

浙江医药 (600216)

证券研究报告

2021年10月26日

维生素 E 持续高价，ARX788 胃癌 I 期获得积极结果

事件:

10月26日,公司发布2021年三季报。公司2021Q1~Q3实现营业收入68.12亿元,同比增长25.46%,归母净利润7.51亿元,同比增长20.96%,扣非归母6.63亿元,同比增长19.52%。2021年Q3实现营业收入21.94亿元,同比增长15.42%;归母净利润2.43亿元,同比增长25.58%;扣非归母净利润1.97亿元,同比下降0.01%。

维生素 E 价格维持高位运行, 促进公司业绩提升

维生素 E 价格保持高位运行。2021Q3 VE 均价 78.83 元/kg, 同比增长 21.0%, 环比增长 0.7%。VA 均价 283.00 元/kg, 同比降低 31.0%, 环比降低 15.2%。从生产看, 维生素行业整体供应偏紧, VA 方面, 巴斯夫 VA1000 设备尚在升级, 帝斯曼 VA 工厂停产至 9 月底并预计四季度减产 30%; VE 方面, 新和成山东工厂 7 月进行 1 个月的停产检修, 益曼特 VE 工厂计划 9 月中旬开始持续 6 周的停产升级, 欧洲有工厂 10-11 月计划减产。公司维生素产业园 7 月下旬的检修已结束, 恢复生产, 具有一定产能优势。需求端, 2021 年 9 月, 生猪存栏量、能繁殖母猪存栏量分别同比增长 18.2%、16.7%, 需求持续上扬。

ARX788 胃癌 I 期临床数据公布, 安全有效, 具有竞争力

ARX788 是公司合作研发的针对 HER2 靶点的 ADC 药物, 目前已开展针对 HER2 阳性乳腺癌和胃癌的适应症, 两项适应症的初步临床试验数据均展现出 ARX788 优秀的安全性和有效性。目前两项适应症临床试验均进入 II/III 期。公司在 2021 年 CSCO 上公布针对 HER2+ 转移性胃/胃食管交界处 (GEJ) 癌的 Ib 期临床研究 (ACE-Gastric-01) 获得了积极结果。在疗效可评估的 27 例患者中, 试验整体 ORR 为 44.4%, mPFS 为 4.1 个月, mOS 为 10.7 个月。所有 30 例患者中, 与药物相关的 3 级及以上不良事件 (AE) 占 10%。2021 年 8 月, 胃癌适应症的 II/III 期临床首例患者已完成入组给药, 试验顺利进行。乳腺癌适应症, ARX788 的 II/III 期临床试验正在按计划入组, 此前公布的 I 期试验中高剂量组 1.5mg/kg ORR 高达 68% (13/19 例), 并且该剂量被用于 II/III 期临床试验。若参考现有临床数据 (非头对头试验的粗略对比, 不具有统计学意义), ARX788 疗效与 DS-8201 接近 (ARX788 vs DS-8201, 胃癌, ORR 44.4% vs 42.9%; 乳腺癌, 1.5mg/kg 剂量组 ORR 68.4% vs 60.3%), 体现出 ARX788 疗效的潜力, 后续 II/III 期临床结果值得期待。

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 95.80 亿元、102.50 亿元、112.75 亿元; 归母净利润分别为 11.39 亿元、13.00 亿元、13.88 亿元; EPS 分别为 1.18 元、1.35 元、1.44 元。维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复风险, 维生素产品降价风险, 药品销售不及预期风险

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)	45.95	21.96	13.83	12.12	11.35
市净率(P/B)	2.00	2.05	2.02	2.17	2.16
市销率(P/S)	2.24	2.15	1.64	1.54	1.40
EV/EBITDA	7.84	5.48	9.81	8.35	8.32

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	16.32 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)	15,750.89
流通 A 股市值(百万元)	15,750.82
每股净资产(元)	8.76
资产负债率(%)	25.25
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-半年报点评: 维生素量价齐升提升业绩, ADC 药物研发进展顺利》2021-09-09
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,277.83	1,628.92	766.39	820.04	902.04	营业收入	7,043.93	7,326.93	9,579.85	10,250.44	11,275.48
应收票据及应收账款	1,605.62	1,175.09	2,887.46	814.62	3,257.66	营业成本	4,173.13	4,283.39	5,278.25	5,647.73	6,212.50
预付账款	48.03	39.49	57.87	51.83	68.90	营业税金及附加	69.95	73.04	95.99	102.23	112.61
存货	1,434.83	1,479.96	1,780.20	1,848.68	2,019.44	营业费用	1,586.78	1,167.07	1,277.95	1,367.41	1,391.39
其他	672.77	794.55	710.17	733.73	810.17	管理费用	389.42	376.70	334.34	369.02	405.92
流动资产合计	5,039.08	5,118.01	6,202.08	4,268.89	7,058.21	研发费用	450.42	546.09	1,245.38	1,435.06	1,578.57
长期股权投资	13.27	37.62	37.62	37.62	37.62	财务费用	(3.36)	70.07	37.12	29.41	59.43
固定资产	3,992.33	3,874.51	3,940.45	3,916.59	3,825.85	资产减值损失	(100.13)	(129.54)	(29.65)	(86.44)	(81.88)
在建工程	466.84	638.83	419.30	299.58	209.75	公允价值变动收益	66.90	30.48	(68.05)	64.67	(20.43)
无形资产	406.89	409.75	397.27	384.79	372.30	投资净收益	34.50	119.74	56.29	56.29	56.29
其他	443.93	421.73	362.49	406.26	394.63	其他	(32.72)	(92.74)	23.51	(241.92)	(71.73)
非流动资产合计	5,323.28	5,382.45	5,157.14	5,044.84	4,840.16	营业利润	409.03	882.64	1,328.71	1,506.99	1,632.80
资产总计	10,362.36	10,500.46	11,359.22	9,313.73	11,898.37	营业外收入	1.24	5.35	2.92	3.17	3.81
短期借款	649.98	250.31	867.36	350.48	1,786.09	营业外支出	12.78	37.00	25.90	25.23	29.38
应付票据及应付账款	781.65	698.59	1,360.49	750.50	1,547.01	利润总额	397.50	850.98	1,305.73	1,484.93	1,607.24
其他	618.94	975.25	1,034.92	814.50	1,241.21	所得税	105.54	191.34	293.58	333.88	361.38
流动负债合计	2,050.58	1,924.15	3,262.77	1,915.49	4,574.30	净利润	291.95	659.64	1,012.15	1,151.06	1,245.86
长期借款	0.00	500.65	0.00	0.00	18.33	少数股东损益	(50.82)	(57.76)	(126.77)	(148.44)	(141.93)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	342.77	717.40	1,138.92	1,299.50	1,387.79
其他	59.58	45.62	56.61	53.94	52.06	每股收益(元)	0.36	0.74	1.18	1.35	1.44
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	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	391.39	355.48	235.05	89.08	(49.69)	成长能力					
股本	965.13	965.13	965.13	965.13	965.13	营业收入	2.70%	4.02%	30.75%	7.00%	10.00%
资本公积	1,342.80	1,398.43	1,657.90	1,657.90	1,657.90	营业利润	-12.81%	115.78%	50.54%	13.42%	8.35%
留存收益	6,954.27	6,769.00	6,839.66	6,290.09	6,338.24	归属于母公司净利润	-5.97%	109.29%	58.76%	14.10%	6.79%
其他	(1,401.38)	(1,457.99)	(1,657.90)	(1,657.90)	(1,657.90)	获利能力					
股东权益合计	8,252.20	8,030.04	8,039.84	7,344.30	7,253.67	毛利率	40.76%	41.54%	44.90%	44.90%	44.90%
负债和股东权益总计	10,362.36	10,500.46	11,359.22	9,313.73	11,898.37	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					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	20.36%	23.53%	29.22%	21.15%	39.04%
净利润	291.95	659.64	1,138.92	1,299.50	1,387.79	净负债率	-7.61%	-8.44%	2.53%	-5.02%	14.30%
折旧摊销	488.69	504.92	226.08	236.06	243.05	流动比率	2.46	2.66	1.90	2.23	1.54
财务费用	5.76	84.71	37.12	29.41	59.43	速动比率	1.76	1.89	1.36	1.26	1.10
投资损失	(34.50)	(119.74)	(56.29)	(56.29)	(56.29)	营运能力					
营运资金变动	(446.65)	107.19	(1,125.53)	1,176.49	(1,528.45)	应收账款周转率	4.48	5.27	4.72	5.54	5.54
其它	142.00	19.99	(194.82)	(83.77)	(162.36)	存货周转率	5.36	5.03	5.88	5.65	5.83
经营活动现金流	447.25	1,256.72	25.47	2,601.40	(56.82)	总资产周转率	0.69	0.70	0.88	0.99	1.06
资本支出	512.94	599.13	49.01	82.67	51.88	每股指标(元)					
长期投资	1.64	24.35	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.36	0.74	1.18	1.35	1.44
其他	(1,132.77)	(861.21)	83.38	(235.71)	(4.73)	每股经营现金流	0.46	1.30	0.03	2.70	-0.06
投资活动现金流	(618.19)	(237.72)	132.40	(153.04)	47.15	每股净资产	8.14	7.95	8.09	7.52	7.57
债权融资	649.98	951.12	970.19	451.48	1,939.08	估值比率					
股权融资	(104.39)	(15.39)	281.95	(29.38)	(59.40)	市盈率	45.95	21.96	13.83	12.12	11.35
其他	(608.20)	(1,563.20)	(2,272.53)	(2,816.81)	(1,788.01)	市净率	2.00	2.05	2.02	2.17	2.16
筹资活动现金流	(62.60)	(627.47)	(1,020.40)	(2,394.71)	91.67	EV/EBITDA	7.84	5.48	9.81	8.35	8.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.57	7.10	11.44	9.63	9.51
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

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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