

公司研究

达因增长加速业绩持续超预期，董事会换届在即治理结构持续改善

——华特达因（000915.SZ）2021年中报点评

买入（维持）

当前价：29.79元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.34
总市值(亿元)	69.81
一年最低/最高(元)	20.00/33.59
近3月换手率	108.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	18.60	6.97	-7.79
绝对	11.45	2.84	-2.48

资料来源：Wind

相关研报

Q1业绩大幅超预期，静待治理结构理顺——山大华特（000915.SZ）2021年一季度业绩预告点评（2021-04-08）

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（2021-03-29）

要点

事件：

1) 公司发布2021年中报，上半年实现营业收入10.11亿元，同比+21.45%；归母净利润2.29亿元，同比+69.80%；扣非归母净利润2.21亿元，同比+73.07%；实现EPS 0.98元；经营活动产生的现金流量净额达3.38亿元。继一季报大幅超预期后，继续超市场预期。2) 董事会审议通过了《关于董事会换届的议案》，提名朱效平、沈宝杰、杨杰、张大钰、方宁、程树仓为公司新一届董事会名单候选人；3) 董事会审议通过了《关于拟向华特控股集团转让山东山大华特环保科技有限公司51%股权的议案》，后续待董事会提交和审议股权转让方案，再报山东国投公司审批和股东大会审议，交易尚存不确定性。

点评：

达因药业强力增长带动业绩超预期，儿童药管线逐渐丰富并放量。公司2021Q1、Q2营业收入分别为4.89/5.22亿元，归母净利润为1.09/1.20亿元，Q2单季度归母净利润同比增长40.77%，环比增长10.37%，业绩持续超预期主要由核心子公司达因药业（持股52.14%）贡献。达因药业2021H1实现营业收入和净利润分别为7.49亿元/3.92亿元，同比增长27%/66%，相比于2020年收入增长16.88%呈明显加速。随着新规划的伊可新四条软胶囊生产线投产（共六条，其中两条已于2020H1投产），未来持续较快增长有保障。达因持续优化营销模式，线上销售占比逐步提升，销售费用率下降明显。除了主力产品伊可新之外，借助公司“渠道+品牌”优势，公司新产品如维生素D滴剂（伊D新）、复方碳酸钙泡腾颗粒（盖笛欣）、甘草锌颗粒（伊甘欣）、右旋糖酐铁颗粒（伊佳新）等也有望于今年迎来放量增长。2021年5月地氯雷他定口服液（抗过敏）获得药品注册证，未来盐酸可乐定缓释片（多动症）等品种也将上市，儿童专科药物梯队逐渐丰富。

拟剥离环保业务，聚焦强势医药主业。公司拟向第一大股东华特控股集团转让环保科技有限公司51%股权，进一步聚焦优势医药主业，推动产业结构优化。自去年以来，公司治理结构不断改善，2020年1月上市公司实控人由山东大学变更为山东国投，山大产业集团（山东国投持有100%股权）于2020年底增持公司300万股，持股比例由20.72%提升到22%。并于2020年10月公告剥离新知化工，增资山大华特环保科技有限公司（已将此前三个环保经营单元合并整合）、山大华特信息（已将此前两个经营单元合并）两家全资子公司，山东国投也在2020年底解决了环保产业同业竞争问题，持续梳理治理结构，聚焦优势产业。

8月公司董事会换届，治理结构有望加速改善。8月17日公司即将召开临时股东大会，审议新一届董事会名单，非独立董事将由4名增加为6名，原公司总经理姚广平辞任公司董事，新增了沈宝杰（现任山东华特控股集团有限公司党委副书记）、张大钰（现任华特达因副总经理）、程树仓（现任山东华特控股集团有限公司企业管理部部长、董秘）3位董事。同时，公司积极落实国企改革政策，2021年上半年全部完成经理层成员任期制及契约化管理，未来也会积极探索并推进股权激励等中长期激励措施。我们预计公司治理结构有望逐步理顺，获得发展新动能。

盈利预测、估值与评级：华特达因作为儿童药龙头企业，受益于国家儿童用药利好政策和鼓励三胎政策，且公司治理结构持续改善，有望迎来加速发展，实现业绩和估值的双重提升。考虑到上半年业绩超预期，上调 21-23 年净利润预测为 4.50/5.76/7.25 亿元（原预测为 3.70/4.64/5.70 亿元，分别上调 22%/24%/27%），对应 EPS 为 1.92/2.46/3.09 元，同比增长 54.65%/28.16%/25.81%，现价对应 PE 为 16/12/10 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。

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）	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	450	576	725
净利润增长率	57.38%	42.46%	54.65%	28.16%	25.81%
EPS（元）	0.87	1.24	1.92	2.46	3.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.79%	14.89%	19.38%	21.07%	22.27%
P/E	34	24	16	12	10
P/B	4.0	3.6	3.0	2.6	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-29

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	261	292	330
管理费用	141	135	144	158	171
研发费用	65	96	116	143	177
财务费用	-4	-8	-21	-31	-43
投资收益	13	18	19	19	19
营业利润	414	613	861	1,088	1,356
利润总额	414	614	862	1,089	1,357
所得税	55	82	109	137	171
净利润	359	533	753	951	1,185
少数股东损益	155	242	303	375	460
归属母公司净利润	204	291	450	576	725
EPS (元)	0.87	1.24	1.92	2.46	3.09

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	244	736	721	969	1,197
净利润	204	291	450	576	725
折旧摊销	57	65	86	95	105
净营运资金增加	225	-235	206	109	124
其他	-242	615	-20	189	243
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	-54	-120	-149
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	-181	16	27
净现金流	-78	557	382	568	767

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%	43.0%	45.8%	48.2%
EBIT 率	22.5%	32.9%	38.8%	41.9%	44.6%
税前净利润率	23.0%	33.7%	41.1%	44.1%	46.8%
归母净利润率	11.3%	16.0%	21.5%	23.3%	25.0%
ROA	11.4%	14.4%	18.0%	19.1%	19.8%
ROE (摊薄)	11.8%	14.9%	19.4%	21.1%	22.3%
经营性 ROIC	19.5%	33.1%	35.6%	39.2%	42.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19%	21%	14%	12%	10%
流动比率	3.47	3.43	5.34	6.50	7.91
速动比率	3.24	3.23	5.13	6.34	7.79
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	4,185	4,991	5,999
货币资金	954	1,492	1,874	2,442	3,209
交易性金融资产	26	0	0	0	0
应收帐款	283	244	222	210	197
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	13	13	13
流动资产合计	1,767	2,284	2,545	3,134	3,934
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	579	595	621
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	42	42	42
流动负债合计	509	665	477	482	497
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	3,606	4,396	5,378
股本	234	234	234	234	234
公积金	153	164	180	180	180
未分配利润	1,344	1,554	1,905	2,320	2,841
归属母公司权益	1,731	1,953	2,320	2,735	3,256
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%	12.45%	11.81%	11.38%
管理费用率	7.82%	7.39%	6.89%	6.39%	5.89%
财务费用率	-0.20%	-0.45%	-0.98%	-1.26%	-1.48%
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	0.69	0.87	1.08
每股经营现金流	1.04	3.14	3.08	4.14	5.11
每股净资产	7.39	8.33	9.90	11.67	13.90
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	34	24	16	12	10
PB	4.0	3.6	3.0	2.6	2.1
EV/EBITDA	17.3	11.7	8.9	7.4	6.1
股息率	1.0%	1.2%	2.3%	2.9%	3.6%

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