

浙江医药 (600216)

证券研究报告

2021年09月09日

维生素量价齐升提升业绩，ADC 药物研发进展顺利

事件:

浙江医药披露 2021 年半年报，公司营业收入 46.18 亿，同比增长 30.86%；归母净利润 5.08 亿，同比增长 18.87%；归母扣非净利润 4.66 亿，同比增长 30.28%。公司收入增幅明显，主要系 2021 上半年同行业企业产能受限、供货不足，公司主导合成 VE 系列、VA 系列价格和销量均提升。

疫情下维生素量价齐升，促进公司业绩提升

VE 量价齐升和 VA 放量带动公司业绩增长。2021 H1 VE 均价 76.56 元/kg，同比增长 13.5%，VA 均价 347.93 元/kg，同比降低 19.4%。公司 VE 和 VA 收入分别为 16.15 和 6.76 亿元，分别同比增长 62.7%、46.6%。从供给端看，我们认为 2021 年海外持续受疫情影响，复产进度不理想，供给端进一步收缩，同时帝斯曼与能特科技合作，改善竞争格局。供给紧张叠加竞争格局改善有望推动 VE 进入超景气周期。对于需求端，2021 上半年，生猪、能繁母猪存栏量分别连续 20 个月、21 个月环比增长，带来扩张的市场需求。公司技术升级改造，产能提升。公司合成 VE 关键中间体的间甲酚工艺已达国际先进水平，并在 2020 下半年实现了 VA 关键中间体柠檬醛的产业化，逐步摆脱原材料外部依赖，完成供给端改善。

ARX788 定点偶联 ADC 药物，有望进入高景气 ADC 市场

ARX788 是公司 Ambrx 合作研发的 HER2 ADC，主要用于治疗 HER2 阳性乳腺癌和胃癌，目前两项适应症均进入 II/III 期临床。ADC 药物兼备特异靶向性和高毒性，HER2 为该领域最热门靶点，国内企业中荣昌生物进展最快，其维迪西妥单抗于今年 6 月上市。在研中，公司进度较前，第一三共的 DS-8201 和东曜药业的 TAA013 也处于第一梯队。公司采用的非天然氨基酸定点偶联技术使药物疗效更稳定 and 安全性更高，增强了产品竞争力。

深耕产品研发，积极推动产品布局和市场开拓

上半年公司共 4 款产品获批上市，目前左氧氟沙星氯化钠注射液有 8 家国内生产企业获批，公司该产品已中标第五批集采；苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液在大陆境内仅有浙医获批。此外，公司 2 款仿制药通过一致性评价，包括目前国内仅有三家企业获批生产的注射用盐酸万古霉素。公司在部分品类中处于领先地位，新品的推出丰富了产品布局、促进了市场开拓。

盈利预测与投资评级

结合公司产能和产品价格预期，我们小幅下调 2021 和 2022 年预测。我们将 2021/2022 年收入由 102.75/117.92 亿元下调至 95.80/102.50 亿元，将净利润由 16.49/19.73 亿元下调至 11.39/13.00 亿元。我们预计 2023 年收入和净利润分别为 112.75 和 13.88 亿元。2021/2022/2023 年对应 EPS 分别为 1.18/1.35/1.44 元，对应当前 PE 分别为 15/13/12 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示: 行业政策风险，新药研发风险，VE、VA 产品价格下跌风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,043.93	7,326.93	9,579.85	10,250.44	11,275.48
增长率(%)	2.70	4.02	30.75	7.00	10.00
EBITDA(百万元)	1,513.92	2,210.30	1,591.91	1,772.46	1,935.29
净利润(百万元)	342.77	717.40	1,138.92	1,299.50	1,387.79
增长率(%)	(5.97)	109.29	58.76	14.10	6.79
EPS(元/股)	0.36	0.74	1.18	1.35	1.44
市盈率(P/E)	48.77	23.30	14.68	12.86	12.05
市净率(P/B)	2.13	2.18	2.14	2.30	2.29
市销率(P/S)	2.37	2.28	1.74	1.63	1.48
EV/EBITDA	7.84	5.48	10.42	8.89	8.82

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	17.32 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	965.13
流通 A 股股本(百万股)	965.12
A 股总市值(百万元)	16,716.02
流通 A 股市值(百万元)	16,715.94
每股净资产(元)	8.51
资产负债率(%)	27.68
一年内最高/最低(元)	21.16/12.38

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《浙江医药-季报点评:前三季度业绩高速增长,创新药 ADC 注册临床稳步推进》 2020-10-23
- 《浙江医药-半年报点评:上半年业绩靓丽,创新药 ADC 步入》 2020-08-27
- 《浙江医药-首次覆盖报告:维生素与原料-制剂一体化双轮驱动,创新药 ADC 即将步入 II/III 期》 2020-07-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,277.83	1,628.92	766.39	820.04	902.04
应收票据及应收账款	1,605.62	1,175.09	2,887.46	814.62	3,257.66
预付账款	48.03	39.49	57.87	51.83	68.90
存货	1,434.83	1,479.96	1,780.20	1,848.68	2,019.44
其他	672.77	794.55	710.17	733.73	810.17
流动资产合计	5,039.08	5,118.01	6,202.08	4,268.89	7,058.21
长期股权投资	13.27	37.62	37.62	37.62	37.62
固定资产	3,992.33	3,874.51	3,940.45	3,916.59	3,825.85
在建工程	466.84	638.83	419.30	299.58	209.75
无形资产	406.89	409.75	397.27	384.79	372.30
其他	443.93	421.73	362.49	406.26	394.63
非流动资产合计	5,323.28	5,382.45	5,157.14	5,044.84	4,840.16
资产总计	10,362.36	10,500.46	11,359.22	9,313.73	11,898.37
短期借款	649.98	250.31	867.36	350.48	1,786.09
应付票据及应付账款	781.65	698.59	1,360.49	750.50	1,547.01
其他	618.94	975.25	1,034.92	814.50	1,241.21
流动负债合计	2,050.58	1,924.15	3,262.77	1,915.49	4,574.30
长期借款	0.00	500.65	0.00	0.00	18.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	59.58	45.62	56.61	53.94	52.06
非流动负债合计	59.58	546.27	56.61	53.94	70.39
负债合计	2,110.16	2,470.42	3,319.38	1,969.43	4,644.69
少数股东权益	391.39	355.48	235.05	89.08	(49.69)
股本	965.13	965.13	965.13	965.13	965.13
资本公积	1,342.80	1,398.43	1,657.90	1,657.90	1,657.90
留存收益	6,954.27	6,769.00	6,839.66	6,290.09	6,338.24
其他	(1,401.38)	(1,457.99)	(1,657.90)	(1,657.90)	(1,657.90)
股东权益合计	8,252.20	8,030.04	8,039.84	7,344.30	7,253.67
负债和股东权益总计	10,362.36	10,500.46	11,359.22	9,313.73	11,898.37

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	291.95	659.64	1,138.92	1,299.50	1,387.79
折旧摊销	488.69	504.92	226.08	236.06	243.05
财务费用	5.76	84.71	37.12	29.41	59.43
投资损失	(34.50)	(119.74)	(56.29)	(56.29)	(56.29)
营运资金变动	(446.65)	107.19	(1,125.53)	1,176.49	(1,528.45)
其它	142.00	19.99	(194.82)	(83.77)	(162.36)
经营活动现金流	447.25	1,256.72	25.47	2,601.40	(56.82)
资本支出	512.94	599.13	49.01	82.67	51.88
长期投资	1.64	24.35	0.00	0.00	0.00
其他	(1,132.77)	(861.21)	83.38	(235.71)	(4.73)
投资活动现金流	(618.19)	(237.72)	132.40	(153.04)	47.15
债权融资	649.98	951.12	970.19	451.48	1,939.08
股权融资	(104.39)	(15.39)	281.95	(29.38)	(59.40)
其他	(608.20)	(1,563.20)	(2,272.53)	(2,816.81)	(1,788.01)
筹资活动现金流	(62.60)	(627.47)	(1,020.40)	(2,394.71)	91.67
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(233.55)	391.53	(862.53)	53.65	82.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,043.93	7,326.93	9,579.85	10,250.44	11,275.48
营业成本	4,173.13	4,283.39	5,278.25	5,647.73	6,212.50
营业税金及附加	69.95	73.04	95.99	102.23	112.61
营业费用	1,586.78	1,167.07	1,277.95	1,367.41	1,391.39
管理费用	389.42	376.70	334.34	369.02	405.92
研发费用	450.42	546.09	1,245.38	1,435.06	1,578.57
财务费用	(3.36)	70.07	37.12	29.41	59.43
资产减值损失	(100.13)	(129.54)	(29.65)	(86.44)	(81.88)
公允价值变动收益	66.90	30.48	(68.05)	64.67	(20.43)
投资净收益	34.50	119.74	56.29	56.29	56.29
其他	(32.72)	(92.74)	23.51	(241.92)	(71.73)
营业利润	409.03	882.64	1,328.71	1,506.99	1,632.80
营业外收入	1.24	5.35	2.92	3.17	3.81
营业外支出	12.78	37.00	25.90	25.23	29.38
利润总额	397.50	850.98	1,305.73	1,484.93	1,607.24
所得税	105.54	191.34	293.58	333.88	361.38
净利润	291.95	659.64	1,012.15	1,151.06	1,245.86
少数股东损益	(50.82)	(57.76)	(126.77)	(148.44)	(141.93)
归属于母公司净利润	342.77	717.40	1,138.92	1,299.50	1,387.79
每股收益(元)	0.36	0.74	1.18	1.35	1.44

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.70%	4.02%	30.75%	7.00%	10.00%
营业利润	-12.81%	115.78%	50.54%	13.42%	8.35%
归属于母公司净利润	-5.97%	109.29%	58.76%	14.10%	6.79%
获利能力					
毛利率	40.76%	41.54%	44.90%	44.90%	44.90%
净利率	4.87%	9.79%	11.89%	12.68%	12.31%
ROE	4.36%	9.35%	14.59%	17.91%	19.00%
ROIC	4.50%	10.78%	15.90%	15.51%	20.81%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20.36%	23.53%	29.22%	21.15%	39.04%
净负债率	-7.61%	-8.44%	2.53%	-5.02%	14.30%
流动比率	2.46	2.66	1.90	2.23	1.54
速动比率	1.76	1.89	1.36	1.26	1.10

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	4.48	5.27	4.72	5.54	5.54
存货周转率	5.36	5.03	5.88	5.65	5.83
总资产周转率	0.69	0.70	0.88	0.99	1.06

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.36	0.74	1.18	1.35	1.44
每股经营现金流	0.46	1.30	0.03	2.70	-0.06
每股净资产	8.14	7.95	8.09	7.52	7.57

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	48.77	23.30	14.68	12.86	12.05
市净率	2.13	2.18	2.14	2.30	2.29
EV/EBITDA	7.84	5.48	10.42	8.89	8.82
EV/EBIT	11.57	7.10	12.15	10.26	10.08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com