

分析师: 李琳琳

登记编码: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

## 维生素量价齐升, 目前未受“双限”影响

### ——浙江医药(600216)调研分析报告

## 证券研究报告-调研分析报告

买入(维持)

市场数据(2021-09-28)

发布日期: 2021年09月28日

收盘价(元)	16.80
一年内最高/最低(元)	21.16/12.38
沪深300指数	4883.83
市净率(倍)	1.97
流通市值(亿元)	162

基础数据(2021-6-31)

每股净资产(元)	8.51
每股经营现金流(元)	0.48
毛利率(%)	43.18
净资产收益率-摊薄(%)	6.18
资产负债率(%)	27.68
总股本/流通股(万股)	96512.8/96512.37
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《浙江医药(600216)调研分析报告: 独家品种无氟喹诺酮放量可期, 稳扎稳打迈向综合创新药企》 2021-03-26

2 《浙江医药(600216)公司深度分析: 向多元化医药企业转型的维生素龙头企业》 2018-03-30

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2021年上半年, 公司实现营业收入461,754.41万元, 较上年同期增长30.86%, 实现归属于母公司股东的净利润50,762.11万元, 较上年同期增长18.87%。业绩增长的主要因素是: 供给面看, 同行业企业产能受限、供货不足; 需求面看, 下游生猪及能繁母猪存栏量快速增长, 饲料需求提升, 上半年, 公司主导产品维生素E、维生素A价格上涨, 销量提高。由于国外维生素装置较老, 产能供应不稳定, 预计下半年乃至2022年国内维生素价格仍将维持高位。目前限电政策对公司的产能并无影响, 考虑到公司为国内维生素龙头企业, 同时为浙江省重点企业, 限电政策对公司的产能预计影响有限。
- 2021年6月, 公司独家品种无氟类喹诺酮药物1.1类创新药苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液(250ml: 0.5g)获批《药品注册证书》, 目前在进行前期的进院工作, 一旦市场打开有望成为10亿元规模的大品种。
- 公司创新药稳步推进。ARX788具备先发优势, 有望成为国内药企中首家上市的抗体偶联药物, 2022年年底有望完成三期临床试验。
- 预计公司2021年-2023年的EPS分别为1.27元, 1.46元, 1.71元, 对应9月28日收盘价16.80元, 动态PE分别为13.23倍, 11.51倍和9.82倍, 考虑到公司向综合创新药企转型, 估值重心有望上移, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示: VA和VE生产受限, 海外制剂批复未通过, 新药研发及市场推广低于预期等。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6859	7044	7326	9525	11430
增长比率	20.5	2.7	4.0	30.0	20.0
净利润(百万元)	365	343	717	1229.8	1409.7
增长比率	44.0	-6.0	109	71.4	14.6
每股收益(元)	0.38	0.36	0.74	1.27	1.46
市盈率(倍)	44.21	46.67	22.70	13.22	11.51

资料来源: wind, 中原证券

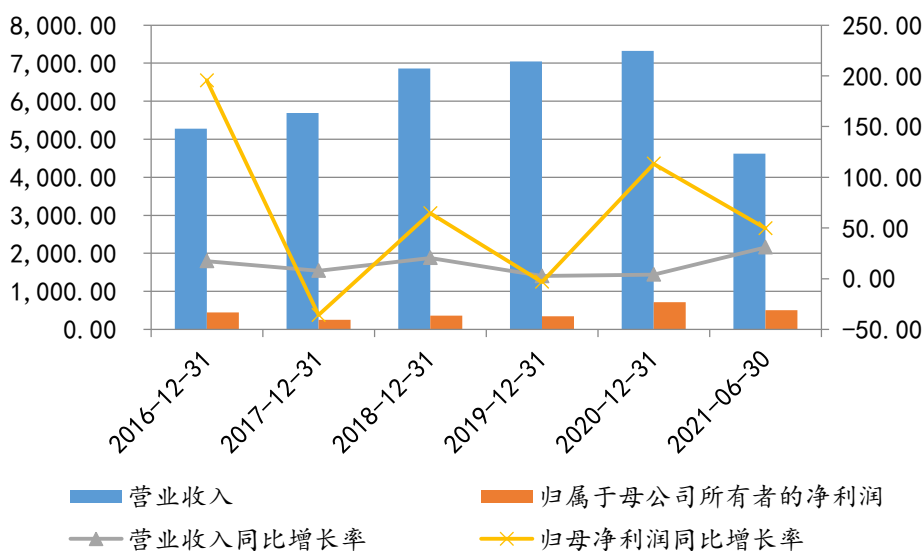
## 内容目录

1. 公司 2021 年上半年业绩稳步增长，目前生产未受“双限”影响 .....	3
2. 公司抗生素板块重点产品分析.....	4
2.1. 盐酸万古霉素系列产品现状：国内已申请一致性评价，国际市场等待认证 .....	4
2.2. 喹诺酮类药物：苹果酸奈诺沙星系列产品有望加速放量 .....	4
2.2.1. 全身用氟喹诺酮类药物说明书面临修订，左氧氟沙星产品上半年收入有所下滑.....	4
2.2.2. 无氟喹诺酮产品：苹果酸奈诺沙星注射液拿到批文，有望放量 .....	4
2.3. 达托霉素原料药通过 FDA 认证，未来将放量 .....	5
3. 降糖药米格列醇有望保持高速增长 .....	5
4. 创新药板块-ARX788 明年年底有望完成三期临床.....	5
5. 盈利预测及投资建议.....	5
6. 风险提示 .....	5

## 1. 公司 2021 年上半年业绩稳步增长，目前生产未受“双限”影响

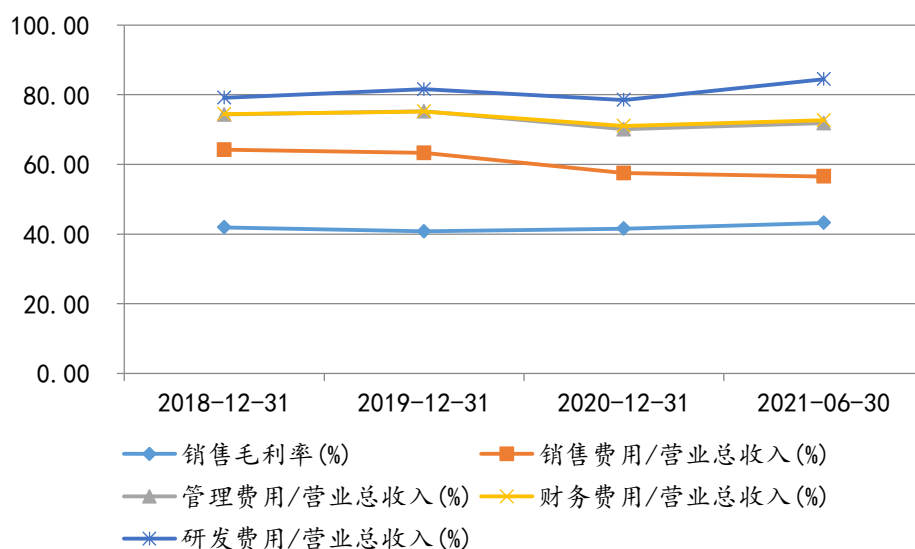
2021 年上半年，公司实现营业收入 461,754.41 万元，较上年同期增长 30.86%，实现归属于母公司股东的净利润 50,762.11 万元，较上年同期增长 18.87%。业绩增长的主要因素是：供给面看，同行业企业产能受限、供货不足；需求面看，下游生猪及能繁母猪存栏量快速增长，饲料需求提升，上半年，公司主导产品维生素 E、维生素 A 价格上涨，销量提高。由于国外维生素装置较老，产能供应不稳定，预计下半年乃至 2022 年国内维生素价格仍将维持高位。目前限电政策对公司的产能并无影响，考虑到公司为国内维生素龙头企业，同时为浙江省重点企业，限电政策对公司的产能预计影响有限。

图 1：浙江医药近年来营业收入与归母净利润走势图



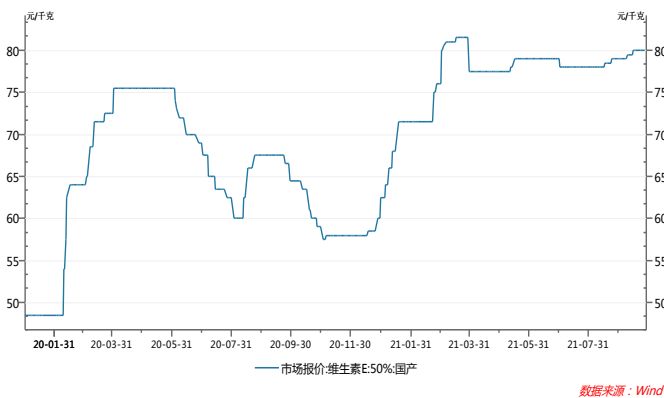
资料来源：wind，中原证券

图 2：公司盈利能力及期间费用率一览



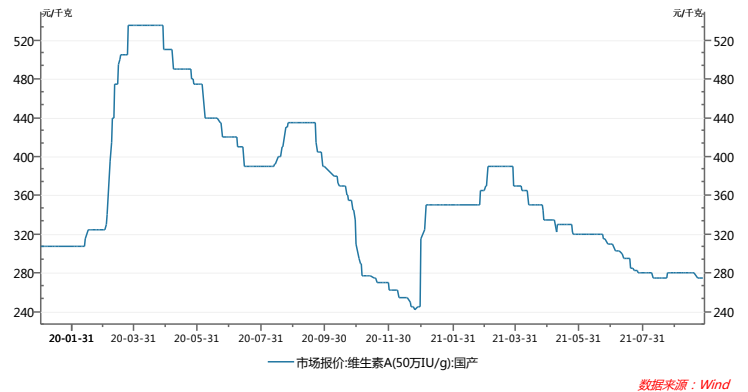
资料来源：wind，中原证券

图 1: 维生素 E 价格走势



资料来源: wind, 中原证券

图 2: 维生素 A 价格走势



资料来源: wind, 中原证券

## 2. 公司抗生素板块重点产品分析

### 2.1. 盐酸万古霉素系列产品现状: 国内已申请一致性评价, 国际市场等待认证

在浙江医药 2004 年开发出万古霉素之前, 万古霉素被外国公司垄断, 生产标准是 88%, 浙江医药产品上市后, 将标准提高到了 95%。由于 FDA 认证尚未通过, 目前公司的注射用盐酸万古霉素制剂产品主要在国内市场销售。米内网数据显示, 2020 年在国内重点城市公立医院的销售额为 2.06 亿元, 与美国礼来公司的稳可信相比, 销售额仅为后者的 17%。目前注射用盐酸万古霉素 0.5g (50 万单位) 已经通过仿制药质量和疗效一致性评价, 未来公司盐酸万古霉素制剂有望在带量采购中获得先发优势。

国际市场方面, 由于疫情原因, 目前还无法进行 FDA 现场认证。

### 2.2. 喹诺酮类药物: 苹果酸奈诺沙星系列产品有望加速放量

#### 2.2.1. 全身用氟喹诺酮类药物说明书面临修订, 左氧氟沙星产品上半年收入有所下滑

2021 年上半年, 公司左氧氟沙星半块实现营业收入 3.36 亿元, 同比下滑 4.25%。公司拥有左氧氟沙星原料药和多种制剂品种。疫情前, 左氧氟沙星板块业绩增长较快, 目前乳酸左氧氟沙星片和乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液已视同通过一致性评价。国内已有多家药企的左氧氟沙星制剂视同通过一致性评价, 后续集采竞争会非常激烈, 可能会对公司左氧氟沙星的销售额增长产生一定的影响。

此外, 今年 3 月 23 日, 国家药监局发布公告称, 决定对全身用氟喹诺酮类药品说明书进行修订。这一公告的出台在中短期内对全身用氟喹诺酮类产品的销售也会产生一定的负面影响。

#### 2.2.2. 无氟喹诺酮产品: 苹果酸奈诺沙星注射液拿到批文, 有望放量

苹果酸奈诺沙星胶囊已纳入《国家医保目录 (2019 版, 2020 版)》, 主要用于治疗成人社区性肺炎。根据国际数家大型药厂估计, 中期其在国内市场的销售额可达到每年 10 亿人民币, 长期有望替代含氟类喹诺酮抗生素。

2021年6月,公司独家品种无氟类喹诺酮药物1.1类创新药苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液(250ml:0.5g)获批《药品注册证书》,目前在进行前期的进院工作,一旦市场打开,其产能可以和左氧氟沙星实现自由切换,未来3-5年,有望成为10亿人民币的大品种,由于公司为国内独家生产企业,看好该系列药物未来的放量。同时考虑到药监局对氟喹诺酮类药物的监管加强,奈诺沙星未来将加速放量。

### 2.3. 达托霉素原料药通过FDA认证,未来将放量

2021年2月11日,公司公告,子公司昌海制药顺利通过了美国FDA关于达托霉素原料药批准前的现场检查。生产线设计产能为2吨/年,该产品全部出口,2022-2023年有望销售上量。

## 3. 降糖药米格列醇有望保持高速增长

公司新型米格列醇崩解片正在上市申报过程中,预计明年上市。相比传统米格列醇片,缓释效果好,附加值更高。未来该系列产品有望保持20%-30%的增速。

## 4. 创新药板块-ARX788明年年底有望完成三期临床

目前ARX788在国内已经进入治疗HER2阳性局部晚期或转移性乳腺癌的II/III临床研究,8月正式启动用于胃癌和胃食管连接部腺癌治疗的II/III临床患者入组,预计将在2021年下半年启动全球性3期临床试验,明年年底有望完成。ARX788在2020年12月的安东尼奥乳腺癌研讨会(SABCS)更新披露的数据显示,在中国HER2阳性乳腺癌I期实验中,客观缓解率(ORR)高达74%,其中,19名患者中,14名有响应,疾病控制率(DCR)高达100%,在美国和澳大利亚进行的I期HER2阳性泛肿瘤实验中,ORR为67%,DCR为100%。目前ARX788治疗乳腺癌的II/III期临床试验正在按计划入组病例,进展顺利;2021年5月ARX788被国家药品监督管理局药品审评中心(CDE)纳入拟突破性治疗品种名单。ARX788有望成为国内药企中首家上市针对胃癌的抗体偶联药物。一旦上市,将推动公司业绩步入新的增长阶段。

## 5. 盈利预测及投资建议

2021年上半年,VA和VE景气度同比显著提升,下半年及2022年有望维持,中期,奈诺沙星将加速放量,长期ARX788有望贡献业绩增长,预计公司2021年-2023年的EPS分别为0.22元,1.36元,1.45元,对应动态PE分别为69倍,11倍,以及10倍,给予公司“买入”的投资评级。

## 6. 风险提示

VA和VE生产受限,海外制剂批复未通过,新药研发及市场推广低于预期等。



## 财务报表预测和估值数据汇总

2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>7326.9</b>	<b>9525.0</b>	<b>11430.0</b>	<b>15430.5</b>	<b>成长性</b>					
4,283.4	5,524.5	6,629.4	8,486.8	营业收入增长率	2.7%	4.0%	30.0%	20.0%	35.0%
73.0	93.3	112.0	151.2	营业利润增长率	-12.8%	115.8%	49.1%	11.6%	32.2%
1,167.1	1,333.5	1,600.2	2,623.2	净利润增长率	-6.0%	109.3%	71.4%	14.6%	17.1%
376.7	1,428.8	1,714.5	2,314.6	EBITDA增长率	25.0%	46.0%	-19.3%	8.1%	24.5%
70.1	-	-	-	EBIT增长率	31.2%	66.3%	-25.4%	11.4%	33.4%
-129.5	-71.3	-	-	NOPLAT增长率	-15.5%	147.9%	46.2%	15.7%	32.2%
30.5	32.4	43.2	35.4	投资资本增长率	3.4%	-2.8%	4013.2%	132.7%	-197.6%
119.7	24.0	-	-	净资产增长率	2.1%	-2.7%	-2.6%	-10.6%	23.7%
<b>882.6</b>	<b>1,316.4</b>	<b>1,469.0</b>	<b>1,942.3</b>	<b>利润率</b>					
-31.7	16.4	-	-	毛利率	40.8%	41.5%	42.0%	42.0%	45.0%
<b>851.0</b>	<b>1,332.8</b>	<b>1,469.0</b>	<b>1,942.3</b>	营业利润率	5.8%	12.0%	13.8%	12.9%	12.6%
191.3	239.9	220.3	291.3	净利润率	4.9%	9.8%	12.9%	12.3%	10.7%
<b>717.4</b>	<b>1229.8</b>	<b>1409.7</b>	<b>1650.9</b>	EBITDA/营业收入	21.5%	30.2%	18.7%	16.9%	15.6%
<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	14.6%	23.3%	13.4%	12.4%	12.2%
1,628.9	762.0	914.4	629,872.2	<b>运营效率</b>					
270.7	202.7	267.3	246.9	固定资产周转天数	205	193	137	98	61
1,316.5	2,512.1	2,044.5	-	流动营业资本周转天数	99	93	5,127	14,221	97
-	901.3	62.4	-	流动资产周转天数	250	250	464	460	7,469
39.5	5,929.9	1,662.7	-	应收帐款周转天数	74	69	72	72	24
1,480.0	8,774.7	4,504.4	-	存货周转天数	67	72	194	209	53
382.4	329.6	320.7	344.3	总资产周转天数	522	513	658	606	7,565
-	82.2	27.4	36.5	投资资本周转天数	344	332	5,303	14,351	182
-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
37.6	37.6	37.6	37.6	ROE	4.4%	9.3%	16.2%	20.3%	19.2%
103.1	103.1	103.1	103.1	ROA	2.8%	6.3%	4.5%	8.8%	0.3%
3,874.5	3,375.8	2,877.1	2,378.3	ROIC	4.5%	10.8%	16.2%	0.5%	0.3%
637.5	637.5	637.5	637.5	<b>费用率</b>					
409.8	397.3	384.8	372.3	销售费用率	22.5%	15.9%	14.0%	14.0%	17.0%
319.9	260.7	304.5	292.9	管理费用率	5.5%	5.1%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>10,500.5</b>	<b>24,306.5</b>	<b>14,148.4</b>	<b>634,321.6</b>	财务费用率	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
250.3	134,283.5	136,360.2	-	三费/营业收入	28.0%	22.0%	29.0%	29.0%	32.0%
1,043.6	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
24.3	-76,239.4	-219,834.7	219,834.7	资产负债率	20.4%	23.5%	67.8%	50.6%	98.6%
606.0	-174,749.4	-404,949.0	405,760.2	负债权益比	25.6%	30.8%	210.8%	102.3%	7229.3%
500.6	133,134.4	495,523.3	-	流动比率	2.46	2.66	-0.17	-0.02	1.01
45.6	56.6	53.9	52.1	速动比率	1.76	1.89	-0.09	-0.01	1.01
<b>2,470.4</b>	<b>16,485.7</b>	<b>7,153.8</b>	<b>625,667.0</b>	利息保障倍数	-305.27	24.36			
<b>355.5</b>	<b>218.6</b>	<b>57.6</b>	<b>57.6</b>	<b>分红指标</b>					
965.1	965.1	965.1	965.1	DPS(元)	1.00	0.23	1.50	2.09	-
6,769.0	6,637.1	5,971.9	7,631.9	分红比率	281.6%	30.9%	117.4%	143.3%	0.0%
<b>8,030.0</b>	<b>7,820.8</b>	<b>6,994.6</b>	<b>8,654.6</b>	股息收益率	6.0%	1.4%	8.9%	12.5%	0.0%
<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
659.6	1,229.8	1,409.7	1,650.9	EPS(元)	0.36	0.74	1.27	1.46	1.71
504.9	511.2	511.2	511.2	BVPS(元)	8.14	7.95	7.88	7.19	8.91
139.8	-	-	-	PE(X)	47.3	22.6	13.2	11.5	9.8
-30.5	32.4	43.2	35.4	PB(X)	2.1	2.1	2.1	2.3	1.9
84.7	-	-	-	P/FCF	60.2	13.4	30.8	6.6	0.0
-119.7	-18.1	-	-	P/S	2.3	2.2	1.7	1.4	1.1
-57.8	-136.9	-161.0	-	EV/EBITDA	10.0	6.9	158.4	335.3	-255.7
107.2	-267,724.4	-363,986.5	1,258,625.1	CAGR(%)	62.3%	35.8%	49.5%	62.3%	35.8%
<b>1,256.7</b>	<b>-266,106.0</b>	<b>-362,183.4</b>	<b>1,260,822.6</b>	PEG	0.8	0.6	0.3	0.2	0.3
<b>-237.7</b>	<b>-28.4</b>	<b>-53.1</b>	<b>-24.1</b>	ROIC/WACC	7.5	18.0	27.0	0.8	0.4
<b>-627.5</b>	<b>265,267.5</b>	<b>362,388.9</b>	<b>-631,840.8</b>	REP	0.3	0.1	0.0	1.3	2.3

资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。