

## 公司研究

## 增长动力仍强劲，股权激励振人心

——华海药业（600521.SH）2020 年年报&amp;2021 年一季报&amp;2021 年股权激励计划点评

## 买入（维持）

当前价：21.72 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S09305171110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

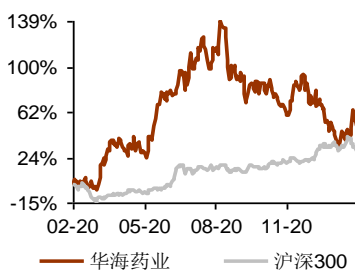
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	14.55
总市值(亿元):	315.94
一年最低/最高(元):	18.23/45.70
近3月换手率:	68.45%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.82	-20.76	-14.22
绝对	-12.91	-19.85	-13.31

资料来源：Wind

## 相关研报

20Q1~3 业绩符合预期，长期增长动力强劲——华海药业（600521.SH）2020 年三季报点评（2020-10-20）

20H1 业绩符合预期，国内制剂及原料药销售大增——华海药业（600521.SH）2020 年中报点评（2020-09-01）

20H1 业绩超预期，经营情况继续向好——华海药业（600521.SH）2020 年中期预告点评（2020-07-20）

## 要点

## 事件：

1) 公司发布 2020 年年报，实现营业收入 64.85 亿元（+20.36% YOY），实现归母净利润 9.30 亿元（+63.24% YOY），实现扣非归母净利润 8.16 亿元（+81.38% YOY），业绩低于市场预期。2) 公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 14.97 亿元（-4.69% YOY），实现归母净利润 2.55 亿元（+15.6% YOY），实现扣非归母净利润 1.50 亿元（-23.98% YOY），业绩低于市场预期。3) 公司发布 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟向 625 名激励对象授予限制性股票数量为 4565 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 3.138%；其中，首次授予 4065 万股，预留 500 万股。业绩考核目标为以 2020 年净利润为基数，未来三年净利润增长率不低于 20%/44%/73%。

**2020 年业绩实现快速增长，各业务线推进良好。**2020 年，公司实现营业收入 64.85 亿元（+20.36% YOY），实现归母净利润 9.30 亿元（+63.24% YOY），业绩实现了快速增长，主要由于随集采推进，国内制剂产品的市场覆盖率快速提升，从而大幅增加国内制剂销售，沙坦类原料药产品 CEP 证书恢复带动公司原料药业务销售大幅增加；但是，公司业绩低于市场预期，主要由于沙坦类原料药降价以及汇兑损失等影响。2020 年，公司毛利率为 63.73%（+3.19pp YOY），毛利率提升主要由于高毛利率的国内制剂销售占比增加，规模效应摊薄了生产成本。2020 年，公司各业务线推进良好，**1) 国内制剂：**实现营业收入 20.70 亿元（+84.49% YOY），毛利率为 84.49%（+2.11pp YOY），实现快速增长，主要由于公司制剂产品集采中标带来巨大增量。公司的氯沙坦钾片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片年销售额突破 5 亿元。缬沙坦片等 3 个品种顺利中标国家第三批集采，有效保障集采供应。**2) 国外制剂：**实现营业收入 10.28 亿元（-11.22% YOY），毛利率为 51.47%（+6.11pp YOY），海外制剂销售有所下滑，主要由于受到美国 FDA 禁令和新冠疫情等多重影响。公司 10 多个产品在美国的市场占有率排名居前。公司的制剂国际业务部积极布局东南亚、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。日本公司积极推进产品国内引进业务。欧洲公司有序推进欧洲注册平台搭建，有效维护了与欧盟官方的沟通渠道，公司全球业务稳步推进。**3) 原料药：**实现营业收入 31.02 亿元（+25.12% YOY），报告期内，公司沙坦类原料药恢复欧盟 CEP 证书，精耕重点客户，开辟新兴市场，拓展新客户。其中，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%

**增长动力强劲，期待新产品迭代放量。**21Q1，公司实现营业收入 14.97 亿元（-4.69% YOY），实现归母净利润 2.55 亿元（+15.6% YOY），实现扣非归母净利润 1.50 亿元（-23.98% YOY），业绩低于市场预期，主要由于，**1) 原料药：**沙坦类原料药降价，去年同期海外客户受疫情影响加大备货带来高基数效应；**2) 海外制剂：**美国制剂销售下降 30%-40%，主要由于去年同期客户加大备货等因素；**3) 国内制剂：**精神类产品增长未达预期。需要注意的是公司 21Q1 业绩低于预期更多的是暂时性因素，公司全年预算目标没有发生改变。公司积极加大原料药和国内外制剂产品的研发申报工作，增长动力强劲。**1) 国内制剂：**2020 年，获得新产品生产批件 8 个，1 个产品通过药品一致性评价，完成新产品申报 10 个，开展 BE 试验 9 个；**2) 美国制剂：**2020 年，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；**3) 原料药：**国内获批 2 个品种，海外新注册申报 8 个（包括 FDA 1 个，CEP 2 个，中国 5 个）。公司后续新产品迭代放量值得期待。

**2021 年股权激励计划公布，激发员工动力。**公司发布 2021 年股权激励计划，拟向激励对象授予限制性股票数量为 4565 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 3.138%，其中首次授予 4065 万股（占总股本 2.795%），预留 500 万股（占总股本 0.344%）。激励对象包括董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术人员在内的 625 人。授予价格为 10.21 元/股，授予对象平均股权价值约为 75 万元，激励力度较大。业绩考核目标为以 2020 年净利润为基数，未来三年净利润增长率不低于 20%/44%/73%（CAGR 20%），需要注意的是“净利润”指扣除非经常性损益且剔除股权激励费用的净利润。我们认为，公司推出股权激励计划彰显了公司业绩信心，同时也激发了员工动力。

**股份回购彰显公司业绩信心。**公司发布公告，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，资金总额不低于 1 亿元且不超过 2 亿元，回购价格不超过 25 元/股（含），本次回购的股份将用于实施员工持股计划或股权激励，其中回购股份资金的 30%用于员工持股计划，70%用于股权激励计划。我们认为，本次股份回购彰显了公司的业绩信心。

**盈利预测、估值与评级：**公司是国内原料药行业的龙头，但考虑到其沙坦类原料药产品降价，研发支出加大以及美国 FDA 禁令解除的不确定性，我们下调公司 21-22 年净利润至 12.61 亿元（下调 20.42%）/16.06 亿元（下调 20.56%），新增 2023 年净利润为 19.41 亿元，分别同比增长 36%/27%/21%，对应 21-23 年 EPS 为 0.87/1.10/1.33 元，现价对应 21-23 年 PE 为 25/20/16 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**集采降价幅度超出预期，后续集采中标情况不及预期，原料药恢复情况不及预期，竞争加剧带来的原料药价格大幅下降。

**表 1：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）	5,388	6,485	8,115	9,959	12,057
营业收入增长率	5.76%	20.36%	25.12%	22.73%	21.07%
净利润（百万元）	570	930	1,261	1,606	1,941
净利润增长率	429.78%	63.24%	35.58%	27.36%	20.90%
EPS（元）	0.43	0.64	0.87	1.10	1.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.15%	14.28%	16.85%	18.57%	19.36%
P/E	50	34	25	20	16
P/B	5.1	4.9	4.2	3.7	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,388	6,485	8,115	9,959	12,057
营业成本	2,126	2,352	2,923	3,557	4,286
折旧和摊销	411	471	548	594	652
税金及附加	58	65	87	104	126
销售费用	961	996	1,206	1,430	1,647
管理费用	896	1,084	1,437	1,813	2,232
研发费用	467	566	789	1,028	1,317
财务费用	180	265	138	144	168
投资收益	-18	-22	0	0	0
营业利润	824	1,287	1,680	2,069	2,476
利润总额	761	1,215	1,529	1,974	2,371
所得税	154	221	268	368	429
净利润	607	995	1,261	1,606	1,941
少数股东损益	37	65	0	0	0
归属母公司净利润	570	930	1,261	1,606	1,941
EPS(按最新股本计)	0.43	0.64	0.87	1.10	1.33

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,754	1,555	767	1,516	1,729
净利润	570	930	1,261	1,606	1,941
折旧摊销	411	471	548	594	652
净营运资金增加	424	306	1,489	1,318	1,583
其他	350	-151	-2,531	-2,001	-2,448
投资活动产生现金流	-791	-1,358	-272	-1,288	-1,265
净资本支出	-790	-1,244	-179	-971	-960
长期投资变化	346	445	-200	-200	-200
其他资产变化	-347	-559	107	-117	-105
融资活动现金流	-400	596	-545	263	95
股本变化	72	132	0	0	0
债务净变化	-245	742	-198	756	720
无息负债变化	-965	574	365	267	605
净现金流	591	709	-51	491	559

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	60.5%	63.7%	64.0%	64.3%	64.5%
EBITDA 率	29.7%	32.0%	30.4%	28.4%	27.9%
EBIT 率	22.0%	24.7%	23.7%	22.5%	22.4%
税前净利润率	14.1%	18.7%	18.8%	19.8%	19.7%
归母净利润率	10.6%	14.3%	15.5%	16.1%	16.1%
ROA	5.7%	7.7%	8.9%	9.8%	10.2%
ROE (摊薄)	10.2%	14.3%	16.8%	18.6%	19.4%
经营性 ROIC	10.9%	13.4%	14.5%	14.5%	15.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	46%	48%	46%	46%	46%
流动比率	1.57	2.26	2.86	2.62	2.44
速动比率	0.91	1.44	1.76	1.59	1.50
归母权益/有息债务	1.70	1.61	1.94	1.88	1.88
有形资产/有息债务	2.90	2.85	3.31	3.23	3.29

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,729	12,991	14,128	16,314	19,019
货币资金	1,504	2,212	2,161	2,653	3,211
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,289	1,670	2,344	2,611	3,248
应收票据	0	0	22	9	15
其他应收款 (合计)	21	40	50	53	71
存货	2,217	2,368	3,061	3,699	4,434
其他流动资产	189	163	245	337	442
流动资产合计	5,267	6,523	7,961	9,453	11,537
其他权益工具	8	8	8	8	8
长期股权投资	346	445	645	845	1,045
固定资产	2,873	3,209	3,041	3,046	3,049
在建工程	930	1,157	973	1,202	1,374
无形资产	648	807	840	873	905
商誉	71	71	71	71	71
其他非流动资产	10	17	99	191	296
非流动资产合计	5,463	6,468	6,167	6,861	7,482
总负债	4,951	6,267	6,434	7,456	8,781
短期借款	1,417	1,005	165	968	1,514
应付账款	377	392	539	626	753
应付票据	201	502	411	532	719
预收账款	107	0	81	99	80
其他流动负债	0	2	2	2	2
流动负债合计	3,357	2,891	2,780	3,611	4,731
长期借款	1,179	1,326	1,426	1,526	1,626
应付债券	0	1,595	1,843	1,843	1,843
其他非流动负债	296	303	385	477	582
非流动负债合计	1,594	3,376	3,653	3,846	4,051
股东权益	5,779	6,724	7,694	8,858	10,237
股本	1,322	1,455	1,455	1,455	1,455
公积金	1,680	1,639	1,765	1,767	1,767
未分配利润	2,591	3,176	4,019	5,181	6,560
归属母公司权益	5,610	6,513	7,483	8,647	10,026
少数股东权益	169	211	211	211	211

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	17.83%	15.36%	14.86%	14.36%	13.66%
管理费用率	16.62%	16.71%	17.71%	18.21%	18.51%
财务费用率	3.35%	4.08%	1.70%	1.44%	1.39%
研发费用率	8.67%	8.72%	9.72%	10.32%	10.92%
所得税率	20%	18%	18%	19%	18%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.20	0.30	0.39	0.47
每股经营现金流	1.33	1.07	0.53	1.04	1.19
每股净资产	4.24	4.48	5.14	5.94	6.89
每股销售收入	4.07	4.46	5.58	6.85	8.29

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	50	34	25	20	16
PB	5.1	4.9	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	20.0	17.0	14.3	12.6	10.8
股息率	0.9%	0.9%	1.4%	1.8%	2.2%

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE