

中性/首次覆盖

新华制药

一年来走势



公司基本情况

最新收盘价(元)	8.10
总股本(亿股)	6.27
流通股本(亿股)	4.32
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	35
52周高(元)	10.87
52周低(元)	7.69
第一大股东	华鲁控股集团有限公司
持股比例(%)	32.65
每股净资产(元)	5.35
资产负债率(%)	51.43
市盈率PE	15
市净率PB	1.6

研究所

首席分析师：程毅敏
SAC 登记编号：S1340511010001
Email: chengyimin@chinapost.com.cn

公司研究

新华制药 (000756.SZ)：产业链优势增厚行业壁垒，制剂营收潜力有待释放。

摘要：

- 充分发挥市场龙头作用，公司营收逐年增加。

公司是我国第一家化学合成制药企业，是全球重要的解热镇痛药生产和出口基地，国内重要的心脑血管类、消化系统类、中枢神经类等药物生产企业。拥有化学原料药、医药制剂、医药中间体三大支柱产业，5个产业园区，15家子公司，为全国医药工业百强企业、原料药出口五强企业、制剂出口十强企业。

2020年公司实现总营业收入60.06亿元，同比增长7.1%；实现归母净利润3.25亿元，同比增长8.3%。2021年一季度实现营业收入17.68亿元，同比增长3.6%；归属于母公司净利润1.0亿元，同比增长16%。

- 原料药与制剂业务齐头并进，支撑公司业绩增长。

公司化学原料药年生产能力4万吨，医药中间体50万吨，固体制剂280亿片（粒），注射剂10亿支。

原料药技术、质量、规模及产业链优势得以进一步提升，2020年收入25.66亿元，占比42.7%。主导品种咖啡因、左旋多巴销量同比分别增长26%和25%，EPA、卡比多巴、卡巴匹林钙等原料药新产品销量分别增长784%、992%、283%。

制剂十大战略品种销量同比增长56.27%。十大品种中，佳和洛、舒泰得、头孢拉定胶囊中标品种销量分别增长68.2%、52%、145.3%。克拉霉素片等5个产品6个规格国家集采中标。保畅、舒泰得被评为山东

省知名产品，公司获评山东省高端品牌培育企业。

● **积极拓展 CMO 项目，国际化经营带来销售新增长点。**

2020 年公司出口创汇达 2.94 亿美元，同比增长 12.96%，创历史新高，其中制剂产品出口实现销售收入同比增长 20.58%。

● **研发投入逐年上升，科技成果逐渐显现。**

2020 年研发投入同比增长 29.18%，其中，研发费用 2.98 亿元，同比增长 26.74%。

新的研发平台加速形成，年内设立了新华制药（中南）临床与生物医学研究院，新华制药（济南）联合研究院和新华制药（广东）西典国际医药联合研究中心。

● **公司估值中枢在 9.32 元/股。**

我们预计 2021-2023 年，公司盈利能力不断提高，EPS 分别为 0.50 元/股、0.57 元/股、0.66 元/股。参考制药行业对应 2021 年市盈率中位数 18.63 倍，公司每股价格为 9.32 元/股。

● **风险提示。**行业政策风险；汇率波动风险；一致性评价未通过的风险。

图表 1：公司财务及预测数据摘要	2020A	2021E	2022E	2123E
营业收入（百万）	6,005.59	6,289.34	6,532.18	6,769.19
增长率	7.13%	4.72%	3.86%	3.63%
归属母公司股东净利润（百万）	324.86	311.22	359.99	412.56
增长率	8.30%	-4.20%	15.67%	14.60%
每股收益（元）	0.52	0.50	0.57	0.66
市盈率(倍)	15.58	16.32	14.11	12.31

资料来源：Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2021 年 8 月 12 日收盘价

目 录

1 充分发挥市场龙头作用，公司营收逐年增加.....	5
2 原料药与制剂业务齐头并进，支撑公司业绩增长.....	8
2.1 抓住机遇开拓市场，提高原料药市场占有率.....	8
2.2 制剂营收小幅上涨，重点制剂产品销量大增.....	12
2.3 积极布局原料药、制剂新产品研发，不断丰富产品管线.....	13
3 积极拓展 CMO 项目，国际化经营带来销售新增长点.....	14
4 研发投入逐年上升，科技成果逐渐显现.....	15
5 盈利预测与估值.....	16
6 风险提示.....	18

目 录

图表 1: 公司财务及预测数据摘要.....	2
图表 2: 前 10 名股东持股情况.....	5
图表 3: 子公司构成.....	6
图表 4: 公司营收规模保持平稳增长, 增速放缓.....	7
图表 5: 公司归母净利润平稳增长, 但增速下滑.....	7
图表 6: 公司销售费用大幅下降.....	7
图表 7: 2020 年公司净现金流重回正值.....	7
图表 8: 2018 年以来公司 ROE 稳定在 9%以上.....	7
图表 9: 公司主要销售客户情况.....	8
图表 10: 2016 年公司七大品种原料药占原料药总收入比值.....	9
图表 11: 布洛芬原料药市场份额.....	10
图表 12: 中国布洛芬原料药历年产量 (吨)	10
图表 13: 近年我国布洛芬出口量和价格走势.....	11
图表 14: 近年我国咖啡因出口量和价格走势.....	11
图表 15: 三大业务线营收规模平稳增长 (百万元)	12
图表 16: 三大业务线毛利出现下降趋势 (百万元)	12
图表 17: 营收结构中原料药与制剂业务占比均稳定在四成.....	13
图表 18: 毛利结构中原料药、制剂占比 90%以上, 医药中间体占比不足 10%.....	13
图表 19: 公司三大销售主产区收入及增长率情况 (百万)	15
图表 20: 公司研发费用及增长率情况 (百万)	16

1 充分发挥市场龙头作用，公司营收逐年增加

山东新华制药股份有限公司（以下简称“新华制药”或“公司”）成立于 1943 年，于 1996 年 12 月在香港联交所上市，1997 年 8 月在深交所上市，是我国第一家化学合成制药企业。拥有化学原料药、医药制剂、医药中间体三大支柱产业，5 个产业园区，15 家子公司，为全国医药工业百强企业、原料药出口五强企业、制剂出口十强企业。布洛芬、阿司匹林、咖啡因、左旋多巴等主导原料药规模均居全球前列，年出口额 3 亿美元，与拜耳、百利高、葛兰素史克等 100 多家知名跨国企业建立了长期战略合作关系。拥有吡哌酸、异丙安替比林等 8 个国内独家品种。公司控股股东为华鲁控股集团有限公司，持股比例为 32.65%，实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会。

图表 2：前 10 名股东持股情况

序号	股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
1	华鲁控股集团有限公司	国有法人	32.65%	204,864,092
2	香港中央结算(代理人)有限公司	其他	30.77%	193,048,227
3	上海驰泰资产管理有限公司-淄博 驰泰诚远证券投资合伙企业(有限 合伙)	其他	4.71%	29,563,016
4	巨能资本管理有限公司-山东聚赢 产业基金合伙企业(有限合伙)	其他	3.72%	23,310,176
5	华鲁投资发展有限公司	国有法人	0.66%	4,143,168
6	山东新华制药股份有限公司-第一 期员工持股计划	其他	0.64%	4,042,592
7	林穗贤	境内自然人	0.64%	3,996,554
8	香港中央结算有限公司	其他	0.41%	2,545,037
9	刘理彬	境内自然人	0.28%	1,735,567
10	杜文生	境内自然人	0.23%	1,460,000

资料来源：公司季度报，中邮证券研究所

公司目前下辖子公司共计十五个，广泛覆盖医药化工设计、制造、销售等多个领域，全产业链布局。同时积极开拓海外市场，除在美国、欧洲设有两家子公司外，还同美国百利高国际公司合资成立新华百利高，主营原料药和制剂的国内生产与海外销售。

图表 3：子公司构成

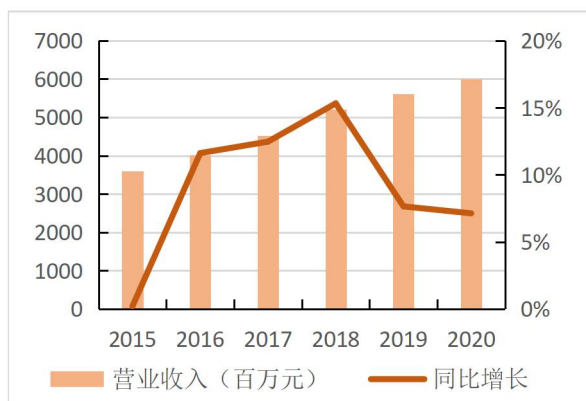
序号	股东名称	企业性质	主要经营地	注册地	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例(%)		取得方式
							直接	间接	
1	山东新华医药贸易有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	医药化工销售	4,849.89	100.00		设立
2	山东新华制药进出口有限责任公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	医药化工销售	500.00	100.00		设立
3	山东新华医药化工设计有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	医药化工设计	600.00	100.00		设立
4	山东新华制药（欧洲）有限公司	有限责任公司	荷兰海牙市	荷兰海牙市	医药化工销售	76.90 万欧元	65.00		设立
5	淄博新华-百利高制药有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	医药化工制造	2,094.90 万	50.10		设立
6	新华制药（寿光）有限公司	有限责任公司	山东省寿光市	山东省寿光市	医药化工制造	23,000.00	100.00		设立
7	新华（淄博）置业有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	房地产开发	2,000.00	100.00		设立
8	新华制药（高密）有限公司	有限责任公司	山东省高密市	山东省高密市	医药化工制造	1,900.00	100.00		收购
9	山东新华制药（美国）有限责任公司	有限责任公司	美国洛杉矶市	美国洛杉矶市	医药化工销售	150 万美元	100.00		设立
10	山东新华机电工程有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	电气安装	800.00	100.00		设立
11	山东淄博新达制药有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	医药化工制造	8,493.00	100.00		并购
12	山东新华万博化工有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	医药化工制造	4,662.45	100.00		并购
13	山东新华健康科技有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	科技推广和应用服务	10,000.00	49.00		设立
14	淄博新华大药店连锁有限公司	有限责任公司	山东省淄博市	山东省淄博市	医药化工销售	200.00		49.00	设立
15	山东同新药业有限公司	有限责任公司	山东省潍坊市	山东省潍坊市	医药化工制造	12,000.00	60.00		设立

资料来源：公司年报，公开资料，中邮证券研究所

2015 年以来，公司营收持续增长，2020 年实现营收 60.06 亿元，同比增长 7.13%，2015-2020 年复合增长率 10.80%，收入增速放缓；2020 年实现归母净利润 3.24 亿元，同比增长 8.3%，2015-2020 年复合增长率 31.36%，净利润增速明显放缓；费用列支中，2018 年以来，销售费用增幅趋缓，到 2020 年销售费用 6.3 亿元，同比下降 20%，主要得益于头部集中效应及国家集中采购，使得销售费用中的市场开发及终端销售费、广告费、差旅费均大幅下降。

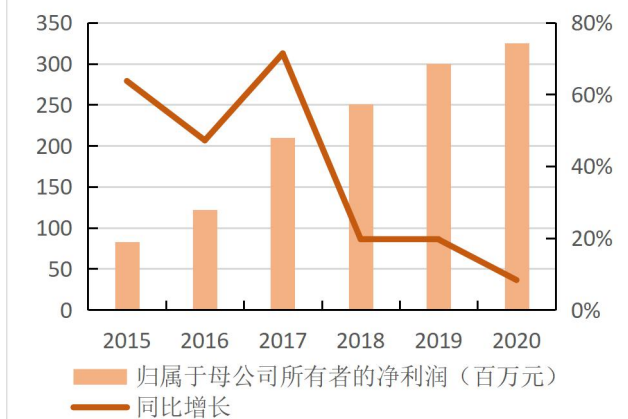
公司前五大客户销售额占比 10.31%（其中，关联方占比 3.70%），销售渠道丰富，对客户依赖度偏低。

图表 4：公司营收规模保持平稳增长，增速放缓



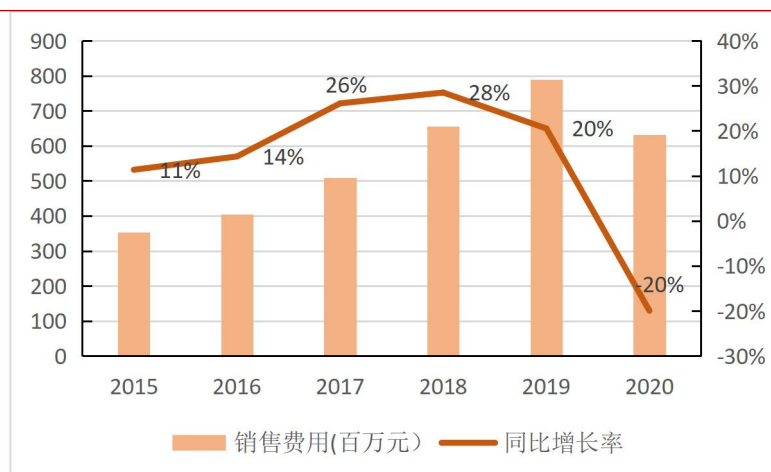
资料来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

图表 5：公司归母净利润平稳增长，但增速下滑



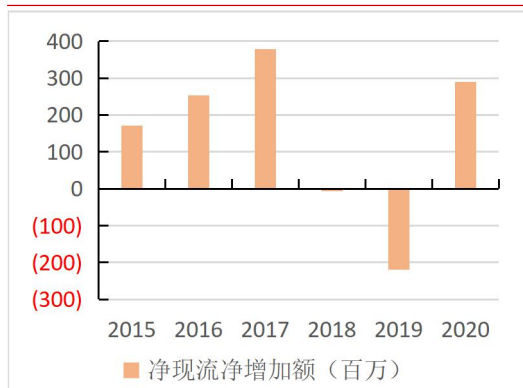
资料来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

图表 6：公司销售费用大幅下降



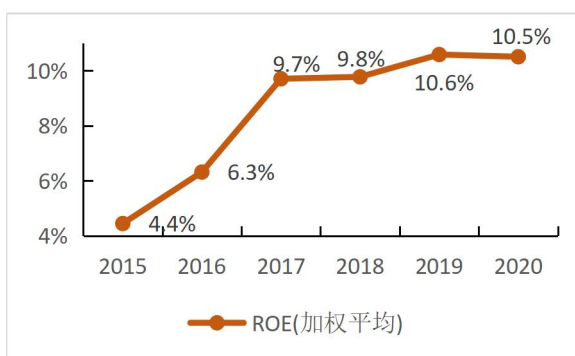
资料来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

图表 7：2020 年公司净现金流重回正值



资料来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

图表 8：2018 年以来公司 ROE 稳定在 9%以上



资料来源：公司年报，Wind，中邮证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表 9：公司主要销售客户情况

前五名客户合计销售金额（元）	618,980,555.50
前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例	10.31%
前五名客户销售额中关联方销售额占年度销售总额比例	3.70%

序号	客户名称	销售额(人民币元)	占年度销售总额比例(%)
1	美国百利高国际公司	222,431,547.22	3.70
2	F. Hoffmann-La Roche AG	112,117,015.73	1.87
3	淄博众生医药有限公司	104,000,691.70	1.73
4	济南同科医药物流有限公司	96,567,505.78	1.61
5	Galpharm International Limited	83,863,795.07	1.40
合计	--	618,980,555.50	10.31

资料来源：公司年报，中邮证券研究所

注：除美国百利高国际公司持有公司之控股子公司淄博新华-百利高制药有限责任公司 49.9% 股权，与本公司构成关联方关系外，不存在其他关联方于本年度在公司的上述客户中拥有权益。

2 原料药与制剂业务齐头并进，支撑公司业绩增长

2020 年原料药收入 25.66 亿元，同比增长 7.4%，占比 42.7%，毛利率 37%；制剂收入 26.06 亿元，同比增长 0.5%，占比 43.4%，毛利率 30%。

2.1 抓住机遇开拓市场，提高原料药市场占有率

占公司收入比重较大的原料药主要为解热镇痛领域的布洛芬、安乃近、阿司匹林、氨基比林、异丙基安替比林和中枢神经领域的咖啡因、左旋多巴等，以解热镇痛原料药为主。属于生产工艺成熟，需求量大的非专利药品，临床上疗效确切、毒副作用低、适用症广泛，市场稳步增长，与国民的基础医疗保障密切相关。

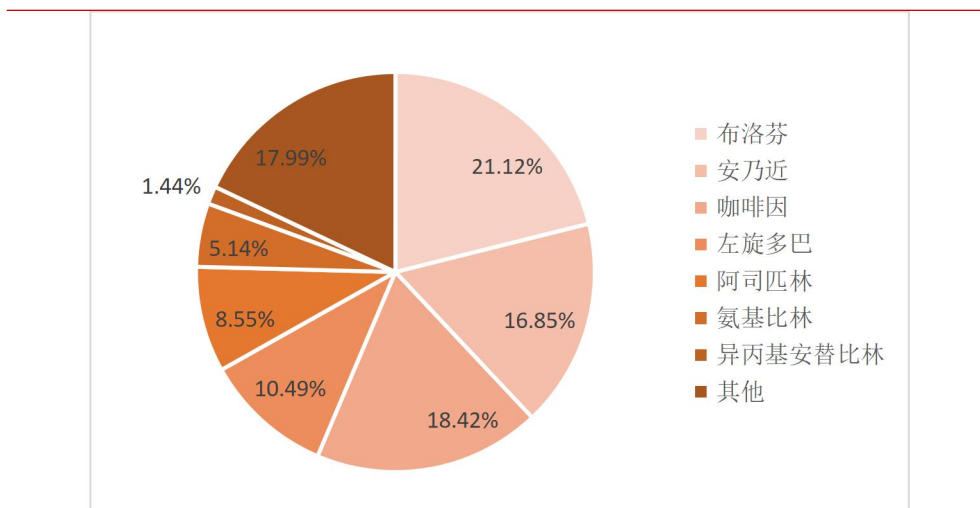
其中，左旋多巴年产能超过 500 吨（全球总需求量 650-700 吨），是瑞士罗氏、美国默克等大制药公司的主要供应商，销售额逐年升高；阿司匹林产能 15000 吨，年产量超过 10000 吨（全球总需求量 1.8-2 万吨），是目前全球最大的阿司匹林生产厂家，也是葛兰素史克 GSK、

辉瑞、拜耳等国际公司的供应商，销量稳步提升。

自 2016 年后由于环保核查等原因，中小厂家退出，壁垒提高，集中度提高叠加品种价格上升，公司原料药收入逐年增加，2020 年原料药收入 25.66 亿元，同比增长 7.4%；毛利率 37%，同比降低 2.8%；销售量 31089 吨，同比增长 1.7%。2020 年，原料药技术、质量、规模及产业链优势得以进一步提升，主导品种咖啡因、左旋多巴销量同比分别增长 26%和 25%，EPA、卡比多巴、卡巴匹林钙等原料药新产品销量分别增长 784%、992%、283%。

根据 2016 年年报，主要 7 大品种占 2016 年收入比为 36.16%，在原料药中占比为 82.01%（此后年报未披露具体品种数据），公司不断加大在原料药基础设施和工艺技术方面的投入，主导解热镇痛类原料药产品市场优势得到巩固，市场掌控能力持续增强。收入占比前三的为布洛芬、安乃近和咖啡因，三种产品累计创收 9.98 亿元，占公司 2016 年总收入 24.9%。

图表 10：2016 年公司七大品种原料药占原料药总收入比值



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

2.1.1 布洛芬市场分析

公司是我国第一家试制成功布洛芬原料药的企业，目前布洛芬产能在 8000 吨左右，是全球布洛芬生产龙头企业。2019 年出口量和国内销量远超国内第二大布洛芬生产商-亨迪药业，市场份额遥遥领先。

市场竞争方面：（1）巴斯夫：2018 年 6 月，因技术故障停产整改，市场有效供给减少，布洛芬原料药市场价格上涨。2019 年下半年，巴斯夫的逐步复产，布洛芬原料药的销售价格出现一定程度的下滑。（2）亨迪药业：2020 年年初受新冠疫情影响，处于停工状态，2020 年 3 月恢复生产；2021 年 7 月，向深交所提交创业板上市招股说明说，募集资金中的 5.7 亿元用于年产 5000 吨的布洛芬原料药项目。

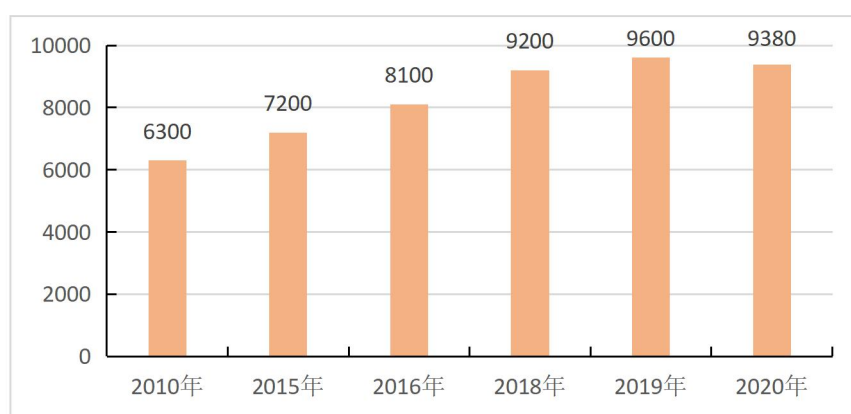
我国布洛芬原料药大部分出口海外市场，年出口量持续增长。过去 10 年，全球布洛芬市场规模稳步增长，平均年增长率保持在 2%-3%。2019 年全球布洛芬市场规模为 5.86 亿美元，预计 2023 年将增至 6.45 亿美元。布洛芬单价预计将会维持在 180 元/kg 左右。

图表 11：布洛芬原料药市场份额

	2019年		2018年	
	出口量	国内销量	出口量	国内销量
新华制药	67.20%	62.66%	68.41%	53.29%
湖北亨迪药业股份有限公司	32.80%	37.34%	31.59%	46.71%

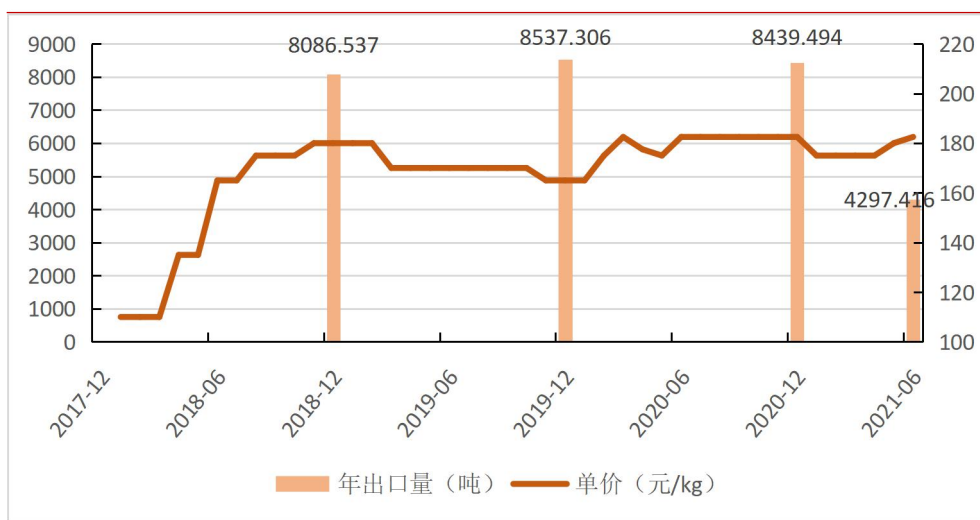
资料来源：亨迪药业招股书，中邮证券研究所

图表 12：中国布洛芬原料药历年产量（吨）



资料来源：医药经济报，中邮证券研究所

图表 13：近年我国布洛芬出口量和价格走势

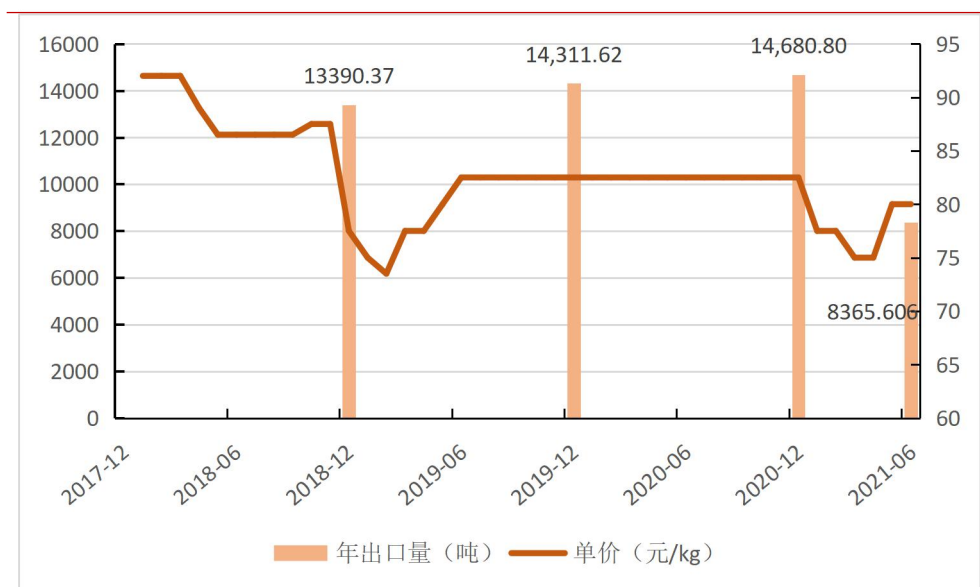


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.1.2 咖啡因市场分析

随全球含咖啡因饮品市场规模的不断扩大，预计到 2025 年，全球含咖啡因饮料市场规模将达到 3105 亿美元，年复合增长率为 6.8%，咖啡因原料药的市场规模也水涨船高。2020 年我国咖啡因出口量 14681 吨，同比增长 25.8%，预计 2021 年出口量将超 1.6 万吨，单价在 80 元/kg 左右。

图表 14：近年我国咖啡因出口量和价格走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 制剂营收小幅上涨，重点制剂产品销量大增

公司制剂收入逐年增长，2020 年收入 26.06 亿元，受新冠疫情引发人们日常防护意识增强，解热镇痛类等药物需求减弱等影响，2020 年收入同比增长 0.5%，与 2019 年基本持平；毛利率 30%，受带量采购影响，同比降低 11.6%，利润空间压缩明显；销售量包括片剂 69.7 亿片，与 2019 年基本持平，针剂 3.2 亿支，同比减少 16.5%，胶囊剂 6.9 亿粒，同比增加 7.9%。

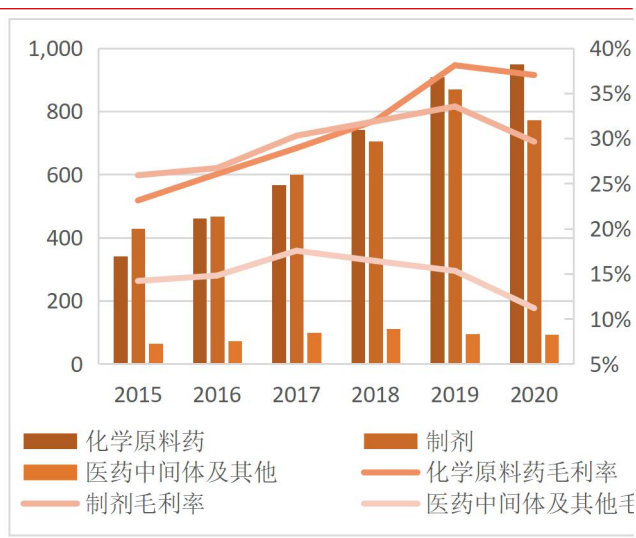
制剂十大战略品种（介宁、保畅、库欣、佳和洛、舒泰得、头孢拉定胶囊、克拉霉素片、尼立苏等）销量同比增长 56.27%，其中佳和洛、舒泰得、头孢拉定胶囊中标品种销量分别增长 68.2%、52%、145.3%。克拉霉素片等 5 个产品 6 个规格国家集采中标。保畅、舒泰得被评为山东省知名产品，公司获评山东省高端品牌培育企业。

公司布洛芬片、尼莫地平片、吡哌酸片、雷贝拉唑钠肠溶片片、格列美脲片、阿司匹林肠溶缓释片等主要品种均实现了自我配套，公司所有制剂品种中，有 51% 的产品实现自产原料配套。

图表 15：三大业务线营收规模平稳增长（百万元） 图表 16：三大业务线毛利出现下降趋势（百万元）

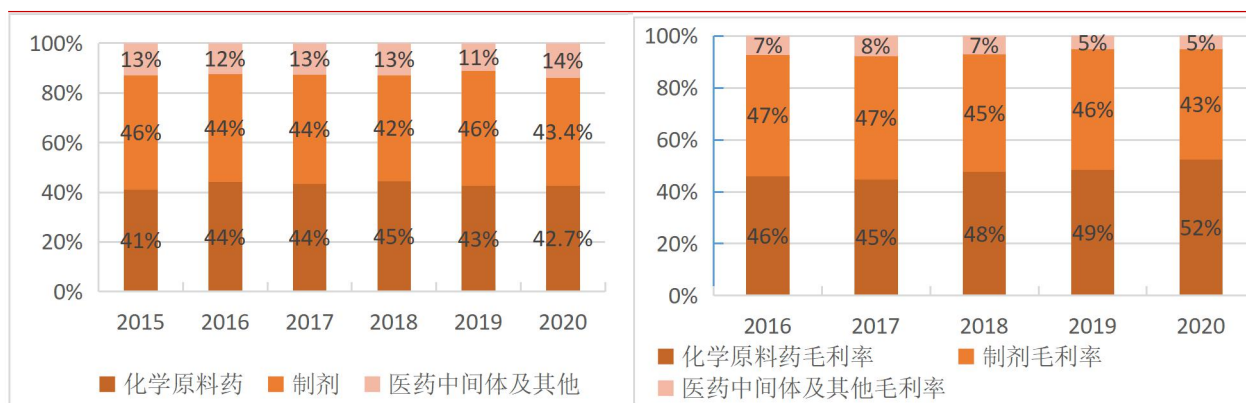


资料来源：Wind，中邮证券研究所



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 17：营收结构中原料药与制剂业务占比均稳定在四成 图表 18：毛利结构中原料药、制剂占比 90%以上，医药中间体占比不足 10%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3 积极布局原料药、制剂新产品研发，不断丰富产品管线

公司当前研发管线中在研的项目 100 多项。其中在研的一致性评价 50 个，原料药及制剂新产品有 65 个，ANDA 项目有 10 个，创新药有 4 个，改良型新药有 2 个，形成了研发的“金字塔”。涵盖消化系统类、疼痛控制类、心血管类、抗代谢类、抗感染类、免疫系统类、抗肿瘤类、生物药物等 8 大主要研发方向。“十四五”期间，预计公司共取得一致性评价批件有 20 项，取得新产品注册批件 25 项，在欧美注册新产品 10 个，15 个化学药及其高端制剂上市，3 个创新药物进入研发管线。

其中，公开资料显示的在研产品进度：

(1) OAB-14（防止神经元丢失，改善突触可塑性，可能改善学习和记忆障碍。有望成为治疗 AD 阿尔兹海默病的新候选药物）已完成原料中试放大、制剂小试研究，正在进行申报临床前准备工作。

(2) 抗体偶联药物 (ADC) 已完成药物发现阶段的所有评价工作。

新开产品线进度：

(1) 神经系统产品线：

罗氏美多芭项目（适应症为用于帕金森病、症状性帕金森综合征）：已经完成商业化生产前全部准备工作，即将开始商业化供应。

（2）激素系列产品线：

为延伸激素系列产品产业链，增强市场竞争优势，结合公司实际及发展规划，公司与湖北共同药业股份有限公司共同出资设立山东同新药业有限公司，并投资建设年产 300 吨醋酸阿奈可他和 200 吨 17 α -羟基黄体酮项目。

（注：1. 同新药业注册资金 12,000 万元，其中新华制药以现金出资人民币 7,200 万元，持股比例 60%；共同药业以现金出资人民币 4,800 万元，持股比例 40%。2. 醋酸阿奈可他：甾体激素药中间体。3. α -羟基黄体酮：长效孕激素，生产安宫黄体酮、甲地孕酮、醋酸氢化可的松的重要医药中间体。）

（3）宠物用药产品线：

拟在新华高密规划建设高端宠物用药项目，目前处于设计阶段，预计 2021 年底竣工，并取得生产许可。一方面正在积极联系国外知名宠物预混合饲料生产商，争取开展合作，为他们代加工，另一方面与国内大学、研究机构开展自主品牌宠物药开发。

3 积极拓展 CMO 项目，国际化经营带来销售新增长点

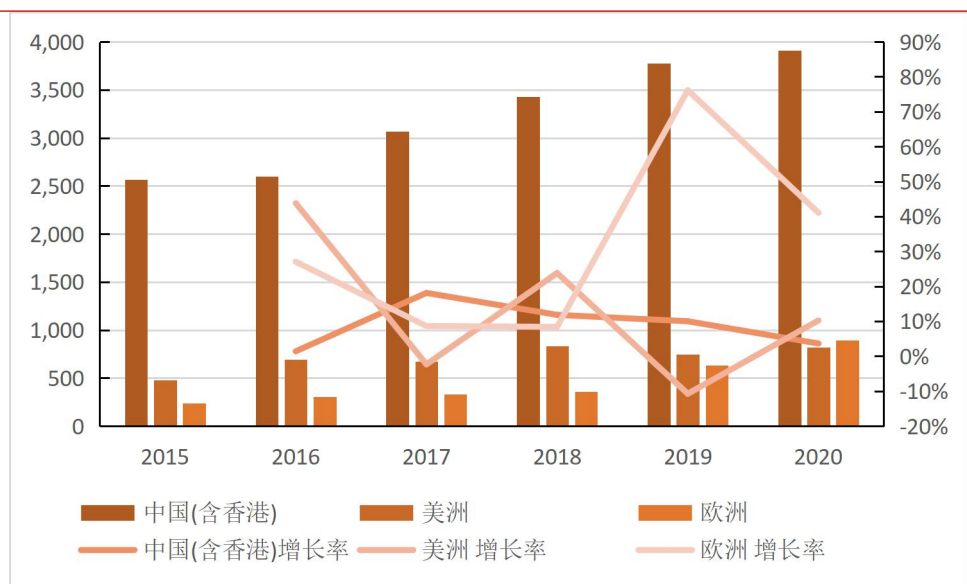
2020 年公司出口创汇达 2.94 亿美元，同比增长 12.96%，创历史新高，其中制剂产品出口实现销售收入同比增长 20.58%。

按销售区域划分，2015 年以来中国区销售额持续增长，但 2019 年后增速放缓。2020 年中国区收入 39.1 亿元，占比 65%，同比增长 3.6%。美洲区销售额波动较大，近三年营收在 8 亿元左右。2020 年营收 8.2 亿元，占比 14%，受海外疫情导致国外产能下降影响，同比增长 10.2%。2019 年以来欧洲区销量大增，2020 年营收 8.9 亿元，占比 15%，同比增长 41%。

公司近年来加快了国际化布局，产能 200 亿片的现代医药国际合作中心一期零缺陷通过美国 FDA 检查，ANDA 布洛芬片出口美国市场，布洛芬胶囊和洛哌丁胺胶囊等产品直接出口欧盟市场。产能 50 亿片的新华百利高制剂项目正式启动商业化生产，当年实现出口 3 亿片。国际合作的奥司他韦胶囊、EPA 软胶囊等项目正式启动。

公司现有 CMO 项目中，与拜耳，百利高等的业务稳定增长，最近五年来年复合增长率保持在 15% 以上。新开发业务中，针对欧美市场的新华百利高合资公司 50 亿片剂加工项目，2021 年已启动商业化供货；罗氏美多芭项目，技术转移去年已完成，即将实现商业化销售。另有针对欧盟市场的 CMO 项目已完成所有技术转移工作，2021 年年底有望实现商业化销售。受药品上市许可持有人（MAH）新政实施的影响，跨国药企和部分创新药公司的 CMO 和 CDMO 项目稳步推进中。

图表 19：公司三大销售主产区收入及增长率情况（百万）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4 研发投入逐年上升，科技成果逐渐显现

公司建立了较为完备的新药科研开发体系，拥有国家企业技术中心、院士工作站、博士后工作站、泰山学者岗位，公司为国家级高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，国家综合性新药研发技术大平台（山东）产业化示范企业、山东省第二批创新型企业试点企业、山东省技术创新示范企业。公司注重产学研结合，与 50 多家国内外科研机构开展研发合作。研发投入逐年上升，2020 年研发费用 2.98 亿元，近 5 年投入复合增长率 28.24%。

公司被认定为“山东省解热镇痛药先进制造工程研究中心”，1 个项目被评为中国化工学会科学技术一等奖，1 个项目被评为山东省科技进步三等奖，

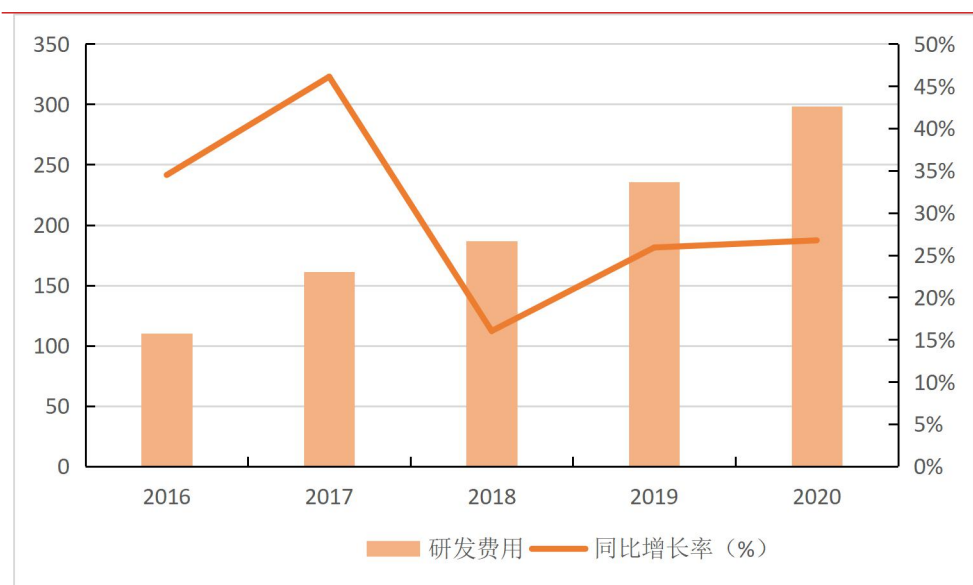
1 个项目被列入省企业技术创新计划。

公司加大高端人才引进，年内公司新增 2 名外聘院士，1 人入选国家重点人才工程，获批 1 个省级重点人才团队，成功引进 2 名博士，新招聘高校毕业生 124 名。本公司形成了包括 5 名院士、3 名国家人才工程专家、6 名泰山学者及 17 名博士的高端人才队伍。

公司建成了新型给药系统、小分子创新与转化、抗体与抗体偶联、精准医疗、转化医学、营养保健品等六个研发平台，以及多个新药研发的小试、中试基地，公司在研产品 100 多个。

累计 11 个产品、16 个规格通过一致性评价。年内，依达拉奉注射液获得药品注册批件，原料药获得上市资格。顺利取得 237 个产品再注册批件，获得授权专利 8 件。

图表 20：公司研发费用及增长率情况（百万）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 盈利预测与估值

基于上述分析，我们预计 2021-2023 年，公司盈利能力不断提高，EPS 分别为 0.56 元/股、0.64 元/股、0.73 元/股。根据 wind 一致预期，制药行业收入与新华制药相当的 40 家公司 2021 年市盈率中位数 18.63 倍，推测公司股价为 9.32 元/股。

利润表（百万元）

指标名称	2020A	2021E	2022E	2123E
营业收入	6,005.59	6,289.34	6,532.18	6,769.19
营业成本	4,190.99	4,447.18	4,621.66	4,788.58
税金及附加	60.28	60.00	60.00	60.00
销售费用	631.60	600.00	600.00	600.00
管理费用	320.15	315.00	320.00	322.00
研发费用	298.35	372.94	370.00	370.00
财务费用	83.71	80.00	85.00	87.00
其他收益	38.65	40.00	40.00	40.00
投资收益	5.61	5.00	5.00	5.00
资产减值损失	-45.16	-60.00	-60.00	-60.00
信用减值损失	0.38	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	2.49	0.00	0.00	0.00
营业利润	422.48	399.22	460.52	526.61
营业外收入	1.13	2.00	2.00	2.00
营业外支出	11.98	10.00	10.00	10.00
利润总额	411.63	391.22	452.52	518.61
所得税	64.52	58.68	67.88	77.79
净利润	347.11	332.53	384.64	440.82
少数股东损益	22.25	21.32	24.66	28.26
归属于母公司净利润	324.86	311.22	359.99	412.56

现金流量表（百万元）

指标名称	2020A	2021E	2022E	2123E
经营活动现金流	420.19	490.00	550.00	600.00
净利润	347.11	332.53	384.64	440.82
折旧摊销	385.79	420.00	460.00	500.00
财务费用	83.71	80.00	85.00	87.00
投资损失	-5.61	-5.00	-5.00	-5.00
营运资金变动	305.83	245	271.97	315
其它	-696.64	-582.53	-646.61	-737.82
投资活动现金流	-298.00	-300.00	-300.00	-300.00
筹资活动现金流	35.04	30.00	30.00	30.00
汇率变动对现金的	-12.28	0.00	0.00	0.00
现金流净增加额	144.95	220.00	280.00	330.00
期末现金流余额	722.57	942.57	1,222.57	1,552.57

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2020A	2021E	2022E	2123E
流动资产	2686.87	2445.00	2571.97	2615.00
货币资金	855.77	600.00	696.97	720.00
应收票据及应收账款	379.91	400.00	400.00	400.00
存货	1,124.36	1,130.00	1,150.00	1,160.00
其他流动资产	326.83	315.00	325.00	335.00
非流动资产	4,406.08	4,736.77	5,008.08	5,306.94
其他权益工具投资	258.82	280.00	300.00	320.00
固定资产	3,117.31	3,300.00	3,600.00	3,800.00
在建工程	416.99	450.00	470.00	500.00
无形资产	449.25	499.69	500.00	520.00
其他非流动资产	163.71	207.08	138.08	166.94
资产总计	7,092.95	7,181.77	7,580.05	7,921.94
流动负债	2,381.04	2200	2300	2300
短期借款	200.42	200.00	180.00	180.00
应付票据及应付账款	742.90	740.00	740.00	740.00
其他流动负债	1437.72	1260.00	1380.00	1380.00
非流动负债	1,320.62	1300	1320	1340
长期借款	462.74	500.00	500.00	500.00
长期应付款	638.56	640.00	650.00	650.00
其他非流动负债	219.32	160.00	170.00	190.00
负债合计	3701.66	3500.00	3620.00	3640.00
股本	621.86	621.86	621.86	621.86
资本公积	644.91	640.00	640.00	640.00
归属母公司所有者	3,223.79	3,499.92	3,764.46	4,070.45
少数股东权益	167.50	181.85	195.59	211.49
负债和股东权益	7092.95	7181.77	7580.05	7921.94

主要财务比率

指标名称	2020A	2021E	2022E	2123E
成长能力				
营业收入（%）	7.13%	4.72%	3.86%	3.63%
营业利润（%）	9.05%	-5.51%	15.36%	14.35%
获利能力				
毛利率（%）	30.22%	29.29%	29.25%	29.26%
净利率（%）	5.78%	5.29%	5.89%	6.51%
ROE（%）	10.08%	8.89%	9.56%	10.14%
偿债能力				
资产负债率	52.19%	48.73%	47.76%	45.95%
每股指标（元）				
每股收益	0.52	0.50	0.57	0.66

6 风险提示

- 1) 行业政策风险；
- 2) 汇率波动风险；
- 3) 一致性评价未通过的风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。