

## 20Q1~3 业绩符合预期，长期增长动力强劲

——华海药业（600521.SH）2020年三季度报点评

### 要点

**事件：**公司发布2020年三季度报：20Q1~3，实现营业收入48.70亿元（+21.41% YOY），归母净利润8.41亿元（+64.23% YOY），扣非归母净利润7.81亿元（+109.55% YOY），业绩符合预期。

**Q3单季业绩继续保持快速增长：**20Q1/Q2/Q3单季分别实现营业收入15.71/17.35/15.65亿元，分别同比增长31%/19%/15%；归母净利润2.21/3.58/2.62亿元，分别同比增长63%/80%/48%。公司业绩保持高速增长主要原因：1）公司制剂产品随着集采的推进，市场覆盖率快速提升带动国内制剂销售的大幅增长；2）沙坦类产品CEP证书恢复，带动公司原料药业务大幅增加；3）销售增长带来的规模效应，进一步摊薄了生产成本；4）集采带来的销售费用节省。

**制剂业绩将继续保持快速增长：1）国内制剂：**公司计划未来三年内，每年申报15-20个品种，其中内部申报8-10个，海外转报8-10个。公司基于原料药优势在三轮集采中表现非常亮眼，我们预计未来随着新产品的获批和放量，公司的国内制剂销售将继续保持快速增长。**2）美国制剂：**公司已经拥有60多个美国ANDA文号，17个产品在美国市占率居前。公司预计未来随着FDA禁令解除，现有品种的收入有望翻倍。

**生物药和创新药推进顺利：**2020年7月，华博生物向国家药监局提交HB002.1M新增3个适应症的临床试验申请，并于9月核准通过，目前HB002.1M共有4个适应症，分别为湿性年龄相关性黄斑变性、视网膜分支静脉阻塞继发黄斑水肿、视网膜中央静脉阻塞继发黄斑水肿和糖尿病黄斑水肿，公司已合计投入研发费用约人民币8,760万元。2020年9月，公司的HOT-1030注射液被核准同意进行临床试验，该产品公司累计投入研发费用约3487万元。

### 盈利预测、估值与评级：

考虑到公司集采品种快速放量、沙坦类原料药恢复 CEP 证书带来的成品药和原料药业务快速增长，以及品种纳入集采带来的销售费用节省，我们维持公司20-22年EPS 0.80/1.09/1.39元，分别同比增长87%/35%/28%，现价对应20-22年PE 42/31/24，维持“买入”评级。

### 风险提示：

集采降价幅度超出预期，后续集采中标情况不及预期，原料药恢复情况不及预期，竞争加剧带来的原料药价格大幅下降。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,095	5,388	6,705	8,129	9,514
营业收入增长率	1.85%	5.76%	24.45%	21.23%	17.03%
净利润（百万元）	108	570	1,171	1,584	2,021
净利润增长率	-83.18%	429.78%	105.52%	35.29%	27.59%
EPS（元）	0.09	0.43	0.80	1.09	1.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.64%	10.15%	17.97%	20.75%	22.41%
P/E	391	78	42	31	24
P/B	10.3	7.9	7.5	6.4	5.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-19

### 买入（维持）

当前价：33.60元

### 作者

**分析师：林小伟**

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

**分析师：宋硕**

执业证书编号：S0930518060001

021-52523872

songshuo@ebsecn.com

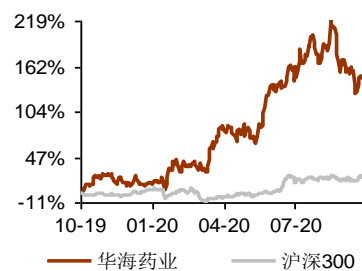
**联系人：刘锡源**

liuxiyuan@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	14.55
总市值(亿元)：	488.75
一年最低/最高(元)：	14.23/45.70
近3月换手率：	71.57%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.61	-4.66	92.13
绝对	-6.25	-3.06	114.67

资料来源：Wind

### 相关研报

20H1 业绩符合预期，国内制剂及原料药销售大增——华海药业（600521.SH）2020年中报点评（2020-09-01）

20H1 业绩超预期，经营情况继续向好——华海药业（600521.SH）2020年中期预告点评（2020-07-20）

## 1、附录

表 1：生物药和创新药研发进展（截至 2020 年 9 月）

研发项目	适应症	研发（注册）所处阶段	进展情况	累计研发投入（万元）
HB002.1M	湿性年龄相关性黄斑变性、视网膜分支静脉阻塞继发黄斑水肿、视网膜中央静脉阻塞继发黄斑水肿和糖尿病黄斑水肿	II 期临床	临床研究	8,760
HB002.1T	用于治疗晚期实体瘤	b/IIa 期临床	临床研究	5,357.49
HB0017	用于治疗中重度斑块状银屑病、银屑病关节炎、强直性脊柱炎	临床 I 期	准备临床 I 期研究	5,068.62
HB0025	用于治疗晚期实体瘤及非霍奇金淋巴瘤	临床前研究	临床前研究	1,305.38
HOT3010	用于治疗中重度斑块状银屑病、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎	I 期临床研究	准备开展 III 期临床研究	9,998.21
HOT1030	用于治疗晚期实体瘤及非霍奇金淋巴瘤	临床前研究	临床前研究	3487
HHT-101	用于治疗抑郁症	临床 II 期	完成临床 II 期研究	4,316.41
HHT-201	用于老年痴呆	临床 I 期	正在进行临床 IA 期研究	4,919.63
HHT-109	用于类风湿性关节炎	临床前	候选化合物研究，	1,168.81

资料来源：华海药业公告，光大证券研究所；注：除了 HB002.1M 和 HOT1030 外，其他品种的累计研发投入截至 2020 年 6 月。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,095	5,388	6,705	8,129	9,514
营业成本	2,050	2,126	2,598	3,086	3,572
折旧和摊销	345	411	479	520	575
税金及附加	59	58	77	91	106
销售费用	1,294	961	1,128	1,270	1,373
管理费用	840	896	947	1,148	1,296
研发费用	397	467	608	770	939
财务费用	174	180	40	10	8
投资收益	-16	-18	0	0	0
营业利润	475	824	1,561	2,091	2,606
利润总额	157	761	1,430	1,920	2,484
所得税	22	154	259	337	463
净利润	135	607	1,171	1,584	2,021
少数股东损益	27	37	0	0	0
归属母公司净利润	108	570	1,171	1,584	2,021
EPS(按最新股本计)	0.09	0.43	0.80	1.09	1.39

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	68	1,754	1,086	1,186	1,928
净利润	108	570	1,171	1,584	2,021
折旧摊销	345	411	479	520	575
净营运资金增加	71	404	749	1,201	957
其他	-456	370	-1,314	-2,119	-1,625
投资活动产生现金流	-1,257	-791	-304	-1,275	-1,223
净资本支出	-1,121	-790	-179	-979	-954
长期投资变化	368	346	-200	-200	-200
其他资产变化	-504	-347	75	-96	-69
融资活动现金流	1,355	-400	48	-188	-531
股本变化	208	72	132	0	0
债务净变化	1,741	-245	286	219	40
无息负债变化	1,208	-965	651	369	138
净现金流	220	591	830	-277	173

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	59.8%	60.5%	61.3%	62.0%	62.5%
EBITDA 率	19.9%	29.7%	30.7%	33.1%	33.7%
EBIT 率	13.1%	22.0%	23.5%	26.7%	27.6%
税前净利润率	3.1%	14.1%	21.3%	23.6%	26.1%
归母净利润率	2.1%	10.6%	17.5%	19.5%	21.2%
ROA	1.3%	5.7%	9.3%	11.1%	12.8%
ROE (摊薄)	2.6%	10.2%	18.0%	20.8%	22.4%
经营性 ROIC	7.5%	11.4%	14.8%	17.2%	18.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	59%	46%	47%	45%	42%
流动比率	1.09	1.57	3.03	2.92	3.23
速动比率	0.64	0.91	2.00	1.79	1.95
归母权益/有息债务	1.15	1.70	1.81	2.00	2.34
有形资产/有息债务	2.61	2.90	3.19	3.43	3.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,367	10,729	12,573	14,276	15,842
货币资金	911	1,504	2,334	2,057	2,230
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,894	1,289	2,081	2,496	2,716
应收票据	42	0	42	39	35
其他应收款 (合计)	43	21	31	45	44
存货	2,185	2,217	2,469	3,182	3,637
其他流动资产	79	189	255	326	396
流动资产合计	5,212	5,267	7,288	8,226	9,149
其他权益工具	0	8	8	8	8
长期股权投资	368	346	546	746	946
固定资产	2,712	2,873	2,715	2,747	2,793
在建工程	812	930	802	1,074	1,278
无形资产	618	648	684	720	755
商誉	71	71	71	71	71
其他非流动资产	26	10	76	147	216
非流动资产合计	5,155	5,463	5,285	6,050	6,693
总负债	6,161	4,951	5,888	6,476	6,654
短期借款	2,419	1,417	0	0	0
应付账款	428	377	488	590	662
应付票据	234	201	326	344	394
预收账款	51	107	107	112	144
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	4,766	3,357	2,404	2,821	2,830
长期借款	900	1,179	1,279	1,379	1,479
应付债券	0	0	1,843	1,843	1,843
其他非流动负债	266	296	362	433	502
非流动负债合计	1,394	1,594	3,484	3,655	3,824
股东权益	4,207	5,779	6,685	7,800	9,188
股本	1,251	1,322	1,455	1,455	1,455
公积金	712	1,680	1,665	1,757	1,757
未分配利润	2,092	2,591	3,380	4,403	5,791
归属母公司权益	4,070	5,610	6,516	7,631	9,018
少数股东权益	137	169	169	169	169

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	25.41%	17.83%	16.83%	15.63%	14.43%
管理费用率	16.48%	16.62%	14.12%	14.12%	13.62%
财务费用率	3.41%	3.35%	0.59%	0.12%	0.08%
研发费用率	7.79%	8.67%	9.07%	9.47%	9.87%
所得税率	14%	20%	18%	18%	19%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.20	0.32	0.44	0.56
每股经营现金流	0.05	1.33	0.75	0.82	1.33
每股净资产	3.25	4.24	4.48	5.25	6.20
每股销售收入	4.07	4.07	4.61	5.59	6.54

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	391	78	42	31	24
PB	10.3	7.9	7.5	6.4	5.4
EV/EBITDA	44.9	29.6	24.9	19.3	16.2
股息率	0.0%	0.6%	1.0%	1.3%	1.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼