

新品申报上市，存量风险出清

华泰研究

2022年7月14日 | 中国内地

公告点评

化学制药

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

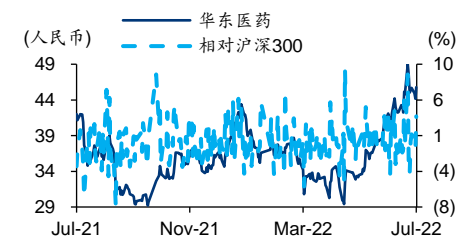
51.48

研究员	代雯
SAC No. S0570516120002	daiwen@htsc.com
SFC No. BFI915	+(86) 21 2897 2078
联系人	李奕玮
SAC No. S0570121070125	liywei@htsc.com
SFC No. BSD964	+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	51.48
收盘价(人民币 截至7月13日)	45.77
市值(人民币百万)	80,089
6个月平均日成交额(人民币百万)	557.89
52周价格范围(人民币)	29.20-49.00
BVPS(人民币)	9.87

股价走势图



资料来源: Wind

利拉鲁肽减重 BLA, 工业存量集采中标, 维持买入评级

公司 7/13 公告: 1) 利拉鲁肽减重适应症 BLA 获受理, 公司已构筑利拉鲁肽(公司预计降糖 22 年底获批)+司美格鲁肽(获批临床)+TTP273(我们预计年内 3 期)+GLP-1/GIP 激动剂(英国临床 1 期, 国内即将 IND)产品组合; 2) 中美华东吗替麦考酚酯胶囊和吡格列酮片中标第七批集采, 降幅相对温和(分别为 62/77%), 集采风险基本出清。考虑到存量业务企稳回升+海内外医美新品上市收入高增长+创新管线合作&商业合作密集落地, 我们略微调整公司 22-24 年归母净利润至 27.66/34.97/44.64 亿元(前值: 27.65/34.45/43.89 亿元), 分部估值法下给予目标价 51.48(前值 41.50 元)。

利拉鲁肽减重适应症申报 BLA, 补充体重管理板块

利拉鲁肽原研厂家为诺和诺德, 其糖尿病适应症分别于 09/10/11 年获 EMA/FDA/NMPA 批准上市, 18 年全球销售峰值 36 亿美元, 减重适应症分别于 14/15 年获 FDA/EMA 批准上市, 20 年全球销售额 9 亿美元。国内仅原研获批, 17 年纳入医保, 21 年中国销售额 14.49 亿元。公司利拉鲁肽类似药已于 9M21 提交降糖适应症 BLA(国内首家, 另有 1 家 BLA 和 5 家 3 期临床), 有望 22 年底前获批上市; 我们预计减重适应症有望于 3Q23 获批上市(国内首家提交 BLA, 另有 3 家临床中), 补充体重管理产品线。

2 产品均中标第七批集采, 集采风险基本出清

7/12 第七批国家集采落地, 我们预计 10-11M22 陆续执行。公司 2 款产品竞标, 均以最高价中选: 1) 吗替麦考酚酯胶囊: 此次集采 6 家中标, 华东降幅 62%, 相对温和; 我们估算公司产品 21 年销售额~10 亿元, 且主要在移植科室销售, 而此次集采的带量部分以非移植科室为主, 我们预计 22/23 年分别影响产品收入几千万/2~3 亿元; 2) 吡格列酮片: 此次集采 4 家中标, 华东降幅 77%, 考虑到产品规模较小(21 年 PDB 销售额 841 万元), 我们预计此次集采影响有限。考虑到工业存量风险出清+创新产品加速兑现+工业微生物贡献增量, 我们维持工业板块全年 15%+的收入增速预期。

疫情受控, 医美板块表现强劲

1) 国内医美: 伴随 6 月北京上海疫情好转, 医美迎来消费修复, 我们预计少女针全年有望实现近 7 亿元销售额, 叠加酷雪 F0(已于 3M22 上市)和 Reaction(2M22 收购 Viora 获得), 国内医美全年有望实现 7+亿元收入; 2) 海外医美: 销售持续向好, 我们预计全年收入有望超 10 亿元(核心: 少女针+Perfectha+hightech; MaiLi 与 Lanluma 新品)。22 年伴随少女针加速放量及多款无创产品进入市场, 我们预计医美板块有望冲击翻倍增长。

风险提示: 产品销售不及预期, 产品降价的风险, 研发进度不达预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	33,683	34,563	38,632	43,732	49,548
+/-%	(4.97)	2.61	11.77	13.20	13.30
归属母公司净利润(人民币百万)	2,820	2,302	2,766	3,497	4,464
+/-%	0.24	(18.38)	20.20	26.42	27.64
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.61	1.32	1.58	2.00	2.55
ROE(%)	19.17	13.80	14.61	16.02	17.48
PE(倍)	28.40	34.80	28.95	22.90	17.94
PB(倍)	5.48	4.83	4.25	3.69	3.15
EV EBITDA(倍)	22.74	23.28	19.09	14.96	11.58

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测与估值

我们采用 SOTP 估值法计算公司整体合理市值为 **900.87 亿元**：

- 1) 商业业务**：参考 22 年可比公司 Wind 一致预期 PE8x，考虑到公司商业板块 21-23E 净利润 CAGR 低于可比公司，给予 22 年 7x PE，对应市值 **26.81 亿元**；
- 2) 工业业务-传统**：参考 22 年可比公司 Wind 一致预期 PE16x，公司集采风险已充分释放，二线品种加速放量，给予 30% 估值溢价，即 22 年 21x PE，对应市值 **436.94 亿元**；
- 3) 工业业务-创新**：参考同行业平均水平，根据沪深 300 平均收益率、10 年期国债利率及 β 系数算得 WACC=6.8%，给予永续增长率-10%，对应公司创新业务合理市值 **107.10 亿元**；
- 4) 医美业务**：参考 22 年可比公司 Wind 一致预期 PE84x，考虑到公司不断并购医美公司，完善产品管线，我们给予医美业务 30% 估值溢价，即 22 年 109x PE，对应市值 **330.02 亿元**。

图表1： 公司分部估值法

业务板块	22E 收入 (百万元)	净利润率 (%)	22E 净利润 (百万元)	22 年行业平均 PE (x)	22 年板块目标 PE (x)	估值 (百万元)
商业业务	25,535	1.5%	383	8	7	2,681
工业业务	11,371	18.4%	2,081	16	21	43,694
					DCF 估值	10,710
医美业务	1,727	17.5%	303	84	109	33,002
总计	38,632		2,766			90,087

资料来源：Wind 一致预期，华泰研究预测

图表2： 可比公司估值表 (更新至 20220713)

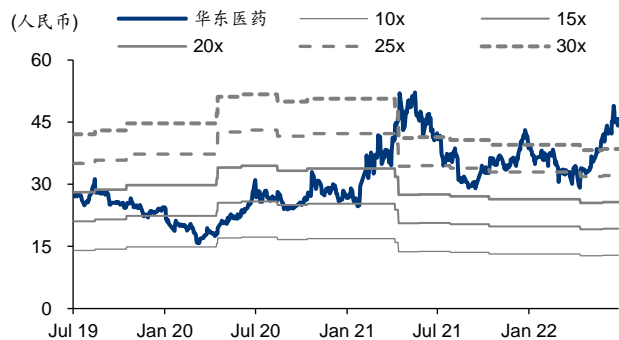
公司	代码	收盘价(元) (2022/7/13)	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			P/E(x)			归母净利润 CAGR(%) 2021-2023E
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
医药商业										
九州通	600998 CH	11.75	220	2,448	2,678	3,111	9	8	7	0%
柳药股份	603368 CH	16.66	60	564	656	757	11	9	8	2%
上海医药	601607 CH	17.99	500	5,093	5,981	6,606	10	8	8	14%
平均值							10	8	8	5%
医药工业										
科伦药业	002422 CH	19.26	275	1,103	1,300	1,522	25	21	18	22%
人福医药	600079 CH	15.60	255	1,390	1,849	2,124	18	14	12	23%
通化东宝	600867.SH	9.86	198	1,308	1,563	1,612	15	13	12	20%
平均值							19	16	14	22%
医美业务										
爱美客	300896 CH	568.50	1,230	958	1,463	2,123	128	84	58	69%
平均值							128	84	58	69%

资料来源：Bloomberg, Wind 一致预期，华泰研究

风险提示

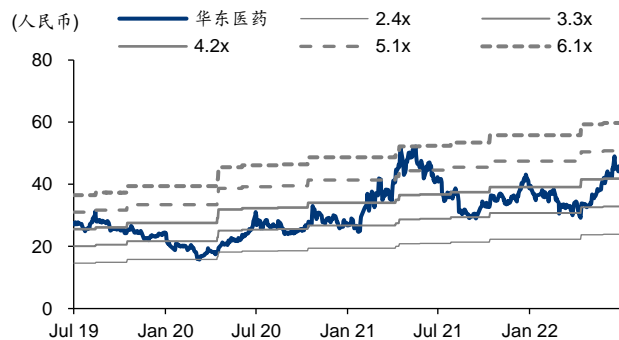
- 1) 医美产品销售不及预期**：公司微创填充产品 Ellanse 及生活美容产品酷雪已于国内上市销售，公司建立起专业的医疗美容和生活美容销售团队，但医美产品的推广受到医生教育、品牌塑造、竞品上市等多方面因素的影响，存在产品放量不及预期的风险；
- 2) 存量产品降价导致收入增长放缓或下滑的风险**：公司百令胶囊、阿卡波糖、泮托拉唑、吗替麦考酚酯等重点产品均已纳入集采或医保谈判降价，后续若其二次降价或其余品种纳入集采，公司收入存在增长放缓或下滑的风险；
- 3) 产品研发进展不及预期**：公司创新药产品将于 23 年开始陆续获批，但创新药研发和审评周期较长，面临较大不确定性，存在产品研发进展不及预期的风险。

图表3: 华东医药 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 华东医药 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	14,656	15,487	18,453	22,299	27,062
现金	3,198	4,032	5,848	8,259	11,433
应收账款	6,138	6,430	7,188	8,136	9,218
其他应收账款	83.07	222.83	249.06	281.94	319.44
预付账款	250.92	275.35	299.86	329.14	359.55
存货	4,068	3,975	4,318	4,741	5,181
其他流动资产	918.51	550.98	550.98	550.98	550.98
非流动资产	9,545	11,510	11,809	12,148	12,555
长期投资	850.07	984.93	984.93	984.93	984.93
固定投资	2,420	3,077	2,987	2,776	2,540
无形资产	1,463	2,233	2,936	3,577	4,163
其他非流动资产	4,812	5,214	4,900	4,810	4,868
资产总计	24,201	26,996	30,262	34,447	39,617
流动负债	8,634	9,266	10,211	11,432	12,814
短期借款	1,417	1,238	1,384	1,566	1,775
应付账款	3,947	3,848	4,190	4,599	5,024
其他流动负债	3,270	4,180	4,638	5,267	6,015
非流动负债	388.26	789.49	805.87	826.41	849.83
长期借款	151.61	139.18	155.56	176.10	199.52
其他非流动负债	236.65	650.31	650.31	650.31	650.31
负债合计	9,022	10,055	11,017	12,258	13,664
少数股东权益	559.59	361.94	406.41	462.63	534.39
股本	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
资本公积	2,158	2,230	2,182	2,182	2,182
留存公积	10,714	12,647	14,906	17,794	21,487
归属母公司股东权益	14,620	16,579	18,838	21,726	25,419
负债和股东权益	24,201	26,996	30,262	34,447	39,617

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	3,411	3,170	3,197	3,960	4,943
净利润	2,910	2,339	2,811	3,554	4,536
折旧摊销	439.55	515.60	626.38	706.36	776.66
财务费用	34.20	22.08	46.46	17.03	(23.54)
投资损失	27.53	96.31	61.92	79.12	70.52
营运资金变动	229.13	13.09	(347.94)	(395.35)	(415.39)
其他经营现金	(228.67)	184.05	(0.93)	(0.93)	(0.93)
投资活动现金	(1,739)	(1,987)	(987.01)	(1,125)	(1,254)
资本支出	(1,473)	(819.10)	(915.52)	(1,036)	(1,174)
长期投资	(638.46)	(154.02)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	372.81	(1,014)	(71.49)	(88.69)	(80.09)
筹资活动现金	(725.73)	(767.45)	(393.98)	(423.81)	(515.82)
短期借款	761.38	(179.09)	145.73	182.62	208.31
长期借款	151.61	(12.43)	16.39	20.53	23.42
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	71.79	(47.77)	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,639)	(647.72)	(508.32)	(626.96)	(747.55)
现金净增加额	925.64	422.73	1,816	2,411	3,173

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,683	34,563	38,632	43,732	49,548
营业成本	22,550	23,957	26,090	28,637	31,283
营业税金及附加	185.46	177.25	198.12	224.27	254.10
营业费用	5,971	5,424	6,181	7,347	8,671
管理费用	998.75	1,167	1,352	1,574	1,883
财务费用	34.20	22.08	46.46	17.03	(23.54)
资产减值损失	(4.54)	(16.91)	(0.93)	(0.93)	(0.93)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(27.53)	(96.31)	(61.92)	(79.12)	(70.52)
营业利润	3,477	2,856	3,427	4,325	5,513
营业外收入	12.50	2.68	2.68	2.68	2.68
营业外支出	35.68	30.86	30.86	30.86	30.86
利润总额	3,453	2,828	3,399	4,297	5,484
所得税	543.67	488.91	587.65	742.93	948.30
净利润	2,910	2,339	2,811	3,554	4,536
少数股东损益	89.86	37.00	44.47	56.22	71.76
归属母公司净利润	2,820	2,302	2,766	3,497	4,464
EBITDA	3,482	3,368	4,022	4,987	6,196
EPS (人民币, 基本)	1.61	1.32	1.58	2.00	2.55

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(4.97)	2.61	11.77	13.20	13.30
营业利润	2.34	(17.86)	20.00	26.21	27.46
归属母公司净利润	0.24	(18.38)	20.20	26.42	27.64
获利能力 (%)					
毛利率	33.05	30.69	32.47	34.52	36.86
净利率	8.64	6.77	7.28	8.13	9.15
ROE	19.17	13.80	14.61	16.02	17.48
ROIC	22.19	18.76	21.30	25.53	30.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.28	37.25	36.41	35.59	34.49
净负债比率 (%)	(9.57)	(12.19)	(19.33)	(26.71)	(34.17)
流动比率	1.70	1.67	1.81	1.95	2.11
速动比率	1.19	1.21	1.35	1.50	1.68
营运能力					
总资产周转率	1.48	1.35	1.35	1.35	1.34
应收账款周转率	5.51	5.50	5.67	5.71	5.71
应付账款周转率	5.83	6.15	6.49	6.52	6.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.61	1.32	1.58	2.00	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	1.81	1.83	2.26	2.83
每股净资产(最新摊薄)	8.36	9.47	10.77	12.42	14.53
估值比率					
PE (倍)	28.40	34.80	28.95	22.90	17.94
PB (倍)	5.48	4.83	4.25	3.69	3.15
EV EBITDA (倍)	22.74	23.28	19.09	14.96	11.58

免责声明

分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司