

2021年09月07日

威尔药业 (603351.SH)

公司快报

医药 | 化学原料药 III

投资评级

买入-B(上调)

股价(2021-09-06)

20.06 元

交易数据

总市值(百万元)	2,717.70
流通市值(百万元)	1,196.90
总股本(百万股)	135.48
流通股本(百万股)	59.67
12个月价格区间	17.08/27.87 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.36	-7.79	-34.13
绝对收益	8.84	-6.96	-26.19

分析师

魏贇
 SAC 执业证书编号: S0910521040001
 weiyun@huajinsec.cn
 02120377191

报告联系人

徐梓煜
 xuziyu@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

威尔药业: 注射药辅龙头, 疫苗用辅料开始贡献业绩 2021-08-02

募投项目试生产, 重要疫苗佐剂成分角鲨烯获登记

投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布公告, 募投项目“20000t/a 注射药用辅料及普通药用辅料产业基地项目”(以下简称“募投项目”)部分装置已完成建设、安装、调试工作, 进入试生产阶段。募投项目进度超出预期。同时根据 CDE 信息, 公司疫苗用佐剂成分角鲨烯获得登记号。
- ◆ **募投项目达产后预计净利润超 2 亿元。** 根据公司招股书测算, 募投项目投产期 3 年, 投产生产负荷安排分别为 40%、60%、80%, 从生产期第 4 年开始满产。建成正常运行并完全达产后每年可实现销售收入 86,282.23 万元, 年税后净利润为 20,690.13 万元。目前公司产能紧张, 如果试生产顺利, 明年生产负荷有望超过计划安排的 40%, 有望带来超过 8000 万的净利润。预计首期产品主要是 PEG 类聚合物, 包括 PEG300、400 等。
- ◆ **9 月 2 日公司获得注射用角鲨烯登记号, 为国内唯一注射级别药用辅料规格, 预计每年净利润贡献超过 2.5 亿元。** 角鲨烯为人用疫苗佐剂系统 MF59 的组成成分之一, MF59 是一种水包油的乳剂, 包含 1%角鲨烯、0.5%吐温 80 和 0.5%司盘 85。相较于铝佐剂, MF59 可以有效提升流感病毒疫苗的效力。角鲨烯目前国内供应商为 2 家海外公司, 由于用量比较少, 供应不稳定, 公司产品将解决疫苗用角鲨烯的市场稳定供应问题。角鲨烯目前默克的报价(10ML 规格, 非注射级)约 5200 万元/吨, 1L 大规格报价 770 万/吨。假定不改变其他配比的情况下, 将疫苗中铝佐剂替换为前述佐剂系统, 对应 5 吨/10 亿支的用量, 按当前产能推算, 国内用量约为 25 吨/年, 对应市场销售额约 2 亿元。考虑到该品种的唯一性及注射级别的巨大合规性优势, 假设公司定价为 1500 万/吨, 峰值获得 80% 的市场份额, 将带来至少 3 亿元/年的收入规模。参考注射用吐温的利润率水平, 预计每年净利润将达到 2.5 亿元以上。
- ◆ 公司拥有注射用吐温 80、20, 新增注射用角鲨烯, 我们预计公司未来会持续丰富疫苗用相关辅料品种。根据公司中报, 今年上半年, 公司加大开发并扩大抗击疫情所需的药用辅料供应, 带来了较好的收益。未来这部分业务仍会持续贡献收益。
- ◆ **投资建议:** 假设 2022 年募投项目年度达产比例 25% (考虑产品验证时间), 角鲨烯实现销售峰值的 20%, 2023 年募投项目年度达产比例 60%, 角鲨烯实现销售峰值的 1/3, 我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 1.09、2.44 和 4.33 亿元, 同比增长 8.9%、123.2%和 77.5%, 每股收益分别为 0.84、1.87 和 3.32 元, 对应 2021 至 2023 年 PE 分别为 24X、11X 和 6X。公司在注射药用辅料领域已经建立了强大的标准壁垒, 具有明显的优势。近年来国内生物制剂、抗体类药物的研发和上市进度较快, 公司有望占据绝大部分增量市场。公司开发并扩大抗疫用药辅产品, 上半年已经贡献较大的利润, 募投项目有望在明年开始贡献业绩。上调公司“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示:** 疫情反复影响到公司生产、销售、流通等环节; 环保及安全生产风险; 市场竞争加剧的风险; 新生产线产品稳定性验证不合格或者其他原因, 可能导致生

产线需要更久的时间调试，从而使利润贡献延迟等。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	880.8	736.1	981.6	1,392.6	1,963.0
YoY(%)	9.9%	-16.4%	33.4%	41.9%	41.0%
净利润(百万元)	128.1	100.4	109.4	244.2	433.6
YoY(%)	14.6%	-21.6%	8.9%	123.2%	77.5%
毛利率(%)	34.4%	34.2%	31.2%	39.0%	44.4%
EPS(摊薄/元)	0.95	0.74	0.81	1.80	3.20
ROE(%)	10.3%	7.7%	8.0%	15.8%	23.4%
P/E(倍)	20.4	26.0	23.8	10.7	6.0
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.4
净利率(%)	14.5%	13.6%	11.1%	17.5%	22.1%

数据来源: Wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产						营业收入	880.8	736.1	981.6	1392.6	1963.0
现金	180.9	75.6	187.9	418.2	591.6	营业成本	577.5	484.2	675.2	849.9	1091.5
应收票据及应收账款	166.5	80.4	206.6	200.5	373.3	营业税金及附加	6.5	5.9	7.8	11.1	15.6
预付账款	16.5	15.5	22.0	25.2	35.4	营业费用	34.4	9.8	11.3	18.1	25.5
存货	114.9	115.0	136.3	180.1	226.2	管理费用	76.5	89.4	117.8	167.1	235.6
其他流动资产	254.2	17.3	15.0	15.0	15.0	研发费用	32.9	36.6	44.2	62.7	88.3
非流动资产						财务费用	3.5	5.2	4.4	3.8	3.8
长期投资						资产减值损失	-0.7	-1.1	-1.1	-1.9	-1.9
固定资产	279.3	259.8	613.2	627.5	571.1	公允价值变动收益	0.3	4.2	1.3	-	-
无形资产	80.1	78.5	76.2	73.8	71.5	投资净收益	5.0	7.7	5.0	5	5
其他非流动资产	50.0	113.1	70.0	82.8	90.3	营业利润	157.2	118.9	128.3	286.8	509.6
资产总计	1,458.3	1,636.4	1,622.1	1,829.1	2,163.3	营业外收入	-	0.4	0.5	0.5	0.5
流动负债						营业外支出	3.0	1.0	-	-	--
短期借款	102.2	90.1	104.9	104.9	104.9	利润总额	154.1	118.3	128.7	287.3	510.1
应付票据及应付账款	71.4	171.3	77.1	117.9	132.5	所得税	26.0	17.8	19.3	43.1	76.5
其他流动负债	25.4	46.2	36.2	30.4	46.8	税后利润	128.1	100.4	109.4	244.2	433.6
非流动负债						少数股东损益					
长期借款	-	11.4	11.4	11.4	11.4	归属母公司净利润	128.1	100.4	109.4	244.2	433.6
其他非流动负债	18.1	17.7	16.2	17.3	17.1	EBITDA	225.8	194.3	220.3	391.5	620.0
负债合计	217.1	336.8	245.8	281.9	312.6	主要财务比率					
少数股东权益						会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	93.3	130.7	135.8	135.8	135.8	成长能力					
资本公积	879.5	842.2	842.2	842.2	842.2	营业收入(%)	9.9%	-16.4%	33.4%	41.9%	41.0%
留存收益	1,147.9	1,169.0	1,245.6	1,416.6	1,720.1	营业利润(%)	23.1%	-24.3%	7.9%	123.6%	77.7%
归属母公司股东权益	1,241.2	1,299.7	1,376.3	1,381.1	1,552.0	归属于母公司净利润(%)	14.6%	-21.6%	8.9%	123.2%	77.5%
负债和股东权益	1,458.3	1,636.4	1,622.1	1,829.1	2,163.3	获利能力					
						毛利率(%)	34.4%	34.2%	31.2%	39.0%	44.4%
						净利率(%)	14.5%	13.6%	11.1%	17.5%	22.1%
						ROE(%)	10.3%	7.7%	8.0%	15.7%	23.4%
						ROIC(%)	22.6%	10.4%	10.9%	20.0%	37.4%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.9%	20.6%	15.1%	15.4%	14.4%
						流动比率	4.14	1.63	2.63	3.33	4.39
						速动比率	3.56	1.25	2.00	2.62	3.59
						营运能力					
						总资产周转率	0.78	0.48	0.60	0.80	0.98
						应收账款周转率	9.80	8.42	10.29	10.29	10.29
						应付账款周转率	14.13	6.20	8.06	14.75	16.19
						估值比率					
						P/E	21.1	26.9	24.7	11.1	6.2
						P/B	2.2	2.1	2.0	1.7	1.5
						EV/EBITDA	20.2	14.5	11.6	5.9	3.4

资料来源: wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

魏贇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn