

浙江医药 (600216.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

维生素强劲回升，2 季度扣非同比高增近 50%

事件

2024 年 8 月 22 日，公司公告，2024 年上半年营收/归母/扣非净利润 44.05/3.15/3.17 亿元，分别同比增长 11.87%/15.82%/32.56%。2024 年二季度营收/归母/扣非净利润 21.56/2.06/2.11 亿元，分别同比增长 11.73%/29.60%/49.62。业绩符合预期。

点评

维生素强劲回升，万古霉素爬坡放量，业绩转入上升态势明确。

(1) 总体：公司上半年营收 44 亿，其中，生命营养品、医药制造、医药商业板块分别收入 20.2/11.6/11.9 亿元，同比增长 24%/5%/5%。这三大板块的毛利分别为 5.5/7.3/0.5 亿元，生命营养品板块同比增长 44%，医药制造同比下降 3%，医药商业持平。

(2) 维生素：生命营养品板块的维生素系列 (A、E) 营收 17.35 亿元，同比增长 23%；毛利 5.15 亿元，同比增长 47%；毛利率同比提升 7 个百分点。随着寡头垄断的维生素行业中，巴斯夫、帝斯曼等国际巨头限产等情况，我们认为，维生素 A、E 的价格将继续强势回升。根据巴斯夫官网 2024 年 8 月 7 日宣布，其一家位于德国路德维希港的生产维生素 A、维生素 E、类胡萝卜素以及香料成分和前体的子公司，在 2024 年 7 月 29 日发生火灾，导致工厂停工，公司宣布部分维生素 A、维生素 E 和类胡萝卜素产品以及部分芳香成分的交付遭遇不可抗力，即刻生效，直至另行通知。

(3) 抗生素：出海与以价换量爬坡中。公司医药制造板块主要是抗生素产品，1H24 该板块毛利率同比下降 4.85 个百分点，营收却仍有 5% 的增长。尤其万古霉素在美国已经商业化，该品种 1H24 营收 2.2 亿元，同比增长 28%。

子公司新码生物 ADC 项目值得期待。1H23 半年报中，公司已披露其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 期多中心临床研究达到期中分析的界值，后续进展值得关注。

盈利预测、估值与评级

根据公司近 3 期财报趋势，我们判断公司维生素价格仍处于底部向上逐步修复的过程中，抗生素亦处在以价换量的放量爬坡过程中。我们将公司 2024/25 年营收预测下调 7%/13%至 88/95 亿元，预计 2026 年营收 103 亿元；将归母净利润下调 29%/36%至 7/9 亿元，预计 2026 年归母净利润 11 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药上市进程不达预期、竞争加剧、产品及成本价格波动、汇率波动等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

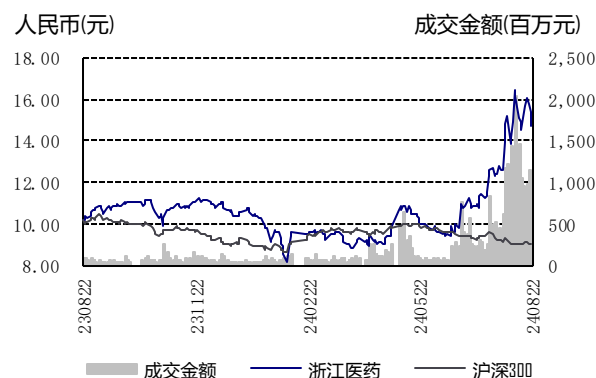
分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.68 元

相关报告：

1.《浙江医药公司点评：维生素筑底，抗生素成长持续，ADC 值得期待》，2023.8.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,116	7,794	8,810	9,515	10,276
营业收入增长率	-11%	-4%	13.03%	8.00%	8.00%
归母净利润(百万元)	540	430	707	900	1,065
归母净利润增长率	-48.38%	-20.37%	64.51%	27.35%	18.36%
摊薄每股收益(元)	0.559	0.445	0.735	0.936	1.108
每股经营性现金流净额	0.54	0.66	1.20	1.49	1.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.83%	4.46%	6.94%	8.30%	9.17%
P/E	20.91	24.10	19.97	15.68	13.25
P/B	1.22	1.08	1.39	1.30	1.21

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,129	8,116	7,794	8,810	9,515	10,276
增长率		-11%	-4%	13.0%	8.0%	8.0%
主营业务成本	-5,400	-5,318	-5,270	-5,638	-6,089	-6,577
%销售收入	59.1%	65.5%	67.6%	64.0%	64.0%	64.0%
毛利	3,729	2,798	2,524	3,172	3,425	3,699
%销售收入	40.9%	34.5%	32.4%	36.0%	36.0%	36.0%
营业税金及附加	-75	-70	-78	-78	-85	-91
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,129	-891	-1,046	-1,057	-1,094	-1,130
%销售收入	12.4%	11.0%	13.4%	12.0%	11.5%	11.0%
管理费用	-428	-432	-445	-441	-476	-514
%销售收入	4.7%	5.3%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-807	-809	-860	-705	-714	-771
%销售收入	9%	10%	11.0%	8.0%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	1,290	596	95	891	1,057	1,193
%销售收入	14.1%	7.3%	1.2%	10.1%	11.1%	11.6%
财务费用	-93	38	17	-10	-2	14
%销售收入	1.0%	-0.5%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-174	-142	-109	0	0	0
公允价值变动收益	52	-24	-10	-1	0	0
投资收益	42	-33	-4	-12	0	0
%税前利润	3.6%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	1,179	505	380	933	1,121	1,272
营业利润率	12.9%	6.2%	4.9%	10.6%	11.8%	12.4%
营业外收支	-26	-13	-17	-7	-7	-7
税前利润	1,154	491	363	926	1,114	1,265
利润率	12.6%	6.1%	4.7%	10.5%	11.7%	12.3%
所得税	-269	-129	-86	-219	-264	-299
所得税率	23.3%	26.2%	23.8%	23.7%	23.7%	23.7%
净利润	885	363	277	707	850	965
少数股东损益	-161	-177	-153	0	-50	-100
归属于母公司的净利润	1,045	540	430	707	900	1,065
净利率	11.5%	6.6%	5.5%	8.0%	9.5%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	885	363	277	707	850	965
少数股东损益	-161	-177	-153	0	-50	-100
非现金支出	761	828	837	669	713	762
非经营收益	34	8	-325	49	27	18
营运资金变动	-543	-677	-154	-275	-154	-171
经营活动现金净流	1,137	521	634	1,150	1,436	1,574
资本开支	-933	-969	-622	-720	-762	-812
投资	-104	90	-17	-34	0	0
其他	53	-93	121	-12	0	0
投资活动现金净流	-984	-971	-519	-766	-762	-812
股权募资	438	402	55	-3	0	0
债权募资	-120	-76	0	-163	-272	0
其他	-248	-282	-196	-214	-265	-304
筹资活动现金净流	70	44	-141	-350	-537	-304
现金净流量	143	-331	22	34	137	458

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,769	1,438	1,460	1,494	1,631	2,089
应收款项	1,699	1,568	1,658	1,759	1,900	2,052
存货	1,873	1,995	2,011	2,035	2,198	2,374
其他流动资产	694	654	472	565	574	584
流动资产	6,035	5,655	5,601	5,853	6,304	7,099
%总资产	48.2%	45.5%	43.8%	44.6%	46.3%	49.1%
长期投资	226	242	261	294	294	294
固定资产	5,332	5,594	5,996	5,970	5,956	5,946
%总资产	42.5%	45.0%	46.9%	45.5%	43.8%	41.1%
无形资产	765	784	769	837	900	959
非流动资产	6,497	6,778	7,178	7,257	7,304	7,352
%总资产	51.8%	54.5%	56.2%	55.4%	53.7%	50.9%
资产总计	12,532	12,433	12,780	13,111	13,608	14,452
短期借款	627	601	571	413	141	141
应付款项	1,898	1,509	1,593	1,578	1,698	1,831
其他流动负债	500	355	315	273	312	346
流动负债	3,025	2,465	2,478	2,263	2,151	2,318
长期贷款	250	200	230	230	230	230
其他长期负债	75	57	84	79	79	79
负债	3,350	2,723	2,793	2,573	2,460	2,627
普通股股东权益	8,779	9,260	9,631	10,182	10,842	11,619
其中：股本	965	965	965	962	962	962
未分配利润	4,689	4,830	5,035	5,559	6,218	6,995
少数股东权益	403	450	356	356	306	206
负债股东权益合计	12,532	12,433	12,780	13,111	13,608	14,452

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.083	0.559	0.445	0.735	0.936	1.108
每股净资产	9.096	9.594	9.980	10.589	11.275	12.082
每股经营现金净流	1.178	0.539	0.657	1.196	1.493	1.637
每股股利	0.230	0.330	0.170	0.190	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	11.91%	5.83%	4.46%	6.94%	8.30%	9.17%
总资产收益率	8.34%	4.34%	3.36%	5.39%	6.61%	7.37%
投入资本收益率	9.81%	4.18%	0.67%	6.08%	7.00%	7.47%
增长率						
主营业务收入增长率	n.a.	-11%	-4%	13.03%	8.00%	8.00%
EBIT增长率	46.47%	-54%	-84.06%	838%	18.68%	12.86%
净利润增长率	45.71%	-48%	-20.37%	65%	27.35%	18.36%
总资产增长率	19.35%	-0.79%	2.79%	2.59%	3.79%	6.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.4	61.7	59.7	59.0	59.0	59.0
存货周转天数	113.3	132.7	138.7	131.7	131.7	131.7
应付账款周转天数	69.7	83.0	74.8	69.7	69.7	69.7
固定资产周转天数	168.4	214.4	237.2	196.3	169.7	146.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.66%	-11.17%	-9.89%	-11.19%	-14.24%	-17.30%
EBIT利息保障倍数	13.9	-15.7	-5.4	90.0	685.7	-88.1
资产负债率	26.73%	21.90%	21.86%	19.62%	18.08%	18.18%

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
买入	2	5	10	12	21
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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
2	2023-08-27	买入	10.45	N/A

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806