

Q3 业绩略低于预期，创新技术值得关注
买入 (维持)

2019 年 10 月 28 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号: S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,859	7,531	8,111	8,911
同比 (%)	20.5%	9.8%	7.7%	9.9%
归母净利润 (百万元)	365	571	814	1,059
同比 (%)	44.0%	56.6%	42.7%	30.1%
每股收益 (元/股)	0.38	0.59	0.84	1.10
P/E (倍)	28.83	18.42	12.91	9.93

事件

公司近日发布 19 年三季报，报告期内共实现营收 53.19 亿元，同比增长 4.21%；归母净利润 3.6 亿元，同比降低 30%；经营现金流 3.40 亿元，同比下滑 19.86%。三季度归母净利润 0.79 亿元，同比增长 73.24%，环比减少 46.36%。

投资要点

- **研发费用大增是三季度业绩低于预期的主要原因。**环比下滑原因有三：非洲猪瘟导致饲料用维生素需求不及预期；批文及新药研发导致三季度研发费用环比增加 7783 万元；公司三季度存在大检修。展望未来，四季度研发费用同比可能还会略有增加。
- **维生素价格略有波动，但是格局中期向好。**7 月后 VA、VE 价格有所回落，VA 从 385 元/kg 下跌至 317 元/kg，VE 从 52 元/kg 下跌至 41 元/kg，部分因为三季度历来属于维生素需求淡季，叠加猪瘟影响，部分因为帝斯曼整合行业所致。展望后市，VA 供给持续偏紧，并且公司有 500 吨 VA 油的增量。VE 整体供求格局偏松，但是产业协同在显著增强。
- **创新转型持续推进。**一类新药苹果酸奈诺沙星注射液是新一代无氟喹诺酮药物，市场空间有望达到 10 亿元，如果进展顺利，年底有望获批。奈诺沙星胶囊预计可以通过 2019 年国家医保目录谈判，快速打开市场。创新型生物药抗 HER2-ADC (用于治疗 HER2 阳性的复发性乳腺癌和胃癌等) 已在澳大利亚、新西兰和美国开展 I 期临床研究，目前在中国已顺利推进至 I 期临床研究后期。公司与 Ambrx 签订了第二个 ADC 药物 -ARX305 (用于肾细胞癌、非霍奇金淋巴瘤等 CD70 阳性肿瘤) 合作开发和许可协议。
- **喷雾干燥技术值得关注：**传统制剂生产采用的冷冻干燥技术存在诸多不足，公司推出喷雾干燥技术代替传统的冷冻干燥技术，注射用盐酸万古霉素和注射用达托霉素已经获得 FDA 同意以 505b2 的方式提交 NDA 申请，预计将于 20 年上半年完成发补递交申请。喷雾干燥技术属于平台型技术，可拓展空间大，相关动向值得关注
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019~2021 年分别实现收入 75.31 亿元、81.11 亿元、89.11 亿元，实现归母净利润分别为 5.71 亿元、8.14 亿元、10.59 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.84 元、1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 18X、13X、10X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内生猪疫情持续，导致相关产品需求低迷，提价节奏慢于预期。创新药、创新制剂以及一致性评价进展。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.89
一年最低/最高价	7.93/14.03
市净率(倍)	1.34
流通 A 股市值(百万元)	10493.48

基础数据

每股净资产(元)	8.10
资产负债率(%)	22.11
总股本(百万股)	965.13
流通 A 股(百万股)	963.59

相关研究

- 1、《浙江医药 (600216)：中报环比明显改善，维生素迎景气周期》2019-09-02

浙江医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,734	5,512	5,612	7,044	营业收入	6,859	7,531	8,111	8,911
现金	1,492	1,909	2,067	2,959	减:营业成本	3,983	4,227	4,274	4,459
应收账款	1,259	1,552	1,476	1,850	营业税金及附加	70	76	82	90
存货	1,192	1,103	1,218	1,204	营业费用	1,528	1,582	1,738	1,960
其他流动资产	791	948	851	1,031	管理费用	692	840	904	994
非流动资产	5,314	5,408	5,397	5,480	财务费用	9	17	6	-2
长期股权投资	12	14	15	17	资产减值损失	141	134	152	164
固定资产	4,033	4,151	4,171	4,270	加:投资净收益	15	28	24	25
在建工程	402	373	337	326	其他收益	20	27	23	25
无形资产	408	410	413	406	营业利润	469	711	1,003	1,297
其他非流动资产	460	460	460	460	加:营业外净收支	-26	-28	-27	-27
资产总计	10,048	10,920	11,009	12,524	利润总额	443	683	976	1,269
流动负债	1,887	2,363	1,808	2,466	减:所得税费用	116	140	207	280
短期借款	375	375	375	375	少数股东损益	-37	-28	-45	-70
应付账款	776	973	796	1,050	归属母公司净利润	365	571	814	1,059
其他流动负债	736	1,015	637	1,041	EBIT	422	655	939	1,217
非流动负债	76	75	72	71	EBITDA	852	1,056	1,384	1,709
长期借款	12	10	8	6					
其他非流动负债	65	65	65	65	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,964	2,438	1,880	2,536	每股收益(元)	0.38	0.59	0.84	1.10
少数股东权益	437	409	364	294	每股净资产(元)	7.92	8.36	9.08	10.04
					发行在外股份(百万股)	965	965	965	965
归属母公司股东权益	7,647	8,073	8,765	9,694	ROIC(%)	3.8%	6.1%	8.0%	9.4%
负债和股东权益	10,048	10,920	11,009	12,524	ROE(%)	4.0%	6.4%	8.4%	9.9%
					毛利率(%)	41.9%	43.9%	47.3%	50.0%
					销售净利率(%)	5.3%	7.6%	10.0%	11.9%
					资产负债率(%)	19.5%	22.3%	17.1%	20.3%
					收入增长率(%)	20.5%	9.8%	7.7%	9.9%
					净利润增长率(%)	44.0%	56.6%	42.7%	30.1%
					P/E	28.83	18.42	12.91	9.93
					P/B	1.37	1.30	1.20	1.08
					EV/EBITDA	11.73	8.93	6.67	4.84

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

