

业绩恢复性增长，布局生物药和新药打开成长空间

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年实现营业收入53.9亿元,同比增长5.8%;实现归母净利润5.7亿元,同比增长429.8%;扣非后归母净利润为4.5亿元,同比增长292.8%。2020年Q1,公司实现营业收入15.7亿元,同比增长31%;实现归母净利润2.2亿元,同比增长62.7%;扣非后归母净利润为2亿元,同比增长94.4%。
- **原料药业务稳健增长,欧盟解禁带动沙坦类出口回升。** 公司2019年原料药及中间体销售实现收入24.8亿元,同比增长23.4%,主要是原料药销售价格上升所致。截止2019年底,公司的厄贝沙坦原料药、氯沙坦钾原料药和缬沙坦原料药全部恢复欧洲适应性证书。2017、2018年公司相关原料药在欧洲销售额分别为3.71亿和2.8亿元,分别占当年营收的7.4%和5.5%。由于近几年全球沙坦类原料药需求增加,预计欧盟解禁将带动公司原料药业务进一步增长。
- **带量采购合同陆续执行,销售费用大幅减少。** 受到FDA禁令和国内集采降价影响,公司2019制剂业务实现营收25.8亿,同比下降10.4%。由于集采的推进,公司的销售费用大幅减少,提升了国内制剂板块的盈利水平。2019年,公司销售费用为9.6亿元,同比减少25.8%,带动公司业绩大幅回升。未来随着扩围后联盟地区集采合同陆续执行,公司中标产品市场覆盖率有望进一步提升,带动公司业绩增长。
- **开拓生物药和创新药领域,打开中长期增长空间。** 2019年,公司研发费用为4.7亿元,同比增长17.8%。生物药方面2个生物类似药I期临床试验完成数据锁库,HB0017注射液已获得美国FDA的临床试验批准;同时,公司与上海君实生物达成HOT-1010项目的合作开发协议。新药方面2类改良型新药HHT201已成功开展I期临床研究。在化学仿制药竞争日益激烈的行业背景下,生物药和新药竞争格局显著优化,未来有望成为公司新的盈利增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.52元、0.63元、0.75元,未来三年归母净利润CAGR为20%。考虑到在欧盟沙坦类原料药解禁情况下,原料药业务将继续稳健增长;同时带量采购政策推进将提升国内制剂盈利水平,生物药和新药研发打开中长期增长空间,维持“持有”评级。
- **风险提示:** 欧盟出口恢复不及预期;后续带量采购中标不及预期或降价超预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5388.09	6294.95	7283.45	8595.15
增长率	5.76%	16.83%	15.70%	18.01%
归属母公司净利润(亿元)	569.60	692.19	831.88	987.44
增长率	429.78%	21.52%	20.18%	18.70%
每股收益EPS(元)	0.43	0.52	0.63	0.75
净资产收益率ROE	10.50%	9.94%	10.86%	11.63%
PE	62	51	43	36
PB	6.33	4.96	4.52	4.10

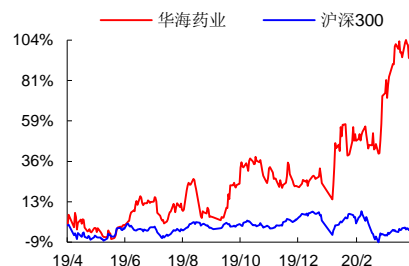
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.22
流通A股(亿股)	12.51
52周内股价区间(元)	13.05-28.88
总市值(亿元)	355.19
总资产(亿元)	105.65
每股净资产(元)	4.41

相关研究

1. 华海药业(600521): 缬沙坦事件影响逐步消除, 布局生物药打开成长空间 (2020-04-12)

目 录

1 华海药业：积极向制剂拓展的特色原料药龙头.....	1
2 缬沙坦事件影响逐步消除，沙坦类原料药上演王者归来	2
3 带量采购提升制剂盈利水平，生物药和新药研发打开中长期成长空间	6
4 他山之石：如瑞迪博士的原料药制剂一体化之路.....	7
5 盈利预测与估值.....	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构情况.....	1
图 3: 2010-2019 年公司营业总收入情况.....	2
图 4: 2010-2019 年公司归母净利润情况.....	2
图 5: 2010-2019 年公司主营业务占比.....	2
图 6: 2019 年公司营收占比（分地区）.....	2
图 7: 2017-2018 年公司三大原料药品种在欧洲销售额（亿元）.....	3
图 8: 2009-2019 三大沙坦全球销售额（单位：亿美元）.....	4
图 9: 2009-2019 三大沙坦类原料药全球消耗量（单位：吨）.....	4
图 10: 2013-2019 年公司沙坦类原料药营收（单位：亿元）.....	4
图 11: 2018 年我国沙坦类原料药和中间体出口占比.....	4
图 12: 2018 年 Q1 沙坦类原料药出口价格（单位：美元/kg）.....	5
图 13: 2016-2018 年沙坦类原料药及中间体毛利率对比.....	5
图 14: 2011-2019 年公司海外地区营业收入情况.....	5
图 15: 2018 年世界前十大仿制药企业营收（单位：亿美元）.....	7
图 16: 2010-2019 年如瑞迪博士营收和归母净利润.....	7
图 17: 如瑞迪博士发展历程.....	8
图 18: 2001-2019 如瑞迪博士主营业务占比变化.....	8
图 19: 2011-2020Q1 如瑞迪博士市值变化情况.....	8

表 目 录

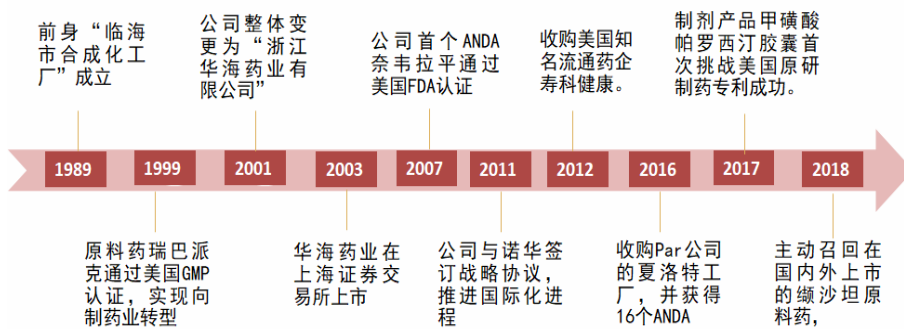
表 1: 抗高血压药物分类概述.....	3
表 2: 华海药业历次带量采购中标情况.....	6
表 3: 华海药业生物药和新药研发情况.....	7
表 4: 分业务收入及毛利率.....	9
表 5: 可比公司估值情况.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 华海药业：积极向制剂拓展的特色原料药龙头

华海药业是中国特色原料药的龙头企业，也是制剂国际化领域走在前列的国内药企之一。公司主营业务为多剂型的制剂、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售，是全球最大的普利类、沙坦类药物供应商，并在国际 GMP 认证、制剂以及原料药的海外注册、国际合作等领域处于国内同行业领先地位。

多年来，公司持续加快产业转型升级步伐，持续推进制剂全球化战略，完善和优化制剂和原料药两大产业链，深化国际国内两大销售体系，提升研发创新能力，加速生物药和新药领域的发展。制剂方面，公司形成了以心脑血管类、神经系统类、抗病毒类为主导的产品系列；原料药方面，公司主要产品包括抗高血压类、精神类及抗艾滋病类等特色原料药，特别是心血管药物领域，公司拥有核心技术。

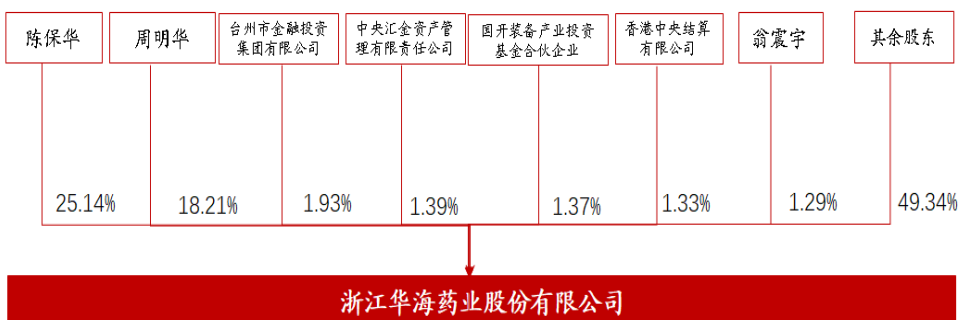
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

根据 2019 年年报，陈宝华为公司第一大股东，持股比例 25.14%，是公司的实际控制人。

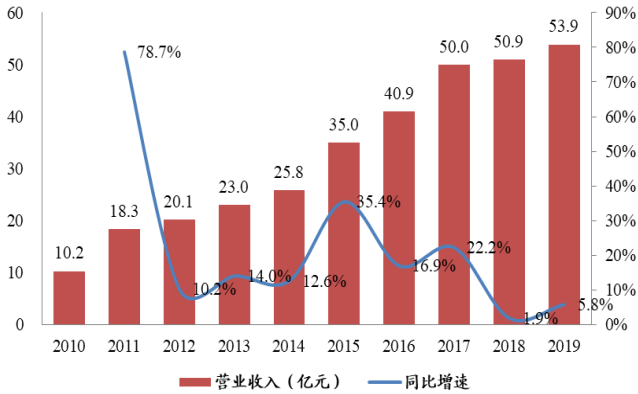
图 2：公司股权结构情况



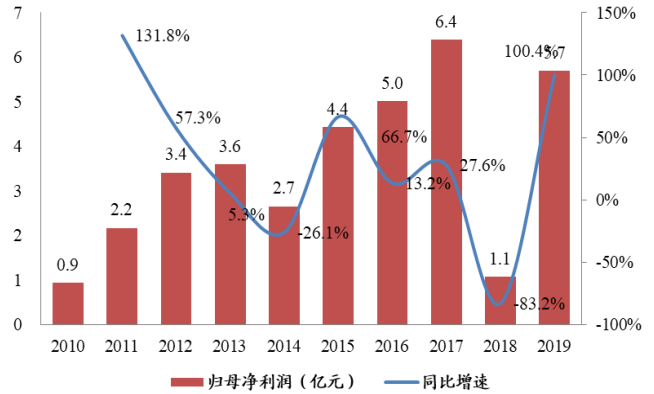
数据来源：公司 2019 年年报，西南证券整理

营收增速放缓，净利润恢复高增长。2010 年以来，公司营业收入一直保持稳步增长。受 2018 年缙沙坦杂质事件影响，公司当年增速下滑到个位数，净利润大幅减少。2019 年公司营收增速略有回升，净利润大幅上升，主要是 2018 年公司计提了部分缙沙坦杂质事件可能对公司造成的损失以及 2019 年部分产品售价提升、技术服务收入增加、集采中标等因素

影响。2019 年，公司营业收入为 53.9 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润为 5.7 亿元，同比增长 100.4%。

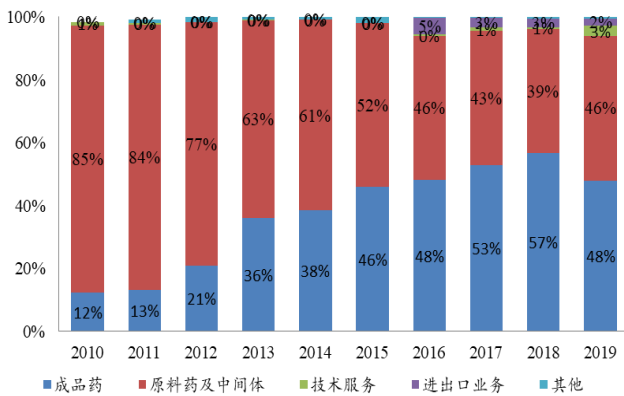
图 3：2010-2019 年公司营业总收入情况


数据来源：wind，西南证券整理

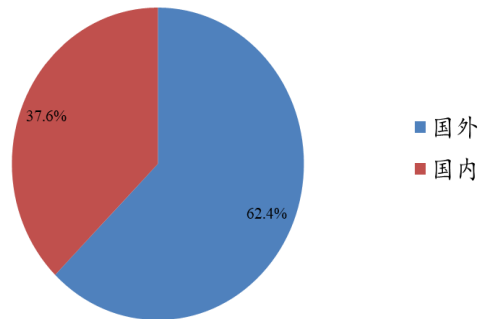
图 4：2010-2019 年公司归母净利润情况


数据来源：wind，西南证券整理

成品药业务占比不断提升。从业务收入结构占比来看，原料药及中间体与成品药是公司的两大核心业务，2019 两者合计占比达到 94%。其中公司成品药业务占比 48%，是公司第一大业务。分地区来看，海外仍是公司的主要营收来源，2019 海外营收占比为 62.4%。

图 5：2010-2019 年公司主营业务占比


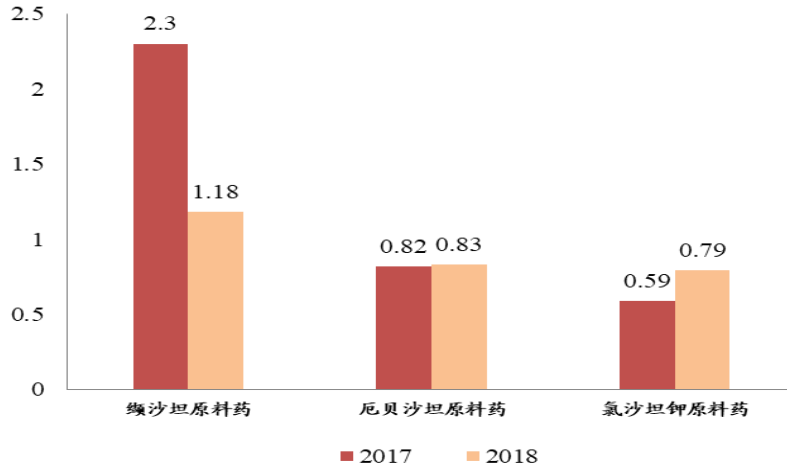
数据来源：wind，西南证券整理

图 6：2019 年公司营收占比（分地区）


数据来源：wind，西南证券整理

2 缬沙坦事件影响逐步消除，沙坦类原料药上演王者归来

公司欧盟相关出口禁令解除，缬沙坦一致性评价补充申请获批，缬沙坦事件影响逐步减弱。2018 年，公司受缬沙坦杂质事件影响，净利润大幅下滑，同时欧盟和美国针对相关产品发布了出口禁令。事件发生后，公司积极配合各国监管部门检查并进行整改，并对缬沙坦原料药的生产工艺进行了优化，解决了杂质问题。2019 年底，公司的厄贝沙坦原料药、氯沙坦钾原料药和缬沙坦原料药全部恢复欧洲适应性证书，重新拿到了欧盟出口资格。2020 年 3 月 26 日，公司缬沙坦一致性评价补充申请获批，标志着其制剂和原料药将能在国内重新上市销售。虽然目前美国出口仍未解禁，但是缬沙坦事件对公司的影响已逐步减弱。

图 7：2017-2018 年公司三大原料药品种在欧洲销售额（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

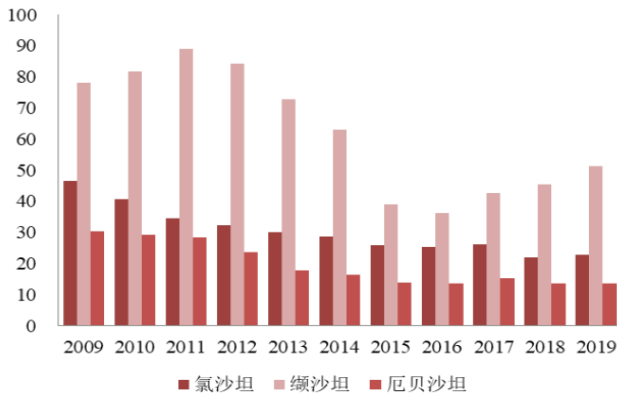
沙坦类制剂规模不断增长，公司原料药成本和价格优势明显。随着人类预期寿命的不断延长，高血压等慢性病日益成为威胁人类健康的主要杀手。根据 2015 年国务院发布的《2012 年国民营养与慢性病状况调查报告》显示，仅在中国，高血压患者人数就高达 2.7 亿。庞大的患病人群伴随着广阔的药物市场规模，抗高血压药物也不断推陈出新。目前，抗高血压药物根据降压机理的不同共分为五类，其中沙坦类属于血管紧张素 II 受体拮抗剂，以缬沙坦、氯沙坦和厄贝沙坦等为代表药物。

表 1：抗高血压药物分类概述

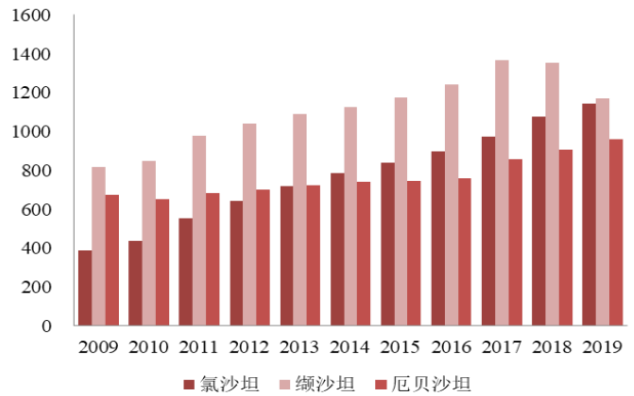
药物分类	特性	不良反应	代表药物
利尿药	常单独用于抗轻度高血压，也与其他药物合用治疗中、重度高血压，尤适于伴心衰、浮肿患者。作为基础降压药用于各型高血压，常与其他降压药合用，以增强疗效和减少不良反应。	长期使用利尿药易致糖耐量降低、血糖升高、高尿酸血症等代谢紊乱及血液中胆固醇与甘油三酯升高、高密度脂蛋白降低与性欲减退等并发症。	氢氯噻嗪、呋塞米。
钙拮抗药	适用于各型高血压，尤适于高血压伴有糖尿病、哮喘、高脂血症、肾功能不全或心绞痛患者。	心动过速、头痛、颜面潮红、胫前、踝部水肿、心动过速或传导阻滞、便秘。	硝苯地平、氨氯地平、非洛地平、拉西地平、尼群地平。
β 受体阻断药	广泛用于轻、中度高血压患者，尤适于年轻的高血压病人及治疗劳力型心绞痛，临床用于轻、中度高血压，对心输出量偏高或血浆肾素水平偏高的高血压疗效较好。	支气管收缩、心脏过度抑制和反跳现象。	普萘洛尔、美托洛尔、比索洛尔、拉贝洛尔(α 、 β 受体阻滞剂)和卡维地洛。
血管紧张素转化酶抑制剂	对原发性、肾性高血压症有很好疗效，能改善糖及脂质代谢、防治心功能不全、逆转心室肥大，常用于伴冠心病、心室肥大、心衰、糖尿病、高脂血症的高血压患者。	干咳、血管神经性水肿、肾功能损伤等	卡托普利、依那普利、培哚普利、贝那普利、福辛普利、雷米普利等。
血管紧张素 II 受体拮抗剂	适用于原发性、肾性高血压，能防治心功能不全、逆转心室肥大，也是糖尿病合并高血压患者的首选药物。	不推荐与血管紧张素转化酶抑制剂联用，可能增加患者肾功能受损的风险。	缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦、替米沙坦、奥美沙坦、坎地沙坦等。

数据来源：西南证券整理

在所有抗高血压药物中，沙坦类药物因降压作用持续时间长、副作用小等因素，愈加受到医生和患者青睐，用药规模持续增加。由于专利到期，氯沙坦、缬沙坦和厄贝沙坦全球销售额有较大回落。但是低价的仿制药迎合了更多的市场需求，也为上游的原料药企业提供了广阔的市场机会。从原料药消耗量来看，除了缬沙坦因为 2018 年杂质事件导致行业整顿，市场供应量略有下滑，氯沙坦和厄贝沙坦的全球原料药消耗量稳步增加。

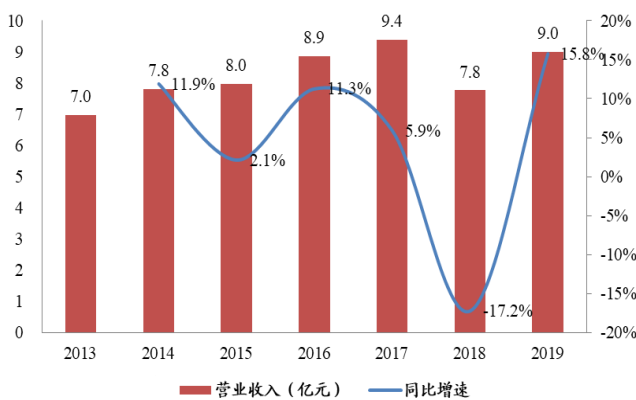
图 8：2009-2019 三大沙坦全球销售额（单位：亿美元）


数据来源：PDB，西南证券整理

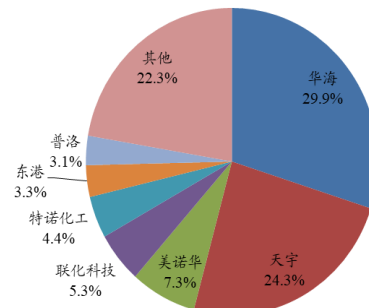
图 9：2009-2019 三大沙坦类原料药全球消耗量（单位：吨）


数据来源：PDB，西南证券整理

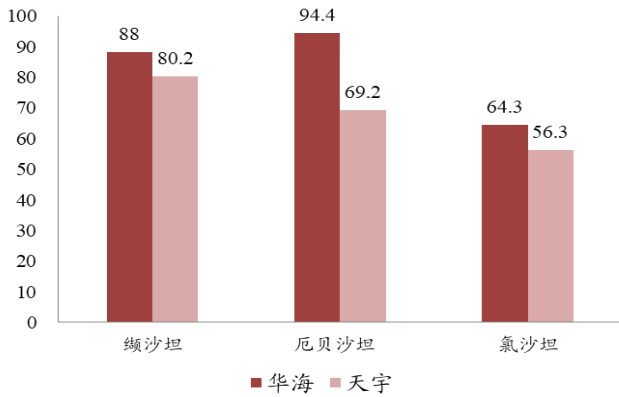
由于中国有成本和环保容量方面的优势，特色原料药产业逐渐向中国转移，其中中华海是全球当之无愧的沙坦类原料药龙头企业。2013-2017 年，公司沙坦类原料药销售额稳步提升，2017 年达到高点 9.4 亿元，2018 年公司沙坦类营收受杂质事件影响有所下降，但仍占据了中国企业中近 30% 的出口份额，其次是天宇，而美诺华等公司相对份额较小。同主要竞争对手天宇相比，公司在成本控制和价格上具有明显优势。由于缬沙坦事件后，沙坦类原料药价格飙升，因此我们以事件爆发之前的数据做对比，2018 年 Q1 公司的主要沙坦类品种原料药出口价格都要明显高于对手（不含中间体），品牌效应凸显。从毛利率来看，2016-2018 年公司沙坦类原料药及中间体毛利率平均每年高了天宇将近 10 个百分点。随着主要出口市场欧洲禁令解除，预计公司将凭借成本优势和多年的品牌积累，重新回到沙坦类原料药全球第一的位置。

图 10：2013-2019 年公司沙坦类原料药营收（单位：亿元）


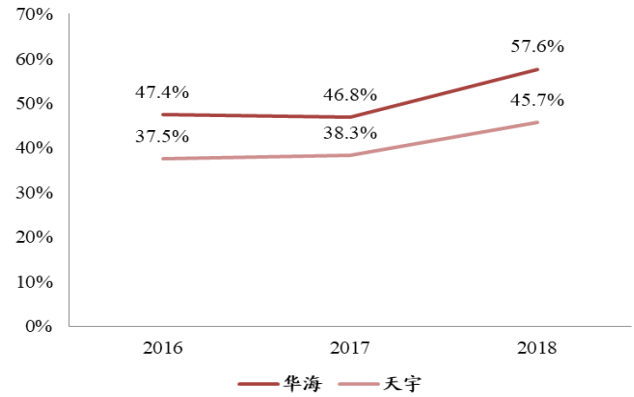
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2018 年我国沙坦类原料药和中间体出口占比


数据来源：健康网，西南证券整理

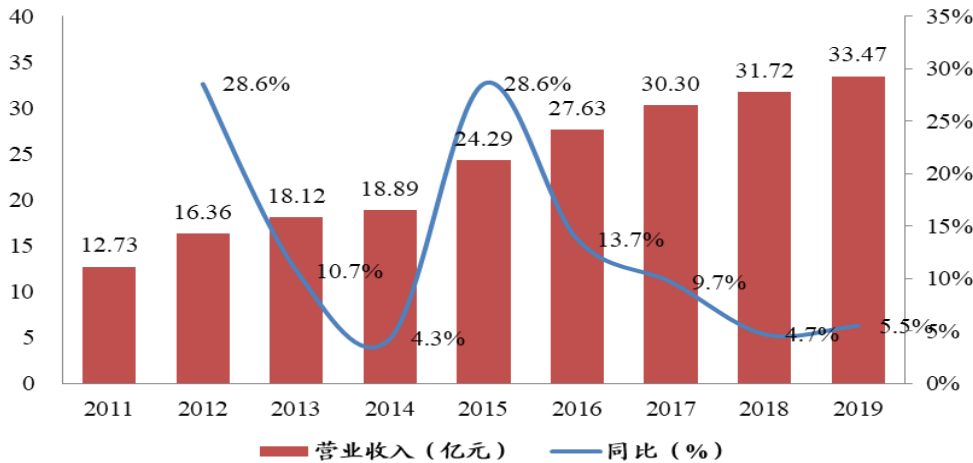
图 12：2018 年 Q1 沙坦类原料药出口价格（单位：美元/kg）


数据来源：健康网，西南证券整理

图 13：2016-2018 年沙坦类原料药及中间体毛利率对比


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司大力发展全球化战略，海外业务逐年稳步增长。公司包括原料药及制剂产品在内的多数生产线已取得美国 FDA、欧洲 COS、澳大利亚 TGA 等官方机构的 GMP 认证，产品销往全球多个国家和地区，包括美国、欧盟和日本等规范市场。公司通过自主研发、兼并收购等方式，境外制剂产品梯队逐渐丰富，品种结构逐渐优化。公司目前共有 65 个产品拥有美国 ANDA 文号，12 个产品在欧盟 24 个国家获批上市。在加快海外制剂研发向高端制剂发展的同时，公司积极开拓东南亚、香港、非洲等新兴市场。多年来，公司海外业务一直保持稳步提升，随着欧盟对相关原料药解禁，预计海外业务将显著提速。

图 14：2011-2019 年公司海外地区营业收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 带量采购提升制剂盈利水平，生物药和新药研发打开中长期成长空间

公司一致性评价进度领先，带量采购提升制剂盈利水平。作为国内制药企业拓展国际市场的先导企业，公司在制剂和原料药的海外注册领域优势明显，多个制剂产品在欧美等规范市场获批。受益于国内药品审评审批相关政策（转报品种纳入优先审评、获批后视同一致性评价通过等），公司制剂国内转报和一致性评价进度加快。截止目前，公司已有 17 个品种过评或视同过评一致性评价。

在带量采购与仿制药一致性评价政策共同推进下，国产仿制药进口替代速度加快，同时销售环节被挤压，质量和成本控制成为竞争的关键。公司有着中间体、原料药、制剂一体化的完整产业链，将显著受益于带量采购政策。公司在 2018 年 11 月第一批“4+7 城市”带量采购中标 6 个产品，在 2019 年 9 月第一批联盟地区扩围的带量采购中标 7 个产品，并在 2019 年 12 月份的第二批带量采购中再次中选两个产品。尽管相关品种受到较大的降价压力，但是集采促使公司销售费用大幅减少，提升了公司制剂板块的盈利水平。年初“4+7 城市”带量采购合同到期，各城市陆续完成续约合同，公司各品种续约情况良好，不降价或小幅降价，续约的合同金额有望超过去年，而后两批带量采购的合同从去年年底或今年陆续开始执行，2020 年公司制剂的国内销售盈利水平有望进一步提升。

表 2：华海药业历次带量采购中标情况

品种名称	适应症	带量采购批次	中标价格（元/片）	约定采购量（万片）	合同金额（万元）
厄贝沙坦片	治疗原发性高血压、合并高血压	第一批 4+7 城市集采	0.2021	4432.42	895.98
		第一批联盟地区集采	0.1950	25603	4993.59
厄贝沙坦 氯氯噻嗪片	治疗高血压和心力衰竭	第一批 4+7 城市集采	1.0900	9215.6	10045.00
		第一批联盟地区集采	1.0479	6596	6911.67
赖诺普利片	治疗高血压、充血性心力衰竭和急性心肌梗死	第一批 4+7 城市集采	0.2304	208.71	48.08
		第一批联盟地区集采	0.2304	552	127.16
利培酮片	治疗急性和慢性精神分裂症	第一批 4+7 城市集采	0.1670	3401.05	567.98
		第一批联盟地区集采	0.1200	7990	958.80
氯沙坦钾片	治疗原发性高血压和成人慢性心力衰竭	第一批 4+7 城市集采	1.0500	1883.77	6596.09
		第一批联盟地区集采	1.0500	11013	11563.65
盐酸 帕罗西汀片	治疗各种类型的抑郁症、强迫性神经症、伴有或不伴有广场恐怖的惊恐障碍、社交恐怖症/社交焦虑症	第一批 4+7 城市集采	1.6700	1851.66	3092.27
		第一批联盟地区集采	1.5590	3075	4793.93
福辛普利钠片	治疗高血压和心力衰竭	第一批联盟地区集采	0.8286	1265	1048.14
安生立坦片	治疗肺动脉高压患者	第二批全国集采	20.0000	3	60.00
多奈哌齐片	适用于轻度或中度阿尔兹海默型痴呆症状的治疗	第二批全国集采	1.3189	946	1247.71

数据来源：上海阳光医药采购网，公司公告，西南证券整理

加快推进生物药和新药项目研发，打开中长期增长空间。公司立足于庞大的研发团队和多年仿制药领域经验的积累，积极进军生物药和创新药研发领域。目前公司已有 2 个生物类似药 I 期临床试验完成数据锁库，HB0017 注射液已获得美国 FDA 的临床试验批准，发展

后劲充足；同时，公司与上海君实生物达成 HQT-1010 项目的合作开发协议，对加快公司在抗肿瘤治疗领域的开拓具有重要意义。新药方面 2 类改良型新药 HHT201 已成功开展 I 期临床研究

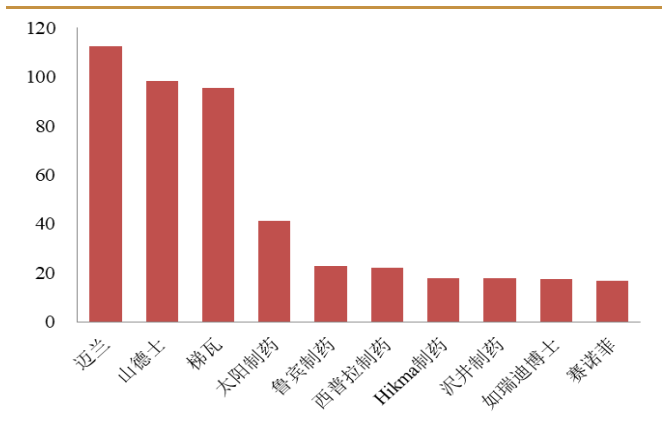
表 3：华海药业生物药和新药研发情况

研发项目	注册分类	适应症	所处阶段
HB002.1M	治疗用生物制品 1 类	湿性年龄相关性黄斑变性	临床 II 期
HB002.1T	治疗用生物制品 1 类	晚期实体瘤	临床 Ib/IIa 期
HB0017	治疗用生物制品 1 类	中重度斑块状银屑病	国内 IND 申请
HB0025	——	用于治疗晚期实体瘤及非霍奇金淋巴瘤	临床前研究
HOT3010	治疗用生物制品 2 类	中重度斑块状银屑病、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎	临床 I 期完成
HOT1030	——	用于治疗晚期实体瘤及非霍奇金淋巴瘤	临床前
HHT-101	化学药品 1.1 类	抑郁症	临床 II 期完成
HHT-201	化学药品 2.1 类	老年痴呆	临床 I 期
HHT-109	——	类风湿性关节炎	临床前

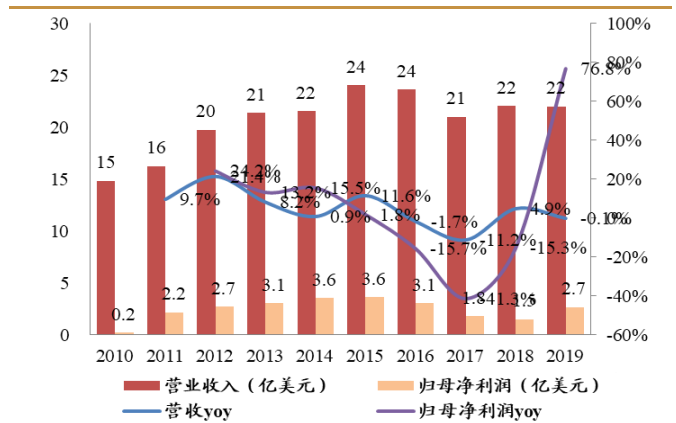
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 他山之石：如瑞迪博士的原料药制剂一体化之路

从原料药起家，如今成为世界前十的仿制药企。原料药企业发展到一定阶段，都会面临转型升级的选择。要么向 CDMO 方向拓展；要么往下游延伸，走原料药制剂一体化的路径。华海选择的是后者，而印度药企如瑞迪博士正是这条道路的先驱，如今已经成为世界排名前十的仿制药巨头，它的成长路径或许可以作为华海未来发展的借鉴。

图 15：2018 年世界前十大仿制药企业营收（单位：亿美元）


数据来源：西南证券整理

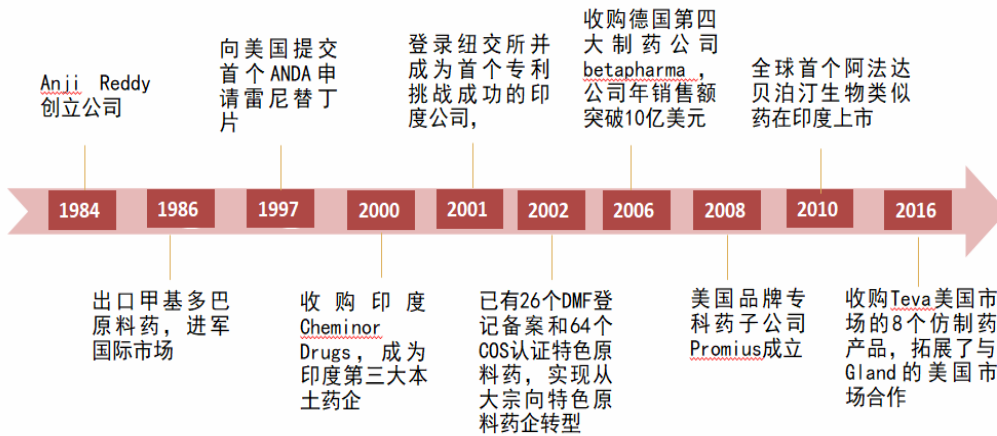
图 16：2010-2019 年如瑞迪博士营收和归母净利润


数据来源：公司公告，西南证券整理

如瑞迪博士成立于 1984 年，创立之初以大宗原料药布洛芬起家，并在随后几年积极布局海外业务。在取得国外市场和相关监管部门的认可之后，如瑞迪博士开始向特色原料药转型，截止到 2002 年，公司已经取得了 26 个 DMF 等级备案和 64 个 COS 认证特色原料药产品，相关销售收入约 1 亿美元。原料药业务的顺利发展为公司积累了充足的资金，如瑞迪博士开始考虑向利润更高的产业链下游制剂延伸。

由于印度在 2005 年之前只承认药物合成工艺的专利，不承认药物本身的产品专利，从而鼓励了印度本土药企制剂的蓬勃发展。早在 1984 年，如瑞迪就开始经营自己的制剂品牌，并且在九十年代初出口到俄罗斯等非规范市场。从 1997 年提交第一个 ANDA 申请雷尼替丁片起，如瑞迪开始进军规范市场的制剂业务。2001 年，如瑞迪的氟西汀挑战专利成功，成为首个获得 180 天市场独占期的印度企业，并在此期间获得了 7000 万美元的收入，彻底在美国制剂市场站稳了脚跟。

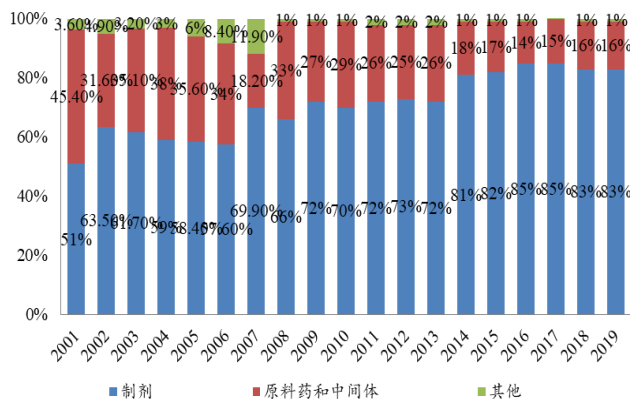
图 17：如瑞迪博士发展历程



数据来源：西南证券整理

随着制剂业务不断扩大，如瑞迪博士相应的原料药占营收比例也不断缩小。2001 上市之初，原料药和中间体业务收入占到了公司营收的 45%，2019 年这一数字已经下降到了 16%，公司已经从以原料药出口的企业转型升级成原料药制剂一体化的世界仿制药巨头。公司 2015 年营收和净利润均创新高，市值最高超过 115 亿美元。虽然近几年经营状况有所波动，但公司目前市值仍有 84.5 亿美元，约合 600 亿人民币。参考华海最新市值 363 亿，我们认为未来华海仍有广阔的上升空间。

图 18：2001-2019 如瑞迪博士主营业务占比变化



数据来源：wind，西南证券整理

图 19：2011-2020Q1 如瑞迪博士市值变化情况



数据来源：wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

核心假设：

1) 预计 2020-2022 年，公司成品药销量增速分别为 16.1%、14%和 18.5%，毛利率维持在 64%。

2) 预计 2020-2022 年，公司原料药及中间体销量增速分别为 16.6%、16.5%和 16.3%，毛利率分别为 56%、55.5%和 55.4%。

3) 预计 2020-2022 年，公司技术服务收入增速分别为 40%、40%和 40%，毛利率维持在 80%。

4) 预计 2020-2022 年，公司进出口业务收入增速分别为-4.8%、-5%和-3.8%，毛利率维持在 9.5%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	5388.1	6294.9	7283.5	8595.2
	增速	5.8%	16.8%	15.7%	18.0%
	毛利率	60.5%	59.7%	59.8%	60.2%
成品药	收入	2584.1	2999.5	3420.6	4053.2
	增速	-10.4%	16.1%	14.0%	18.5%
	毛利率	65.8%	64.0%	64.0%	64.0%
原料药及中间体	收入	2479.1	2890.1	3366.9	3915.0
	增速	23.3%	16.6%	16.5%	16.3%
	毛利率	56.0%	56.0%	55.5%	55.4%
技术服务	收入	171.0	239.4	335.2	469.3
	增速	363.5%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	83.2%	80.0%	80.0%	80.0%
进出口业务	收入	123.5	134.0	127.3	122.5
	增速	-12.3%	-4.8%	-5.0%	-3.8%
	毛利率	9.8%	9.5%	9.5%	9.5%
其他	收入	30.3	31.9	33.5	35.1
	增速	31.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	61.9%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 63 亿元、73 亿元和 86 亿元，归母净利润分别为 6.92 亿元、8.32 亿元和 9.87 亿元，估算 2020-2022 年 EPS 分别为 0.52 元、0.63 元和 0.75 元。

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000739.SZ	普洛药业	17.40	0.63	0.83	1.06	27.76	21.04	16.35
603520.SH	司太立	64.20	1.55	2.24	3.08	41.41	28.63	20.86
300497.SZ	富祥药业	27.45	1.36	1.69	2.09	20.14	16.22	13.11
002332.SZ	仙琚制药	13.55	0.56	0.70	0.87	24.24	19.39	15.55
603456.SH	九洲药业	21.20	0.45	0.72	0.90	46.69	29.55	23.66
平均值						32.05	22.97	17.91

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 4 月 29 日），西南证券整理

公司作为原料药龙头企业，全球化布局和中间体、原料药、制剂一体化的核心优势凸显。考虑到在欧盟沙坦类原料药解禁情况下，原料药将持续增长；同时带量采购政策提升国内制剂盈利水平，生物药和新药研发打开中长期增长空间。维持“持有”评级。

6 风险提示

- 1) 欧盟出口恢复不及预期的风险；
- 2) 后续带量采购中标不及预期的风险；
- 3) 后续带量采购降价超预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5388.09	6294.95	7283.45	8595.15	净利润	606.83	732.48	880.29	1044.91
营业成本	2126.38	2538.96	2924.50	3423.83	折旧与摊销	412.43	20.49	20.49	20.49
营业税金及附加	57.61	70.61	80.77	95.11	财务费用	180.23	203.18	199.84	210.49
销售费用	960.54	1070.14	1238.19	1461.18	资产减值损失	-86.69	100.00	50.00	30.00
管理费用	895.56	1573.74	1820.86	2148.79	经营营运资本变动	-256.66	-941.44	-515.54	-650.12
财务费用	180.23	203.18	199.84	210.49	其他	897.81	-50.66	-67.34	-4.55
资产减值损失	-86.69	100.00	50.00	30.00	经营活动现金流净额	1753.95	64.05	567.75	651.22
投资收益	-17.84	-15.00	-15.00	-15.00	资本支出	3379.16	-250.00	-200.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-4170.21	-95.00	-105.00	-115.00
其他经营损益	218.01	200.00	150.00	100.00	投资活动现金流净额	-791.06	-345.00	-305.00	-165.00
营业利润	824.37	923.32	1104.29	1310.76	短期借款	-1001.79	-634.56	74.38	-78.18
其他非经营损益	-63.51	-28.00	-28.00	-28.00	长期借款	279.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	760.86	895.32	1076.29	1282.76	股权融资	969.20	985.00	0.00	0.00
所得税	154.04	162.84	196.00	237.85	支付股利	0.00	-113.92	-138.44	-166.38
净利润	606.83	732.48	880.29	1044.91	其他	-646.94	-830.54	-99.84	-110.49
少数股东损益	37.23	40.29	48.42	57.47	筹资活动现金流净额	-400.33	-594.02	-163.90	-355.05
归属母公司股东净利润	569.60	692.19	831.88	987.44	现金流量净额	591.25	-874.96	98.85	131.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1504.46	629.49	728.35	859.52	成长能力				
应收和预付款项	1335.28	1944.49	2199.00	2537.03	销售收入增长率	5.76%	16.83%	15.70%	18.01%
存货	2217.03	2612.86	3047.16	3557.33	营业利润增长率	73.47%	12.00%	19.60%	18.70%
其他流动资产	209.93	87.53	101.28	119.52	净利润增长率	349.83%	20.71%	20.18%	18.70%
长期股权投资	346.07	346.07	346.07	346.07	EBITDA 增长率	42.47%	-19.06%	15.49%	16.39%
投资性房地产	1.12	1.12	1.12	1.12	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	250.00	450.00	500.00	毛利率	60.54%	59.67%	59.85%	60.17%
无形资产和开发支出	1019.10	999.66	980.22	960.78	三费率	37.79%	45.23%	44.74%	44.45%
其他非流动资产	4096.36	4175.31	4264.26	4363.20	净利率	11.26%	11.64%	12.09%	12.16%
资产总计	10729.35	11046.54	12117.45	13244.57	ROE	10.50%	9.94%	10.86%	11.63%
短期借款	1417.37	782.82	857.20	779.01	ROA	5.66%	6.63%	7.26%	7.89%
应付和预收款项	919.32	1204.20	1358.88	1585.65	ROIC	15.48%	21.68%	20.59%	21.02%
长期借款	1179.19	1179.19	1179.19	1179.19	EBITDA/销售收入	26.30%	18.22%	18.19%	17.94%
其他负债	1434.72	514.42	614.42	714.42	营运能力				
负债合计	4950.61	3680.63	4009.69	4258.28	总资产周转率	0.51	0.58	0.63	0.68
股本	1322.37	1393.90	1393.90	1393.90	固定资产周转率	3.97	—	—	—
资本公积	1161.77	2075.24	2075.24	2075.24	应收账款周转率	3.39	3.99	3.66	3.77
留存收益	3109.09	3687.37	4380.81	5201.87	存货周转率	0.95	1.04	1.03	1.03
归属母公司股东权益	5609.63	7156.51	7849.95	8671.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.32%	—	—	—
少数股东权益	169.11	209.39	257.81	315.28	资本结构				
股东权益合计	5778.74	7365.91	8107.76	8986.29	资产负债率	46.14%	33.32%	33.09%	32.15%
负债和股东权益合计	10729.35	11046.54	12117.45	13244.57	带息债务/总负债	52.45%	53.31%	50.79%	45.99%
					流动比率	1.57	2.65	2.74	2.99
					速动比率	0.91	1.34	1.37	1.49
					股利支付率	0.00%	16.46%	16.64%	16.85%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1417.04	1146.99	1324.63	1541.74	每股收益	0.43	0.52	0.63	0.75
PE	62.36	51.31	42.70	35.97	每股净资产	4.24	5.41	5.94	6.56
PB	6.33	4.96	4.52	4.10	每股经营现金	1.33	0.05	0.43	0.49
PS	6.59	5.64	4.88	4.13	每股股利	0.00	0.09	0.10	0.13
EV/EBITDA	23.45	30.17	26.04	22.17					
股息率	0.00%	0.32%	0.39%	0.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn