

华海药业 (600521.SH)

业绩贴近预告上限，彰显龙头韧性

华海药业 2024 年前三季度实现营收 72.48 亿元，同比+16.76%；归母净利润 10.31 亿元，同比+42.92%；归母扣非净利润 10.33 亿元，同比+27.17%。华海药业 2024 年 Q3 实现营收 21.19 亿元，同比+10.76%；归母净利润 2.83 亿元，同比+85.09%；归母扣非净利润 2.68 亿元，同比+82.14%。

□ 整体业绩贴近预告上限，盈利能力显著提升。此前公司公告预计 2024 年前三季度实现归母净利润 9.88~10.46 亿元，同比增加约 37%~45%；扣非归母净利润 9.90~10.55 亿元，同比增加约 22%~30%。根据公告计算，2024 年第三季度公司预计实现归母净利润 2.39~2.97 亿元，同比增加约 57%~95%；扣非归母净利润 2.25~2.90 亿元，同比增加约 53%~97%。公司 Q3 业绩贴近预告上限。24Q3 公司毛利率 64.26%，同比+7.93pp，净利率 13.35%，同比+5.49pp。我们预计公司原料药、制剂产品结构持续调整，新产品占比提升以及精益管理、规模效应、技改成效的体现，带动利润率显著提升。

□ 费用率平稳，预计 Q3 汇兑损失影响部分财务费用。24Q3 公司销售、管理、财务、研发费用率分别为：16.13%（同比+3.28pp，环比-3.52pp）、16.02%（同比+0.48pp，环比+3.32pp）、4.07%（同比-0.86pp，环比+3.08pp）、11.68%（同比+0.65pp，环比+4.32pp）。

□ 创新药管线推进顺利。今年以来，公司多个产品进入关键临床阶段，HB0034 (IL-36R) 关键 II 期临床试验在 2024 年 3 月 25 日完成首例受试者入组给药，当前已入组患者 23 例。HB0017 (IL-17A) 在中重度斑块状银屑病患者中开展的关键 III 期临床试验于 2024 年 3 月 29 日顺利完成首例受试者入组给药，已完成全部患者的入组。HB0025 (VEGF/PD-L1) II 期临床试验快速推进中。HB0056 (TSLP/IL-11) 获得新西兰批准 I 期临床试验。随着 HB0034、HB0017 申报上市时间愈近，差异化全球新的产品陆续进入临床阶段，公司创新药业务有望迎来收获期，华奥泰资产价值有望得到市场重估。

□ 盈利预测与投资评级：华海药业是国内原料药、制剂一体化龙头企业，原料药、仿制药制剂拐点向上，盈利能力有望持续提升，创新药逐步进入收获期，创新资产有望迎来价值重估。考虑到汇兑波动等因素，我们略微调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 13.0/15.9/19.6 亿元，同比增速为 57%/22%/23%，对应 PE 为 20/17/13 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新产品研发注册销售、安全环保、贸易环境变化、诉讼风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8266	8309	10091	12144	14655
同比增长	24%	1%	21%	20%	21%
营业利润(百万元)	1547	1125	1788	2173	2649
同比增长	78%	-27%	59%	22%	22%
归母净利润(百万元)	1168	830	1302	1592	1958
同比增长	140%	-29%	57%	22%	23%
每股收益(元)	0.80	0.57	0.89	1.09	1.33
PE	22.5	31.7	20.2	16.5	13.4
PB	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

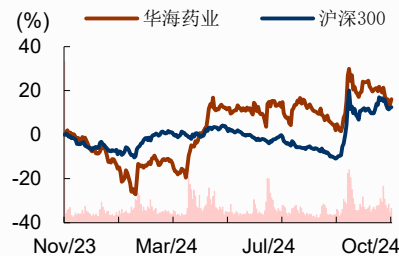
当前股价：17.93 元

基础数据

总股本（百万股）	1467
已上市流通股（百万股）	1467
总市值（十亿元）	26.3
流通市值（十亿元）	26.3
每股净资产（MRQ）	6.0
ROE（TTM）	13.0
资产负债率	54.2%
主要股东	陈保华
主要股东持股比例	25.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	2	15
相对表现	-2	-6	4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《华海药业（600521）—高基数下如期实现高质量盈利》2024-09-03
- 《华海药业（600521）—24H1 高基数下实现亮眼增长，业绩持续体现经营右侧趋势》2024-07-05
- 《华海药业（600521）—原料药、制剂一体化龙头，产业趋势下强公司 α》2024-05-30

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

侯彪 研究助理

houbiao@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7907	7622	8504	9826	11809
现金	1365	1342	1400	1650	2020
交易性投资	143	93	93	93	93
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2665	2481	3013	3626	4376
其它应收款	47	28	34	42	50
存货	3375	3432	3673	4068	4851
其他	311	245	291	348	418
非流动资产	10245	10978	10932	10684	10464
长期股权投资	388	418	418	418	418
固定资产	4432	5620	5780	5717	5663
无形资产商誉	1855	1974	1776	1599	1439
其他	3570	2967	2958	2950	2944
资产总计	18152	18600	19436	20510	22273
流动负债	4799	5445	5280	5132	5381
短期借款	1397	1583	2601	2169	2037
应付账款	1203	1387	1549	1806	2153
预收账款	68	34	37	44	52
其他	2132	2442	1093	1114	1138
长期负债	5608	4904	4906	4915	4935
长期借款	2889	2205	2205	2205	2205
其他	2719	2698	2701	2710	2730
负债合计	10406	10349	10186	10047	10316
股本	1483	1483	1467	1467	1467
资本公积金	1078	1120	1120	1120	1120
留存收益	4985	5475	6480	7682	9162
少数股东权益	199	174	183	195	208
归属于母公司所有者权益	7547	8077	9067	10268	11749
负债及权益合计	18152	18600	19436	20510	22273

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1243	2217	1809	2064	1991
净利润	1176	817	1311	1604	1972
折旧摊销	660	771	1046	1048	1020
财务费用	7	167	181	190	219
投资收益	75	62	(81)	11	13
营运资金变动	(601)	387	(654)	(794)	(1240)
其它	(74)	13	5	6	8
投资活动现金流	(2433)	(1623)	(920)	(811)	(813)
资本支出	(2316)	(1592)	(1000)	(800)	(800)
其他投资	(116)	(30)	81	(11)	(13)
筹资活动现金流	609	(644)	(832)	(1003)	(808)
借款变动	688	(172)	(341)	(432)	(131)
普通股增加	(8)	(1)	(16)	0	0
资本公积增加	(22)	42	0	0	0
股利分配	(149)	(356)	(297)	(391)	(478)
其他	101	(158)	(179)	(181)	(199)
现金净增加额	(581)	(50)	58	250	370

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8266	8309	10091	12144	14655
营业成本	3111	3288	3673	4282	5106
营业税金及附加	76	97	117	141	171
营业费用	1244	1295	1557	1931	2359
管理费用	1290	1297	1544	1858	2242
研发费用	926	983	1261	1518	1876
财务费用	(11)	137	181	190	219
资产减值损失	(112)	(110)	(50)	(40)	(20)
公允价值变动收益	5	(100)	(20)	(38)	(53)
其他收益	100	185	121	80	60
投资收益	(75)	(63)	(20)	(53)	(20)
营业利润	1547	1125	1788	2173	2649
营业外收入	4	6	3	4	4
营业外支出	42	30	51	41	41
利润总额	1509	1100	1740	2136	2612
所得税	333	283	428	533	641
少数股东损益	8	(13)	9	11	14
归属于母公司净利润	1168	830	1302	1592	1958

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	24%	1%	21%	20%	21%
营业利润	78%	-27%	59%	22%	22%
归母净利润	140%	-29%	57%	22%	23%
获利能力					
毛利率	62.4%	60.4%	63.6%	64.7%	65.2%
净利率	14.1%	10.0%	12.9%	13.1%	13.4%
ROE	16.6%	10.6%	15.2%	16.5%	17.8%
ROIC	10.3%	7.3%	10.9%	12.4%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	57.3%	55.6%	52.4%	49.0%	46.3%
净负债比率	27.9%	27.7%	24.7%	21.3%	19.0%
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.9	2.2
速动比率	0.9	0.8	0.9	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	3.7	3.2	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.0	2.5	2.5	2.6	2.6
每股资料(元)					
EPS	0.80	0.57	0.89	1.09	1.33
每股经营净现金	0.85	1.51	1.23	1.41	1.36
每股净资产	5.15	5.51	6.18	7.00	8.01
每股股利	0.24	0.20	0.27	0.33	0.40
估值比率					
PE	22.5	31.7	20.2	16.5	13.4
PB	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.6	18.3	11.7	10.3	9.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。