

2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩高增长，股权激励彰显公司信心  
买入（维持）

2021 年 04 月 28 日

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  
zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,485	8,074	10,190	12,706
同比（%）	20.4	24.5	26.2	24.7
归母净利润（百万元）	930	1,209	1,530	1,914
同比（%）	63.2%	30.0%	26.6%	25.1%
每股收益（元/股）	0.64	0.83	1.05	1.32
P/E（倍）	34.17	26.28	20.76	16.60

投资要点

- **事件：**公司 2020 年全年实现收入 64.85 亿元，同比增长 20.36%；归母净利润 9.30 亿元，同增长 63.24%；扣非归母净利润 8.16 亿元，同比增长 81.38%；经营性现金流 15.55 亿元，同比减少 11.32%；2021 年一季度公司实现收入 14.97 亿元，同比减少 4.69%；归母净利润 2.55 亿元，同比增长 15.6%；扣非归母净利润 1.50 亿元，同比减少 23.98%。
- **2020 年业绩高增长，原料药制剂一体化龙头优势显著。**公司 2020 年 Q4 单季度实现营收 16.15 亿元(+17.30%，括号内为同比增速，下同)，实现归母净利润 8928 万元(+54.45%)，全年业绩较我们的预期略低。分业务看，2020 年公司实现原料药产品收入 31.02 亿元(+25.12%)，其中心血管类原料药收入 19.36 亿元(+34.86%)，神经系统原料药收入 7.66 亿元(+2.33%)；实现制剂产品收入 30.98 亿元(+19.89%)，其中心血管制剂收入 17.53 亿元(+59.08%)，神经系统类制剂 9.11 亿元(+9.14%)。尤其在制剂生产方面，公司全年实现产量 86 亿片，实现裸片的万片加工费降低 2%，包装生产效能提升 8%。公司原料药制剂一体化优势不断凸显。
- **海外具有出口优势，国内显著受益集采，公司制剂有望持续放量。**华海药业制剂主要品种包括缬沙坦片、氯沙坦钾片、盐酸帕罗西汀片等；原料药方面，公司是全球主要的普利类和沙坦类原料药供应商。海外市场方面，截止 2020 年末，公司自主拥有美国 ANDA 文号 66 个，其中 10 多个产品在美国市场占有率名列前茅。而在国内市场，公司制剂通过集采，产品加速国内市场放量，2020 年氯沙坦钾片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片年销售额均突破 5 亿元。随着后续国家集采的常态化，公司有望持续增加制剂产品渗透率。
- **公布股权激励计划，显示长期稳健发展信心。**公司公告 2021 年股权激励计划草案，拟对总计 625 人授予限制性股票 4565 万股，占公告前总股本的 3.14%，业绩考核目标为以 2020 年净利润为基数，未来三年净利润复合增长率不低于 20%。此次股权激励授予对象广泛，有助于核心人员的利益绑定，同时显示公司对业绩长期稳健发展的信心。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司制剂与 API 放量略低于我们的预期，我们将公司 2021-2022 年归母净利润 16.16/21.01 亿元的盈利预测，下调至 12.09/15.30 亿元，预计 2023 年归母净利润为 19.14 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 26/21/17 倍，考虑到公司归母净利润未来三年复合增速有望达 27%，长期发展空间广阔，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料药价格波动、后续集采放量不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.84
一年最低/最高价	18.23/45.70
市净率(倍)	4.70
流通 A 股市值(百万元)	31768.64

基础数据

每股净资产(元)	4.48
资产负债率(%)	46.09
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）：Q3 业绩符合预期，全年高增可期》2020-10-20
- 2、《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)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>6,523</b>	<b>8,351</b>	<b>8,462</b>	<b>10,253</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,485</b>	<b>8,074</b>	<b>10,190</b>	<b>12,706</b>
现金	2,212	2,337	1,520	1,003	减:营业成本	2,352	3,125	3,954	4,981
应收账款	1,670	2,014	2,635	3,162	营业税金及附加	65	87	107	132
存货	2,368	3,723	3,984	5,726	营业费用	996	1,235	1,549	1,919
其他流动资产	273	278	323	362	管理费用	1,649	2,051	2,542	3,151
<b>非流动资产</b>	<b>6,468</b>	<b>7,264</b>	<b>8,408</b>	<b>9,665</b>	研发费用	566	702	866	1,055
长期股权投资	445	460	474	507	财务费用	265	206	240	226
固定资产	3,209	3,929	4,808	5,762	资产减值损失	33	41	51	64
在建工程	1,157	1,220	1,339	1,485	加:投资净收益	-22	-19	-20	-21
无形资产	1,186	1,290	1,388	1,503	其他收益	146	229	198	191
其他非流动资产	470	365	399	409	资产处置收益	19	6	8	11
<b>资产总计</b>	<b>12,991</b>	<b>15,616</b>	<b>16,871</b>	<b>19,918</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,287</b>	<b>1,651</b>	<b>2,071</b>	<b>2,573</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,891</b>	<b>4,261</b>	<b>4,103</b>	<b>5,478</b>	加:营业外净收支	-71	-71	-71	-71
短期借款	1,005	1,005	1,005	1,005	<b>利润总额</b>	<b>1,215</b>	<b>1,580</b>	<b>2,000</b>	<b>2,501</b>
应付账款	894	1,054	1,331	1,731	减:所得税	221	287	363	454
其他流动负债	992	2,203	1,768	2,742	少数股东损益	65	84	107	133
<b>非流动负债</b>	<b>3,376</b>	<b>3,628</b>	<b>3,695</b>	<b>3,612</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>930</b>	<b>1,209</b>	<b>1,530</b>	<b>1,914</b>
长期借款	2,921	2,659	2,447	2,154	EBIT	1,403	1,665	2,087	2,600
其他非流动负债	455	969	1,248	1,457	EBITDA	1,876	2,125	2,689	3,373
<b>负债合计</b>	<b>6,267</b>	<b>7,889</b>	<b>7,798</b>	<b>9,090</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	211	295	402	535	每股收益(元)	0.64	0.83	1.05	1.32
归属母公司股东权益	6,513	7,431	8,670	10,293	每股净资产(元)	4.31	4.94	5.80	6.91
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,991</b>	<b>15,616</b>	<b>16,871</b>	<b>19,918</b>	发行在外股份(百万股)	1455	1455	1455	1455
					ROIC(%)	14.4%	14.1%	14.4%	15.2%
					ROE(%)	14.8%	16.7%	18.0%	18.9%
					毛利率(%)	63.7%	61.3%	61.2%	60.8%
					销售净利率(%)	14.3%	15.0%	15.0%	15.1%
					资产负债率(%)	48.2%	50.5%	46.2%	45.6%
					收入增长率(%)	20.4%	24.5%	26.2%	24.7%
					净利润增长率(%)	63.9%	30.0%	26.6%	25.1%
					P/E	34.17	26.28	20.76	16.60
					P/B	5.06	4.42	3.77	3.16
					EV/EBITDA	18.19	16.41	13.38	10.87

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>