

华海药业 (600521)

业绩维持高速增长，盈利能力不断加强 买入 (首次)

2020 年 08 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,388	6,774	8,631	10,872
同比 (%)	5.8%	25.7%	27.4%	26.0%
归母净利润 (百万元)	570	1,129	1,622	2,043
同比 (%)	349.8%	105.4%	44.7%	24.7%
每股收益 (元/股)	0.39	0.78	1.11	1.40
P/E (倍)	114.48	57.75	40.21	31.93

投资要点

■ **事件:** 2020 年上半年公司实现营业收入 33.06 亿元, 同比增长 24.60%; 实现归母净利润 5.78 亿元, 同比增长 72.77%; 扣非归母净利润 5.37 亿元, 同比增长 102.89%; 经营性现金流 6.29 亿元, 同比增长 3.31%。

■ **Q2 业绩稳定高增, 海外原料药与国内制剂集采为主要推动力。** 2020Q2, 公司实现营收 17.35 亿, 同比增长 19.33%, 归母净利润 3.58 亿, 同比增长 79.60%, 业绩维持高增态势, 盈利超预期。制剂业务方面, 随着国家集采推进, 公司依托扩围联盟地区中选契机, 产品市场覆盖率得以快速提升, 此前中标的多个品种随着带量采购合同的执行, 不断促进公司制剂业务增长。原料药方面, 公司三个沙坦类产品 (厄贝沙坦、氯沙坦钾、缬沙坦) CEP 证书已恢复, 海外原料药产品销售大幅增加。同时, 美元汇率上升, 宽松的货币政策等利好因素, 推动公司业绩进一步向好。

■ **产业链垂直一体化布局, 制剂业务提速业绩改善盈利。** 公司以特色原料药及医药中间体为起点, 在做大、做强特色原料药产业的同时, 不断将产业链向下游高附加值的制剂领域延伸。截止目前, 公司已有 7 个产品通过欧美转报优先审评通道获得注册批件, 22 个产品通过一致性评价 (包括 7 个转报产品)。集采方面, 公司在最新的第三轮集采中, 三个品种缬沙坦片、奥氮平口崩片和盐酸舍曲林片全部中标, 截至目前共有 12 个集采中标产品。精神类药物是公司传统优势之一, 而缬沙坦片作为临床最常用且市场份额最大的 ARB 类降压药, 市场空间巨大。未来公司有望通过中标产品市场覆盖率的持续提升加速制剂放量, 不断增厚业绩。同时制剂业务的高速增长不断增强公司盈利能力。2020H1 公司毛利率为 62.48% (+3.78pp), 净利率受益资金改善导致的财务费用下降, 达 18.35% (+5.1pp), 未来公司盈利能力有望依托制剂业务继续上行。

■ **研发投入不断加大, 生物药与创新药拓展打开成长空间。** 近年来, 公司研发投入不断加大, 2020H1 公司研发费用达 2.31 亿, 同比增长 18.01%。公司近年来不断加大生物药及创新药研发投入, 在生物药方面, 公司聚焦肿瘤、免疫治疗等领域, 上半年 2 个生物类似药完成 I 期临床试验; HB002.1T 项目启动 IB/2 期临床; HB002.1M 项目完成两个新适应症临床 IND 申报; HB0017 项目获得中美双报临床批件。小分子创新药方面, 公司稳步推进 HHT101、HHT201 项目临床研究工作。细胞免疫疗法和基因治疗方面, 公司建立了针对肿瘤的 CAR-T 平台和基因病治疗平台, 实现研发领域外延式拓展。布局竞争格局相对优化的创新药与生物药领域有望为公司中长期发展打开空间。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 11.29、16.22、20.43 亿元, 相应 EPS 分别为 0.78、1.11、1.40 元, 对应 PE 估值分别为 58、40、32 倍。考虑到公司制剂有望加速放量, 海外原料药业务稳健, 未来三年盈利复合增速有望超 50%, 首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 原料药价格波动风险; 集采中标不及预期; 汇率波动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.83
一年最低/最高价	12.93/44.83
市净率(倍)	11.71
流通 A 股市值(百万元)	61682.61

基础数据

每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	45.79
总股本(百万股)	1454.61
流通 A 股(百万股)	1375.92

相关研究

华海药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,267	7,060	7,900	11,320	营业收入	5,388	6,774	8,631	10,872
现金	1,504	1,521	1,934	2,922	减:营业成本	2,126	2,493	2,943	3,696
应收账款	1,289	2,964	2,461	4,313	营业税金及附加	58	72	92	116
存货	2,217	2,333	3,269	3,761	营业费用	961	1,226	1,554	1,957
其他流动资产	256	242	237	324	管理费用	1,363	1,612	1,985	2,511
非流动资产	5,463	6,153	7,003	7,904	财务费用	180	-40	-22	-21
长期股权投资	346	402	457	505	资产减值损失	-87	-8	-20	-46
固定资产	2,873	3,407	4,039	4,703	加:投资净收益	-18	-10	-11	-12
在建工程	930	951	1,027	1,135	其他收益	218	227	240	232
无形资产	948	1,032	1,112	1,187	营业利润	824	1,635	2,327	2,877
其他非流动资产	365	361	368	373	加:营业外净收支	-64	-110	-119	-125
资产总计	10,729	13,213	14,903	19,223	利润总额	761	1,525	2,208	2,752
流动负债	3,357	4,991	5,193	7,602	减:所得税费用	154	278	404	502
短期借款	1,417	2,000	3,000	3,500	少数股东损益	37	117	183	208
应付账款	577	993	862	1,458	归属母公司净利润	570	1,129	1,622	2,043
其他流动负债	1,363	1,998	1,330	2,644	EBIT	879	1,620	2,341	2,905
非流动负债	1,594	1,461	1,355	1,219	EBITDA	1,292	2,007	2,834	3,522
长期借款	1,179	1,065	948	805					
其他非流动负债	414	396	407	414					
负债合计	4,951	6,452	6,547	8,821	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	169	286	469	677	每股收益(元)	0.39	0.78	1.11	1.40
归属母公司股东权益	5,610	6,474	7,887	9,725	每股净资产(元)	3.86	4.45	5.42	6.69
负债和股东权益	10,729	13,213	14,903	19,223	发行在外股份(百万股)	1322	1455	1455	1455
					ROIC(%)	9.7%	16.5%	19.4%	21.4%
					ROE(%)	10.5%	18.4%	21.6%	21.6%
					毛利率(%)	60.5%	63.2%	65.9%	66.0%
					销售净利率(%)	10.6%	16.7%	18.8%	18.8%
					资产负债率(%)	46.1%	48.8%	43.9%	45.9%
					收入增长率(%)	5.8%	25.7%	27.4%	26.0%
					净利润增长率(%)	349.8%	105.4%	44.7%	24.7%
					P/E	114.48	57.75	40.21	31.93
					P/B	11.62	10.07	8.27	6.71
					EV/EBITDA	52.23	33.69	24.10	19.28
现金流量表 (百万元)									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	1,754	1,330	1,019	2,295					
投资活动现金流	-791	-1,094	-1,350	-1,528					
筹资活动现金流	-400	-219	744	222					
现金净增加额	591	17	413	989					
折旧和摊销	412	387	493	617					
资本开支	794	659	780	843					
营运资本变动	407	-280	-1,263	-562					

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>