

以岭药业 (002603)

连花清瘟引领业绩高增长，海外业务实质性突破

上半年收入增长 20.29%，净利润增长 32.06%

公司公告 2018 年半年报：收入 27.00 亿元，同比增长 20.29%；归母净利润 4.48 亿元，同比增长 32.06%；扣非后归母净利润 4.32 亿元，同比增长 26.38%，符合一季报里公司对 1-6 月业绩的预计。公司经营净现金流 1.88 亿元，同比环比均大幅改善，显示出经营质量提升。公司预计前三季度净利润范围 5.39-6.29 亿元，同比增长 20-40%。

连花清瘟系列高增长，心脑血管产品阶段性平稳

营收分产品看：抗感冒药类产品收入达到 7.89 亿元，同比大增 84.85%，主要是受去年底和年初流感疫情推动，连花清瘟胶囊入选卫计委《流行性感冒诊疗方案（2018 年版）》，成为了此次流感治疗的关键用药，进一步提升了连花清瘟的市场覆盖率和知名度，为未来销量持续增长奠定了良好的基础，根据米内网数据，公司连花清瘟颗粒和胶囊分别位列 2017 年中成药感冒药收入第二、第四位，优势明显。

心脑血管产品收入 14.91 亿元，同比增长 1.50%。我们估计通心络胶囊收入在 5.5 亿元左右，同比基本持平；参松养心胶囊收入 6.5-7 亿元，预计同比有所下滑，芪苈强心胶囊预计收入在 2.5 亿元左右，同比增长 10-20%。通心络、参松养心同比持平或下滑的原因我们估计主要是上半年公司应对流感大疫情，采取各项措施，调整生产结构，全力保证连花清瘟产品的市场供应，相对弱化了两大心脑血管的生产和销售，我们认为随着生产结构逐步倾斜到通心络和参松养心，加之公司应对两票制和零差率政策背景的营销渠道调整和优化（扩大一家商业数量，收缩二级商业规模，与龙头流通企业进行战略合作）逐步到位，通心络和参松养心等心脑血管核心品种有望重拾快速增长。报告期内公司专利产品通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊、津力达颗粒等产品相继被临床诊疗方案或用药指南推荐，为公司产品更好的服务于临床奠定了良好的基础，在未来医保控费推进临床路径的政策背景下有望受益。

海外业务加速发展，迎来实质性突破

公司推进国际化战略，除了连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。目前公司已成功向 FDA 递交了九个 ANDA 申请，阿昔洛韦片和环丙沙星片获得美国 ANDA 批准，其中阿昔洛韦片已经正式发货销往美国，海外业务实质性突破，公司后续还将开展更多 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，同时化学制剂出口品种未来有望通过转报国内的形式通过一致性评价获得竞争优势。

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，连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，对应 PE 分别为 22、18 和 15 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：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	12.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,206.31
流通 A 股股本(百万股)	989.28
A 股总市值(百万元)	15,452.79
流通 A 股市值(百万元)	12,672.72
每股净资产(元)	6.18
资产负债率(%)	10.26
一年内最高/最低(元)	18.35/12.39

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-年报点评报告:2018 年开门红，内外业务均向好》 2018-04-26
- 2 《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
- 3 《以岭药业-季报点评:业绩稳健，国际化战略深入推进》 2017-10-29

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	5,042.54	5,765.05	6,568.17
增长率(%)	19.95	6.84	23.55	14.33	13.93
EBITDA(百万元)	846.18	858.19	1,038.29	1,245.24	1,462.09
净利润(百万元)	542.02	540.71	716.00	864.82	1,010.86
增长率(%)	25.91	(0.24)	32.42	20.78	16.89
EPS(元/股)	0.45	0.45	0.59	0.72	0.84
市盈率(P/E)	28.51	28.58	21.58	17.87	15.29
市净率(P/B)	2.90	2.17	2.02	1.85	1.70
市销率(P/S)	4.05	3.79	3.06	2.68	2.35
EV/EBITDA	21.97	20.70	14.42	12.41	10.79

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	403.40	461.20	525.45
应收账款	530.62	748.94	931.90	989.78	1,199.61
预付账款	59.14	92.61	178.55	134.64	225.29
存货	921.73	1,075.58	1,550.16	2,103.74	2,095.46
其他	480.67	1,426.75	1,239.59	1,258.45	1,609.05
流动资产合计	2,526.22	4,146.56	4,303.61	4,947.81	5,654.86
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
非流动资产合计	3,724.23	3,740.81	4,473.50	5,097.64	5,581.98
资产总计	6,250.45	7,887.37	8,777.12	10,045.45	11,236.84
短期借款	100.00	0.00	129.95	576.35	923.84
应付账款	412.07	397.57	598.40	654.37	712.44
其他	228.54	209.72	211.52	255.53	243.94
流动负债合计	740.61	607.29	939.87	1,486.26	1,880.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	61.24	89.00
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
非流动负债合计	177.22	168.29	172.55	233.92	260.17
负债合计	917.83	775.58	1,112.41	1,720.18	2,140.38
少数股东权益	10.79	1.60	0.65	(7.28)	(15.86)
股本	1,128.78	1,204.64	1,206.31	1,206.31	1,206.31
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	6,457.75	7,126.25	7,906.01
其他	(1,773.33)	(2,946.04)	(2,941.06)	(2,941.06)	(2,941.06)
股东权益合计	5,332.62	7,111.79	7,664.71	8,325.27	9,096.46
负债和股东权益总	6,250.45	7,887.37	8,777.12	10,045.45	11,236.84

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	535.93	536.79	716.00	864.82	1,010.86
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)	(377.52)	(446.50)	(578.50)
其它	(58.69)	756.99	(0.95)	(7.94)	(8.58)
经营活动现金流	631.64	114.65	530.60	649.61	701.45
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)
投资活动现金流	(504.94)	(952.55)	(893.00)	(898.00)	(776.00)
债权融资	100.00	0.00	129.95	637.59	1,012.83
股权融资	73.54	1,381.59	1.97	(3.83)	(4.17)
其他	(196.87)	(288.85)	(168.79)	(327.57)	(869.86)
筹资活动现金流	(23.34)	1,092.75	(36.88)	306.19	138.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	103.36	254.85	(399.28)	57.80	64.25

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,820.16	4,081.27	5,042.54	5,765.05	6,568.17
营业成本	1,287.70	1,303.91	1,629.77	1,879.15	2,159.59
营业税金及附加	73.38	85.44	88.58	110.90	126.41
营业费用	1,434.05	1,600.97	1,966.59	2,208.01	2,482.77
管理费用	396.58	491.01	519.38	564.97	623.98
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)
营业利润	623.69	649.24	841.22	1,003.01	1,179.42
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
利润总额	637.69	638.35	846.22	1,008.10	1,179.15
所得税	101.76	101.56	131.16	151.21	176.87
净利润	535.93	536.79	715.06	856.88	1,002.28
少数股东损益	(6.10)	(3.92)	(0.95)	(7.94)	(8.58)
归属于母公司净利润	542.02	540.71	716.00	864.82	1,010.86
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
成长能力					
营业收入	19.95%	6.84%	23.55%	14.33%	13.93%
营业利润	24.98%	4.10%	29.57%	19.23%	17.59%
归属于母公司净利润	25.91%	-0.24%	32.42%	20.78%	16.89%
获利能力					
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%	9.34%	10.38%	11.09%
ROIC	12.40%	12.22%	11.69%	11.93%	12.08%
偿债能力					
资产负债率	14.68%	9.83%	12.67%	17.12%	19.05%
净负债率	7.48%	3.99%	-0.35%	6.96%	6.83%
流动比率	3.41	6.83	4.58	3.33	3.01
速动比率	2.17	5.06	2.93	1.91	1.89
营运能力					
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	0.61	0.61	0.62
每股指标(元)					
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	5.89	6.35	6.91	7.55
估值比率					
市盈率	28.51	28.58	21.58	17.87	15.29
市净率	2.90	2.17	2.02	1.85	1.70
EV/EBITDA	21.97	20.70	14.42	12.41	10.79
EV/EBIT	29.54	28.95	17.67	15.33	13.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com