

浙江医药 (600216.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

维生素筑底，抗生素成长持续，ADC 值得期待

事件

2023年8月23日，公司公告，2023年上半年营收39.38亿元，同比减少4.36%，归母/扣非净利润2.72/2.39亿元，同比下降30.29%/37.24%。2023年二季度营收19.30亿元，同比下降0.18%；归母/扣非净利润1.59/1.41亿元，同比上升22.04%/12.19%。业绩符合预期。

点评

维生素筑底，巨头限产，下行空间有限。 (1) 公司上半年营收略降，主要源于维生素板块营收16.25亿，同比下降22.92%。受俄乌战争、美元加息、地缘政治博弈等因素的影响，全球维生素市场采购方较为谨慎，普遍降低采购量以减少库存水平。 (2) 维生素是寡头垄断行业。目前，安迪苏、帝斯曼等国际巨头宣布限产、收紧供给。我们认为，未来价格向下空间有限。

抗生素新品跌出，万古霉素美国上市，板块毛利贡献过半，成长可持续。 抗生素板块上半年营收11亿元，同比增长近21%。新品苹果酸奈诺沙星上半年同比增长125.82%。左氧氟沙星氯化钠注射液纳入集采后，上半年实现23.25%的营收增速。万古霉素已在美国获批上市，预计下半年将有盈利贡献。

ADC 项目值得期待，多在研品种业绩兑现中。 (1) 公司子公司新码生物注射用重组人源化抗 HER2 单抗-AS269 偶联物 (ARX788) 治疗 HER2 阳性局部晚期或转移性乳腺癌的 II/III 期多中心临床研究中期分析结果达到期中分析的界值；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。 (2) 黄体酮软胶囊通过一致性评价，磷酸西格列汀（酶法）登记状态转 A (已批准在上市制剂使用的原料)，苹果酸奈诺沙星胶囊新适应症临床申请获批并启动相关工作；左氧氟沙星等 2 个原料药、重酒石酸间羟胺注射液等 4 个制剂项目提交注册申请。子公司昌海制药于2023年5月22日-26日接受了美国FDA的cGMP的现场检查，6月29日收到美国FDA对盐酸米诺环素和达托霉素原料药的现场核查。以上项目未来有望陆续贡献业绩增量。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计2023/24/25年营收85.31/94.47/107.50亿元；归母净利润6.31/9.08/12.22亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药上市进程不及预期、竞争加剧、产品及成本价格波动、限售股解禁、汇率波动等风险。

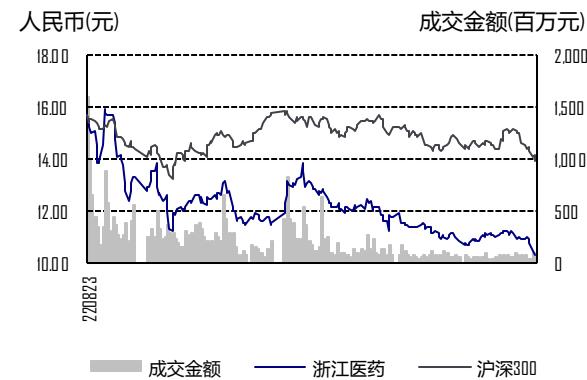
医药组

分析师：赵海春 (执业S1130514100001)
zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币) : 10.29 元

相关报告：

1. 《浙江医药公司深度研究：“超抗”出海，维生素筑底，ADC 获批在...》，2023.7.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,129	8,116	8,531	9,447	10,750
营业收入增长率	25%	-11%	5.12%	10.74%	13.79%
归母净利润(百万元)	1,045	540	631	908	1,222
归母净利润增长率	45.71%	-48.38%	16.96%	43.96%	34.47%
摊薄每股收益(元)	1.083	0.559	0.654	0.941	1.266
每股经营性现金流净额	1.18	0.54	1.51	1.50	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.91%	5.83%	6.50%	8.76%	10.80%
P/E	15.77	20.91	15.73	10.93	8.13
P/B	1.88	1.22	1.02	0.96	0.88

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率	7,327	9,129	8,116	8,531	9,447	10,750	应收账款	1,629	1,769	1,438	1,928	2,362	2,930
主营业务成本	-4,283	-5,400	-5,318	-5,543	-6,084	-6,740	存货	1,544	1,699	1,568	1,754	1,942	2,210
%销售收入	58.5%	59.1%	65.5%	65.0%	64.4%	62.7%	其他流动资产	1,480	1,873	1,995	2,050	2,167	2,401
毛利	3,044	3,729	2,798	2,988	3,364	4,010	流动资产	465	694	654	650	659	668
%销售收入	41.5%	40.9%	34.5%	35.0%	35.6%	37.3%	%总资产	5,118	6,035	5,655	6,382	7,130	8,209
营业税金及附加	-73	-75	-70	-73	-80	-91	长期投资	48.7%	48.2%	45.5%	47.8%	50.3%	53.5%
%销售收入	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	299	226	242	275	275	275
销售费用	-1,167	-1,129	-891	-938	-1,039	-1,182	%总资产	4,513	5,332	5,594	5,604	5,624	5,650
%销售收入	15.9%	12.4%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	无形资产	43.0%	42.5%	45.0%	42.0%	39.7%	36.8%
管理费用	-377	-428	-432	-452	-501	-570	非流动资产	437	765	784	852	914	972
%销售收入	5.1%	4.7%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	%总资产	5,382	6,497	6,778	6,968	7,050	7,133
研发费用	-546	-807	-809	-810	-756	-860	资产负债总计	51.3%	51.8%	54.5%	52.2%	49.7%	46.5%
%销售收入	7%	9%	10.0%	9.5%	8.0%	8.0%	短期借款	10,500	12,532	12,433	13,351	14,180	15,342
息税前利润 (EBIT)	881	1,290	596	715	988	1,306	应付款项	450	627	601	635	635	635
%销售收入	12.0%	14.1%	7.3%	8.4%	10.5%	12.2%	其他流动负债	1,068	1,898	1,509	1,769	1,935	2,148
财务费用	-70	-93	38	10	22	32	流动负债	406	500	355	532	579	696
%销售收入	1.0%	1.0%	-0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	-70	1,924	3,025	2,465	2,936	3,149
资产减值损失	-140	-174	-142	0	0	0	其他长期负债	1,149	501	250	200	200	200
公允价值变动收益	30	52	-24	0	0	0	负债	1,738	46	75	57	56	56
投资收益	120	42	-33	10	10	10	普通股股东权益	3,405	2,470	3,350	2,723	3,193	3,735
%税前利润	14.1%	3.6%	n.a.	1.3%	0.9%	0.7%	其中：股本	7,675	9,779	9,260	9,708	10,375	11,307
营业利润	883	1,179	505	800	1,084	1,413	未分配利润	965	965	965	965	965	965
营业利润率	12.0%	12.9%	6.2%	9.4%	11.5%	13.1%	少数股东权益	355	4,010	4,689	4,830	5,278	5,945
营业外收支	-32	-26	-13	-11	-11	-11	负债股东权益合计	400	403	450	450	400	300
税前利润	851	1,154	491	789	1,073	1,402		10,500	12,532	12,433	13,351	14,180	15,342
利润率	11.6%	12.6%	6.1%	9.2%	11.4%	13.0%							
所得税	-191	-269	-129	-158	-215	-280							
所得税率	22.5%	23.3%	26.2%	20.0%	20.0%	20.0%							
净利润	660	885	363	631	858	1,122							
少数股东损益	-58	-161	-177	0	-50	-100							
非现金支出	645	761	828	634	678	727							
非经营收益	-64	34	8	-6	10	10							
营运资金变动	16	-543	-677	199	-100	-181							
经营活动现金净流	1,257	1,137	521	1,458	1,446	1,677							
资本开支	-508	-933	-969	-780	-766	-816							
投资	122	-104	90	-33	0	0							
其他	148	53	-93	10	10	10							
投资活动现金净流	-238	-984	-971	-803	-756	-806							
股权募资	97	438	402	0	0	0							
债权募资	302	-120	-76	34	0	0							
其他	-1,026	-248	-282	-199	-255	-303							
筹资活动现金净流	-627	70	44	-165	-255	-303							
现金净流量	349	143	-331	490	435	568							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-01	买入	10.95	16.35~16.35

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-15%；

中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806