

# 以岭药业 (002603)

## 2018年开门红, 内外业务均向好

### 2017年业绩增长 1.51%, 2018年1季度增长 41.55%超预期

公司公告 2017 年年报和 2018 年 1 季报: 2017 年公司实现收入 40.81 亿元, 同比增长 6.02%; 归母净利润 5.41 亿元, 同比增长 1.51%; 归母扣非后净利润 5.08 亿元, 同比下降 2.39%, 符合市场预期。公司 2018 年 1 季度收入 15.81 亿元, 同比增长 20.23%, 归母净利润 3.11 亿元, 同比增长 41.55%; 归母扣非后净利润 3.08 亿元, 同比增长 38.03%, 超市场预期。公司同时预计 1-6 月份业绩增长 25%-35%。展望 2018 年, 除了莲花清瘟的流感受益业绩提振外, 公司的渠道调整逐步结束, 核心的心脑血管品种有望重拾快速增长, 整体发展态势向好。

### 心脑血管类实现稳健增长, 抗感冒类渠道调整有所致下滑

2017 年, 分产品看: 公司心脑血管类收入 27.74 亿元, 同比增 9.6%。我们估计通心络相对持平, 收入超 10 亿元, 根据公司投资者交流纪要, 主要原因是公司顺应两票制政策对渠道重新进行梳理, 调整了商业结构, 同时区域上进行营销的重新规划, 导致通心络等产品阶段性调整, 未来通心络借国家分级诊疗政策之势, 有望在基层市场迎来更多的发展空间。预计参松养心胶囊增速超过 10%, 收入达到 13 亿元左右, 参松养心胶囊治疗心律失常, 竞争格局良好, 除了在大医院端持续拓展外, 在基层市场未来大有可为 (已进入国家基药目录)。芪苈强心胶囊作为治疗慢性心衰的新产品, 竞争格局佳, 2017 年预计延续了上市以来的高增长, 估计增速超过 30%, 收入超过 4 亿元; 公司的抗感冒类产品 (莲花清瘟系列) 收入 6.51 亿元, 同比下滑 11.95%, 主要原因仍是公司做的渠道调整和梳理致莲花清瘟短期内有所调整。而由于今年流感疫情爆发, 莲花清瘟预计成为了公司主要的增长贡献; 公司其他类收入 6.18 亿元, 同比增长 12.55%, 预计二线的品种养正消积胶囊、津力达颗粒增速均在 30% 以上。

公司 2018 年 1 季度收入 15.81 亿元, 同比增长 20%, 预计主要的推动力来自于莲花清瘟。今年流感疫情远超去年同期, 公司的莲花清瘟胶囊在国家卫生计生委发布了《流行性感冒诊疗方案 (2018 年版)》, 被列为流感推荐用药, 是中药治疗流感的代表性药品。流感疫情的超预期叠加医保乙类升甲类都将拉动莲花清瘟胶囊的销售进而提振公司全年业绩。

我们认为公司的渠道调整好营销的优化有望逐步结束, 通心络的大品种有望重拾快速增长; 同时公司的中药品种基本基于“络病理论”, 均强调循证医学研究和临床疗效, 未来有望在不断加强的医保控费形势下取得明显的相对竞争优势。

### 首个 ANDA 获批实质性开启国际化进程

公司的阿昔洛韦片 (400mg、800mg) 的新药简略申请 (ANDA) 获得美国 FDA 审评批准, 具有重大的意义, 实质性的开启了公司国际化进程。在国际化方面, 除了莲花清瘟胶囊继续申报美国注册外, 化药板块制定了“转移加工—仿制药—专利新药”的战略, 目前公司海外的制剂业务主要以 OEM 为主, 毛利率相对较低, 需进一步拓展自主制剂出口。由子公司万洲国际主导向美国 FDA 申报 ANDA 产品, 目前已完成 8 个产品的申报, 我们预计今年有望获批 3-4 个。除阿昔洛韦片获批外, 第一个缓释制剂研发项目也通过了 BE 研究并成功递交 FDA。公司未来后续还将开展更多 ANDA 项目的申报, 推动国际制药业务快速发展, 创造公司新的利润增长点。

### 看好公司长期战略发展, 维持“买入”评级

公司渠道调整有望逐步到位, 通心络等产品有望恢复快速增长, 莲花清瘟胶囊受益流感疫情提振全年业绩, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别至 0.59、0.72、0.84 元 (其中 18/19 年变动 -4.7%/-1.2%), 对应 PE 分别为 25、21 和 18 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:** 基层渠道拓展进展和效果低于预期、国际化战略进程低于预期

### 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	14.81 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,205.54
流通 A 股股本(百万股)	988.52
A 股总市值(百万元)	17,854.10
流通 A 股市值(百万元)	14,639.99
每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	9.27
一年内最高/最低(元)	18.35/12.74

### 作者

潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《以岭药业-公司点评: 首个 ANDA 阿昔洛韦片获批, 国际化战略实质性开启》 2018-03-13
- 2 《以岭药业-季报点评: 业绩稳健, 国际化战略深入推进》 2017-10-29
- 3 《以岭药业-公司点评: 业绩平稳增长, 期待海外制剂申报突破》 2017-08-25

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,820.16	4,081.27	5,037.56	5,757.22	6,556.64
增长率(%)	19.95	6.84	23.43	14.29	13.89
EBITDA(百万元)	846.18	858.19	1,037.40	1,243.74	1,459.75
净利润(百万元)	542.02	540.71	715.25	863.53	1,008.86
增长率(%)	25.91	(0.24)	32.28	20.73	16.83
EPS(元/股)	0.45	0.45	0.59	0.72	0.84
市盈率(P/E)	32.94	33.02	24.96	20.68	17.70
市净率(P/B)	3.35	2.51	2.31	2.11	1.90
市销率(P/S)	4.67	4.37	3.54	3.10	2.72
EV/EBITDA	21.97	20.70	16.69	14.24	12.26

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	534.06	802.68	403.00	460.58	524.53
应收账款	530.62	748.94	930.24	988.83	1,196.71
预付账款	59.14	92.61	178.30	134.50	224.85
存货	921.73	1,075.58	1,547.66	2,101.56	2,090.79
其他	480.67	1,426.75	1,238.21	1,257.57	1,606.72
<b>流动资产合计</b>	<b>2,526.22</b>	<b>4,146.56</b>	<b>4,297.41</b>	<b>4,943.04</b>	<b>5,643.59</b>
长期股权投资	29.02	1.51	1.51	1.51	1.51
固定资产	2,472.75	2,731.89	3,495.92	4,172.42	4,705.77
在建工程	259.05	274.36	200.62	168.37	131.02
无形资产	514.64	537.82	553.10	574.80	580.45
其他	448.77	195.23	222.36	180.54	163.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,724.23</b>	<b>3,740.81</b>	<b>4,473.50</b>	<b>5,097.64</b>	<b>5,581.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,250.45</b>	<b>7,887.37</b>	<b>8,770.92</b>	<b>10,040.68</b>	<b>11,225.57</b>
短期借款	100.00	0.00	73.05	435.42	646.37
应付账款	412.07	397.57	597.45	653.71	710.87
其他	228.54	209.72	211.31	255.40	243.58
<b>流动负债合计</b>	<b>740.61</b>	<b>607.29</b>	<b>881.81</b>	<b>1,344.53</b>	<b>1,600.81</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	61.71	88.79
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	177.22	168.29	172.55	172.68	171.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>177.22</b>	<b>168.29</b>	<b>172.55</b>	<b>234.39</b>	<b>259.96</b>
<b>负债合计</b>	<b>917.83</b>	<b>775.58</b>	<b>1,054.36</b>	<b>1,578.92</b>	<b>1,860.78</b>
少数股东权益	10.79	1.60	0.65	(7.27)	(15.83)
股本	1,128.78	1,204.64	1,205.54	1,205.54	1,205.54
资本公积	1,703.00	2,941.06	2,941.06	2,941.06	2,941.06
留存收益	4,263.38	5,910.54	6,510.36	7,263.49	8,175.08
其他	(1,773.33)	(2,946.04)	(2,941.06)	(2,941.06)	(2,941.06)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,332.62</b>	<b>7,111.79</b>	<b>7,716.56</b>	<b>8,461.76</b>	<b>9,364.80</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,250.45</b>	<b>7,887.37</b>	<b>8,770.92</b>	<b>10,040.68</b>	<b>11,225.57</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	535.93	536.79	715.25	863.53	1,008.86
折旧摊销	231.11	249.48	191.07	237.23	277.66
财务费用	3.21	1.53	6.00	5.00	5.00
投资损失	0.09	(15.27)	(4.00)	(3.00)	(5.00)
营运资金变动	(79.99)	(1,414.87)	(372.88)	(447.79)	(573.44)
其它	(58.69)	756.99	(0.95)	(7.92)	(8.56)
<b>经营活动现金流</b>	<b>631.64</b>	<b>114.65</b>	<b>534.50</b>	<b>647.04</b>	<b>704.52</b>
资本支出	287.31	533.34	892.74	900.86	782.51
长期投资	26.50	(27.51)	0.00	0.00	0.00
其他	(818.75)	(1,458.37)	(1,785.74)	(1,798.86)	(1,558.51)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(504.94)</b>	<b>(952.55)</b>	<b>(893.00)</b>	<b>(898.00)</b>	<b>(776.00)</b>
债权融资	100.00	0.00	73.05	497.12	735.16
股权融资	73.54	1,381.59	1.21	(3.83)	(4.17)
其他	(196.87)	(288.85)	(115.43)	(184.76)	(595.55)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(23.34)</b>	<b>1,092.75</b>	<b>(41.17)</b>	<b>308.53</b>	<b>135.43</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>103.36</b>	<b>254.85</b>	<b>(399.67)</b>	<b>57.57</b>	<b>63.95</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>3,820.16</b>	<b>4,081.27</b>	<b>5,037.56</b>	<b>5,757.22</b>	<b>6,556.64</b>
营业成本	1,287.70	1,303.91	1,628.22	1,876.74	2,156.06
营业税金及附加	73.38	85.44	88.49	110.75	126.19
营业费用	1,434.05	1,600.97	1,964.65	2,205.02	2,478.41
管理费用	396.58	491.01	518.87	564.21	622.88
财务费用	5.65	(2.34)	6.00	5.00	5.00
资产减值损失	(0.97)	1.66	(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	(0.09)	15.27	4.00	3.00	5.00
其他	0.17	(63.90)	(8.00)	(6.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>623.69</b>	<b>649.24</b>	<b>840.33</b>	<b>1,001.50</b>	<b>1,177.09</b>
营业外收入	22.68	1.58	15.00	13.09	9.89
营业外支出	8.68	12.47	10.00	8.00	10.16
<b>利润总额</b>	<b>637.69</b>	<b>638.35</b>	<b>845.33</b>	<b>1,006.59</b>	<b>1,176.82</b>
所得税	101.76	101.56	131.03	150.99	176.52
<b>净利润</b>	<b>535.93</b>	<b>536.79</b>	<b>714.30</b>	<b>855.60</b>	<b>1,000.30</b>
少数股东损益	(6.10)	(3.92)	(0.95)	(7.92)	(8.56)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>542.02</b>	<b>540.71</b>	<b>715.25</b>	<b>863.53</b>	<b>1,008.86</b>
每股收益(元)	0.45	0.45	0.59	0.72	0.84

  

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.95%	6.84%	23.43%	14.29%	13.89%
营业利润	24.98%	4.10%	29.43%	19.18%	17.53%
归属于母公司净利润	25.91%	-0.24%	32.28%	20.73%	16.83%
<b>获利能力</b>					
毛利率	66.29%	68.05%	67.68%	67.40%	67.12%
净利率	14.19%	13.25%	14.20%	15.00%	15.39%
ROE	10.18%	7.60%	9.27%	10.20%	10.75%
ROIC	12.40%	12.22%	11.67%	11.92%	12.06%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.68%	9.83%	12.02%	15.73%	16.58%
净负债率	7.48%	3.99%	-0.35%	6.83%	6.63%
流动比率	3.41	6.83	4.87	3.68	3.53
速动比率	2.17	5.06	3.12	2.11	2.22
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.65	6.38	6.00	6.00	6.00
存货周转率	3.90	4.09	3.84	3.16	3.13
总资产周转率	0.64	0.58	0.60	0.61	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.45	0.59	0.72	0.84
每股经营现金流	0.52	0.10	0.44	0.54	0.58
每股净资产	4.41	5.90	6.40	7.03	7.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.94	33.02	24.96	20.68	17.70
市净率	3.35	2.51	2.31	2.11	1.90
EV/EBITDA	21.97	20.70	16.69	14.24	12.26
EV/EBIT	29.54	28.95	20.46	17.60	15.14

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com