

以岭药业（002603）2022年报及2023年一季度点评

## 中药创新龙头地位稳固，业绩超预期

### 事项:

- 近日公司公告22年报及23年一季度，22年公司实现营业收入125.33亿元(同比+23.88%)，归母净利润23.62亿元(同比+75.75%)；23年Q1公司实现营业收入39.35亿元(同比+44.56%)，归母净利润12.03亿元(同比+148.29%)；业绩超预期。

### 评论:

- 感冒呼吸：龙头地位稳固，二线品种快速增长。**受益于疫情期间的快速放量，22年公司呼吸系统实现收入68.7亿元(同比+67.29%)。根据公告，莲花清瘟零售端市场份额2017-2022年由2.44%提升至10.20%，位列感冒用药第一。23Q1莲花品牌两大单品销售持续向好，预计呼吸系统收入同比增长显著。考虑到未来感冒药品牌集中度提升趋势明确以及莲花清瘟有望进入新版基药目录等利好因素，看好公司呼吸系统持续增长。
- 心脑血管：业绩略有波动，23年有望迎来恢复性增长。**由于22年院内产品销售受损较为严重，公司心脑血管实现收入41.8亿元(同比-7.87%)。根据公告，公司通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊三大专利中药院内市场份额由2015年的13.64%提升至2022上半年的16.89%，零售端份额由2017年的5.79%增至2022年的6.40%，心脑血管产品处于行业领先地位。考虑到23年芪苈强心、通心络有望分别发布硬终点+大样本的中药顶级循证研究成果，3月起参松养心医保报销限制被解除等催化剂，叠加疫后心血管发病率显著提升，公司心脑血管产品23年业绩有望迎来恢复。
- 看好公司业绩表现，维持“推荐”评级。**我们预计公司23-25年归母净利润为25.8/29.6/33.7亿元，同比增速为+9.2%/14.8%/13.7%。为更清晰反应公司各业务增长潜力，采用分部估值。1)莲花清瘟，其竞争格局已较为稳固，品牌集中度提升趋势明确，采用DCF估值对应23年市值235亿(22倍PE)；2)对于非莲花清瘟部分，其未来5年业绩增速有望维持在20%，参考可比公司给予23年30倍PE，对应市值446亿元；3)对于临床三期在研中药创新药，采用peak sales倍数方法进行估值(3倍PS)，市值为105亿元。估计公司市值总计为786亿(具49%空间)，对应目标价47元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：新药获批节奏、大品种集采等不及预期。**

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	12,533	12,911	14,830	16,686
同比增速(%)	23.9%	3.0%	14.9%	12.5%
归母净利润(百万)	2,362	2,579	2,962	3,367
同比增速(%)	75.7%	9.2%	14.8%	13.7%
每股盈利(元)	1.41	1.54	1.77	2.02
市盈率(倍)	22	20	18	16
市净率(倍)	4.8	3.9	3.2	2.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

## 推荐（维持）

目标价：47元

当前价：31.47元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

#### 证券分析师：黄致君

电话：010-66500910

邮箱：huangzhijun@hcyjs.com

执业编号：S0360522090003

#### 联系人：胡怡维

邮箱：huyiwei@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	167,070.54
已上市流通股(万股)	137,622.40
总市值(亿元)	525.77
流通市值(亿元)	433.10
资产负债率(%)	33.51
每股净资产(元)	7.26
12个月内最高/最低价	51.76/18.83

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《以岭药业（002603）深度研究报告系列二：估值探讨：当之无愧的中药创新龙头，分部计算价值显著低估》

2023-04-23

《以岭药业（002603）2022年三季度报点评：销售费用优化，利润端超预期》

2022-11-02

《以岭药业（002603）2022中报点评：高基数下仍实现正增长，业绩略超预期》

2022-09-07

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,904	3,670	6,641	9,755
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,727	1,617	1,667	1,870
预付账款	516	530	532	583
存货	2,022	2,077	2,494	2,725
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,085	1,925	1,836	1,962
流动资产合计	7,254	9,819	13,170	16,895
其他长期投资	23	23	23	23
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	4,625	4,855	5,181	5,553
在建工程	1,574	1,834	2,145	2,510
无形资产	724	756	800	837
其他非流动资产	2,134	2,136	2,137	2,139
非流动资产合计	9,082	9,606	10,288	11,064
<b>资产合计</b>	<b>16,336</b>	<b>19,425</b>	<b>23,458</b>	<b>27,959</b>
短期借款	500	500	500	500
应付票据	581	627	760	893
应付账款	1,480	1,596	1,936	2,275
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,106	1,196	1,443	1,704
其他应付款	120	120	120	120
一年内到期的非流动负债	156	156	156	156
其他流动负债	907	964	1,079	1,221
流动负债合计	4,850	5,159	5,994	6,869
长期借款	200	403	642	907
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	356	356	356	355
非流动负债合计	556	759	998	1,262
<b>负债合计</b>	<b>5,406</b>	<b>5,918</b>	<b>6,992</b>	<b>8,131</b>
归属母公司所有者权益	10,932	13,511	16,474	19,841
少数股东权益	-2	-4	-8	-13
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,930</b>	<b>13,507</b>	<b>16,466</b>	<b>19,828</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,336</b>	<b>19,425</b>	<b>23,458</b>	<b>27,959</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,488</b>	<b>2,575</b>	<b>3,921</b>	<b>4,168</b>
现金收益	2,818	3,104	3,506	3,948
存货影响	-349	-55	-417	-231
经营性应收影响	-299	98	-48	-253
经营性应付影响	518	162	473	471
其他影响	800	-733	408	232
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,995</b>	<b>-1,039</b>	<b>-1,224</b>	<b>-1,355</b>
资本支出	-987	-1,038	-1,222	-1,353
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-1,006	-1	-2	-2
<b>融资活动现金流</b>	<b>-637</b>	<b>230</b>	<b>274</b>	<b>301</b>
借款增加	-158	203	239	264
股利及利息支付	-283	-26	-20	-23
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-196	53	55	60

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>12,533</b>	<b>12,911</b>	<b>14,830</b>	<b>16,686</b>
营业成本	4,541	4,665	5,388	6,029
税金及附加	203	210	241	271
销售费用	3,259	3,435	3,960	4,439
管理费用	612	631	680	765
研发费用	1,032	1,050	1,206	1,357
财务费用	20	14	8	10
信用减值损失	-17	-3	-3	-3
资产减值损失	-108	-2	-2	-2
公允价值变动收益	19	7	8	8
投资收益	-7	33	35	39
其他收益	81	85	93	98
<b>营业利润</b>	<b>2,830</b>	<b>3,028</b>	<b>3,478</b>	<b>3,955</b>
营业外收入	8	13	13	13
营业外支出	57	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>2,781</b>	<b>3,037</b>	<b>3,487</b>	<b>3,964</b>
所得税	424	463	531	604
<b>净利润</b>	<b>2,357</b>	<b>2,574</b>	<b>2,956</b>	<b>3,360</b>
少数股东损益	-5	-5	-6	-7
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,362</b>	<b>2,579</b>	<b>2,962</b>	<b>3,367</b>
NOPLAT	2,374	2,585	2,963	3,368
EPS(摊薄) (元)	1.41	1.54	1.77	2.02

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	23.9%	3.0%	14.9%	12.5%
EBIT 增长率	78.3%	8.9%	14.6%	13.7%
归母净利润增长率	75.7%	9.2%	14.8%	13.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	63.8%	63.9%	63.7%	63.9%
净利率	18.8%	19.9%	19.9%	20.1%
ROE	21.6%	19.1%	18.0%	17.0%
ROIC	30.2%	24.9%	22.6%	20.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.1%	30.5%	29.8%	29.1%
债务权益比	11.1%	10.5%	10.0%	9.7%
流动比率	1.5	1.9	2.2	2.5
速动比率	1.1	1.5	1.8	2.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6
应收账款周转天数	48	47	40	38
应付账款周转天数	121	119	118	126
存货周转天数	146	158	153	156
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.41	1.54	1.77	2.02
每股经营现金流	2.09	1.54	2.35	2.49
每股净资产	6.54	8.09	9.86	11.88
<b>估值比率</b>				
P/E	22	20	18	16
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	16	15	13	12

## 医药组团队介绍

### 组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

### 联席首席研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

### 高级分析师：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

### 研究员：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

### 研究员：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张艺君

清华大学生物科学学士，清华大学免疫学博士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：胡怡维

美国哥伦比亚大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522