

## Q3 业绩符合预期，全年高增可期 买入（维持）

2020 年 10 月 20 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,388	6,746	8,601	10,837
同比（%）	5.8%	25.2%	27.5%	26.0%
归母净利润（百万元）	570	1,120	1,616	2,101
同比（%）	349.8%	103.8%	45.4%	28.7%
每股收益（元/股）	0.39	0.77	1.11	1.44
P/E（倍）	85.81	43.63	30.25	23.27

### 投资要点

- 事件:**2020 年前三季度公司实现营业收入 48.71 亿元，同比增长 21.41%；实现归母净利润 8.41 亿元，同比增长 64.23%；扣非归母净利润 7.81 亿元，同比增长 109.55%；经营性现金流 11.68 亿元，同比减少 6.71%。
- Q3 业绩符合预期，制剂产品覆盖率提升+原料药恢复增长动力仍在。**2020Q3，公司实现营收 15.65 亿，同比增长 15.20%，归母净利润 2.62 亿，同比增长 48.10%，业绩继续高增态势，符合预期。公司归母净利润较去年同期大幅增加，主要系：1) 国内制剂方面主要系随国家集中采购的推进，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，从而影响国内制剂销售大幅增加；2) 原料药方面主要因沙坦类产品 CEP 证书的恢复，带动公司原料药产品销售大幅增加；3) 销售增长带动生产规模扩大，在一定程度上摊薄了生产成本，影响利润增加。
- 继续加码研发投入，生物药布局快速推进，未来打开成长空间。**2020 年前三季度，公司研发费用达 3.79 亿，同比增长 20.67%，研发费用率达 7.78% 维持高位。近年来，公司加大生物药及创新药研发投入，2020Q3 生物药研发推进良好：2020 年 9 月，公司陆续公告子公司华博生物的“重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白眼用注射液”(HB002.1 M) 收到国家药监局核准签发的三个新增适应症的临床试验许可（三个新增适应症为视网膜中央静脉、分支静脉阻塞继发黄斑水肿，以及糖尿病黄斑水肿）；子公司华博生物与华奥泰适应症为晚期恶性实体肿瘤的 HOT-1030 注射液同样获得药物临床试验许可。生物药竞争格局较竞争激烈的化学仿制药行业更为优化，市场空间广阔，公司在生物药领域相关产品有望成为未来新的增长点。
- 毛利率上行，费用率持续摊薄，原料药制剂一体化推动盈利能力不断加强。**2020 年前三季度，公司实现毛利率 63.80%，同比提升 4.46pt；期间费用中销售费用率为 16.24%，同比降低 2.72pt，管理费用率（扣除研发费用）14.17%，同比降低 1.79pt，综合影响下，公司 2020 年前三季度实现净利率 18.21%，同比提升 4.68pt。公司在原料药制剂一体化的发展战略下毛利率已稳定上行至 60% 以上区间，加之公司制剂不断放量带动收入结构中高附加值产品占比提升，及沙坦类等原料药需求旺盛行业价格有一定上浮趋势，公司综合毛利率未来有望进一步走强。同时公司中标制剂产品带量采购合同陆续执行，制剂收入持续摊薄销售及管理费用，预计公司盈利能力未来稳步上升。
- 盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 11.20、16.16、21.01 亿元，相应 EPS 分别为 0.77、1.11、1.44 元，对应 PE 估值分别为 44、30、23 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%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原料药价格波动；后续集采中标不及预期；汇兑损益风险等。

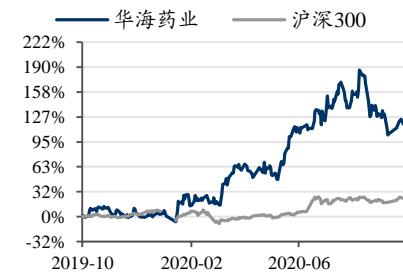
证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004  
021-60199793  
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	33.60
一年最低/最高价	14.23/45.70
市净率(倍)	7.91
流通 A 股市值(百万元)	48874.83

### 基础数据

每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	46.72
总股本(百万股)	1454.61
流通 A 股(百万股)	1454.61

### 相关研究

1、《华海药业 (600521): 业绩维持高速增长，盈利能力不断加强》  
2020-08-31

华海药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>5,267</b>	<b>6,955</b>	<b>8,098</b>	<b>11,315</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,388</b>	<b>6,746</b>	<b>8,601</b>	<b>10,837</b>
现金	1,504	1,577	1,862	3,026	减:营业成本	2,126	2,415	3,010	3,793
应收账款	1,289	2,946	2,460	4,292	营业税金及附加	58	72	92	116
存货	2,217	2,190	3,539	3,674	营业费用	961	1,093	1,376	1,712
其他流动资产	256	241	237	323	管理费用	1,363	1,471	1,832	2,265
<b>非流动资产</b>	<b>5,463</b>	<b>6,136</b>	<b>6,987</b>	<b>7,886</b>	财务费用	180	297	219	261
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	3,394	4,026	4,689	加:投资净收益	-18	-10	-11	-12
在建工程	930	948	1,024	1,132	其他收益	218	227	240	232
无形资产	948	1,032	1,112	1,187	<b>营业利润</b>	<b>824</b>	<b>1,622</b>	<b>2,320</b>	<b>2,955</b>
其他非流动资产	365	361	368	373	加:营业外收支	-64	-110	-119	-125
<b>资产总计</b>	<b>10,729</b>	<b>13,091</b>	<b>15,085</b>	<b>19,200</b>	<b>利润总额</b>	<b>761</b>	<b>1,512</b>	<b>2,200</b>	<b>2,830</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,357</b>	<b>4,882</b>	<b>5,393</b>	<b>7,533</b>	减:所得税费用	154	276	402	516
短期借款	1,417	2,000	3,000	3,500	少数股东损益	37	116	182	214
应付账款	577	944	954	1,427	<b>归属母公司净利润</b>	<b>570</b>	<b>1,120</b>	<b>1,616</b>	<b>2,101</b>
其他流动负债	1,363	1,938	1,439	2,606	EBIT	879	1,607	2,333	2,983
<b>非流动负债</b>	<b>1,594</b>	<b>1,458</b>	<b>1,352</b>	<b>1,217</b>	EBITDA	1,292	1,993	2,825	3,598
长期借款	1,179	1,061	946	803					
其他非流动负债	414	396	407	414	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,951</b>	<b>6,340</b>	<b>6,745</b>	<b>8,750</b>	每股收益(元)	0.39	0.77	1.11	1.44
少数股东权益	169	286	468	681	每股净资产(元)	3.86	4.44	5.41	6.72
归属母公司股东权益	5,610	6,465	7,872	9,769	发行在外股份(百万股)	1322	1455	1455	1455
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,729</b>	<b>13,091</b>	<b>15,085</b>	<b>19,200</b>	ROIC(%)	9.7%	16.5%	19.2%	22.1%
					ROE(%)	10.5%	18.3%	21.6%	22.1%
					毛利率(%)	60.5%	64.2%	65.0%	65.0%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	10.6%	16.6%	18.8%	19.4%
经营活动现金流	1,754	1,710	1,131	2,749	资产负债率(%)	46.1%	48.4%	44.7%	45.6%
投资活动现金流	-791	-1,077	-1,349	-1,525	收入增长率(%)	5.8%	25.2%	27.5%	26.0%
筹资活动现金流	-400	-560	503	-60	净利润增长率(%)	349.8%	103.8%	45.4%	28.7%
现金净增加额	591	73	285	1,164	P/E	85.81	43.63	30.25	23.27
折旧和摊销	412	386	491	615	P/B	8.71	7.56	6.21	5.00
资本开支	794	642	781	841	EV/EBITDA	39.59	25.70	18.42	14.31
营运资本变动	407	-227	-1,385	-452					

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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>