

以岭药业

002603

审慎增持 (维持)

多层次渠道布局完成，业绩步入放量期

2018年08月26日

市场数据

市场数据日期	2018-08-23
收盘价(元)	12.81
总股本(百万股)	1206.31
流通股本(百万股)	989.41
总市值(百万元)	15452.83
流通市值(百万元)	12674.34
净资产(百万元)	7458.09
总资产(百万元)	8311.95
每股净资产	6.18

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4081	4772	5638	6558
同比增长(%)	6.0%	16.9%	18.1%	16.3%
净利润(百万元)	541	700	858	1032
同比增长(%)	1.5%	29.4%	22.7%	20.3%
毛利率(%)	68.1%	68.5%	69.8%	69.9%
净利润率(%)	13.2%	14.7%	15.2%	15.7%
净资产收益率(%)	7.6%	9.1%	10.0%	10.8%
每股收益(元)	0.45	0.58	0.71	0.86
每股经营现金流(元)	0.10	0.45	0.66	0.61

相关报告

《以岭药业(002603)2017年年报及2018年一季报点评：渠道调整基本完成 业绩进入释放期》2018-04-26

《以岭药业(002603)2017年中报点评：业绩稳定增长，关注新业务拓展》2017-08-27

《兴证医药：以岭药业(002603)2016年年报点评-业绩增长符合预期，制剂出口值得期待》2017-03-26

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

投资要点

- 近日，以岭药业发布了2018年中报，报告期内，公司实现营业收入27.00亿元(+20.29%)，归母净利润4.48亿元(+32.06%)，扣非后归母净利润4.32亿元(+26.38%)，EPS0.37元，同时，公司预计2018年前三季度归母净利润5.39-6.29亿元，同比增长20%-40%。
- 盈利预测与估值：**公司作为一家优秀的中成药企业，产品梯队丰富，尤其在心脑血管、抗感冒领域不乏潜力大品种，而且拥有强大的营销实力作为支持，同时积极布局制剂出口、创新研发、保健饮品和大健康业务，培育新的增长点，后续相关产业的布局值得关注，我们预计公司2018-2020年的EPS分别为0.58、0.71、0.86元，对应2018年8月23日股价的PE分别为22X、18X、15X倍，继续给予“审慎增持”评级。

风险提示：原料涨价、新产品推广低于预期、国际化进程低于预期

报告正文

事件

- 近日，以岭药业发布了2018年中报，报告期内，公司实现营业收入27.00亿元(+20.29%)，归母净利润4.48亿元(+32.06%)，扣非后归母净利润4.32亿元(+26.38%)，EPS0.37元，同时，公司预计2018年前三季度归母净利润5.39-6.29亿元，同比增长20%-40%。

点评

- **多层次渠道布局完成，业绩开始放量：**分季度来看，公司Q2单季度实现营业收入11.20亿元(+20.37%)，归母净利润1.37亿元(+14.69%)。分产品看，公司心脑血管类营收14.91亿元，同比增长1.50%，保持公司一半以上的营收占比，相关品种增速有所下降，我们估计与一季度产能受限有关；抗感冒类营收7.89亿元，同比增长84.85%，主要是一季度流感爆发，促使连花清瘟放量增长，伴随产品的品牌和知名度的提升，为后续销量提供了有利保障；其他类药物如二线品种方面，津力达颗粒和养正消积、夏荔芪胶囊也有了较好的关注点，销售规模逐渐显现，增速稳定在较高水平。受两票制的影响，公司主动进行销售下沉，目前公司下设28个大区，数百个区办，经营层面建立城市医院部、基层城乡部、零售部、营销部四个职能板块，针对医院、基层、零售等分别采取不同销售策略，加强与一级经销商，龙头流通企业合作，目前公司产品在全国5万多家医院，10万家药店销售，形成了覆盖全国的多层次终端市场的营销推广网络。渠道调整基本完成，后续产品销售将步入正轨，未来在分级诊疗政策下，借助已布局渠道，业绩将进入释放期。
- **多点发力，制剂出口值得期待：**中药国际化方面，通心络胶囊、连花清瘟胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、养正消积胶囊等品种已经在韩国、越南等多个国家注册并销售，通心络胶囊进入越南国家医保目录。报告期内，公司连花清瘟胶囊美国FDA二期临床研究项目在美国8个州30家临床研究中心同步推进。合同加工方面，公司制剂研发生产基地、研发平台、生产车间多次通过美国国家的GMP认证，制剂出口蓬勃发展。仿制药方面，公司已递交9个ANDA申请，其中阿昔洛韦片和环丙沙星片获得美国FDA批准文号，第一批阿昔洛韦片于8月份正式发往美国。根据IMS数据库，2017年度阿昔洛韦片美国市场销售额约2,173万美元。我们预计后续ANDA将会持续获批上市后，获批产品在中国国内也可申报新药注册，国际国内巨大的市场空间，将给公司带来新的利润增长点。
- **仿创结合丰富产品储备：**公司重视研发，报告期内研发费用1.46亿元，同比增长47.17%，营收占比5.41%。中药药品柴芩通淋片、解郁除烦胶囊、连花急支片等处在不同临床阶段；化药一类新药苯胺洛芬及注射液、芬乐胺及片、

XY0206 片正在开展一期临床。针对已上市品种进行的二次开发，开展再评价和增加临床适应症等循证医学工作也在持续进行，新品种津力达、养正消积、夏荔芪等以络病理论为基础，经过近年的临床研究和营销拓展也已经具备了一定的市场基础，津力达颗粒和养正消积胶囊在部分省份属于地方增补基药。公司未来发展思路明确，制定了“转移加工—仿制药—专利新药”三步走的化药发展战略，仿创持续布局将不断给公司增长带来新的活力。

表 公司部分药品研发项目及其进展情况

序号	类别	名称	适应症	报告期末进展情况
1	中药6类	周络通胶囊	糖尿病性周围神经病变	开展临床研究
2	中药6类	解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	开展临床研究
3	中药6类	连花急支片	急性支气管炎	开展临床研究
4	中药6类	柴芩通淋片	下尿路感染	开展临床研究
5	中药6类	芪黄明目胶囊	糖尿病性视网膜病变	开展临床研究
6	中药6类	连花定喘片	支气管哮喘	开展临床研究
7	中药6类	络痹通片	类风湿性关节炎	获得临床批件
8	中药6类	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	获得临床批件
9	中药6类	玉屏通窍片	过敏性鼻炎	获得临床批件
10	化药1.1类	苯胺洛芬及注射液	镇痛与消炎	正在开展一期临床试验
11	化药1.1类	芬乐胺及片	早、中期帕金森氏病	正在开展一期临床试验
12	化药1.1类	XY0206片	急性髓性白血病、肺癌	正在开展一期临床试验

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 大健康板块战略落地生根。**公司发挥通络养生的传统优势，运用现代高新技术研发专利健康产品，采取地面分销、线上电商的运营方式，形成“医、药、健、养”健康产业服务新模式。公司已研发上市 300 余种健康产品，涵盖型中药饮片、营养保健品、营养食品、健康家居、日化用品等品类；开设通络、养精、动形、静神四大养生馆，引进热敏灸技术；发展中药文化特色旅游基地等。报告期内，食品饮料营收 0.20 亿元，同比增长 32.25%（调整成本分摊方法，产品毛利率同比下降 45.67 个百分点），成为公司增速第二的板块，后续有望在低基数基础上，继续保持高速增长。
- 财务指标保持稳定：**报告期内公司各项财务指标运行相对稳健。期间费用方面，公司当期发生销售费用 10.11 亿元，同比增长 16.84%，对应销售费用率为 37.45%，同比下降 1.10 个百分点；管理费用 2.29 亿元，同比增长 5.13%，对应管理费用率为 8.48%，同比下降 1.21 个百分点；财务费用-0.06 亿元，同比增长 250.40%，主要是报告期内利息收入同比增加所致。公司经营性净现金流为 1.88 亿元，同比增长 250.40%，主要为报告期内利息收入同比增加。总体来看，公司的各项指标合理，区间费用率不断下降，经营性现金流量充足。

- **盈利预测与估值:** 公司作为一家优秀的中成药企业, 产品梯队丰富, 尤其在心脑血管、抗感冒领域不乏潜力大品种, 而且拥有强大的营销实力作为支持, 同时积极布局制剂出口、创新研发、保健饮品和大健康业务, 培育新的增长点, 后续相关产业的布局值得关注, 我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.58、0.71、0.86 元, 对应 2018 年 8 月 23 日股价的 PE 分别为 22X、18X、15X 倍, 继续给予“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 原料涨价、新产品推广低于预期、国际化进程低于预期

附表

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4147	4805	6022	7327
货币资金	803	1282	2082	2844
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	689	729	892	1026
其他应收款	60	66	81	93
存货	1076	1222	1342	1598
非流动资产	3741	3512	3287	3069
可供出售金融资产	89	89	89	89
长期股权投资	2	1	1	1
投资性房地产	9	7	8	8
固定资产	2723	2678	2558	2401
在建工程	274	137	69	34
油气资产	0	0	0	0
无形资产	342	326	302	278
资产总计	7887	8316	9309	10396
流动负债	607	632	661	746
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	353	407	461	535
其他	254	225	200	211
非流动负债	168	0	115	94
长期借款	0	0	0	0
其他	168	0	115	94
负债合计	776	632	776	840
股本	1205	1206	1206	1206
资本公积	2941	2939	2939	2939
未分配利润	2650	3166	3952	4896
少数股东权益	2	-5	-14	-24
股东权益合计	7112	7684	8533	9556
负债及权益合计	7887	8316	9309	10396

利润表

会计年度	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4081	4772	5638	6558
营业成本	1304	1503	1704	1976
营业税金及附加	85	84	109	126
销售费用	1601	1813	2199	2558
管理费用	491	573	648	721
财务费用	-2	-10	-17	-25
资产减值损失	2	-5	-1	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	15	1	5	7
营业利润	649	816	1001	1210
营业外收入	2	15	13	14
营业外支出	12	11	12	12
利润总额	638	820	1003	1212
所得税	102	127	153	189
净利润	537	693	849	1023
少数股东损益	-4	-7	-9	-9
归属母公司净利润	541	700	858	1032
EPS(元)	0.45	0.58	0.71	0.86

主要财务比率

会计年度	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	6.0%	16.9%	18.1%	16.3%
营业利润增长率	5.9%	25.6%	22.7%	20.9%
净利润增长率	1.5%	29.4%	22.7%	20.3%
盈利能力(%)				
毛利率	68.1%	68.5%	69.8%	69.9%
净利率	13.2%	14.7%	15.2%	15.7%
ROE	7.6%	9.1%	10.0%	10.8%

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	541	700	858	1032
折旧和摊销	249	206	212	215
资产减值准备	2	-1	0	-0
无形资产摊销	24	24	24	24
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	-10	-17	-25
投资损失	-15	-1	-5	-7
少数股东损益	-4	-7	-9	-9
营运资金的变动	1393	143	376	445
经营活动产生现金流量	-599	544	796	736
投资活动产生现金流量	-63	45	-14	2
融资活动产生现金流量	1157	-110	17	25
现金净变动	495	480	799	763
现金的期初余额	548	803	1282	2082
现金的期末余额	1043	1282	2082	2844

偿债能力(%)

资产负债率	9.8%	7.6%	8.3%	8.1%
流动比率	6.83	7.60	9.11	9.83
速动比率	5.06	5.67	7.08	7.69

营运能力(次)

资产周转率	0.58	0.59	0.64	0.67
应收账款周转率	7.06	6.71	6.94	6.83

每股资料(元)

每股收益	0.45	0.58	0.71	0.86
每股经营现金	0.10	0.45	0.66	0.61
每股净资产	5.89	6.37	7.09	7.94

估值比率(倍)

PE	28.58	22.09	18.01	14.97
PB	2.17	2.01	1.81	1.61

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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資目的、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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推測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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场 第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn