

公司研究

伊可新厚积薄发持续高增，国企改革动能强劲

——华特达因（000915.SZ）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布2022年半年报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为12.25/3.05/2.96亿元，同比+21.15%/32.90%/33.76%。经营活动现金流净额同比+79.03%。其中，达因药业实现营业收入、净利润分别为10.79/5.48亿元，同比+44.10%/39.85%。业绩符合市场预期。

点评：

Q2 达因药业营收高增，国企改革动能强劲：公司2022Q1-Q2单季度营收分别为6.06/6.20亿元，同比+23.74%/18.71%；归母净利润1.56/1.49亿元，同比+43.18%/23.58%，单二季度业绩增速趋缓与2Q21高基数以及2021年11月底剥离环保资产有关。核心子公司达因药业2022Q1-Q2营业收入分别为5.34/5.45亿元，同比+41.25%/47.00%；净利润为2.86/2.62亿元，同比+41.83%/37.75%。考虑到1Q22收入高增有2021年底控货提价的因素，且2Q22全国疫情形势严峻，达因药业单二季度营收实现环比增长实属难得。自2021年8月新任管理层上任后，公司持续聚焦主业，改善治理结构，并在达因药业内部推行中长期激励，激发员工活力，国企改革成果斐然。

伊可新品类强势不惧疫情，期待下半年新品加速放量：公司主打产品伊可新在近年疫情下基本未受影响，我们认为有以下几点原因：**1) 品类刚需属性增强，渗透率提升。**维生素AD能提高儿童免疫力，公司持续推进专业品类营销，提升销售者认知，在疫情催化下，产品渗透率迅速提升。**2) OTC 强势品牌在疫情期间受益。**伊可新在维生素AD市场市占率超过60%，疫情期间，O2O和B2C线上销售占比提升，品牌厂商终端拦截率降低，品牌驱动收入高增。**3) 渠道拓展夯实市场地位。**线上加大和头部电商平台战略合作，线下加速连锁药店和县域市场渗透。**4) 拓宽服用年龄段至0-6岁，推高品类天花板。**伊可新粉色装（1岁以上）在2021年和1Q22均实现了40%左右的增长。我们预计2022年伊可新将实现25%以上销售额增长，2026年有望突破30亿。22H1受疫情影响，预计新品推广进度稍慢，凭借公司出色的渠道和营销能力，维生素D、盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊佳欣（右旋糖酐铁颗粒剂）等维矿类产品有望在下半年加速放量，口服补液盐散（III）和地氯雷他定等治疗类产品的入院工作也将顺利推进。

盈利预测、估值与评级：华特达因作为儿童药龙头企业，凭借品牌和渠道优势，核心大单品快速增长。考虑到国企改革治理结构明显改善，内部动力十足，上调22-24年归母净利润预测为5.11/6.69/8.62亿（较上次提高1%/5%/9%），同比增长34%/31%/29%，当前股价对应PE为19/15/11倍，维持“买入”评级。

风险提示：伊可新销售不达预期；市场竞争加剧；新药研发失败风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,821	2,027	2,306	2,945	3,733
营业收入增长率	1.17%	11.32%	13.76%	27.72%	26.75%
净利润(百万元)	291	380	511	669	862
净利润增长率	42.46%	30.78%	34.39%	30.87%	28.88%
EPS(元)	1.24	1.62	2.18	2.85	3.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.89%	16.94%	19.90%	21.98%	23.62%
P/E	33	26	19	15	11
P/B	5.0	4.3	3.8	3.2	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-29

买入（维持）

当前价：41.44元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.34
总市值(亿元)	97.11
一年最低/最高(元)	23.25/47.11
近3月换手率	125.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.24	11.12	36.22
绝对	0.22	15.11	23.91

资料来源：Wind

相关研报

Q2 达因高歌猛进，新品推广蓄势待发——华特达因（000915.SZ）2022年半年度业绩快报点评（2022-07-05）

Q1 业绩开门红，聚焦主业势能强劲——华特达因（000915.SZ）2022年一季报点评（2022-04-15）

治理改善+主业聚焦，儿童药龙头扬帆远航——华特达因（000915.SZ）2021年年报点评（2022-03-11）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,821	2,027	2,306	2,945	3,733
营业成本	713	631	481	567	670
折旧和摊销	65	69	86	95	106
税金及附加	26	32	36	46	59
销售费用	278	372	474	611	782
管理费用	135	154	168	214	272
研发费用	96	80	97	133	168
财务费用	-8	-14	-15	-26	-40
投资收益	18	25	26	37	39
营业利润	613	818	1,109	1,462	1,895
利润总额	614	821	1,110	1,463	1,895
所得税	82	117	163	215	279
净利润	533	704	947	1,247	1,616
少数股东损益	242	324	436	579	754
归属母公司净利润	291	380	511	669	862
EPS (元)	1.24	1.62	2.18	2.85	3.68

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	736	756	741	1,220	1,568
净利润	291	380	511	669	862
折旧摊销	65	69	86	95	106
净营运资金增加	-235	15	319	220	272
其他	615	291	-176	235	329
投资活动产生现金流	-38	-769	-277	-263	-262
净资本支出	-102	-120	-250	-250	-250
长期投资变化	0	106	0	0	0
其他资产变化	64	-755	-27	-13	-11
融资活动现金流	-141	-268	-181	-188	-240
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-20	0	0	0	0
无息负债变化	194	-224	-180	8	12
净现金流	557	-281	283	768	1,067

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	60.8%	68.9%	79.1%	80.7%	82.1%
EBITDA 率	36.7%	41.8%	50.1%	50.8%	51.5%
EBIT 率	32.9%	38.2%	46.3%	47.5%	48.6%
税前净利润率	33.7%	40.5%	48.1%	49.7%	50.8%
归母净利润率	16.0%	18.8%	22.2%	22.7%	23.1%
ROA	14.4%	17.9%	21.0%	22.4%	23.3%
ROE (摊薄)	14.9%	16.9%	19.9%	22.0%	23.6%
经营性 ROIC	33.1%	42.2%	43.0%	46.6%	50.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	21%	14%	8%	7%	5%
流动比率	3.43	5.42	10.14	12.07	14.28
速动比率	3.23	5.19	9.95	11.92	14.18
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,695	3,935	4,515	5,576	6,948
货币资金	1,492	1,223	1,506	2,274	3,341
交易性金融资产	0	722	722	722	722
应收账款	244	59	53	54	55
应收票据	302	180	333	425	539
其他应收款 (合计)	10	99	86	88	89
存货	135	102	53	42	34
其他流动资产	13	5	5	5	5
流动资产合计	2,284	2,411	2,772	3,628	4,805
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	106	106	106	106
固定资产	905	878	874	889	917
在建工程	1	4	108	186	244
无形资产	157	174	220	265	309
商誉	26	26	26	26	26
其他非流动资产	15	19	22	22	22
非流动资产合计	1,411	1,524	1,743	1,948	2,142
总负债	760	536	356	364	376
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	181	71	38	31	26
应付票据	4	0	1	1	1
预收账款	4	4	39	50	63
其他流动负债	42	10	10	10	10
流动负债合计	665	445	273	301	336
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	71	62	43	19
非流动负债合计	95	91	83	63	40
股东权益	2,935	3,399	4,159	5,212	6,572
股本	234	234	234	234	234
公积金	164	191	191	191	191
未分配利润	1,554	1,819	2,143	2,617	3,223
归属母公司权益	1,953	2,245	2,568	3,043	3,648
少数股东权益	983	1,155	1,590	2,169	2,923

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	15.24%	18.35%	20.55%	20.75%	20.95%
管理费用率	7.39%	7.58%	7.28%	7.28%	7.28%
财务费用率	-0.45%	-0.70%	-0.66%	-0.88%	-1.08%
研发费用率	5.27%	3.97%	4.20%	4.50%	4.50%
所得税率	13%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.35	0.80	0.83	1.09	1.42
每股经营现金流	3.14	3.23	3.16	5.20	6.69
每股净资产	8.33	9.58	10.96	12.98	15.57
每股销售收入	7.77	8.65	9.84	12.57	15.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	33	26	19	15	11
PB	5.0	4.3	3.8	3.2	2.7
EV/EBITDA	15.8	12.2	9.5	7.7	6.3
股息率	0.8%	1.9%	2.0%	2.6%	3.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE