

达因药业增长符合预期，治理结构理顺后大有可为

——山大华特（000915.SZ）2020年业绩快报点评

买入（维持）

当前价：23.31元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：经煜基

执业证书编号：S0930517050002

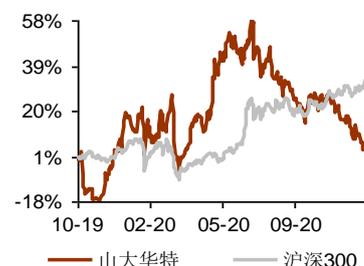
021-52523870

jingys@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.34
总市值(亿元)	54.62
一年最低/最高(元)	20.81/36.16
近3月换手率	67.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.71	-27.24	-36.28
绝对	0.45	-12.47	-5.89

资料来源：Wind

相关研报

业绩增速逐季提升，资产转让与整合强化优势产业——山大华特（000915.SZ）2020年三季报点评（2020-10-25）

Q2业绩略超预期，达因兑现高增长——山大华特（000915.SZ）2020H1业绩预告点评（2020-07-03）

疫情下达因实现良好增长，静待公司治理结构完善——山大华特（000915.SZ）2020年一季报点评（2020-04-27）

资料来源：Wind

要点

事件：

公司公布2020年业绩快报：实现营业收入18.20亿元，同比增长1.11%，归母净利润2.92亿元，同比增长43.21%。其中达因药业实现收入11.2亿元，同比增长4.35%（同口径+15.27%），净利润5.07亿元，同比增长62.13%。业绩基本符合预期。

点评：

达因药业增长符合预期，其他板块保持平稳。公司2020年Q1-Q4单季度分别实现收入3.24/5.08/5.3/4.57亿元，净利润0.5/0.85/0.92/0.65亿元，其中我们测算达因药业Q1-Q4单季度收入分别为2.5/3.39/3.22/2.6亿元，净利润为0.96/1.47/1.58/1.17亿元。达因药业全年收入11.2亿元，同比增长4.35%，净利润5.07亿元，同比增长62.13%，达因药业因执行新收入准则，收入确认发生变化，将原计入销售费用的销售返利冲减了销售收入，同口径计算收入同比增长15.27%。伊可新受疫情影响较小，维持良好增长。公司规划的四条软胶囊生产线，两条已于2020H1投产，未来几年增长有保障。环保板块合计实现营业收入3.51亿元，同比增长3.77%，卧龙学校等其他板块保持平稳。

实控人易主山东国投，治理结构有望理顺。此前达因药业核心人物不持有上市公司股权，市场担心公司治理结构存在隐忧。2019年12月，上市公司发布实际控制人拟发生变更的公告。截至2020年底，上市公司实控人变更手续已全部履行完毕，山大华特实控人已由山东大学变更为山东国投。山东国投对旗下上市公司股权激励的态度开明，浪潮信息、新华制药等先后完成股权激励，基于长期看好公司发展，山大产业集团于2020年12月增持山大华特股份234万股，由此推断达因药业实施激励可能性大大增加，治理结构有望得以理顺。达因药业聚焦儿童用药领域，获得发展新动能。

剥离新知化工，增资环保信息子公司，整合业务单元强化综合实力。2020年10月公司公告剥离新知化工，增资山大华特环保、山大华特信息两价全资子公司，进一步聚焦优势产业。我们预计公司治理架构理顺，持续聚焦，强化医药、环保科技主业。

盈利预测、估值与评级：考虑到疫情带来的影响，略下调公司20-22年EPS至1.25/1.58/1.98元（原1.33/1.74/2.18元），同比增长43%/26%/26%，当前股价对应20-22年PE仅为19/15/12X。公司是儿童药龙头，新股东有望带来新动能，当前估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：激励进度不达预期，伊可新销售不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,526	1,800	1,819	2,096	2,472
营业收入增长率	-13.64%	17.93%	1.06%	15.26%	17.92%
净利润(百万元)	130	204	292	370	464
净利润增长率	-46.67%	57.38%	43.25%	26.38%	25.66%
EPS(元)	0.55	0.87	1.25	1.58	1.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.12%	11.79%	14.97%	16.27%	17.37%
P/E	42	27	19	15	12
P/B	3.4	3.2	2.8	2.4	2.0

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价截止2021-01-15

图 1：2016-2020 达因药业各单季度近似净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算

图 2：2016-2020 达因药业收入及净利润



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,526	1,800	1,819	2,096	2,472
营业成本	606	735	728	818	939
折旧和摊销	48	57	72	73	74
税金及附加	26	24	15	15	17
销售费用	433	445	465	545	643
管理费用	127	141	146	168	198
研发费用	43	65	73	84	99
财务费用	1	-4	-14	-20	-22
投资收益	11	13	0	0	0
营业利润	270	414	407	497	607
利润总额	270	414	398	488	598
所得税	30	55	56	68	84
净利润	240	359	342	420	514
少数股东损益	110	155	50	50	50
归属母公司净利润	130	204	292	370	464
EPS(按最新股本计)	0.55	0.87	1.25	1.58	1.98

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	539	244	494	219	452
净利润	130	204	292	370	464
折旧摊销	48	57	72	73	74
净营运资金增加	-154	225	-98	285	170
其他	515	-242	227	-509	-257
投资活动产生现金流	-70	-187	105	-16	-17
净资本支出	-115	-172	5	-16	-16
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	46	-15	100	0	-1
融资活动现金流	-159	-135	24	-32	-41
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1	0	80	0	0
无息负债变化	4	26	64	-55	75
净现金流	310	-78	622	172	394

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	60.3%	59.1%	60.0%	61.0%	62.0%
EBITDA 率	22.9%	25.9%	26.7%	26.3%	27.0%
EBIT 率	19.6%	22.5%	22.7%	22.8%	24.0%
税前净利润率	17.7%	23.0%	21.9%	23.3%	24.2%
归母净利润率	8.5%	11.3%	16.1%	17.6%	18.8%
ROA	8.3%	11.4%	9.6%	10.8%	11.7%
ROE (摊薄)	8.1%	11.8%	15.0%	16.3%	17.4%
经营性 ROIC	17.3%	19.5%	21.7%	21.6%	24.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	19%	19%	20%	17%	17%
流动比率	3.35	3.47	3.57	4.46	4.77
速动比率	3.08	3.24	3.35	4.19	4.50
归母权益/有息债务	79.90	86.56	19.53	22.71	26.73
有形资产/有息债务	132.79	144.80	33.13	36.10	41.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,900	3,152	3,569	3,882	4,409
货币资金	1,011	954	1,576	1,748	2,142
交易性金融资产	0	26	0	2	2
应收帐款	213	283	279	377	445
应收票据	126	321	182	210	247
其他应收款 (合计)	15	23	36	42	49
存货	129	117	142	160	184
其他流动资产	79	18	19	26	35
流动资产合计	1,616	1,767	2,324	2,657	3,203
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	651	786	733	676	617
在建工程	191	55	44	36	30
无形资产	165	166	168	180	186
商誉	26	26	26	26	26
其他非流动资产	6	32	33	33	33
非流动资产合计	1,284	1,385	1,245	1,224	1,206
总负债	559	585	730	674	750
短期借款	20	20	0	0	0
应付账款	138	170	182	204	235
应付票据	0	0	7	8	9
预收账款	159	83	83	168	198
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	483	509	651	596	671
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	76	76	76	76	76
非流动负债合计	76	76	78	78	78
股东权益	2,341	2,567	2,839	3,207	3,659
股本	234	234	234	234	234
公积金	144	153	179	179	179
未分配利润	1,219	1,344	1,539	1,858	2,259
归属母公司权益	1,598	1,731	1,953	2,271	2,673
少数股东权益	743	836	886	936	986

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	28.39%	24.73%	25.55%	26.00%	26.00%
管理费用率	8.33%	7.82%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.06%	-0.20%	-0.78%	-0.93%	-0.90%
研发费用率	2.80%	3.62%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	11%	13%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.30	0.30	0.22	0.27	0.33
每股经营现金流	2.30	1.04	2.11	0.94	1.93
每股净资产	6.82	7.39	8.34	9.69	11.41
每股销售收入	6.51	7.68	7.76	8.95	10.55

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	42	27	19	15	12
PB	3.4	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	17.7	14.0	12.4	10.9	8.7
股息率	1.3%	1.3%	0.9%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳