

2024年04月28日
华润双鹤(600062.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

化学制剂

大输液稳步发展，推动公司 2024Q1 业绩稳增长

事件：

公司发布了 2024 年第一季度报告，2024Q1 公司分别实现营收和归母净利润 28.35 亿元和 4.16 亿元，分别同比增长 2.26% 和 11.00%。

输液板块稳步发展，推动公司 2024Q1 业绩稳增长：

2024Q1 公司分别实现营收和归母净利润 28.35 亿元和 4.16 亿元，分别同比增长 2.26% 和 11.00%。得益于疫后输液需求的回升，2024Q1 公司业绩实现稳增长。

得益于输液用量回升和新品上市后放量，公司输液业务有望持续稳步发展：

输液用量回升和核心品种稳定放量，有望带动公司输液板块稳步发展。其中，输液用量方面，疫情过后医院终端诊疗量逐步复苏，有望带动大输液终端用量的提升；新品方面，公司积极拓展营养性和治疗性产品，丙泊酚中/长链脂肪乳注射液、左氧氟沙星氯化钠注射液等品种有望稳定放量。

并购紫竹药业，强化女性健康用药领域的业务布局：

紫竹药业是国内女性健康用药的领先药企，产品管线包括米非司酮、左炔诺孕酮、左炔诺孕酮炔雌醚、孕三烯酮等品种，公司并购紫竹药业，有望增强女性健康用药领域的业务布局。

投资建议：

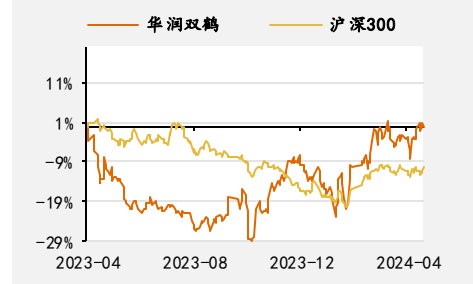
预计公司 2024 年-2026 年的归母净利润分别为 14.80 亿元、16.39 亿元、18.04 亿元，分别同比增长 11.0%、10.8%、10.1%；预计 2024 年 EPS 为 1.42 元/股，给予当期 PE 19 倍，对应 6 个月目标价为 26.98 元/股，首次覆盖，给予买入-A 的投资评级。

风险提示：药品降价风险；核心产品销售低于预期；核心产品竞争格局恶化风险；研发进展不及预期风险等。

投资评级	买入-A 首次评级
6 个月目标价	26.98 元
股价 (2024-04-26)	21.20 元

交易数据	
总市值(百万元)	22,040.72
流通市值(百万元)	21,769.28
总股本(百万股)	1,039.66
流通股本(百万股)	1,026.85
12 个月价格区间	15.06/21.56 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.3	7.0	12.2
绝对收益	5.5	14.5	2.7

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

冯俊曦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@essence.com.cn

相关报告

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	9,446.9	10,222.1	11,080.1	12,165.7	13,321.5
净利润	1,163.6	1,333.0	1,479.7	1,638.9	1,804.0
每股收益(元)	1.12	1.28	1.42	1.58	1.74
每股净资产(元)	9.64	10.67	11.71	12.83	14.20

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	18.9	16.5	14.9	13.4	12.2
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
净利润率	12.3%	13.0%	13.4%	13.5%	13.5%
净资产收益率	11.6%	12.0%	12.2%	12.3%	12.2%
股息收益率	2.7%	0.0%	2.3%	2.1%	1.7%
ROIC	17.1%	16.0%	17.8%	21.3%	23.9%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测



目 录

1. 盈利预测与估值分析.....	4
1.1. 盈利预测.....	4
1.2. 估值分析.....	5

目 录

图 1. 华润双鹤营收拆分情况.....	4
图 2. 华润双鹤历年估值情况-当期 PE.....	5
图 3. 可比公司估值表.....	5

1. 盈利预测与估值分析

1.1. 盈利预测

按照以下假设，预计 2024-2026 年公司分别实现营收 110.80 亿元、121.66 亿元、133.22 亿元，分别同比增长 8.39%、9.80%、9.50%；分别实现归母净利润 14.80 亿元、16.39 亿元、18.04 亿元，分别同比增长 11.0%、10.8%、10.1%。

- (1) 考虑到 2023 年输液业务收入高基数，预计 2024 年输液业务收入同比增长 5%；2025-2026 年考虑到公司积极拓展营养性和治疗性产品，推动输液业务稳健增长，假设 2025-2026 年公司输液业务营收分别同比增长 9.50%、8.50%。
- (2) 考虑到拉考沙胺口服溶液、普瑞巴林、替尼泊苷、白消安等多个核心品种有望快速放量，且公司通过并购紫竹药业强化女性健康用药的布局，假设 2024-2026 年公司非输液业务分别实现营收 76.31 亿元、83.94 亿元、92.33 亿元，分别同比增长 10.00%、10.00%、10.00%。
- (3) 假设 2024-2026 年公司其他业务分别实现营收 1.14 亿元、1.19 亿元、1.25 亿元，分别同比增长 5.00%、5.00%、5.00%。

图1. 华润双鹤营收拆分情况

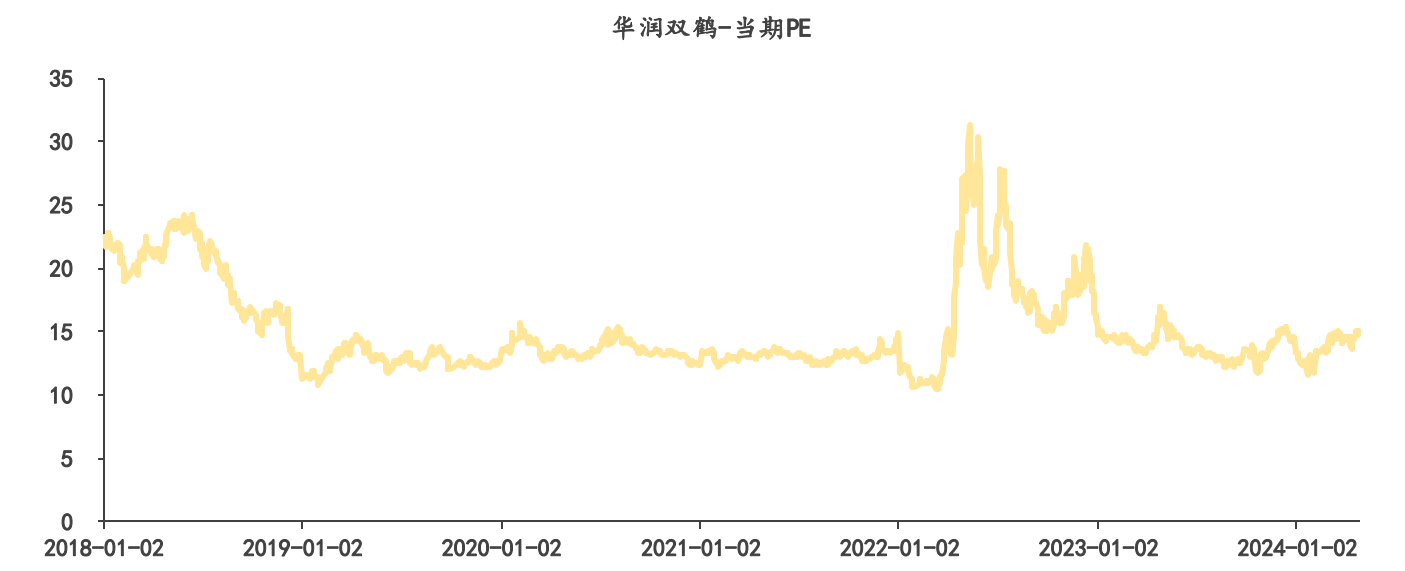
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	82.25	93.81	85.04	91.12	94.47	102.22	110.80	121.66	133.22
同比增长		14.05%	-9.35%	7.14%	3.68%	8.21%	8.39%	9.80%	9.50%
毛利润 (亿元)	52.11	59.50	53.59	50.82	52.15	56.46	61.42	67.51	74.00
毛利率	63.35%	63.43%	63.01%	55.77%	55.20%	55.24%	55.43%	55.49%	55.55%
其中：输液业务 (亿元)	28.18	29.38	24.82	26.24	25.97	31.77	33.36	36.53	39.63
同比增长		4.26%	-15.52%	5.72%	-1.02%	22.33%	5.00%	9.50%	8.50%
毛利润 (亿元)	15.10	16.00	12.25	12.91	12.54	17.07	18.01	19.80	21.56
毛利率	53.59%	54.46%	49.37%	49.21%	48.28%	53.72%	54.00%	54.20%	54.40%
非输液业务 (亿元)	52.70	62.19	59.09	64.10	67.47	69.37	76.31	83.94	92.33
同比增长		18.00%	-4.98%	8.47%	5.26%	2.81%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利润 (亿元)	36.89	42.82	41.10	37.59	39.18	38.75	42.73	47.00	51.70
毛利率	69.99%	68.85%	69.54%	58.65%	58.06%	55.87%	56.00%	56.00%	56.00%
其他业务 (亿元)	1.37	2.24	1.13	0.78	1.03	1.08	1.14	1.19	1.25
同比增长		63.74%	-49.76%	-30.89%	32.24%	5.23%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润 (亿元)	0.12	0.69	0.24	0.31	0.44	0.64	0.67	0.70	0.74
毛利率	8.72%	30.67%	21.11%	40.15%	42.40%	59.34%	59.00%	59.00%	59.00%

资料来源：公司公告、国投证券研究中心

1.2. 估值分析

从 2018 年至今，华润双鹤当期 PE 的均值、最小值、最大值分别为 15.04 倍、10.44 倍、31.38 倍。截止至 2024.4.26，华润双鹤当期 PE 为 14.89 倍，估值处于中低位水平。

图2. 华润双鹤历年估值情况-当期 PE



资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心

华润双鹤、科伦药业、石四药的输液业务收入体量较大且在行业内占据领先地位，因此华润双鹤与科伦药业和石四药的可比性较高。估值方面，参照同为 A 股上市公司的科伦药业，2024 年给予华润双鹤当期 PE 19 倍，预计 2024 年 EPS 为 1.42 元/股，对应 6 个月目标价为 26.98 元/股。

图3. 可比公司估值表

上市公司	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE			数据来源
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
科伦药业	519	214.54	232.64	258.73	24.56	27.90	31.82	21.13	18.60	16.31	Wind一致性预期
华润双鹤	220	102.22	110.80	121.66	13.33	14.80	16.39	16.50	14.87	13.42	国投证券预测
石四药	142	64.63	76.59	89.29	13.19	15.85	18.70	10.77	8.96	7.60	Wind一致性预期

资料来源：公司公告、Choice、国投证券研究中心 (估值数据截止至 2024.4.26)

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,446.9	10,222.1	11,080.1	12,165.7	13,321.5	成长性					
减: 营业成本	4,231.8	4,575.8	4,938.5	5,415.1	5,921.1	营业收入增长率	3.7%	8.2%	8.4%	9.8%	9.5%
营业税费	117.7	132.8	144.0	158.2	173.2	营业利润增长率	23.7%	7.7%	17.8%	10.3%	9.3%
销售费用	2,656.0	2,684.6	2,880.8	3,163.1	3,463.6	净利润增长率	24.4%	14.6%	11.0%	10.8%	10.1%
管理费用	736.2	794.5	831.0	912.4	999.1	EBITDA 增长率	10.7%	24.2%	5.8%	7.5%	7.5%
研发费用	474.7	561.5	554.0	608.3	666.1	EBIT 增长率	8.4%	25.9%	8.2%	10.2%	9.9%
财务费用	-94.7	-43.8	-53.6	-60.2	-52.8	NOPLAT 增长率	18.1%	10.5%	18.2%	10.2%	9.9%
资产减值损失	-18.5	-101.7	-	-	-	投资资本增长率	18.6%	6.0%	-7.8%	-2.2%	-11.7%
加: 公允价值变动收益	6.0	13.8	-	-	-	净资产增长率	2.4%	9.9%	9.5%	9.3%	10.2%
投资和汇兑收益	16.2	12.5	-	-	-						
营业利润	1,406.1	1,515.0	1,785.3	1,968.9	2,151.2	利润率					
加: 营业外净收支	8.5	51.5	-	-	-	毛利率	55.2%	55.2%	55.4%	55.5%	55.6%
利润总额	1,414.6	1,566.5	1,785.3	1,968.9	2,151.2	营业利润率	14.9%	14.8%	16.1%	16.2%	16.1%
减: 所得税	199.3	240.6	267.8	295.3	322.7	净利润率	12.3%	13.0%	13.4%	13.5%	13.5%
净利润	1,163.6	1,333.0	1,479.7	1,638.9	1,804.0	EBITDA/营业收入	19.0%	21.8%	21.3%	20.8%	20.4%
						EBIT/营业收入	13.5%	15.7%	15.6%	15.7%	15.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	107	109	97	78	61
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	48	46	41	44	43
货币资金	2,630.3	3,457.0	5,066.6	6,457.4	8,813.1	流动资产周转天数	280	261	284	316	348
交易性金融资产	200.5	-	-	-	-	应收帐款周转天数	49	51	50	50	50
应收帐款	1,320.6	1,599.9	1,465.3	1,920.3	1,812.5	存货周转天数	68	61	62	63	62
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	537	527	527	518	516
预付帐款	182.1	187.7	156.9	247.0	197.4	投资资本周转天数	274	283	258	223	190
存货	1,878.6	1,562.4	2,261.1	2,005.5	2,562.0						
其他流动资产	953.0	831.5	874.1	886.2	863.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	12.0%	12.2%	12.3%	12.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.4%	8.6%	8.9%	9.3%	9.1%
长期股权投资	333.2	341.6	341.6	341.6	341.6	ROIC	17.1%	16.0%	17.8%	21.3%	23.9%
投资性房地产	43.9	46.4	46.4	46.4	46.4	费用率					
固定资产	3,011.9	3,186.7	2,809.3	2,432.0	2,054.7	销售费用率	28.1%	26.3%	26.0%	26.0%	26.0%
在建工程	439.7	568.2	568.2	568.2	568.2	管理费用率	7.8%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	2,281.0	2,482.3	2,235.8	1,989.4	1,743.0	研发费用率	5.0%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	1,208.0	1,167.3	1,161.8	1,161.2	1,151.5	财务费用率	-1.0%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
资产总额	14,482.5	15,431.0	16,987.1	18,055.3	20,154.3	四费/营业收入	39.9%	39.1%	38.0%	38.0%	38.1%
短期债务	4.9	30.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,166.4	2,130.8	2,739.7	2,524.3	3,194.4	资产负债率	25.9%	23.6%	24.0%	21.8%	22.8%
应付票据	19.1	25.8	9.1	35.6	14.0	负债权益比	35.0%	30.9%	31.5%	27.9%	29.5%
其他流动负债	821.4	975.5	827.3	874.7	892.5	流动比率	2.38	2.42	2.75	3.35	3.47
长期借款	200.0	-	-	-	-	速动比率	1.76	1.92	2.11	2.77	2.85
其他非流动负债	541.1	479.1	496.2	505.5	493.6	利息保障倍数	-13.43	-36.52	-32.29	-31.71	-39.76
负债总额	3,752.9	3,641.2	4,072.3	3,940.0	4,594.5	分红指标					
少数股东权益	707.0	699.4	737.1	771.7	796.2	DPS(元)	0.58	-	0.50	0.46	0.37
股本	1,043.2	1,039.7	1,039.7	1,039.7	1,039.7	分红比率	51.6%	0.0%	35.0%	28.9%	21.3%
留存收益	9,156.6	10,176.0	11,138.1	12,303.8	13,723.9	股息收益率	2.7%	0.0%	2.3%	2.1%	1.7%
股东权益	10,729.6	11,789.8	12,914.9	14,115.2	15,559.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	1,215.4	1,325.9	1,479.7	1,638.9	1,804.0
						加: 折旧和摊销	524.8	630.0	623.7	623.7	623.7
						资产减值准备	18.5	101.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-6.0	-13.8	-	-	-
						财务费用	-56.1	3.0	-53.6	-60.2	-52.8
						投资收益	-16.2	-12.5	-	-	-
						少数股东损益	51.7	-7.1	37.8	34.6	24.5
						营运资金的变动	-334.2	-367.1	26.9	-456.4	257.4
						经营活动产生现金流量	1,341.7	1,630.8	2,114.6	1,780.7	2,656.9
						投资活动产生现金流量	666.8	-686.4	-0.9	0.1	0.2
						融资活动产生现金流量	-1,291.2	-359.7	-504.2	-390.0	-301.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.12	1.28	1.42	1.58	1.74
						BVPS(元)	9.64	10.67	11.71	12.83	14.20
						PE(X)	18.9	16.5	14.9	13.4	12.2
						PB(X)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5
						P/FCF	156.4	24.8	11.2	12.1	8.1
						P/S	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
						EV/EBITDA	9.2	7.4	7.4	6.4	5.1
						CAGR(%)	11.3%	11.3%	16.0%	11.3%	11.3%
						PEG	1.7	1.5	0.9	1.2	1.1
						ROIC/WACC	1.6	1.5	1.7	2.0	2.3
						REP	1.3	1.3	1.3	1.1	0.9

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

- 买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
- 增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
- 中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
- 减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
- 卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034