

2020年10月28日

## 下修公司盈利预测，医药业务支撑估值 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,044	7,533	7,996	8,400
同比（%）	2.7%	6.9%	6.1%	5.0%
归母净利润（百万元）	343	881	1,024	1,152
同比（%）	-6.0%	157.1%	16.2%	12.5%
每股收益（元/股）	0.36	0.91	1.06	1.19
P/E（倍）	41.56	16.16	13.91	12.36

### 事件：

公司近日发布2020年三季报，报告期内共实现营收54.30亿元，同比增长2.07%；归母净利润6.21亿元，同比增长72.30%。

### 投资要点：

- **三季度经营数据略有下滑，质量略有改进。** 三季度的归母净利润1.93亿元，环比下滑30.54%。三季度VA的均价410元/Kg，环比下滑16.18%。VE的均价65.18元/Kg，环比下滑12.02%。考虑到研发支出、汇兑损益以及销售费用的变化，经营质量和二季度基本相当。
- **VE后市看平，VA后市看谨慎。** 由于疫情导致鸡、鸭等需求的下滑超出预期，公司的VA、VE出货量显著低于我们的预期。展望后市，考虑到巴斯夫等企业的产能释放在即，VA的后市价格整体承压，相比较而言，VE的价格后市看平。
- **喷雾干燥技术有望带动公司制剂出口。** 子公司创新生物的创新生物万古霉素出口制剂于2020年5月份重新向FDA提交认证申请。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。
- **创新药业务持续推进，产品市场推广在即。** 公司独家生产的1.1类创新药苹果酸奈诺沙星胶囊已经进入《国家医保目录（2019版）》，针剂业务正在推进。ADC大分子项目ARX788乳腺癌临床研究I期已基本完成。ARX788正在开展胃癌II期/III期临床研究的准备工作。目前，公司共有在研新药新产品项目42项，处于临床研究或BE阶段5项，申报生产9项。
- **盈利预测与投资评级：** 疫情冲击超出预期，下修全年的盈利预测，我们预计公司2020~2022年实现归母净利润分别为8.81亿元、10.24亿元、11.52亿元，EPS分别为0.91元、1.06元、1.19元，当前股价对应PE分别为16X、14X、12X。下修VA、VE的年度量价，但考虑到医药业务突破在即，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 新冠疫情蔓延导致动物营养类产品提价节奏慢于预期；创新药、创新制剂以及一致性评价进展慢于预期。

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001  
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.76
一年最低/最高价	9.93/22.31
市净率(倍)	1.90
流通A股市值(百万元)	14245.23

### 基础数据

每股净资产(元)	7.79
资产负债率(%)	26.88
总股本(百万股)	965.13
流通A股(百万股)	965.12

### 相关研究

- 1、《浙江医药（600216）：业绩同比大增，后市仍有催化》2020-08-26
- 2、《浙江医药（600216）：昌海制药股权转让，员工激励范式打开》2020-06-28
- 3、《浙江医药（600216）：反转趋势确认，期待医药业务破局》2020-04-24

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>5,039</b>	<b>5,020</b>	<b>5,650</b>	<b>5,828</b>	<b>营业收入</b>	<b>7,044</b>	<b>7,533</b>	<b>7,996</b>	<b>8,400</b>
现金	1,278	1,507	1,599	2,066	减:营业成本	4,173	4,076	4,189	4,282
应收账款	1,413	1,445	1,589	1,598	营业税金及附加	70	75	80	84
存货	1,435	1,131	1,506	1,189	营业费用	1,587	1,582	1,720	1,848
其他流动资产	913	937	956	975	管理费用	840	829	917	944
<b>非流动资产</b>	<b>5,323</b>	<b>5,255</b>	<b>5,114</b>	<b>4,893</b>	财务费用	-3	8	7	-1
长期股权投资	13	15	17	18	资产减值损失	-100	-20	-52	-44
固定资产	3,992	3,988	3,908	3,742	加:投资净收益	34	28	30	30
在建工程	467	398	343	295	其他收益	51	35	43	39
无形资产	407	407	397	384	<b>营业利润</b>	<b>409</b>	<b>1,063</b>	<b>1,230</b>	<b>1,383</b>
其他非流动资产	444	447	450	454	加:营业外净收支	-12	-17	-15	-15
<b>资产总计</b>	<b>10,362</b>	<b>10,275</b>	<b>10,764</b>	<b>10,721</b>	<b>利润总额</b>	<b>397</b>	<b>1,047</b>	<b>1,215</b>	<b>1,367</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,051</b>	<b>2,119</b>	<b>2,376</b>	<b>2,088</b>	减:所得税费用	106	238	291	340
短期借款	650	719	929	650	少数股东损益	-51	-72	-100	-125
应付账款	757	741	799	775	<b>归属母公司净利润</b>	<b>343</b>	<b>881</b>	<b>1,024</b>	<b>1,152</b>
其他流动负债	643	660	648	664	EBIT	399	1,046	1,218	1,360
<b>非流动负债</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	EBITDA	887	1,471	1,681	1,857
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	60	60	60	60	<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>2,110</b>	<b>2,179</b>	<b>2,436</b>	<b>2,148</b>	每股收益(元)	0.36	0.91	1.06	1.19
少数股东权益	391	319	219	94	每股净资产(元)	8.14	8.06	8.40	8.79
					发行在外股份(百万股)	965	965	965	965
归属母公司股东权益	7,861	7,777	8,110	8,479	ROIC(%)	3.4%	9.5%	10.2%	11.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,362</b>	<b>10,275</b>	<b>10,764</b>	<b>10,721</b>	ROE(%)	3.5%	10.0%	11.1%	12.0%
					毛利率(%)	40.8%	45.9%	47.6%	49.0%
					销售净利率(%)	4.9%	11.7%	12.8%	13.7%
					资产负债率(%)	20.4%	21.2%	22.6%	20.0%
					收入增长率(%)	2.7%	6.9%	6.1%	5.0%
					净利润增长率(%)	-6.0%	157.1%	16.2%	12.5%
					P/E	41.56	16.16	13.91	12.36
					P/B	1.81	1.83	1.76	1.68
					EV/EBITDA	15.46	9.17	8.03	6.80

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>