

公司研究

达因药业恢复较快增长，治理结构有望逐步理顺

——山大华特（000915.SZ）2020 年年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年报，营业收入 18.21 亿元，同比+1.17%；归母净利润 2.91 亿元，同比+42.46%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比+39.06%；经营性净现金流 7.36 亿元，同比+202.02%；EPS 1.24 元；业绩基本符合预期。同时拟每股派现 0.35 元（含税）。

点评：

公司整体经营趋势向好不变，预计收入确认延后影响 Q4 业绩：公司 2020Q1-Q4 单季度分别实现收入 3.24/5.08/5.34/4.54 亿元，归母净利润 0.50/0.85/0.92/0.63 亿元，公司整体经营形势呈现逐季好转，Q4 环比下降预计与收入延后确认有关。其中核心子公司达因药业取得优异业绩，全年实现营业收入 11.24 亿元，同比+4.70%（可比口径增长 16.88%），实现净利润 5.00 亿元，大幅增长 59.99%；环保板块合计实现营业收入 3.49 亿元，同比+3.22%，卧龙学校（营业收入 2.1 亿元，净利润 2458 万元）等其他板块保持平稳。

达因药业恢复较快增长轨道，产品梯队逐渐丰富：2020 年达因执行新收入准则，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 16.88%，恢复较快增长。可比口径下，我们测算达因 Q1-Q4 单季收入分别为 2.5/3.39/3.22/3.44 亿元，净利润为 0.96/1.47/1.58/0.99 亿元，预计 Q4 还有销售收入延后确认情况，整体看随着新规划的伊可新四条软胶囊生产线，其中两条已于 2020H1 投产，未来增长有保障。此外达因药业研发投入加大，2020 年公司整体研发费用 9589 万元，大幅增长 47.34%，达因即将上市地氯雷他定口服溶液（抗过敏）、盐酸可乐定缓释片（多动症）等品种，儿童专科药物梯队逐渐丰富。

大股东增持叠加优化资产布局，治理结构有望逐步理顺：基于长期看好公司发展，华特控股于 2020 年 12 月增持山大华特股票 234 万股；同时 2020 年 10 月公告剥离新化化工，增资山大华特环保（此前将环保工程公司、环保分公司、环保科技事业部三个经营单元合并整合为新的山大华特环保）、山大华特信息（此前将信息与自动化事业部整体经营性资产注入全资子公司华特信息）两家全资子公司，公司推动产业结构的优化，进一步聚焦优势产业。我们预计公司治理架构有望逐步理顺，持续聚焦强化主业，将获得发展新动能。

盈利预测、估值与评级：维持预测 2021-2022 年 EPS 为 1.58/1.98 元，新增预测 2023 年 EPS 为 2.43 元，同比增长 27.19%/25.41%/22.84%，当前股价对应 PE 为 14/11/9 倍。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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,800	1,821	2,096	2,472	2,899
营业收入增长率	17.93%	1.17%	15.10%	17.93%	17.28%
净利润（百万元）	204	291	370	464	570
净利润增长率	57.38%	42.46%	27.19%	25.41%	22.84%
EPS（元）	0.87	1.24	1.58	1.98	2.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.79%	14.89%	16.51%	18.12%	19.31%
P/E	26	18	14	11	9
P/B	3.1	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-26

买入（维持）

当前价：22.55 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

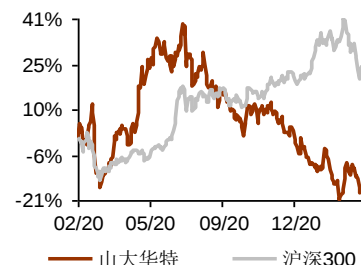
010-57378027

wangmingrui@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.34
总市值(亿元):	52.84
一年最低/最高(元):	20.00/36.16
近 3 月换手率:	52.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.01	-3.36	-37.57
绝对	-3.02	-3.88	-0.45

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-01-18）

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,800	1,821	2,096	2,472	2,899
营业成本	735	713	743	826	911
折旧和摊销	57	65	86	95	105
税金及附加	24	26	31	37	43
销售费用	445	278	346	391	455
管理费用	141	135	154	182	212
研发费用	65	96	116	143	177
财务费用	-4	-8	-19	-25	-32
投资收益	13	18	19	19	19
营业利润	414	613	770	960	1,178
利润总额	414	614	770	960	1,179
所得税	55	82	97	121	149
净利润	359	533	673	839	1,030
少数股东损益	155	242	303	375	460
归属母公司净利润	204	291	370	464	570
EPS (元)	0.87	1.24	1.58	1.98	2.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	244	736	490	661	824
净利润	204	291	370	464	570
折旧摊销	57	65	86	95	105
净营运资金增加	225	-235	359	311	353
其他	-242	615	-325	-208	-205
投资活动产生现金流	-187	-38	-285	-281	-281
净资本支出	-172	-102	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-15	64	-35	-31	-31
融资活动现金流	-135	-141	-56	-109	-136
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	-20	0	0	0
无息负债变化	26	194	-401	-285	-315
净现金流	-78	557	149	271	407

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	59.1%	60.8%	64.5%	66.6%	68.6%
EBITDA 率	25.9%	36.7%	38.4%	40.8%	42.4%
EBIT 率	22.5%	32.9%	34.3%	37.0%	38.8%
税前净利润率	23.0%	33.7%	36.8%	38.8%	40.7%
归母净利润率	11.3%	16.0%	17.6%	18.8%	19.7%
ROA	11.4%	14.4%	17.3%	19.5%	21.3%
ROE (摊薄)	11.8%	14.9%	16.5%	18.1%	19.3%
经营性 ROIC	19.5%	33.1%	29.2%	29.9%	30.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19%	21%	9%	2%	-5%
流动比率	3.47	3.43	8.75	-63.50	-7.57
速动比率	3.24	3.23	8.37	-61.52	-7.41
归母权益/有息债务	86.56	-	-	-	-
有形资产/有息债务	144.80	-	-	-	-

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,152	3,695	3,885	4,295	4,830
货币资金	954	1,492	1,641	1,912	2,319
交易性金融资产	26	0	0	0	0
应收帐款	283	244	228	215	202
应收票据	321	302	298	352	412
其他应收款 (合计)	23	10	9	8	8
存货	117	135	99	76	58
其他流动资产	18	13	-59	-158	-270
流动资产合计	1,767	2,284	2,245	2,438	2,765
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	786	905	901	915	943
在建工程	55	1	106	184	243
无形资产	166	157	203	249	293
商誉	26	26	26	26	26
其他非流动资产	32	15	19	19	19
非流动资产合计	1,385	1,411	1,639	1,857	2,065
总负债	585	760	359	74	-241
短期借款	20	0	0	0	0
应付账款	170	181	132	103	79
应付票据	0	4	1	2	2
预收账款	83	4	107	126	148
其他流动负债	0	42	-178	-479	-821
流动负债合计	509	665	257	-38	-365
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	77	84	95	106
非流动负债合计	76	95	102	112	124
股东权益	2,567	2,935	3,526	4,221	5,071
股本	234	234	234	234	234
公积金	153	164	180	180	180
未分配利润	1,344	1,554	1,826	2,145	2,535
归属母公司权益	1,731	1,953	2,240	2,560	2,950
少数股东权益	836	983	1,286	1,661	2,121

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	24.73%	15.24%	16.51%	15.82%	15.69%
管理费用率	7.82%	7.39%	7.37%	7.35%	7.33%
财务费用率	-0.20%	-0.45%	-0.90%	-1.03%	-1.12%
研发费用率	3.62%	5.27%	5.53%	5.81%	6.10%
所得税率	13%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.35	0.62	0.77	0.94
每股经营现金流	1.04	3.14	2.09	2.82	3.51
每股净资产	7.39	8.33	9.56	10.92	12.59
每股销售收入	7.68	7.77	8.94	10.55	12.37

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	26	18	14	11	9
PB	3.1	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.6	9.1	8.2	7.1	6.3
股息率	1.3%	1.6%	2.7%	3.4%	4.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
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曾与、不与、也将不会与本报告中的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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------