



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药
当前价格(元)：31.47

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

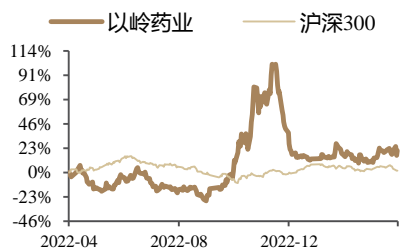
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.61	6.16	10.35
相对涨幅(%)	14.57	7.95	14.96

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《以岭药业(002603.SZ)：营收保持稳健，Q3业绩增长超预期》，2022.10.28
- 《以岭药业(002603.SZ)：业绩增长符合预期，Q2表现亮眼》，2022.8.31

以岭药业(002603.SZ)：业绩再创新高，创新中药持续推进

投资要点

- **事件**：公司发布2022年年报，2022年实现收入125.3亿，同比增长23.9%，归母净利润23.6亿，同比增长75.8%，扣非归母净利润23.2亿，同比增长83.7%；公司发布2023年一季报，23Q1实现收入39.3亿，同比增长44.6%，归母净利润12.0亿，同比增长148.3%，扣非归母净利润11.8亿，同比增长140.5%。
- **业绩增速亮眼，呼吸类产品引领高增长**。公司2022年实现归母净利润23.6亿，同比增长75.8%，其中22Q4单季度实现收入45.9亿，同比增长128.8%，归母净利润9.5亿，同比增长688.3%，扣非归母净利润9.1亿，同比增长898.2%。分版块看，公司2022年呼吸系统类产品实现收入68.7亿，同比增长67.3%，心脑血管类产品实现收入41.8亿，同比减少7.9%。2022年下半年受疫情防控政策变化影响，公司呼吸系统类产品实现收入高增长，成为公司业绩增长贡献主力，连花清咳有望在连花清瘟系列产品带动下成为公司呼吸系统领域另一大单品；公司心脑血管类产品包括通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大创新专利中药，未来有望在低基数下实现高增长；解郁除烦胶囊和益肾养心安神片在2022年纳入国家医保，未来有望实现快速放量。
- **23Q1业绩再创新高，盈利能力持续提升**。公司23Q1实现归母净利润12.0亿，同比增长148.3%，单季度业绩再创历史新高。2023年年初新冠疫情延续以及甲流爆发再次推动公司感冒呼吸类产品呈现爆发式增长，再次成为公司业绩主要组成；随着疫情防控政策变化，公司其他业务有望在2023年实现恢复性增长。23Q1公司销售费用率18.6%，管理费用率4.3%，财务费用率0.01%，分别较2022年下降7.4pct、0.2pct和0.2pct，公司各项费用率进一步降低，经营管理水平和盈利能力进一步提升。
- **中药创新药研发龙头，多领域研发进展顺利**。公司2022年投入研发费用10.3亿，研发费用占营业收入比例8.2%，公司在创新络病理论指导下，创立“理论-临床-科研-产业-教学”五位一体的独特运营模式，遵循中医药学科规律，将“理论+临床+新药”有机结合，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1.1类在研中药创新药中，芪黄明目胶囊处于申报新药阶段，乳结泰胶囊已完成IV期临床且于2023年3月持有人变更为以岭药业，络痹通片、柴黄利胆胶囊、玉屏通窍片、小儿连花清感颗粒处于III期临床研究阶段，柴苓通淋片获批反复发作用尿路感染适应症，养正消积胶囊获批癌因性疲乏新增适应症，藿夏感冒颗粒处于临床前研究阶段；除此之外，公司还积极布局3.1类经典名方开发，目前围绕呼吸、神经、内分泌、消化、泌尿、免疫系统疾病及妇科疾病布局经典名方开发十余首。
- **投资建议**：预计2023-2025年公司营收分别为129.7/146.3/165.8亿元、归母净利润分别为24.5/28.2/32.8亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：医保或集采降价风险；上游原材料提价风险；研发不及预期或失败风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,670.71		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,376.22	营业收入(百万元)	10,117	12,533	12,969	14,627	16,579
52 周内股价区间(元):	18.83-51.76	(+/-)YOY(%)	15.2%	23.9%	3.5%	12.8%	13.3%
总市值(百万元):	52,577.10	净利润(百万元)	1,344	2,362	2,453	2,818	3,281
总资产(百万元):	18,246.70	(+/-)YOY(%)	10.3%	75.7%	3.9%	14.9%	16.5%
每股净资产(元):	7.26	全面摊薄 EPS(元)	0.80	1.41	1.47	1.69	1.96
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	63.6%	63.8%	63.3%	63.6%	63.8%
		净资产收益率(%)	14.8%	21.6%	19.3%	19.0%	18.8%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.41	1.47	1.69	1.96
每股净资产	6.54	7.61	8.90	10.46
每股经营现金流	2.09	0.75	2.46	2.98
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40
价值评估(倍)				
P/E	21.19	21.43	18.66	16.02
P/B	4.58	4.13	3.54	3.01
P/S	4.20	4.05	3.59	3.17
EV/EBITDA	14.48	9.98	8.29	6.77
股息率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	63.8%	63.3%	63.6%	63.8%
净利润率	18.8%	18.9%	19.3%	19.8%
净资产收益率	21.6%	19.3%	19.0%	18.8%
资产回报率	14.5%	14.8%	15.6%	16.1%
投资回报率	21.1%	18.1%	18.5%	18.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.9%	3.5%	12.8%	13.3%
EBIT 增长率	81.0%	-2.7%	14.5%	16.1%
净利润增长率	75.7%	3.9%	14.9%	16.5%
偿债能力指标				
资产负债率	33.1%	23.4%	17.6%	14.6%
流动比率	1.5	2.4	4.0	5.9
速动比率	1.0	1.4	2.5	4.1
现金比率	0.4	0.1	0.5	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	50.3	47.0	60.0	70.0
存货周转天数	162.5	200.0	200.0	200.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	2.7	3.6	6.1	18.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,362	2,453	2,818	3,281
少数股东损益	-5	-6	-7	-9
非现金支出	577	2,506	3,010	3,591
非经营收益	-130	-20	-24	-55
营运资金变动	684	-3,677	-1,684	-1,836
经营活动现金流	3,488	1,255	4,111	4,973
资产	-214	-2,156	-2,137	-2,461
投资	-1,789	50	50	50
其他	8	42	32	36
投资活动现金流	-1,995	-2,064	-2,055	-2,375
债权募资	-350	-30	-470	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-287	-660	-655	-628
融资活动现金流	-637	-690	-1,125	-628
现金净流量	857	-1,498	931	1,971

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为4月28日
 资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,533	12,969	14,627	16,579
营业成本	4,541	4,756	5,322	5,994
毛利率%	63.8%	63.3%	63.6%	63.8%
营业税金及附加	203	201	227	249
营业税金率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
营业费用	3,259	3,566	4,022	4,559
营业费用率%	26.0%	27.5%	27.5%	27.5%
管理费用	612	597	666	713
管理费用率%	4.9%	4.6%	4.5%	4.3%
研发费用	1,032	1,037	1,170	1,326
研发费用率%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
EBIT	2,934	2,856	3,269	3,795
财务费用	20	-2	-2	-2
财务费用率%	0.2%	-0.0%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-108	-47	-52	-56
投资收益	-7	32	32	36
营业利润	2,830	2,867	3,279	3,803
营业外收支	-49	-15	-15	-15
利润总额	2,781	2,852	3,264	3,788
EBITDA	3,386	5,314	6,227	7,330
所得税	424	405	454	515
有效所得税率%	15.2%	14.2%	13.9%	13.6%
少数股东损益	-5	-6	-7	-9
归属母公司所有者净利润	2,362	2,453	2,818	3,281

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,904	406	1,337	3,308
应收账款及应收票据	1,727	1,670	2,404	3,179
存货	2,022	2,606	2,916	3,284
其它流动资产	1,601	3,167	3,495	3,895
流动资产合计	7,254	7,848	10,152	13,666
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	4,625	3,636	2,393	891
在建工程	1,574	2,114	2,384	2,654
无形资产	724	818	917	1,008
非流动资产合计	9,082	8,736	7,879	6,767
资产总计	16,336	16,584	18,031	20,434
短期借款	500	470	0	0
应付票据及应付账款	2,061	1,499	1,167	821
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,289	1,317	1,388	1,490
流动负债合计	4,850	3,286	2,554	2,312
长期借款	200	200	200	200
其它长期负债	356	389	426	466
非流动负债合计	556	589	626	667
负债总计	5,406	3,875	3,180	2,978
实收资本	1,671	1,671	1,671	1,671
普通股股东权益	10,932	12,717	14,866	17,479
少数股东权益	-2	-8	-15	-24
负债和所有者权益合计	16,336	16,584	18,031	20,434

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。