



2020-04-24

公司点评报告

买入/维持

浙江医药 (600216)

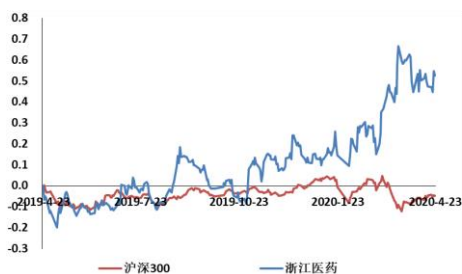
目标价: 27.56

昨收盘: 17.71

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

浙江医药 (600216): 维生素进入新一轮景气周期, 创新药业务迎来突破

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	965/965
总市值/流通(百万元)	17100/17100
12个月最高/最低(元)	19.85/9.90

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518100001

事件: 公司发布 2019 年年报, 实现营业收入 70.44 亿元(+2.7%), 归母净利润 3.43 亿元(-5.97%), 扣非净利润 2.20 亿元(-41.71%), 经营性现金流净额 4.47 亿元(-22.88%)。同时发布 2020 年一季报, 实现营业收入 16.00 亿元(-6.89%), 归母净利润 1.48 元(+11.64%), 扣非净利润 1.00 亿元(+36.07%)。同时公司预告, 由于 20 年 3 月开始主导产品维生素 E、维生素 A 价格有较大上涨, **预计年初至下一报告期末的累计净利润与上年同期相比将有较大幅度增长。**

维生素进入新一轮景气周期, 将显著增厚 20 年利润

2019 年公司 Ve 收入 12.56 亿元(-19%), 销量 21171 吨(+9.97%), 收入下滑主要是由于 Ve 价格下降。我们认为由于竞争格局优化(能特科技被 DSM 整合), 厂家默契程度提升和短期供给收缩(疫情导致能特科技复产延迟, 海外产能受限等)等多重利好共同催化, Ve 迎来时间较长的新一轮景气周期。Va 收入 6.13 亿元(-4%), 主要规格 Va 粉(50 万单位)销量 1212 吨(+22.67%), 19 年新装置投产并加强了国际市场开拓力度, 销量增加。17 年 BASF 发生事故后全球 Va 供应一直处于紧平衡状态, 短期内无新进入厂家, 仅有浙江医药 1000 吨/年 Va 油产能逐步释放, 预计未来 Va 价格仍将保持高位且不乏向上弹性。此外公司还有 VD3 等多个品种, VD3 最新报价为 335 元/千克, 今年涨幅高达 262%, 预计也将有所增厚 20 年利润。

仿制药平稳增长, 创新药业务迎来突破

2019 年公司医药制造收入 25.01 亿元(+9%)。主要仿制药中, 左氧氟系列收入 12.4 亿元(+7%), 万古霉素收入 4.05 亿元(+13%), 替考拉宁收入 2.62 亿元(+12%), 激素类(黄体酮)收入 1.22 亿元(+3.99%), 均保持稳定增长。降糖类(米格列醇)收入 1.23 亿元(+31%), 主要是由于 17 年新进医保后公司加大推广力度; 此外由于阿卡波糖在 19 年集采中大幅降价, 同为 α -糖苷酶抑制剂的米格列醇有望替代其一部分市场, 我们认为米格列醇仍有较大潜力。

2019 年创新药奈诺沙星胶囊销量 106 万粒(+119%), 预计收入近 3000 万元。奈诺沙星胶囊已经于 2019 年 11 月通过谈判降价 50% 纳入医保, 我们认为其在纳入医保之后有望逐步放量, 保守预计奈诺沙星(注射剂+胶囊)销售峰值可达到 10 亿元以上。ADC 药物 ARX788 临床 I 期数据良好, 在同类药物中安全性最佳, 胃癌临床研究也已经

开展。此前我们测算国内治疗 HER2+乳腺癌和胃癌药物市场空间可达百亿元, 保守按 10%市占率计算, ARX788 销售峰值可达 10 亿元级别。

费用控制良好, 资产减值和子公司亏损拖累业绩

2019 年公司销售费用 (主要由医药业务产生) 为 15.87 亿元 (+3.87%), 增速慢于医药制造业务收; 管理费用 3.89 亿元 (+5.11%), 费用控制较为良好。研发费用 4.50 亿元 (+40.08%), 主要是由于加大研发投入力度, 直接投入费用、设计费试费、委托外部研究开发费等支出增加。资产减值 1.00 亿元, 同比减少约 4000 万元, 主要是由于计提的固定资产减值损失和商誉减值损失同比减少, 但仍对公司业绩形成一定拖累。子公司中, 昌海制药 (原料药出口业务) 亏损 1.06 亿元, 创新生物 (制剂出口业务) 亏损 1.11 亿元, 新码生物 (ADC 药物研发平台) 亏损 1918 万元。随着上述业务逐步培育成熟, 后续亏损有望逐步收窄。

1 季度业绩符合预期, 2 季度起将进入业绩释放期

由于新冠肺炎疫情对医疗机构正常诊疗秩序造成冲击, 我们预计公司 1 季度制剂收入和利润同比均出现一定下滑, 利润增长实际上主要由维生素业务带动, 我们预计维生素收入和利润增速均超过整体水平。Va 和 Ve 价格自 2 月中旬起开始步入上升通道, 因此 1 季度尚未充分反映维生素提价带来的业绩弹性。我们预计 2 季度起将进入业绩释放期。

盈利预测和投资评级

公司维生素、创新药和制剂均景气向上, 20 年将显著体现 Ve 和 Va 提价带来的业绩弹性。预计 20-22 年收入 88.56 亿元/96.30 亿元/102.20 亿元, 增速分别为 26%/9%/6%, 归母净利润 13.71 亿元/15.01 亿元/15.75 亿元, 增速分别为 300%/9%/5%。对公司进行分部估值, 维生素+制剂业务为利润贡献主体, 保守给予 15XPE, 20 年估值 206 亿元; 奈诺沙星给予 3 倍峰值销售 PS, 合计估值 30 亿元 (10 亿元*3), ADC 药物平台保守估值 30 亿元。20 年公司合计市值 266 亿元, 向上空间 55%, 继续维持“买入”评级。

风险提示: 维生素价格波动; 地方或国家集采快速推进, 仿制药价格超预期下降; 创新药研发失败。

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。