

以岭药业 (002603)

证券研究报告

2017年08月25日

业绩平稳增长，期待海外制剂申报突破

中报业绩增长 12.17%

公司半年报：营收、归母净利润、归母扣非后净利润分别为 22.45、3.39 及 3.42 亿元，分别同比增长 9.06%、12.17%、11.86%；业绩增长略低于市场预期。其中 Q2 收入、净利润分别为 9.30、1.20 亿元，分别同比小幅下滑 1.5%、0.16%，主要原因是公司开始进行了销售调整，顺应两票制等政策重新对销售渠道进行了梳理。展望全年，我们认为公司的主要中成药仍有望延续稳健的增长，海外制剂申报料将有所进展，开启新的发展阶段。

心脑血管、感冒药平稳增长，二线品种延续高增长态势

1、心脑血管类产品收入 14.69 亿元、同比增长 6.2%。我们预计通心络相对持平，收入在 5.5-6.0 亿元左右，主要原因是公司主动做了销售调整，渠道下沉，同时顺应两票制的政策推进趋势重新对销售片区进行了梳理，预计后续有望重拾增长；预计参松养心增长 10%左右，收入在 7 亿元左右，深松养心竞争格局良好，后续平稳增长可持续；芪苈强心预计增速 20-30%，收入超过 2 亿元。

2、连花清瘟等抗感冒类产品收入 4.27 亿元，增长 10.04%，主要原因是去年同期基数高，预计下半年增长有望提速，全年增长有望达到近 20%，延续良好的表现，而作为禽流感指南级用药，禽流感高发及新医保从乙类调整到甲类也有望刺激销售增长。目前连花清瘟胶囊 FDA 二期临床研究进展顺利，已完成近一半病例收集工作。

3、其他产品收入 3.25 亿元，同比增长 22.99%。二线品种养正消积胶囊、津力达颗粒基数低，我们预计增速均在 30%以上。同时我们预计海外制剂 OEM 业务增长超过 20%，由于贴牌业务毛利率低，使得整个其他类产品整体毛利率下降 18.03%。公司化药板块制定了“转移加工—仿制药—专利新药”，ANDA 项目研发工作有序推进，截至目前已有 7 个 ANDA 产品申报美国 FDA 注册，预计年底有望获批 2-3 个，后续还将开展更多 ANDA 项目的申报，推动国际制药业务得到快速发展。

报告期内由于公司主动调整销售，采用相对保守的策略，销售费用为 8.65 亿元，同比温和增长 8.21%，管理费用相对平稳。

看好公司创新中药质地及国际化战略，维持“买入”评级

我们小幅下调公司盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.53、0.65、0.77 元，对应 PE 分别为 31、26 和 22 倍。我们看好公司作为创新中药的优异质地以及国际化战略的前景，维持“买入”评级。

风险提示： 招标降价幅度超预期、国际化战略进程低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,184.75	3,820.16	4,352.33	5,117.04	6,000.43
增长率(%)	9.02	19.95	13.93	17.57	17.26
EBITDA(百万元)	643.91	846.18	946.44	1,139.98	1,355.95
净利润(百万元)	430.49	542.02	643.85	778.60	929.92
增长率(%)	21.44	25.91	18.79	20.93	19.43
EPS(元/股)	0.36	0.45	0.53	0.65	0.77
市盈率(P/E)	47.01	37.34	31.43	25.99	21.76
市净率(P/B)	4.20	3.80	3.39	3.08	2.77
市销率(P/S)	6.35	5.30	4.65	3.95	3.37
EV/EBITDA	30.89	21.97	21.09	17.29	14.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	16.80 元
目标价格	20.48 元
上次目标价	20.48 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,204.63
流通 A 股股本(百万股)	911.78
A 股总市值(百万元)	20,237.71
流通 A 股市值(百万元)	15,317.92
每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	14.24
一年内最高/最低(元)	19.58/15.33

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	联系人
panhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《以岭药业-年报点评报告:全年业绩快速增长，定增助力国际化战略加速推进》 2017-03-27
- 《以岭药业-公司点评:业绩快速增长，国际化成为亮点》 2017-02-23
- 《以岭药业-首次覆盖报告:创新中药强者，国际化开启发展新阶段》 2017-01-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	430.59	534.06	348.19	409.36	480.03
应收账款	468.70	530.62	555.43	466.00	731.77
预付账款	126.85	59.14	386.21	11.61	449.25
存货	1,037.87	921.73	1,282.17	1,404.46	1,676.02
其他	258.31	480.67	301.74	607.50	393.56
流动资产合计	2,322.32	2,526.22	2,873.73	2,898.93	3,730.63
长期股权投资	2.52	29.02	29.02	29.02	29.02
固定资产	2,523.01	2,472.75	3,229.31	3,900.59	4,430.06
在建工程	209.84	259.05	191.43	162.86	127.71
无形资产	466.56	514.64	529.36	550.38	555.28
其他	182.72	448.77	572.68	475.18	464.49
非流动资产合计	3,384.64	3,724.23	4,551.80	5,118.03	5,606.56
资产总计	5,706.96	6,250.45	7,425.54	8,016.96	9,337.19
短期借款	50.00	100.00	521.21	356.20	895.64
应付账款	538.58	412.07	502.52	694.23	703.05
其他	118.84	228.54	140.44	218.61	194.13
流动负债合计	707.42	740.61	1,164.17	1,269.05	1,792.82
长期借款	0.00	0.00	105.72	0.00	81.75
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	172.14	177.22	171.97	173.77	174.32
非流动负债合计	172.14	177.22	277.68	173.77	256.07
负债合计	879.56	917.83	1,441.85	1,442.82	2,048.89
少数股东权益	11.80	10.79	9.84	2.98	(5.30)
股本	1,127.65	1,128.78	1,204.63	1,204.63	1,204.63
资本公积	1,691.46	1,703.00	1,703.00	1,703.00	1,703.00
留存收益	3,822.61	4,263.38	4,769.22	5,366.54	6,088.97
其他	(1,826.11)	(1,773.33)	(1,703.00)	(1,703.00)	(1,703.00)
股东权益合计	4,827.40	5,332.62	5,983.69	6,574.14	7,288.30
负债和股东权益总	5,706.96	6,250.45	7,425.54	8,016.96	9,337.19

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	426.80	535.93	643.85	778.60	929.92
折旧摊销	165.99	231.11	193.89	240.00	280.41
财务费用	2.77	3.21	6.00	5.00	5.00
投资损失	(5.76)	0.09	(4.00)	(3.00)	(5.00)
营运资金变动	241.52	(79.99)	(660.25)	402.26	(764.13)
其它	(699.45)	(58.69)	(0.95)	(6.86)	(8.28)
经营活动现金流	131.88	631.64	178.54	1,416.00	437.92
资本支出	997.39	287.31	902.25	899.19	780.45
长期投资	2.52	26.50	0.00	0.00	0.00
其他	(1,104.91)	(818.75)	(1,795.25)	(1,797.19)	(1,556.45)
投资活动现金流	(105.00)	(504.94)	(893.00)	(898.00)	(776.00)
债权融资	50.00	100.00	626.93	356.20	977.39
股权融资	(111.23)	73.54	141.87	(3.12)	(3.08)
其他	63.63	(196.87)	(240.20)	(809.90)	(565.56)
筹资活动现金流	2.40	(23.34)	528.59	(456.82)	408.75
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29.28	103.36	(185.87)	61.18	70.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,184.75	3,820.16	4,352.33	5,117.04	6,000.43
营业成本	1,164.41	1,287.70	1,476.94	1,744.06	2,051.12
营业税金及附加	39.99	73.38	63.61	79.11	98.57
营业费用	1,159.52	1,434.05	1,633.00	1,898.42	2,196.16
管理费用	342.36	396.58	435.23	501.47	588.04
财务费用	0.33	5.65	6.00	5.00	5.00
资产减值损失	(15.13)	(0.97)	(5.00)	(3.00)	(4.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.76	(0.09)	4.00	3.00	5.00
其他	(11.52)	0.17	(8.00)	(6.00)	(10.00)
营业利润	499.03	623.69	746.55	894.98	1,070.54
营业外收入	15.88	22.68	24.28	20.95	22.64
营业外支出	15.52	8.68	10.00	8.00	8.89
利润总额	499.39	637.69	760.83	907.92	1,084.28
所得税	72.58	101.76	117.93	136.19	162.64
净利润	426.80	535.93	642.90	771.74	921.64
少数股东损益	(3.69)	(6.10)	(0.95)	(6.86)	(8.28)
归属于母公司净利润	430.49	542.02	643.85	778.60	929.92
每股收益(元)	0.36	0.45	0.53	0.65	0.77

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.02%	19.95%	13.93%	17.57%	17.26%
营业利润	21.72%	24.98%	19.70%	19.88%	19.62%
归属于母公司净利润	21.44%	25.91%	18.79%	20.93%	19.43%
获利能力					
毛利率	63.44%	66.29%	66.07%	65.92%	65.82%
净利率	13.52%	14.19%	14.79%	15.22%	15.50%
ROE	8.94%	10.18%	10.78%	11.85%	12.75%
ROIC	11.69%	12.40%	14.28%	13.44%	15.12%
偿债能力					
资产负债率	15.41%	14.68%	19.42%	18.00%	21.94%
净负债率	2.74%	7.48%	4.74%	7.10%	9.29%
流动比率	3.28	3.41	2.47	2.28	2.08
速动比率	1.82	2.17	1.37	1.18	1.15
营运能力					
应收账款周转率	7.86	7.65	8.01	10.02	10.02
存货周转率	3.40	3.90	3.95	3.81	3.90
总资产周转率	0.59	0.64	0.64	0.66	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.45	0.53	0.65	0.77
每股经营现金流	0.11	0.52	0.15	1.18	0.36
每股净资产	4.00	4.42	4.96	5.45	6.05
估值比率					
市盈率	47.01	37.34	31.43	25.99	21.76
市净率	4.20	3.80	3.39	3.08	2.77
EV/EBITDA	30.89	21.97	21.09	17.29	14.95
EV/EBIT	39.84	29.54	26.52	21.90	18.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com