

## 以岭药业 (002603)

增持 (维持)

营销不断细化 费用高投入告一段落

## 市场数据

| 报告日期      | 2014-11-12 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元)    | 31.50      |
| 总股本(百万股)  | 563.45     |
| 流通股本(百万股) | 552.50     |
| 总市值(百万元)  | 17748.68   |
| 流通市值(百万元) | 17403.75   |
| 净资产(百万元)  | 4488.62    |
| 总资产(百万元)  | 5020.84    |
| 每股净资产     | 7.97       |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 2490  | 3078  | 3811  | 4751  |
| 同比增长(%)    | 51.0% | 23.6% | 23.8% | 24.7% |
| 净利润(百万元)   | 244   | 380   | 513   | 658   |
| 同比增长(%)    | 31.5% | 55.6% | 35.0% | 28.2% |
| 毛利率(%)     | 66.6% | 64.5% | 63.8% | 63.2% |
| 净利润率(%)    | 9.8%  | 12.4% | 13.5% | 13.9% |
| 净资产收益率(%)  | 5.7%  | 8.3%  | 10.1% | 11.4% |
| 每股收益(元)    | 0.43  | 0.67  | 0.91  | 1.17  |
| 每股经营现金流(元) | 0.10  | 0.39  | 0.56  | 0.89  |

## 相关报告

《以岭药业(002603): 2013年3季报点评-第3季度收入端继续强劲恢复 毛利率有所下降》  
2013-10-29

《以岭药业(002603) 2013年半年报点评-收入端强劲恢复 费用投入仍处高位》2013-08-29

《以岭药业(002603) 2013年1季报点评-收入端开始恢复》  
2013-04-26

分析师:

邓晓倩

dengxq@xyzq.com.cn

S0190512070008

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

## 投资要点

近日我们调研了以岭药业(002603),大致要点包括:1)、2014年全年心脑血管用药整体增速预计在20-25%之间;2)、2014年感冒类用药增速预计将回归常态;3)、我们预计2014年全年公司整体毛利率较2013年出现2-2.5个百分点的下降;销售费用率出现超过5个百分点的下降;3)、公司营销不断细化、积极开拓基层、目前已覆盖全国约90%的基层医疗机构、为公司产品销售的增长奠定了坚实的基础。我们预计公司2014-2016年的EPS分别为0.67、0.91及1.17元,维持“增持”评级。

- **公司业绩回顾。**1)、2014年前3季度公司实现销售收入22.17亿元,同比增长21.14%、较2014年上半年33%的增速放缓;实现归属于母公司的净利润为2.90亿元,同比增长30.23%、较2014年上半年33%的增速略微放缓。2)、2014年前3季度公司整体毛利率为64.29%、同比下降2.7个百分点;销售费用率为38.34%、同比下降4.57个百分点,管理费用率为10.54%、同比上升0.49个百分点;销售净利率为13.09%、同比上升0.91个百分点。
- **2014年心脑血管用药整体增速预计在20-25%之间。**2014年上半年公司心脑血管用药实现销售收入10.93亿、同比增速达到42%,第3季度公司根据渠道库存及终端消化情况、对产品的发货速度进行了一定调整,我们预计前3季度心脑血管用药收入端整体增速在20-25%之间。1)、通心络胶囊作为公司心脑血管用药第一大品种、2013年实现销售收入预计已超过9亿、步入2014年城乡基层、城市社区靓丽的增长与零售终端、二级以上

请阅读最后一页信息披露和重要声明

医疗机构的稳健增长共同带动通心络前3季度已经取得超过15%的增速，我们预计2014年全年通心络有望延续超越15%的增速；2)、参松养心胶囊2013年实现销售收入约7.5亿。步入2014年尽管2012版基药招标进度一般，但参松养心胶囊在2013年以前已进入了18个省的基药增补目录、同时凭借双向调节心律的疗效优势、参松养心胶囊在高基数之上、2014年前3季度仍然取得了超过20%的增速，我们预计2014年全年参松养心胶囊有望延续20-25%的增速。3)、芪苈强心胶囊2013年规模约1.5亿、步入2014年我们预计芪苈强心胶囊、仍然有望在小基数之上延续超过50%的增速。

- **2014年感冒类用药增速预计将回归常态。**2013年在“甲流”及“H7N9禽流感”的带动下、公司“连花清瘟胶囊”渠道超过64%的高增长、规模达到4.93亿。步入2014年尽管2012版基药招标进度一般、但连花清瘟胶囊在2013年以前已进入了19个省的基药增补目录；其2013年前3季度已经取得约10%的增速，我们预计2014年全年连花清瘟胶囊有望取得15-20%的增速（2013年上半年连花清瘟收入占比达63%）。
- **2014年公司整体毛率和销售费用率预计将出现下降。**1)、2014年前3季度公司整体毛率同比下降2.7个百分点，我们预计者主要有两方面的因素造成：第一、全虫、水蛭等公司所用的主要原材料2014年价格出现上升，其中全虫价格从2013年约800元/kg涨到1300元/kg；水蛭价格从2013年750元/kg涨到1150元/kg（具体可参见我们每月发布的《兴业主要中药材价格走势月报》）；第二、公司低毛率的普药产品收入占比提高也拉低了公司整体毛率。结合公司使用主要原材料价格走势及分产品增长趋势、我们预计2014年全年公司整体毛率将较2013年出现2-2.5个百分点的下降。2)、2014年前3季度公司整体销售费用率同比下降4.57个百分点。公司销售费用率的下降主要与公司2012、2013年针对肿瘤用药、糖尿病用药、保健饮品等新产品的投入有关。伴随新产品规模的不断扩大、综合考虑2013年公司费用结算的进度（2013年公司销售费用结算的高点在第4季度）、我们预计2014年全年公司销售费用率有望同比出现超过5个百分点的下降。
- **公司“心脑血管用药”及“感冒类用药”是核心，并不断向糖尿病用药及肿瘤用药渗透。**2013年公司“心脑血管用药”及“感冒类用药”对公司的收入及利润贡献合计均超过90%、是公司盈利核心。与此同时、不断地向糖尿病用药及肿瘤用药渗透。1)、公司目前已上市的糖尿病治疗用药为津力达颗粒，该产品主要用于II型糖尿病地治疗，有较好地降低血糖及糖化血红蛋白的作用。该产品2013年的销售收入超过3000万、我们预计其2014年的收入规模有望超过5000万。此外，公司还针对糖尿病的相关并发症研发了治疗药物，如针对糖尿病周围神经病变研发了周络通胶囊，针对糖尿病眼底病变研发了芪黄明目胶囊、未来伴随两者的获批公司糖尿病用药将得到进一步丰富。2)、公司目前已上市的肿瘤药为养正消积胶囊。该产品作为肿瘤放化疗的辅助用

药，能明显改善放化疗病人食欲不佳、形体消瘦等症状，提高病人生活质量，拥有广泛地适用人群。该产品 2013 年的销售收入约为 2000 万、我们预计其 2014 年的规模有望接近 3000 万。

- **公司营销不断细化、积极开拓基层、目前已覆盖全国约 90% 的基层医疗机构。**公司目前编内销售人员超过 2500 人，加上编外销售人员超过 4500 人。1)、**针对二级以上医疗机构公司拥有约 1000 名销售人员。**具体来看，600 多人销售新心脑血管用药，呼吸系统用药、糖尿病用药、肿瘤用药销售人员各 100 多名。公司针对呼吸、糖尿病及肿瘤用药分线销售，有利于公司在发展强势心血管用药领域产品的同时，也能针对呼吸系统用药、糖尿病用药及抗肿瘤用药的销售进行深耕，最终带动该三个领域产品的发展。2)、**针对 OTC 渠道公司拥有约 300 名销售人员，分区域进行销售。**3)、**针对城市社区医疗机构公司拥有约 500-600 名销售人员（编内人员约 300 多名）；针对城乡基层医疗机构公司拥有共 2600 名销售人员（其中 1000 名为编内销售人员）。**4)、自 2010-2011 年公司开始将城市社区及城乡基层销售团队分离、培育以来，公司已经对全国 90% 的基层医疗机构完成覆盖，未来有望带动公司收入端增长的同时、也带来利润端的增长。
- **盈利预测。**公司已经预告了 2014 年全年的利润增速在 40-60% 之间。我们预计公司 2014-2016 年公司的净利润增速分别为 55%、35% 及 28%；EPS 分别为 0.67、0.91 及 1.17 元，对应 2014-2015 年的 PE 为 48 倍及 38 倍。公司于 2013 年 3 月初公布了针对高管、中层管理者及核心技术业务人员的股票期权及限制性股票激励计划，进一步建立了公司的激励机制，将公司发展与核心员工绑定。以岭药业作为一家优秀的中成药企业，公司不但拥有优势的产品群、而且拥有强大的营销实力作为支持，同时不断推出保健饮品、涉足制剂出口业务、我们看好公司的长远发展，继续给予“增持”评级。
- **风险提示。**1)、公司所用中药材价（主要为全蝎、水蛭、金银花等）价格上涨；2)、公司新产品推广速度慢于预期；3)、主打产品降价；4)、对公司的费用预测具有一定的不确定性。

## 附表

| 会计年度           | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2695 | 4165  | 4427  | 6391  |
| 货币资金           | 710  | 1838  | 1681  | 2466  |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 190  | 313   | 374   | 493   |
| 其他应收款          | 148  | 263   | 288   | 450   |
| 存货             | 618  | 689   | 960   | 1289  |
| <b>非流动资产</b>   | 1963 | 2656  | 3070  | 2962  |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产         | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产           | 670  | 1650  | 2236  | 2346  |
| 在建工程           | 849  | 575   | 437   | 244   |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 337  | 327   | 318   | 308   |
| <b>资产总计</b>    | 4658 | 6821  | 7497  | 9353  |
| <b>流动负债</b>    | 247  | 2126  | 2289  | 2728  |
| 短期借款           | 0    | 1756  | 1868  | 2234  |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 142  | 173   | 224   | 282   |
| 其他             | 105  | 197   | 197   | 212   |
| <b>非流动负债</b>   | 153  | 113   | 113   | 113   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 153  | 113   | 113   | 113   |
| <b>负债合计</b>    | 400  | 2239  | 2402  | 2841  |
| 股本             | 564  | 564   | 564   | 564   |
| 资本公积           | 2235 | 2235  | 2235  | 2235  |
| 未分配利润          | 1293 | 1590  | 2068  | 2682  |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>股东权益合计</b>  | 4258 | 4582  | 5095  | 5753  |
| <b>负债及权益合计</b> | 4658 | 6821  | 7497  | 8595  |

| 会计年度              | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 244  | 380   | 513   | 658   |
| 折旧和摊销             | 80   | 120   | 177   | 209   |
| 资产减值准备            | 3    | 14    | 4     | 16    |
| 无形资产摊销            | 26   | 26    | 26    | 26    |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | -34  | -12   | -14   | -15   |
| 投资损失              | -7   | -14   | -15   | -17   |
| 少数股东损益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金的变动           | 730  | 216   | 358   | 1105  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | -430 | 219   | 317   | 502   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -461 | -801  | -601  | -99   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 156  | 1711  | 126   | 382   |
| 现金净变动             | -735 | 1128  | -157  | 785   |
| 现金的期初余额           | 1499 | 710   | 1838  | 1681  |
| 现金的期末余额           | 764  | 1838  | 1681  | 2466  |

| 会计年度            | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2490 | 3078  | 3811  | 4751  |
| 营业成本            | 831  | 1092  | 1381  | 1750  |
| 营业税金及附加         | 30   | 40    | 50    | 62    |
| 销售费用            | 1133 | 1197  | 1398  | 1682  |
| 管理费用            | 262  | 335   | 414   | 513   |
| 财务费用            | -34  | -12   | -14   | -15   |
| 资产减值损失          | 3    | 9     | 10    | 12    |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 7    | 14    | 15    | 17    |
| <b>营业利润</b>     | 273  | 431   | 587   | 763   |
| 营业外收入           | 25   | 30    | 35    | 30    |
| 营业外支出           | 9    | 15    | 17    | 15    |
| <b>利润总额</b>     | 289  | 446   | 605   | 778   |
| 所得税             | 45   | 66    | 92    | 120   |
| 净利润             | 244  | 380   | 513   | 658   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 244  | 380   | 513   | 658   |
| EPS(元)          | 0.34 | 0.67  | 0.91  | 1.17  |

| 会计年度           | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 51.0% | 23.6% | 23.8% | 24.7% |
| 营业利润增长率        | 45.2% | 57.8% | 36.2% | 29.9% |
| 净利润增长率         | 31.5% | 55.6% | 35.0% | 28.2% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 66.6% | 64.5% | 63.8% | 63.2% |
| 净利率            | 9.8%  | 12.4% | 13.5% | 13.9% |
| ROE            | 5.7%  | 8.3%  | 10.1% | 11.4% |

|                |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率          | 8.6%  | 32.8% | 32.0% | 33.1% |
| 流动比率           | 10.91 | 1.96  | 1.93  | 2.34  |
| 速动比率           | 8.40  | 1.63  | 1.51  | 1.87  |
| <b>营运能力(次)</b> |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.56  | 0.54  | 0.53  | 0.56  |
| 应收帐款周转率        | 12.82 | 11.55 | 10.46 | 10.34 |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.43  | 0.67  | 0.91  | 1.17  |
| 每股经营现金         | 0.10  | 0.39  | 0.56  | 0.89  |
| 每股净资产          | 7.55  | 8.13  | 9.04  | 10.20 |
| <b>估值比率(倍)</b> |       |       |       |       |
| PE             | 74.53 | 47.89 | 35.47 | 27.66 |
| PB             | 4.28  | 3.97  | 3.57  | 3.16  |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

| 机构销售经理联系方式                                                       |               |                          |              |                    |                           |
|------------------------------------------------------------------|---------------|--------------------------|--------------|--------------------|---------------------------|
| 机构销售负责人                                                          |               | 邓亚萍                      | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn |                           |
| 上海地区销售经理                                                         |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名                                                               | 办公电话          | 邮 箱                      | 姓名           | 办公电话               | 邮 箱                       |
| 罗龙飞                                                              | 021-38565795  | luolf@xyzq.com.cn        | 盛英君          | 021-38565938       | shengyj@xyzq.com.cn       |
| 杨 忱                                                              | 021-38565915  | yangchen@xyzq.com.cn     | 王 政          | 021-38565966       | wangz@xyzq.com.cn         |
| 冯 诚                                                              | 021-38565411  | fengcheng@xyzq.com.cn    | 王 溪          | 021-20370618       | wangxi@xyzq.com.cn        |
| 顾 超                                                              | 021-20370627  | guchao@xyzq.com.cn       | 李远帆          | 021-20370716       | liyuanfan@xyzq.com.cn     |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |              |                    |                           |
| 北京地区销售经理                                                         |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名                                                               | 办公电话          | 邮 箱                      | 姓名           | 办公电话               | 邮 箱                       |
| 朱圣诞                                                              | 010-66290197  | zhusd@xyzq.com.cn        | 李 丹          | 010-66290223       | lidan@xyzq.com.cn         |
| 肖 霞                                                              | 010-66290195  | xiaoxia@xyzq.com.cn      | 郑小平          | 010-66290223       | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 刘晓浏                                                              | 010-66290220  | liuxiaoliu@xyzq.com.cn   | 吴 磊          | 010-66290190       | wulei@xyzq.com.cn         |
| 何嘉                                                               | 010-66290195  | hejia@xyzq.com.cn        |              |                    |                           |
| 地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200       |               |                          |              |                    |                           |
| 深圳地区销售经理                                                         |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名                                                               | 办公电话          | 邮 箱                      | 姓名           | 办公电话               | 邮 箱                       |
| 朱元贱                                                              | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn        | 李 昇          | 0755-82790526      | lisheng@xyzq.com.cn       |
| 杨 剑                                                              | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn     | 邵景丽          | 0755-23836027      | shaojingli@xyzq.com.cn    |
| 王维宇                                                              | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn    |              |                    |                           |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017            |               |                          |              |                    |                           |
| 海外销售经理                                                           |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名                                                               | 办公电话          | 邮 箱                      | 姓名           | 办公电话               | 邮 箱                       |
| 刘易容                                                              | 021-38565452  | liuyirong@xyzq.com.cn    | 徐 皓          | 021-38565450       | xuhao@xyzq.com.cn         |
| 张珍岚                                                              | 021-20370633  | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云          | 021-38565439       | chanchiwan@xyzq.com.cn    |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |              |                    |                           |
| 私募销售经理                                                           |               |                          |              |                    |                           |
| 姓名                                                               | 办公电话          | 邮 箱                      | 姓名           | 办公电话               | 邮 箱                       |
| 徐 瑞                                                              | 021-38565811  | xur@xyzq.com.cn          | 杨雪婷          | 021-38565470       | yangxueting@xyzq.com.cn   |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 |               |                          |              |                    |                           |

**【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.xyq.com.cn](http://www.xyq.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。

**【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。

**【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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。