

分析师：李琳琳
登记编码：S0730511010010
lill@ccnew.com 021-50586983

维生素价格下跌，公司业绩承压

——浙江医药(600216)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(下调)

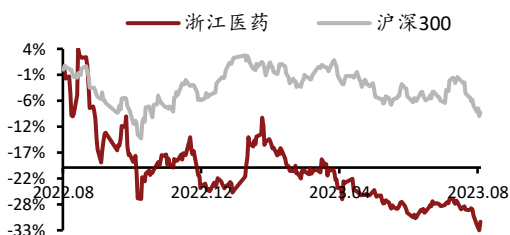
市场数据(2023-08-24)

收盘价(元)	10.56
一年内最高/最低(元)	16.21/10.29
沪深 300 指数	3,723.43
市净率(倍)	1.06
流通市值(亿元)	101.55

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	10.00
每股经营现金流(元)	0.26
毛利率(%)	33.84
净资产收益率_摊薄(%)	2.82
资产负债率(%)	20.84
总股本/流通股(万股)	96,497.50/96,163.35
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《浙江医药(600216)调研简报：注射剂新平台获得 FDA 认可，成长可期》 2023-02-03

《浙江医药(600216)调研分析报告：维生素量价齐升，目前未受“双限”影响》 2021-09-28

《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

联系人：马巍琦

电话： 021-50586973

地址： 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编： 200122

投资要点：

- 公司 2023 年上半年实现营业收入 39.38 亿元，同比下降 4.36%；归母净利润为 2.72 亿元，同比下降 30.29%；扣非后归母净利润为 2.39 亿元，同比下降 37.24%。经营活动产生的现金流量净额为 2.52 亿元（上年同期为-831 万元）。基本每股收益 0.28 元。
- 业绩下滑主要来源于维生素业务的下滑。维生素业务仍然处于底部区间运转。2023 年上半年，维生素系列产品实现营业收入 14.12 亿元，同比下滑 26.93%。收入端的下滑，主要来自于维生素 A 和维生素 E 价格和销量的下滑。根据 wind 数据显示，2023 年上半年，维生素 E 的平均价格为 74.81 元/千克，上年同期均价为 88.07 元/千克，同比下滑 15.06%；目前维生素 E 价格仍未看到企稳的迹象。维生素 A 的平均价格为 88.89 元/千克，较上年同期下滑了 58.18%。维生素 E 竞争格局好于维生素 A，相对来说价格降幅有限，但维生素产品的价格受到需求疲软的因素影响，7、8 月份价格仍然在底部徘徊。
- 下半年维生素价格有望企稳。饲料添加剂是维生素主要应用领域，占比 70%左右，剩下 20%用于医药化妆品，10%用于食品饮料。维生素在饲料中的占比仅为 2%左右，养殖业环境向好的时候，下游客户对维生素价格敏感性较弱；养殖业环境较差的时候，维生素在饲料中的添加量会减少，从而影响维生素的使用。此轮维生素 A 和维生素 E 价格的下滑主要来源于供需失衡。考虑到维生素 A 价格已经处于近 15 年的历史底部，中小企业经营艰难，维生素 A 后续继续下跌的空间有限。维生素 E 供需格局相对较好，随着未来下游养殖业景气度回升，以及四季度消费旺季的到来，价格也有望企稳，销量也有望回暖；维生素价格启动新一轮上升周期需要等待下游养殖业的恢复。
- 类维生素系列产品上半年实现收入 2.68 亿元，同比增长 18.54%；公司技术沉淀深厚，俄乌战争带来乌克兰贝塔胡萝卜素停产，目前全球只有浙江医药一家企业可以生产；同时公司还在积极开拓斑螫黄素等类维生素，未来该板块业绩增长可期。
- 药品板块：苹果酸奈诺沙星和左氧氟沙星氯化钠注射液上半年销量增幅较大；中报数据显示，左氧氟沙星系列产品集采的影响正在消除，上半年实现了销售收入 2.21 亿元，同比增长 23.25%；苹果酸奈诺沙星系列产品在 2022 年进入医保后，上半年实现销售收入 1.74 亿元，同比增长 125.82%。新冠病毒肺炎感染患者在医生的建议下使用抗病毒+抗菌的核心治疗方法，奈诺是抗感染治疗

选用药物之一，具备广谱抗菌活性。对奈诺的认识无论是从医生层面或是从患者层面都有了相当程度的提升。

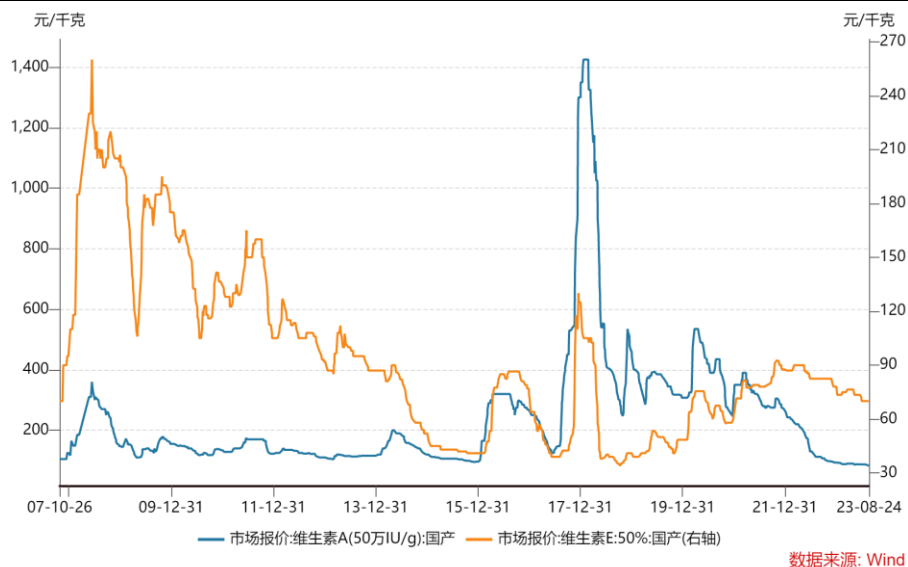
- 出口业务方面，中报数据显示，公司上半年的海外收入为 11.61 亿元，较上年同期下滑了 27%。主要受到疫情后欧美，尤其是欧洲经济疲软的影响；公司原料药主要销售海外市场，近年来也在向制剂出海转型。原料药方面，2023 年上半年昌海制药盐酸米诺环素以及达托霉素通过 FDA 检查；新昌制药通过盐酸万古霉素原料药韩国食品药品监督管理局日常监督检查。制剂方面，注射用盐酸万古霉素获得美国 FDA 新药申请，并已于近期初步试水美国市场。
- ADC 平台研发进展跟进：公司与美国 Ambrex 公司合作布局的乳腺癌靶向药 Her2-ADC (ARX 788) 采用新一代非天然氨基酸定点耦联 ADC 技术，比传统 ADC 进一步增加了药物疗效并降低副作用发生率，目前 II/III 期多中心临床研究期中分析结果达到期中分析的界值，预计 2024 年上市；胃癌 II/III 期临床在一百多家中心同时开展；注射用重组人源化抗 CD70 单抗-AS269 偶联物 (ARX305) 晚期肿瘤 I 期临床研究有序开展，目前在剂量爬坡阶段。
- 盈利预测。因为维生素价格的超预期下跌，下调公司盈利预测至 2023 年、2024 年、2025 年每股收益分别为：0.54 元，0.84 元和 1.41 元，对应 8 月 24 日收盘价 10.56 元，动态 PE 分别为 19.57 倍，12.56 倍和 7.51 倍，下调公司评级至“增持”的投资评级。

风险提示：维生素价格持续下跌或突发因素带来的价格大幅波动，欧洲需求不振，新药研发进度低于预期，政策风险。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,129	8,116	7,738	8,891	9,994
增长比率（%）	24.60	-11.10	-4.65	14.90	12.40
净利润（百万元）	1,045	540	521	812	1,357
增长比率（%）	45.71	-48.38	-3.49	55.85	67.22
每股收益(元)	1.08	0.56	0.54	0.84	1.41
市盈率(倍)	9.75	18.89	19.57	12.56	7.51

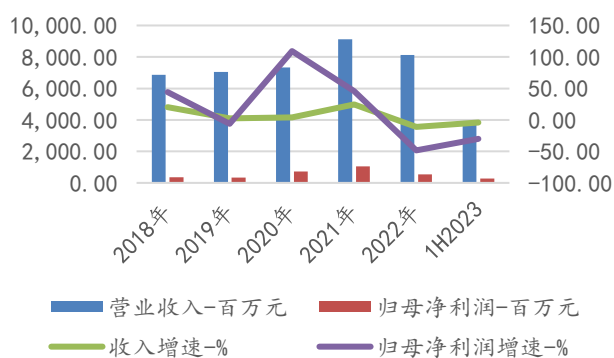
资料来源：聚源，中原证券

图 1：维生素 A 和维生素 E 价格一览



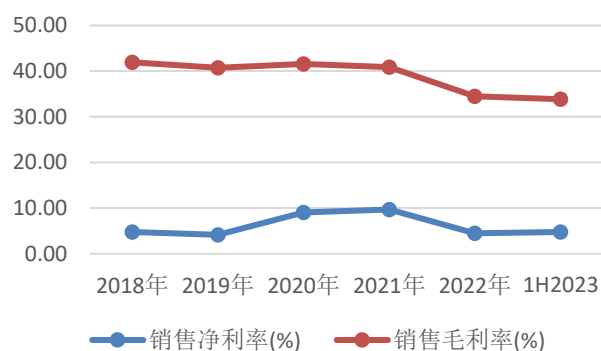
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司营业收入、归母净利润及增速一览



资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司销售毛利率和销售净利率一览



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,035	5,655	5,553	6,075	6,480
现金	1,769	1,438	1,118	1,460	1,857
应收票据及应收账款	1,444	1,298	1,519	1,679	1,766
其他应收款	105	67	60	69	76
预付账款	62	87	83	90	88
存货	1,873	1,995	2,045	2,028	1,901
其他流动资产	782	770	727	748	792
非流动资产	6,497	6,778	7,076	7,428	8,307
长期投资	45	68	97	97	97
固定资产	4,212	4,768	4,910	5,134	5,856
无形资产	729	748	707	706	705
其他非流动资产	1,511	1,194	1,362	1,491	1,649
资产总计	12,532	12,433	12,629	13,503	14,788
流动负债	3,025	2,465	2,293	2,462	2,454
短期借款	176	50	50	50	50
应付票据及应付账款	1,442	1,061	936	1,030	1,019
其他流动负债	1,406	1,354	1,307	1,382	1,384
非流动负债	326	257	257	257	257
长期借款	250	200	200	200	200
其他非流动负债	75	57	56	56	56
负债合计	3,350	2,723	2,550	2,718	2,710
少数股东权益	403	450	353	247	182
股本	965	965	965	965	965
资本公积	1,692	1,941	2,017	2,017	2,017
留存收益	6,195	6,417	6,795	7,606	8,964
归属母公司股东权益	8,779	9,260	9,727	10,538	11,895
负债和股东权益	12,532	12,433	12,629	13,503	14,788

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,137	521	17	691	1,354
净利润	885	363	423	706	1,292
折旧摊销	588	685	16	25	77
财务费用	102	-34	0	0	0
投资损失	-42	33	-3	0	0
营运资金变动	-543	-677	-415	-31	-7
其他经营现金流	147	151	-5	-8	-8
投资活动现金流	-984	-971	-268	-349	-958
资本支出	-933	-969	-230	-361	-940
长期投资	-104	90	11	20	-10
其他投资现金流	53	-93	-49	-8	-8
筹资活动现金流	70	44	-90	0	0
短期借款	-74	-126	0	0	0
长期借款	-250	-50	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	294	249	75	0	0
其他筹资现金流	100	-29	-166	0	0
现金净增加额	143	-331	-320	342	397

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,129	8,116	7,738	8,891	9,994
营业成本	5,400	5,318	5,185	5,616	5,476
营业税金及附加	75	70	66	76	83
营业费用	1,129	891	851	974	1,271
管理费用	428	432	390	448	518
研发费用	807	809	735	889	978
财务费用	93	-38	0	0	0
资产减值损失	-165	-117	-2	-2	-2
其他收益	59	66	42	44	49
公允价值变动收益	52	-24	0	0	0
投资净收益	42	-33	3	0	0
资产处置收益	4	3	0	0	0
营业利润	1,179	505	554	931	1,713
营业外收入	1	2	24	24	24
营业外支出	27	15	14	14	14
利润总额	1,154	491	564	941	1,723
所得税	269	129	141	235	431
净利润	885	363	423	706	1,292
少数股东损益	-161	-177	-97	-106	-65
归属母公司净利润	1,045	540	521	812	1,357
EBITDA	1,809	1,213	580	966	1,800
EPS (元)	1.09	0.56	0.54	0.84	1.41

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	24.60	-11.10	-4.65	14.90	12.40
营业利润 (%)	33.63	-57.22	9.86	67.91	84.04
归属母公司净利润 (%)	45.71	-48.38	-3.49	55.85	67.22
获利能力					
毛利率 (%)	40.85	34.47	33.00	36.83	44.01
净利率 (%)	11.45	6.65	6.73	9.13	13.88
ROE (%)	11.91	5.83	5.35	7.70	11.41
ROIC (%)	9.31	3.71	3.90	6.10	10.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.73	21.90	20.19	20.13	18.33
净负债比率 (%)	36.49	28.04	25.30	25.20	22.44
流动比率	2.00	2.29	2.42	2.47	2.64
速动比率	1.30	1.40	1.44	1.55	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.65	0.62	0.68	0.69
应收账款周转率	6.97	5.92	5.49	5.56	5.68
应付账款周转率	5.23	4.40	5.28	5.71	5.35
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.08	0.56	0.54	0.84	1.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.18	0.54	0.02	0.72	1.40
每股净资产 (最新摊薄)	9.10	9.60	10.08	10.92	12.33
估值比率					
P/E	9.75	18.89	19.57	12.56	7.51
P/B	1.16	1.10	1.05	0.97	0.86
EV/EBITDA	8.62	8.77	16.98	9.85	5.07

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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。