

公司研究

维生素有望再迎景气周期，医药业务打开公司成长空间

——浙江医药（600216.SH）跟踪报告

买入（维持）

当前价：17.80元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebcn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.65
总市值(亿元):	171.79
一年最低/最高(元):	12.38/20.27
近3月换手率:	193.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.35	26.44	-16.93
绝对	19.48	28.77	-6.36

资料来源：Wind

相关研报

维生素行业景气上行，高壁垒抗菌新品打开成长空间——浙江医药（600216.SH）产品中标和注册公告点评（2021-06-28）

业绩基本符合预期，持续关注公司医药业务进展——浙江医药（600216.SH）2020年三季报点评（2020-10-23）

业绩符合预期，持续看好公司维生素业务，关注公司医药业务进展——浙江医药（600216.SH）2020年半年报点评（2020-08-26）

要点

维生素价格维持高位，行业高景气推动公司业绩放量：VA、VE行业集中度较高，VA方面，20年新和成、帝斯曼的市占率分别达到27%和22%；VE方面，帝斯曼、新和成、浙江医药、巴斯夫等主要生产商20年市占率超过87%。由于维生素供给端呈现寡头垄断格局，因此供给端的变化往往成为了维生素价格波动的主要推动力。例如，2014-2015年能特科技中间体外售叠加VE产能过剩致使VE价格一路下跌；2017年巴斯夫柠檬醛工厂爆炸造成了VA中间体紧缺，推动价格上涨。20年以来，受疫情封锁影响，维生素生产与运输受阻，同时巴斯夫部分产线检修和发生事故，加之能特与DSM合资工厂推迟复工，维生素A、E生产受到较大冲击，维生素价格持续上涨。21年，复产规模持续低于预期，行业库存日渐紧俏；同时，龙头企业可能在下半年面临停产检修，VA、VE供给或将进一步紧缩。需求方面，上半年生猪和能繁母猪存栏量持续走高，养殖行业对上游产品需求旺盛，维生素有望再次迎来景气上行周期。VA和VE21年Q1价格上升较快，Q2出现分化，VA出现一定程度回落而VE价格持续攀升。2020年公司营收结构中VA板块占15%，VE板块占29%，VE维生素营收占比较高且价格稳中有升，行业维持了高景气度，而VA价格下行空间有限，公司21年业绩有望持续放量。

技改+转型综合医药企业持续推进，周期性波动有望降低：公司历年来营业收入和归母净利润逐年波动较大，2017年净利润同比增速经历了较大幅度回落而2018年开始反弹回升，主要由公司主营产品维生素下游养殖需求波动较大导致。而毛利率走势向好且较为稳定，主要源于公司维生素技改的成功使得产品成本降低，且行业格局逐年改善，维生素板块盈利能力得到保障。2017-2020年研发费用率逐年提升，从2.58亿提升到5.46亿，这与公司转型成为综合医药企业的战略目标有关，在创新药领域的投入持续加大。维生素板块盈利能力的提升和未来创新药研发成果的逐步落地，将降低公司业绩的周期性波动，从而有利于估值的提升。

子公司新码生物完成A轮融资，ADC临床研发进程加速：3月18日，浙江医药子公司新码生物宣布获得4.15亿元的A轮融资，投资者包括礼来亚洲基金和经纬中国等顶级战略投资者，表明新码生物产品潜力在一级资本市场获得高度认可。融资将用于支持公司核心产品ARX788的临床开发及商业化准备、产品线拓展和自主创新技术平台建设，ADC临床研究有望加速，未来产品落地前景可期。

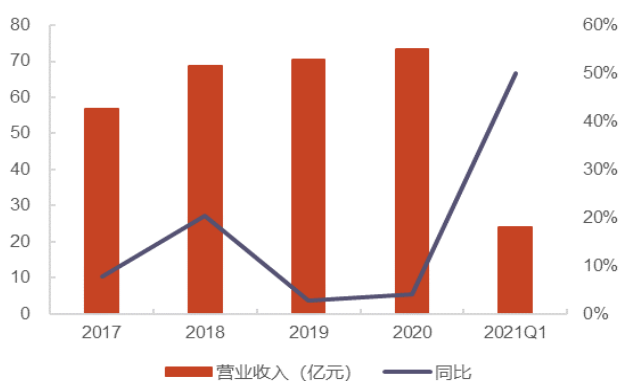
创新药产品ARX788临床进展顺利，有望进军千亿市场：2月24日，浙江医药公告创新药产品ARX788收到国家药品监督管理局核准签发的《药物临床试验批准通知书》。重组人源化抗HER2单抗-AS269偶联注射液（ARX788）是新一代单克隆抗体偶联药物，用于治疗HER2阳性晚期乳腺癌和胃癌等，属于创新生物技术药物。截至2020年底，公司ARX788项目已累计投入研发费用3.45亿元，属于公司重磅研发项目。根据EVALUATEPHARMA数据，2018年HER2靶点抗肿瘤市场全球销售额达110.7亿美元，并预计2024年可增长至156亿美元。相关产品若成功上市，公司将正式进军靶点抗癌药物的千亿市场。

新注册产品中标集中采购，医药产品布局加速落地：公司2020年米格列醇片销售收入为1.71亿元，占营收2.33%；乳酸左氧氟沙星制剂系列销售收入为7.49亿元，占营收10.23%。两款产品分别于2020年4月和2021年6月通过一致性评价。新注册产品获得集中采购，彰显出公司优秀的研发实力和市场认可度。目前两款产品尚未签订采购合同，若后续合同签订顺利，将提高公司市场占有率和品牌影响力，增厚医药制造板块收入。

高壁垒新品密集获批上市，成长空间不断打开：6月份公司3款新品密集获批上市，6月15日公司发布公告称注射用盐酸万古霉素通过仿制药一致性评价，万古霉素是由东方链霉菌菌株产生的糖肽类窄谱抗生素，主要对革兰氏阳性菌有效，通过抑制细菌细胞壁的合成而发挥速效杀菌作用，不与青霉素类竞争结合部位，细菌对其不易产生耐药性。目前注射用盐酸万古霉素国内批准生产企业仅有丽珠集团、浙江正海药业、浙江医药3家；6月22日公司发布公告苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液和左氧氟沙星氯化钠注射液获得药品注册证书。奈诺沙星是一种新型无氟喹诺酮类抗生素，口服与注射剂型兼具，不易产生耐药性菌株，降低了氟相关的不良反应，同时增强了对革兰阳性菌的抗菌活性。目前大陆境内仅有浙江医药获批苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液；而左氧氟沙星氯化钠注射液目前则有8家国内生产企业获批。三款新品市场广阔且具备相当的技术壁垒，国内竞争格局良好。高壁垒新品的不断推出，丰富了公司的产品布局，将打开广阔的成长空间。

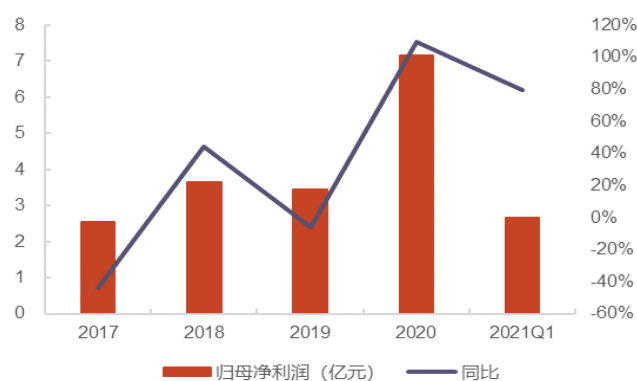
持股钠创新能源，进军钠离子电池领域：公司于2018年5月参与成立浙江钠创新能源有限公司，并持股40%。钠创新能源是国内领先的钠离子生产企业，目前钠创新能源钠离子电池产品正在中试及推广合作中，其他规划也正在进行。钠离子电池，是一种二次电池（充电电池），主要依靠钠离子在正极和负极之间移动来工作，与锂离子电池工作原理相似。钠离子电池技术不仅满足新能源领域低成本、长寿命和高安全性能等要求，又由于钠离子电池的钠资源储量丰富、分布广泛、价格低廉、环境友好、较好的功率特性、宽温度范围适应性、安全性能好和兼容锂离子电池现有生产设备的优势等众多优点，在一定程度上可以缓解锂资源短缺引发的储能电池发展受限问题，是锂离子电池的优秀替代品。同时还可以替代铅酸电池。现今，通过世界各个研究组的努力，钠离子电池在电极材料、电解质材料、表征分析、储钠机制探索和电芯技术等方面不断取得突破，与钠离子电池相关的文章发表和专利的申请数量大幅增加。我国钠离子电池领域快速发展，已经初步取得了重要进展，未来我国钠离子电池市场发展空间可期。

图 1：浙江医药 2017-2021Q1 营业收入



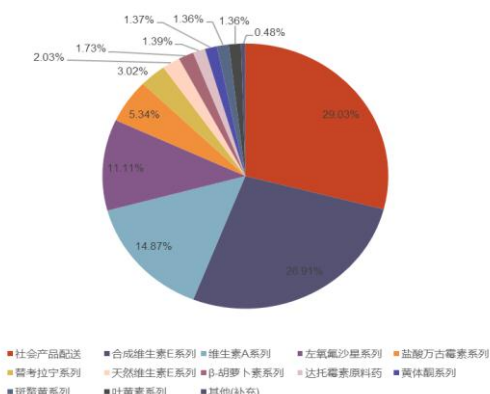
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：浙江医药 2017-2021Q1 净利润



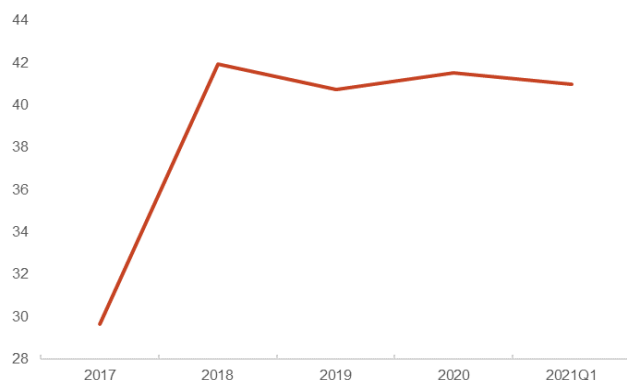
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 3：2020 年浙江医药主营业务收入占比



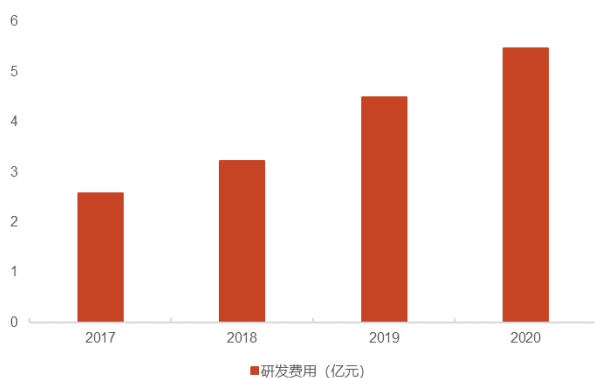
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：浙江医药 2017-2021Q1 毛利率 (%)



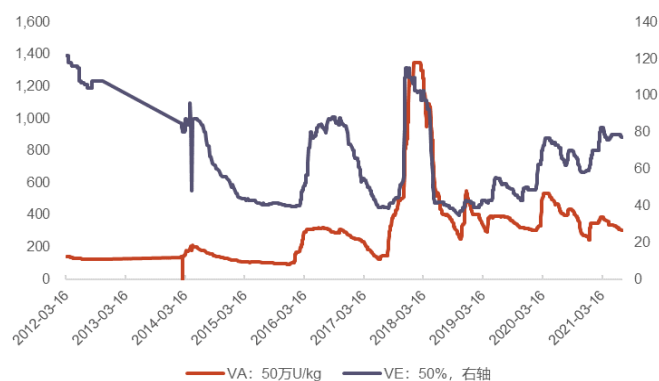
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：浙江医药 2017-2020 研发费用



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：VA 和 VE 价格 (元/KG)



资料来源：iFnd，光大证券研究所整理 注：数据截至 2021.7.16

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 12.39/16.13/17.36 亿元，折合 EPS 分别为 1.28/1.67/1.80 元，维持“买入”评级。

风险提示：新增产能投放进度不及预期，全球经济复苏不及预期，国际原油价格波动，环保政策风险。

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)	7,044	7,327	9,529	10,241	11,346
营业收入增长率	2.70%	4.02%	30.06%	7.47%	10.79%
净利润 (百万元)	343	717	1,239	1,613	1,736
净利润增长率	-5.97%	109.29%	72.75%	30.15%	7.66%
EPS (元)	0.36	0.74	1.28	1.67	1.80
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.36%	9.35%	14.26%	16.28%	15.62%
P/E	50	24	14	11	10
P/B	2.2	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,044	7,327	9,529	10,241	11,346
营业成本	4,173	4,283	4,984	5,018	5,716
折旧和摊销	488	504	503	540	584
税金及附加	70	73	95	102	113
销售费用	1,587	1,167	1,929	2,004	2,108
管理费用	389	377	510	547	599
研发费用	450	546	589	684	768
财务费用	-3	70	52	68	75
投资收益	34	120	120	120	120
营业利润	409	883	1,556	2,038	2,197
利润总额	397	851	1,524	2,006	2,166
所得税	106	191	343	451	487
净利润	292	660	1,182	1,555	1,679
少数股东损益	-51	-58	-58	-58	-58
归属母公司净利润	343	717	1,239	1,613	1,736
EPS(元)	0.36	0.74	1.28	1.67	1.80

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	447	1,257	875	1,806	1,917
净利润	343	717	1,239	1,613	1,736
折旧摊销	488	504	503	540	584
净营运资金增加	244	-224	1,202	365	516
其他	-628	260	-2,070	-711	-920
投资活动产生现金流	-618	-238	-817	-880	-980
净资本支出	-571	-508	-900	-1,000	-1,100
长期投资变化	13	38	0	0	0
其他资产变化	-60	233	83	120	120
融资活动现金流	-63	-627	432	-508	-67
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	155	301	696	-46	525
无息负债变化	-9	59	171	33	201
净现金流	-214	349	490	418	869

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	40.8%	41.5%	47.7%	51.0%	49.6%
EBITDA 率	14.4%	21.5%	20.8%	24.4%	23.9%
EBIT 率	7.5%	14.6%	15.5%	19.1%	18.7%
税前净利润率	5.6%	11.6%	16.0%	19.6%	19.1%
归母净利润率	4.9%	9.8%	13.0%	15.8%	15.3%
ROA	2.8%	6.3%	9.6%	11.5%	10.9%
ROE (摊薄)	4.4%	9.3%	14.3%	16.3%	15.6%
经营性 ROIC	4.5%	9.9%	11.4%	14.0%	13.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20%	24%	27%	25%	26%
流动比率	2.46	2.66	2.75	3.85	4.14
速动比率	1.76	1.89	2.04	2.92	3.18
归母权益/有息债务	12.09	8.07	5.28	6.19	5.23
有形资产/有息债务	15.15	10.49	7.14	8.04	6.92

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	10,362	10,500	12,327	13,471	15,353
货币资金	1,278	1,629	2,119	2,537	3,406
交易性金融资产	329	271	271	301	332
应收帐款	1,413	1,175	1,730	1,853	1,978
应收票据	192	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	94	141	156	167	196
存货	1,435	1,480	1,665	1,728	1,980
其他流动资产	250	382	493	528	583
流动资产合计	5,039	5,118	6,480	7,165	8,531
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	38	38	38	38
固定资产	3,992	3,875	3,858	3,915	4,032
在建工程	467	638	924	1,192	1,445
无形资产	407	410	451	492	531
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	37	47	115	115	115
非流动资产合计	5,323	5,382	5,847	6,307	6,822
总负债	2,110	2,470	3,338	3,324	4,050
短期借款	650	250	521	0	0
应付账款	757	674	887	865	967
应付票据	24	24	50	50	57
预收账款	52	0	0	0	0
其他流动负债	0	3	30	38	51
流动负债合计	2,051	1,924	2,355	1,863	2,059
长期借款	0	501	926	1,401	1,926
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	34	45	49	54
非流动负债合计	60	546	982	1,461	1,991
股东权益	8,252	8,030	8,990	10,147	11,303
股本	965	965	965	965	965
公积金	2,574	2,759	2,759	2,759	2,759
未分配利润	4,380	4,010	5,027	6,243	7,456
归属母公司权益	7,861	7,675	8,692	9,907	11,120
少数股东权益	391	355	298	240	182

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.53%	15.93%	20.24%	19.57%	18.58%
管理费用率	5.53%	5.14%	5.36%	5.34%	5.28%
财务费用率	-0.05%	0.96%	0.55%	0.66%	0.66%
研发费用率	6.39%	7.45%	6.18%	6.68%	6.77%
所得税率	27%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	0.23	0.41	0.54	0.59
每股经营现金流	0.46	1.30	0.91	1.87	1.99
每股净资产	8.14	7.95	9.01	10.27	11.52
每股销售收入	7.30	7.59	9.87	10.61	11.76

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	50	24	14	11	10
PB	2.2	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	18.2	11.7	9.6	7.4	6.8
股息率	5.6%	1.3%	2.3%	3.0%	3.3%

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