

浙江医药 (600216)

证券研究报告

2020 年 10 月 23 日

前三季度业绩高速增长，创新药 ADC 注册临床稳步推进

前三季度归母净利润同比上升 72.30%，公司业绩高速增长

公司发布三季报，前三季度营收 54.30 亿元，同比增长 2.07%，实现归母净利润 6.21 亿元，同比增长 72.30%，扣非后归母净利润 5.55 亿元，同比增长 92.27%。其中第三季度营收 19.01 亿元，同比增长 9.65%，实现归母净利润 1.93 亿元，同比增长 143.95%。预计公司业绩大幅增加主要来源于维生素 E、维生素 A 市场价格上涨。

前三季度毛利率为 42.09%，同比增加 1.82pp，净利率为 10.88%，同比增加 4.41pp。期间费用方面，前三季度销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 9.02 亿、2.49 亿、3.95 亿、3384.65 万，占总收入的比例为 16.62%、4.58%、7.28%、0.62%，较去年同期-6.21pp、-0.39pp、2.85pp、0.78pp。

现金流量净额同比增长 119.72%，公司营运效率稳健提升

前三季度经营活动产生的现金流量净额为 7.45 亿元，同比增长 119.72%。经营性现金流净额/营业收入为 13.72%，同比增加 7.35%。前三季度应收账款周转率为 3.80 次，同比下降 1.26%，存货周转率为 2.17 次，同比下降 12.84%。资产负债率为 26.88%，同比增加 4.77pp。ROE 为 7.60%，同比增加 2.94pp，归母净利润占营收比例同比增加 4.66pp，资产周转率同比下降 2.25pp，权益乘数同比增加 8.37pp。

维生素 A/E 市场价格上升推动业绩增长，全年累计净利润有望大幅提升

由于原料药和出口制剂国际认证周期长，子公司昌海制药和创新生物上半年出现亏损，现在已经取得良好进展。创新生物出口制剂已重新提交美国 FDA 现场审计申请；昌海制药今年销售额预计有望实现较大增长。此外，由于 2020 年 3 月开始，公司主导产品维生素 E、维生素 A 价格有较大上涨，预计 2020 全年累计净利润与上年同期相比将有大幅度增长。

研发工作多点布局，ARX788 临床 II/III 期完成首例入组

公司各研发项目持续推进。上半年公司共有在研新药新产品项目 42 项，处于临床研究或 BE 阶段 5 项，申报生产 9 项。公司产品诺氟沙星片 0.1g、米格列醇片 50mg 通过仿制药质量与疗效一致性评价。公司申请发明专利 11 项，授权发明专利 3 项。公司与美国 Ambrx 合作引进的用于治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌和胃癌的 Her2-ADC 创新药 ARX788，一期临床数据显示出良好的安全性和疗效，1.5mg/kg Q3W 组的总缓解率达 63%，目前 ARX788 正在开展治疗 HER2 阳性局部晚期或转移性乳腺癌的随机、开放、阳性对照的 II/III 期临床试验，8 月已完成首例入组，目标入组 440 人。

维生素与原料-制剂一体化双轮驱动，ADC 创新药未来可期

公司现有业务生命营养品受益于维生素价格上涨，原料药-制剂形成垂直一体化发展。同时，公司重磅创新药 Her2 ADC 临床数据靓丽，II/III 期临床试验首例患者已入组，创新管线未来可期。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 12.14 亿元、16.49 亿元、19.73 亿元，同比增长 254.26%、35.78%、19.67%，对应 PE 分别为 12、9、7 倍，维持买入评级。

风险提示：新药研发风险；药审进度慢于预期；产品销售低于预期；维生素价格回落风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,858.74	7,043.93	8,624.30	10,275.16	11,792.27
增长率(%)	20.49	2.70	22.44	19.14	14.76
EBITDA(百万元)	1,210.78	1,313.65	1,701.44	2,200.28	2,585.60
净利润(百万元)	364.55	342.77	1,214.31	1,648.74	1,972.99
增长率(%)	44.01	(5.97)	254.26	35.78	19.67
EPS(元/股)	0.38	0.36	1.26	1.71	2.04
市盈率(P/E)	39.61	42.12	11.89	8.76	7.32
市净率(P/B)	1.89	1.84	1.66	1.48	1.31
市销率(P/S)	2.11	2.05	1.67	1.41	1.22
EV/EBITDA	6.07	9.04	7.42	5.54	4.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	965.13
流通 A 股股本(百万股)	965.12
A 股总市值(百万元)	14,438.31
流通 A 股市值(百万元)	14,438.25
每股净资产(元)	7.79
资产负债率(%)	26.88
一年内最高/最低(元)	22.31/10.43

作者

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

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

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《浙江医药-半年报点评:上半年业绩靓丽，创新药 ADC 步入》 2020-08-27
- 2 《浙江医药-首次覆盖报告:维生素与原料-制剂一体化双轮驱动，创新药 ADC 即将步入 II/III 期》 2020-07-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,492.03	1,277.83	2,156.07	2,568.79	3,081.64
应收票据及应收账款	1,539.94	1,605.62	2,243.83	2,343.57	2,920.53
预付账款	32.91	48.03	26.47	62.58	34.31
存货	1,192.00	1,434.83	1,068.02	1,870.12	1,354.71
其他	476.84	672.77	670.36	651.25	758.81
流动资产合计	4,733.72	5,039.08	6,164.75	7,496.30	8,149.99
长期股权投资	11.63	13.27	13.27	13.27	13.27
固定资产	4,032.98	3,992.33	3,990.89	3,929.22	3,818.42
在建工程	401.79	466.84	316.11	237.66	172.60
无形资产	407.73	406.89	394.62	382.34	370.07
其他	460.07	443.93	336.56	387.49	359.27
非流动资产合计	5,314.20	5,323.28	5,051.45	4,949.99	4,733.64
资产总计	10,047.92	10,362.36	11,216.20	12,446.29	12,883.63
短期借款	375.00	649.98	536.52	905.62	20.00
应付票据及应付账款	827.71	781.65	978.88	949.78	1,241.47
其他	684.70	618.94	681.25	763.60	793.03
流动负债合计	1,887.41	2,050.58	2,196.66	2,618.99	2,054.49
长期借款	11.77	0.00	10.00	10.00	10.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.63	59.58	62.11	60.84	61.47
非流动负债合计	76.40	59.58	72.11	70.84	71.47
负债合计	1,963.82	2,110.16	2,268.77	2,689.84	2,125.97
少数股东权益	437.31	391.39	238.45	12.16	(247.55)
股本	965.26	965.13	965.13	965.13	965.13
资本公积	1,349.36	1,342.80	1,342.80	1,342.80	1,342.80
留存收益	6,639.03	6,954.27	7,743.86	8,779.17	10,040.09
其他	(1,306.86)	(1,401.38)	(1,342.80)	(1,342.80)	(1,342.80)
股东权益合计	8,084.10	8,252.20	8,947.43	9,756.46	10,757.66
负债和股东权益总计	10,047.92	10,362.36	11,216.20	12,446.29	12,883.63

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	327.21	291.95	1,214.31	1,648.74	1,972.99
折旧摊销	429.41	488.69	224.46	232.38	238.14
财务费用	18.51	5.76	16.72	18.43	2.13
投资损失	(14.64)	(34.50)	(24.57)	(29.53)	(27.05)
营运资金变动	(323.72)	(446.65)	(92.12)	(810.72)	155.59
其它	143.14	142.00	(312.91)	(146.30)	(299.71)
经营活动现金流	579.91	447.25	1,025.88	913.00	2,042.09
资本支出	480.50	512.94	57.47	81.26	49.37
长期投资	1.93	1.64	0.00	0.00	0.00
其他	(947.24)	(1,132.77)	227.04	(291.70)	7.67
投资活动现金流	(464.80)	(618.19)	284.52	(210.44)	57.04
债权融资	495.09	649.98	600.69	942.70	70.62
股权融资	61.42	(104.39)	41.89	(18.40)	(2.10)
其他	(598.97)	(608.20)	(1,074.73)	(1,214.15)	(1,654.80)
筹资活动现金流	(42.46)	(62.60)	(432.15)	(289.85)	(1,586.28)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	72.64	(233.55)	878.24	412.71	512.85

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,858.74	7,043.93	8,624.30	10,275.16	11,792.27
营业成本	3,982.61	4,173.13	4,269.30	4,833.62	5,401.27
营业税金及附加	69.69	69.95	86.63	102.63	118.12
营业费用	1,527.67	1,586.78	1,931.84	2,322.19	2,665.05
管理费用	370.48	389.42	474.34	585.68	660.37
研发费用	321.56	450.42	129.36	462.38	471.69
财务费用	8.80	(3.36)	16.72	18.43	2.13
资产减值损失	140.74	100.13	120.44	110.29	115.36
公允价值变动收益	(0.31)	66.90	(159.97)	79.99	(39.99)
投资净收益	14.64	34.50	24.57	29.53	27.05
其他	(46.25)	(232.99)	270.81	(219.04)	25.89
营业利润	469.13	409.03	1,460.26	1,949.46	2,345.33
营业外收入	2.17	1.24	1.70	1.47	1.59
营业外支出	27.91	12.78	20.35	16.56	18.45
利润总额	443.38	397.50	1,441.62	1,934.37	2,328.47
所得税	116.17	105.54	380.25	511.92	615.19
净利润	327.21	291.95	1,061.37	1,422.45	1,713.27
少数股东损益	(37.34)	(50.82)	(152.94)	(226.29)	(259.71)
归属于母公司净利润	364.55	342.77	1,214.31	1,648.74	1,972.99
每股收益（元）	0.38	0.36	1.26	1.71	2.04

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.49%	2.70%	22.44%	19.14%	14.76%
营业利润	40.86%	-12.81%	257.00%	33.50%	20.31%
归属于母公司净利润	44.01%	-5.97%	254.26%	35.78%	19.67%
获利能力					
毛利率	41.93%	40.76%	50.50%	52.96%	54.20%
净利率	5.32%	4.87%	14.08%	16.05%	16.73%
ROE	4.77%	4.36%	13.94%	16.92%	17.93%
ROIC	5.59%	4.50%	15.87%	21.01%	23.05%
偿债能力					
资产负债率	19.54%	20.36%	20.23%	21.61%	16.50%
净负债率	-12.33%	-7.61%	-17.38%	-16.67%	-27.99%
流动比率	2.51	2.46	2.81	2.86	3.97
速动比率	1.88	1.76	2.32	2.15	3.31
营运能力					
应收账款周转率	4.48	4.48	4.48	4.48	4.48
存货周转率	6.34	5.36	6.89	6.99	7.31
总资产周转率	0.69	0.69	0.80	0.87	0.93
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.36	1.26	1.71	2.04
每股经营现金流	0.60	0.46	1.06	0.95	2.12
每股净资产	7.92	8.14	9.02	10.10	11.40
估值比率					
市盈率	39.61	42.12	11.89	8.76	7.32
市净率	1.89	1.84	1.66	1.48	1.31
EV/EBITDA	6.07	9.04	7.42	5.54	4.10
EV/EBIT	9.41	14.38	8.54	6.19	4.52

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