

**投资评级 优于大市 维持**

## 中药创新布局深远，扎实的学术研究丰富产品内涵

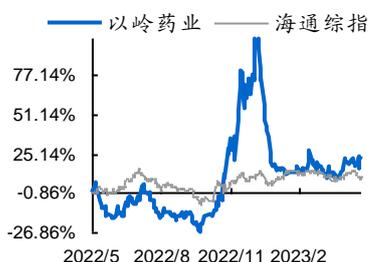
### 股票数据

05月05日收盘价(元)	31.94
52周股价波动(元)	18.82-53.96
总股本/流通A股(百万股)	1671/1376
总市值/流通市值(百万元)	53362/43957

### 相关研究

《归母净利润大幅增长，长期仍有成长空间》  
 2023.02.05

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.7	4.8	8.9
相对涨幅(%)	9.9	5.8	12.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

联系人:彭婧

Tel:(010)68067998

Email:pp13606@haitong.com

### 投资要点:

- 事件:**公司发布2022年年报及2023年一季报,2022年实现营业收入125.33亿元(+23.88%),归母净利润23.62亿元(+75.75%),扣非归母净利润23.23亿元(+83.68%)。分季度来看,22Q4实现营收45.87亿元(+128.76%),归母净利润9.47亿元(+688.32%),扣非归母净利润9.07亿元(+898.16%)。23Q1实现营收39.35亿元(+44.56%),归母净利润12.03亿元(+148.29%),扣非归母净利润11.78亿元(+140.50%)。
- 点评:**
  - 分治疗领域来看,2022年心脑血管类产品实现收入41.78亿元(-7.87%),其他专利产品实现营收3.83亿元(-18.71%),我们预计这两部分业务营收下滑跟院内诊疗受疫情影响有关;呼吸系统类产品实现收入68.72亿元(+67.29%),我们预计22年下半年防疫政策调整后市场用药需求提升,莲花清瘟胶囊和莲花清咳片的销量快速提升。
  - 公司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,围绕已上市、研发不同阶段、筛选阶段进行研发阵列布局:1)“通络三宝”完成心血管事件链关键病变环节重大疾病的5项询证研究,试验结果未来将陆续发布;2)全方位布局“大呼吸”品种集群,预计到27年在呼吸系统中报新药4-5个;3)围绕“睡眠事件链”打造一系列静神产品;4)围绕糖尿病及其并发症,丰富内分泌代谢疾病研发阵列;5)加快开展泌尿、肿瘤、妇科、消化、风湿等产品管线布局。我们认为公司的研发管线储备和院内制剂转化经验丰富,长期发展动能十足。
  - 公司建立了覆盖全国市场的学术营销推广网络,为客户提供专业的处方药及OTC产品的销售业务,产品在全国10万余家医疗终端,30万余家药店终端形成了规模销售。目前公司有多个产品正在开展上市后再评价及二次开发、持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等工作,我们认为后续学术文章的发表有利于提升临床医生对公司产品的认知度,带动和规范临床科学合理使用来治疗相关疾病。
- 盈利预测:**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为25.00亿元、29.95亿元、30.93亿元,同比分别增长5.8%、19.8%、3.3%,对应EPS分别为1.50元、1.79元、1.85元。公司在心脑血管和呼吸领域拥有多款专利中药形成独特产品布局,同时拥有以络病理论为指导的科研竞争优势,未来还有多款中药创新药陆续面世。参考可比公司,我们给予公司2023年20-25X PE,对应合理价值区间为29.92-37.40元,维持“优于大市”评级。
- 风险提示:**中成药带量采购等政策的风险,研发不及预期的风险,市场推广不及预期的风险。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10117	12533	12650	14450	15297
(+/-)YoY(%)	15.2%	23.9%	0.9%	14.2%	5.9%
净利润(百万元)	1344	2362	2500	2995	3093
(+/-)YoY(%)	10.3%	75.7%	5.8%	19.8%	3.3%
全面摊薄EPS(元)	0.80	1.41	1.50	1.79	1.85
毛利率(%)	63.6%	63.8%	62.4%	62.2%	61.5%
净资产收益率(%)	14.8%	21.6%	18.6%	18.2%	15.8%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 以岭药业分项收入

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总表	营业收入 (百万元)	10116.78	12532.84	12649.97	14449.68	15297.05
	增速 (%)	15.2%	23.9%	0.9%	14.2%	5.9%
	营业成本 (百万元)	3681.00	4540.57	4755.41	5463.27	5894.37
	毛利率 (%)	63.6%	63.8%	62.4%	62.2%	61.5%
心脑血管类	收入 (百万元)	4534.24	4177.55	5013.07	6115.94	7094.49
	增速 (%)	31.6%	-7.5%	20.0%	22.0%	16.0%
	毛利率 (%)	65.4%	64.9%	65.0%	65.0%	65.0%
呼吸系统类	收入 (百万元)	4107.51	6871.54	5703.38	5988.55	5299.87
	增速 (%)	-3.5%	67.3%	-17.0%	5.0%	-11.5%
	毛利率 (%)	71.9%	69.8%	69.0%	69.0%	69.0%
其他类	收入 (百万元)	998.31	1088.16	1305.79	1501.66	1726.91
	增速 (%)	29.8%	9.0%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率 (%)	23.1%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他专利产品	收入 (百万元)	470.62	382.55	612.09	826.32	1156.84
	增速 (%)	55.6%	-18.7%	60.0%	35.0%	40.0%
	毛利率 (%)	61.1%	57.6%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务	收入 (百万元)	6.12	13.04	15.65	17.21	18.93
	增速 (%)	-27.3%	113.1%	20.0%	10.0%	10.0%
	毛利率 (%)	54.7%	-7.2%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (倍)		
		2023/5/5	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
000999	华润三九	65.96	2.48	2.89	3.36	18.89	22.84	19.62	
002873	新天药业	14.05	0.50	0.65	0.79	28.93	21.78	17.73	
600085	同仁堂	61.10	1.04	1.22	1.42	42.98	49.88	43.04	
均值						30.27	31.50	26.80	

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>12533</b>	<b>12650</b>	<b>14450</b>	<b>15297</b>
每股收益	1.41	1.50	1.79	1.85	营业成本	4541	4755	5463	5894
每股净资产	6.54	8.04	9.83	11.68	毛利率%	63.8%	62.4%	62.2%	61.5%
每股经营现金流	2.09	1.23	1.96	2.07	营业税金及附加	203	193	221	236
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	3259	3188	3497	3671
P/E	22.59	21.35	17.82	17.25	营业费用率%	26.0%	25.2%	24.2%	24.0%
P/B	4.88	3.97	3.25	2.73	管理费用	612	632	722	765
P/S	4.26	4.22	3.69	3.49	管理费用率%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITD	14.48	15.26	12.45	11.41	EBIT	2934	2924	3480	3571
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	20	-3	-29	-56
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%
毛利率	63.8%	62.4%	62.2%	61.5%	资产减值损失	-108	0	0	0
净利润率	18.8%	19.8%	20.7%	20.2%	投资收益	-7	-8	-13	-11
净资产收益率	21.6%	18.6%	18.2%	15.8%	<b>营业利润</b>	<b>2830</b>	<b>2959</b>	<b>3544</b>	<b>3664</b>
资产回报率	14.5%	14.2%	14.3%	12.7%	营业外收支	-49	-32	-35	-36
投资回报率	21.1%	18.1%	17.7%	15.3%	<b>利润总额</b>	<b>2781</b>	<b>2927</b>	<b>3509</b>	<b>3627</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITD	3386	3389	3952	4056
营业收入增长率	23.9%	0.9%	14.2%	5.9%	所得税	424	427	514	535
EBIT 增长率	81.0%	-0.3%	19.0%	2.6%	有效所得税率%	15.2%	14.6%	14.7%	14.7%
净利润增长率	75.7%	5.8%	19.8%	3.3%	少数股东损益	-5	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2362</b>	<b>2500</b>	<b>2995</b>	<b>3093</b>
资产负债率	33.1%	23.5%	21.8%	19.8%					
流动比率	1.50	2.11	2.67	3.31	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.97	1.37	1.93	2.54	货币资金	1904	2004	4528	7462
现金比率	0.39	0.56	1.12	1.75	应收账款及应收票据	1727	1815	2084	2186
<b>经营效率指标</b>					存货	2022	2181	2477	2675
应收账款周转天数	50.29	52.36	52.63	52.15	其它流动资产	1601	1544	1680	1768
存货周转天数	162.53	167.38	165.51	165.64	流动资产合计	7254	7544	10768	14091
总资产周转率	0.77	0.72	0.69	0.63	长期股权投资	2	2	2	2
固定资产周转率	2.71	2.53	2.90	3.15	固定资产	4625	5005	4984	4851
					在建工程	1574	2074	2274	2354
					无形资产	724	779	829	876
					非流动资产合计	9082	10017	10245	10240
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>16336</b>	<b>17561</b>	<b>21013</b>	<b>24331</b>
净利润	2362	2500	2995	3093	短期借款	500	0	0	0
少数股东损益	-5	0	0	0	应付票据及应付账款	2061	2079	2422	2612
非现金支出	577	465	472	485	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-130	56	52	52	其它流动负债	2289	1496	1611	1647
营运资金变动	684	-964	-243	-163	流动负债合计	4850	3576	4033	4258
<b>经营活动现金流</b>	<b>3488</b>	<b>2057</b>	<b>3275</b>	<b>3467</b>	长期借款	200	200	200	200
资产	-214	-1432	-735	-516	其它长期负债	356	356	356	356
投资	-1789	0	0	0	非流动负债合计	556	556	556	556
其他	8	-8	-13	-11	<b>负债总计</b>	<b>5406</b>	<b>4131</b>	<b>4589</b>	<b>4814</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1995</b>	<b>-1440</b>	<b>-748</b>	<b>-528</b>	实收资本	1671	1671	1671	1671
债权募资	-350	-500	0	0	归属于母公司所有者权益	10932	13432	16427	19519
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-2	-2	-2	-2
其他	-287	-17	-4	-4	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>16336</b>	<b>17561</b>	<b>21013</b>	<b>24331</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-637</b>	<b>-517</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>857</b>	<b>100</b>	<b>2523</b>	<b>2935</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余文心 医药行业  
郑琴 医药行业

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。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力, 华润三九, 人福医药, 凯莱英, 纳微科技, 药康生物, 片仔癀, 华兰生物, 沃森生物, 同仁堂, 微芯生物, 万泰生物, 康泰生物, 康龙化成, 迈瑞医疗, 贝达药业, 百普赛斯, 海泰新光, 诺唯赞, 惠泰医疗, 诺禾致源, 普瑞眼科, 以岭药业, 博腾股份, 科伦药业, 泰格医药, 东阿阿胶, 博济医药, 万孚生物, 康华生物

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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, 海通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, 未经海通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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 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, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。