一步优化的大背景下实现大幅增长。2023 年 Q1，随着防疫政策进一步优化叠加流感季节的影响，预计连花清瘟延续较好增长趋势，连花清咳实现快速放量。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，并于 2020 年底通过医保谈判首次被纳入 2020 版医保目录，虽然目前规模仍相对较小，但未来几年有望实现快速放量。中长期看，随着新冠疫情反复，中药再次在治疗中崭露头角，叠加中药利好政策频繁出台，巩固中药作为感冒品类主流地位，中成药感冒用药市场集中度显著提升，公立医疗端 TOP3 产品市场份额由 2015 年的 21.51% 提升至 2021 年的 56.30%，感冒用药在零售终端的市场集中效应也逐步显现；除此之外，公司积极布局“大呼吸”凭证集群，持续打造继心血管药物后第二产品集群，有望进一步提升公司感冒品类在公立医疗端以及零售终端的市场份额，推动公司抗感冒类产品长期实现稳健增长。

不断推进新产品研发，丰富已上市产品核心科技内涵，夯实创新中药龙头地位

公司持续围绕中医特色优势病种和已上市 13 个产品情况，按照疾病系统分类布局开发心血管、神经、呼吸、精神、内分泌、泌尿、免疫、消化、妇科、儿科等十余个系统疾病创新中药，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。公司围绕已上市、研发不同阶段、筛选阶段进行研发阵列布，在持续增长心脑血管系统产品科技实力的同时，全方位布局“大呼吸”品种集群，预计到 2027 年完成呼吸系统中药创新药研发并申报新药 4~5 个，有望成为继心血管疾病产品之后第二大产品集群；与此同时，公司积极拓展精神类疾病用药布局、围绕糖尿病并发症不断丰富分泌代谢基本研发阵列，并加快开展泌尿、肿瘤、妇科、

消化、风湿等产品管线布局，不断推进新产品研发，丰富已上市产品核心科技内涵。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。

图 1:公司在研项目情况

| 研发项目 | 药品名称 | 注册分类 | 适应症或主治功能 | 是否处方药 | 是否中药保护品种 | 研发（注册）所处阶段 |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-------|----------|------------|
| 芪黄明目胶囊新药研发 | 芪黄明目胶囊 | 中药创新药1.1类 | 糖尿病视网膜病变 | 是 | 否 | 申报新药 |
| 乳结泰胶囊IV期临床及注册变更 | 乳结泰胶囊 | 原中药6类 | 乳房肿痛、乳腺增生 | 是 | 否 | 持有人变更 |
| 络痹通片临床研究 | 络痹通片 | 中药创新药1.1类 | 类风湿性关节炎 | 是 | 否 | III期临床研究中 |
| 柴黄利胆胶囊临床研究 | 柴黄利胆胶囊 | 中药创新药1.1类 | 慢性胆囊炎 | 是 | 否 | III期临床研究中 |
| 玉屏通窍片临床研究 | 玉屏通窍片 | 中药创新药1.1类 | 过敏性鼻炎 | 是 | 否 | III期临床研究中 |
| 小儿连花清感颗粒临床研究 | 小儿连花清感颗粒 | 中药创新药1.1类 | 儿童感冒 | 是 | 否 | III期临床研究中 |
| 柴岑通淋片临床研究 | 柴岑通淋片 | 中药创新药1.1类 | 反复发作尿路感染 | 是 | 否 | 获批适应症 |
| 养正消积胶囊临床研究 | 养正消积胶囊 | 原中药6类 | 癌因性疲乏 | 是 | 否 | 获批新增适应症 |
| 霍夏感冒颗粒临床前研究 | 霍夏感冒颗粒 | 中药创新药1.1类 | 胃肠型感冒 | 是 | 否 | 获批临床 |

数据来源：公司公告，中信建投证券

收入结构变化带来毛利率提升，其余财务指标基本正常

2022 年全年，公司综合毛利率为 63.77%，同比增加 0.16 个百分点，基本保持稳定；销售费用率为 26.00%，同比减少 7.94 个百分点，主要由于全年疫情反复导致学术推广等活动开展受到影响，部分销售费用未发生；管理费用率为 4.88%，同比减少 0.03 个百分点，基本保持稳定；研发费用率为 8.23%，同比增加 0.40 个百分点，主要是报告期内研发人员薪酬及科研合作费较同期增加所致。经营活动产生的现金流量净额同比上升 559.69%，主要是报告期内销售商品收款增加所致；投资活动产生的现金流量净额同比下降 293.64%，主要是报告期内购买理财产品较同期增加所致。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 64.96%，同比增加 3.94 个百分点，推测主要受到收入结构变化的影响；销售费用率为 18.60%，同比减少 8.86 个百分点，主要由于公司品牌规模效应逐步显现、疫情叠加春节假期导致学术推广等活动开展受到影响，部分销售费用未发生，全年来看，我们认为公司的销售费用率将高于 Q1 水平；管理费用率为 4.26%，同比下降 0.16 个百分点，基本保持稳定；研发费用率为 4.19%，同比下降 1.62 个百分点。经营活动产生的现金流量净额同比下降 26.61%，基本保持稳定；投资活动产生的现金流量净额同比下降 788.25%，主要是报告期内购买理财产品较同期增加所致。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 125.51 亿元、138.01 亿元和 152.91 亿元，归母净利润分别为 24.52 亿元、27.48 亿元和 30.77 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 1.47 元/股、1.64 元/股和 1.84 元/股，分别同比增长 3.8%、12.0% 及 12.0%，对应 PE 分别为 21.7x、19.4x 及 17.3x。我们认为公司是行业领先创新中药龙头，随着中药审评改革持续深化，公司有望迎来高质量发展，维持“买入”评级。

风险分析

1) 产品推广不达预期: 公司在销售投入加大, 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

医药行业分析师，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、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

研究助理

袁全

yuanquan@csc.com.cn

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
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 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