

华海药业(600521)

报告日期: 2021年4月26日

点评报告

公司研究
— 化学制药行业 —

证券研究报告

关注前向一体化的新增量、新动能

——华海药业 2020 年报及 2021 一季报点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 联系人: 毛雅婷
✉️ : maoyating@stocke.com.cn

报告导读

公司中短期业绩容易受到 API 订单交付波动、国内带量采购节奏和美国存量品种销售的影响,我们建议拉平看全年增速,关注新增量、新动能,及美国 FDA 审查节奏。

投资要点

□ 业绩表现: 2020 年高增长、2021Q1 增速有所波动

事件: 公司发布 2020 年报及 2021Q1 财报, 2020 年收入同比增长 20.4%、归母净利润同比增长 63.2%; 2021Q1 收入同比下降 4.7%、归母净利润同比增长 15.6%、扣非归母净利润同比下降 24%。

□ 2020 年报: 基于原料药成本&质量优势, 国内外一体化快速推进

①国内制剂: 规模效应体现、一体化优势放大, 集采模式下业绩高增长。

2020 年 20.7 亿元 (yoy+45.1%), 其中氯沙坦钾片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片年销售额均突破 5 亿元, 全年制剂销售量 86 亿片, 实现新产品上市投产 9 个、软膏剂申报生产零突破。我们分析了公司的仿制药产品梯队, 估算贡献收入的品种中, 集采品种占比较高; 在全国集采降价的情况下, 2020 年公司国内制剂业务毛利率达到 84.5% (同比增加 2.1pct), 我们认为这部分源于一体化下的成本优势, 部分源于规模效应下制造优势的放大 (“裸片的万片加工费降低 2%, 包装生产效能提升 8%”), 我们关注公司在集采中中标、放量表现, 看好国内仿制药市场竞争下, 部分品种仿制药渗透加速红利期龙头公司的利润提升空间。

②美国制剂: 国际化加速, 关注 FDA 审查进展。2020 年 10.3 亿元 (yoy-11.2%), 我们认为, 美国制剂增长压力部分源于 FDA 原料药出口禁令; 我们关注到, 年报中公司表示 “积极布局东南亚、中东、北非等市场, 在越南、柬埔寨等 5 个国家和地区完成 9 个产品注册资料的递交”, 且 “有序推进欧洲注册平台搭建”。我们认为, 公司将具有成本、质量优势的大吨位 API 品种在全球推行前向一体化, 有助于进一步放大公司在仿制药领域的全球制造优势, 我们关注公司海外销售体系搭建和仿制药产品梯队的丰富。

③原料药: 关注新品种、新增量。2020 年收入约 31 亿元 (yoy+20%)、对应毛利率约 55% (同比降低 1.1pct); 分品种看, 氯沙坦钾、厄贝沙坦和缬沙坦实现销售收入同比增长约 139%, 亚非拉市场原料药销售实现同比增长约 76%。从销售量看, 2020 年沙坦类原料药销售量同比增长 27.3%、普利类同比增长 18.4%、神经系统类同比增长 17.3%。我们认为, 从收入体量看, 公司已经处于全球原料药公司前列; 从国际化注册、品种梯队、GMP/EHS 管理角度看, 公司仍是国内的原料药龙头。根据公司年报, “全年顺利通过外部审计 146 起, 其中官方审计 30 起”, 公司接受审计数量表明, 公司原料药业务在受到 FDA 审查的影响下, 仍具有竞争力和增长潜力, 我们关注公司原料药业务的新品种、新增量。

评级

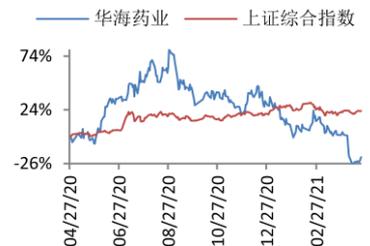
增持

上次评级 增持
当前价格 ¥ 19.95

单季度业绩

元/股

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|------|
| 3Q/2020 | 0.19 |
| 2Q/2020 | 0.26 |
| 1Q/2020 | 0.18 |
| 4Q/2019 | 0.05 |



公司简介

华海药业是国内特色原料药行业的龙头企业, 在制剂出口以及国际化发展领域走在了国内医药行业的前列。

相关报告

- 1《华海药业 2020 年业绩快报及 2021Q1 业绩预告点评: 短期有波动, 中期看催化》2021.04.11
- 2《华海药业深度报告: 制剂出口龙头成长的时间与空间》2020.11.12

□ 新增量：关注国内集采中标、FDA 检查和 API 新品种落地

①**国内制剂**：根据公司年报，2020 年伏立康唑片全国医疗机构采购量约 66 万片、缬沙坦片约 5200+ 万片；我们看好公司在 2020 年下半年集采中标品种持续放量、2021 年上半年中标品种（伏立康唑片）贡献新增量、2021 年中旬集采中有望参与品种（如阿立哌唑片、利伐沙班片等公司已上报一致性评价品种）贡献今年下半年及明年增速。

②**美国制剂**：根据公司年报，2020 年公司共有 2 个制剂产品获得 FDA 批准，完成 5 个产品的 ANDA 申报，另有 36 个在研项目有序推进，我们关注 FDA 检查进展，看好美国制剂出口的拓展空间。

③**原料药**：2020 年公司通过国内审评审批原料药 2 个，主流国家新注册申报 8 个（包括 FDA 1 个，CEP 2 个，中国 5 个）。我们认为，合规产能、国际注册、GMP/EHS 管理是原料药公司的重要竞争力，我们看好公司新品种、新增量。

□ 新动能：创新管线持续推进，预期研发费用率有所增加

根据公司 2020 年报，“全年获得包括全球首创双靶点抗肿瘤药新药（HB0025）在内的临床批件 9 个；顺利启动 2 个单抗创新药（HOT1030 和 HB0017）的 I 期临床研究；并启动 4 个生物新药研究”；创新药方面，“完成了 2 个新产品的立项”。我们预期 2021 年研发费用率可能有所增加，但为公司长期发展奠定空间。

□ 盈利预测及估值

考虑到公司带量采购中标品种放量节奏、API 新品种增量空间、美国出口禁令解除后 2022 年向上的弹性，以及股权投资带来的投资收益，暂不考虑 2021 年第五轮全国集采中标品种的利润贡献，我们预计 2021-2022 年公司净利润同比增长 34.8% 和 28.9%；考虑到公司刚发布股权激励计划，我们预期 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.77、0.99 与 1.25 元/股。如果 2021 年第二轮集采中标品种增多或美国 FDA 审查速度快于预期，2022-2023 年公司利润增速有望超我们的预期，维持“增持”评级。

□ 风险提示

核心品种集采流标风险；FDA 检查进度慢于预期的风险；海外诉讼赔偿高于预期的风险；出口锁汇带来的业绩波动性风险；生产质量管理风险等。

财务摘要

| （百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 6485 | 8269 | 10687 | 13519 |
| (+/-) | 20.36% | 27.50% | 29.25% | 26.50% |
| 净利润 | 930 | 1254 | 1615 | 2041 |
| (+/-) | 63.24% | 34.83% | 28.86% | 26.37% |
| 每股收益（元） | 0.64 | 0.77 | 0.99 | 1.25 |
| P/E | 34.92 | 25.90 | 20.10 | 15.90 |

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|--------|-------|-------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 6523 | 8563 | 9842 | 11850 |
| 现金 | 2212 | 3462 | 3361 | 3679 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 1670 | 1770 | 2142 | 2663 |
| 其它应收款 | 40 | 8 | 11 | 14 |
| 预付账款 | 68 | 78 | 102 | 130 |
| 存货 | 2368 | 3101 | 4061 | 5205 |
| 其他 | 165 | 144 | 166 | 159 |
| 非流动资产 | 6468 | 6789 | 7510 | 8177 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 445 | 445 | 445 | 445 |
| 固定资产 | 3209 | 3849 | 4456 | 5027 |
| 无形资产 | 807 | 849 | 896 | 962 |
| 在建工程 | 1157 | 972 | 981 | 987 |
| 其他 | 849 | 674 | 731 | 755 |
| 资产总计 | 12991 | 15351 | 17352 | 20027 |
| 流动负债 | 2891 | 3759 | 4072 | 4589 |
| 短期借款 | 1005 | 1614 | 1345 | 1321 |
| 应付款项 | 894 | 868 | 1137 | 1457 |
| 预收账款 | 0 | 157 | 203 | 257 |
| 其他 | 992 | 1120 | 1387 | 1554 |
| 非流动负债 | 3376 | 3376 | 3362 | 3371 |
| 长期借款 | 1326 | 1326 | 1326 | 1326 |
| 其他 | 2049 | 2049 | 2036 | 2045 |
| 负债合计 | 6267 | 7135 | 7435 | 7961 |
| 少数股东权益 | 211 | 277 | 362 | 470 |
| 归属母公司股东权 | 6513 | 7939 | 9555 | 11596 |
| 负债和股东权益 | 12991 | 15351 | 17352 | 20027 |
| 现金流量表 | | | | |
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 1555 | 934 | 1197 | 1518 |
| 净利润 | 995 | 1320 | 1701 | 2149 |
| 折旧摊销 | 473 | 223 | 264 | 304 |
| 财务费用 | 265 | 131 | 123 | 114 |
| 投资损失 | 22 | (80) | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 176 | (80) | 54 | 36 |
| 其它 | (376) | (579) | (943) | (1085) |
| 投资活动现金流 | (1358) | (568) | (948) | (957) |
| 资本支出 | (563) | (635) | (835) | (835) |
| 长期投资 | (99) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (695) | 68 | (113) | (122) |
| 筹资活动现金流 | 596 | 883 | (350) | (243) |
| 短期借款 | (413) | 609 | (268) | (24) |
| 长期借款 | 147 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 862 | 274 | (82) | (219) |
| 现金净增加额 | 794 | 1250 | (101) | 318 |

| 利润表 | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 6485 | 8269 | 10687 | 13519 |
| 营业成本 | 2352 | 3101 | 4061 | 5205 |
| 营业税金及附加 | 65 | 83 | 107 | 135 |
| 营业费用 | 996 | 1240 | 1550 | 1893 |
| 管理费用 | 1084 | 1530 | 1870 | 2366 |
| 研发费用 | 566 | 786 | 1015 | 1284 |
| 财务费用 | 265 | 131 | 123 | 114 |
| 资产减值损失 | 62 | 98 | 102 | 121 |
| 公允价值变动损益 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 投资净收益 | (22) | 80 | 0 | 0 |
| 其他经营收益 | 165 | 192 | 178 | 185 |
| 营业利润 | 1287 | 1621 | 2086 | 2634 |
| 营业外收支 | (71) | (8) | (8) | (8) |
| 利润总额 | 1215 | 1613 | 2078 | 2626 |
| 所得税 | 221 | 293 | 377 | 477 |
| 净利润 | 995 | 1320 | 1701 | 2149 |
| 少数股东损益 | 65 | 66 | 85 | 107 |
| 归属母公司净利润 | 930 | 1254 | 1615 | 2041 |
| EBITDA | 1737 | 1966 | 2464 | 3044 |
| EPS (最新摊薄) | 0.45 | 0.77 | 0.99 | 1.25 |
| 主要财务比率 | | | | |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 20.36% | 27.50% | 29.25% | 26.50% |
| 营业利润 | 31.71% | 25.99% | 28.71% | 26.26% |
| 归属母公司净利润 | 63.24% | 34.83% | 28.86% | 26.37% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 63.73% | 62.50% | 62.00% | 61.50% |
| 净利率 | 15.34% | 15.96% | 15.91% | 15.89% |
| ROE | 14.87% | 16.78% | 17.82% | 18.57% |
| ROIC | 11.53% | 12.69% | 14.26% | 15.42% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 48.24% | 46.48% | 42.85% | 39.75% |
| 净负债比率 | 39.17% | 46.20% | 41.27% | 36.93% |
| 流动比率 | 2.26 | 2.28 | 2.42 | 2.58 |
| 速动比率 | 1.44 | 1.45 | 1.42 | 1.45 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.55 | 0.58 | 0.65 | 0.72 |
| 应收帐款周转率 | 4.38 | 4.74 | 5.26 | 5.32 |
| 应付帐款周转率 | 6.12 | 6.52 | 6.30 | 6.24 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.64 | 0.77 | 0.99 | 1.25 |
| 每股经营现金 | 1.07 | 0.57 | 0.74 | 0.93 |
| 每股净资产 | 4.31 | 4.88 | 5.87 | 7.13 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 34.92 | 25.90 | 20.10 | 15.90 |
| P/B | 4.46 | 4.09 | 3.40 | 2.80 |
| EV/EBITDA | 28.57 | 16.57 | 13.21 | 10.58 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>