

公司研究

维生素景气下行 Q3 业绩承压，猪周期启动维生素价格有望见底

——浙江医药（600216.SH）2022年三季度报点评

买入（维持）

当前价：11.46 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.65
总市值(亿元):	110.60
一年最低/最高(元):	11.33/17.21
近3月换手率:	148.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.13	-4.06	-0.27
绝对	-13.64	-20.25	-25.78

资料来源：Wind

相关研报

VA 价格下跌 Q2 业绩承压下滑，下半年维生素供需有望好转——浙江医药（600216.SH）2022年半年报点评（2022-08-26）

新码生物 B 轮拟融资 3 亿元，ADC 业务有望加速发展——浙江医药（600216.SH）公告点评（2022-07-06）

创新药项目进展顺利，VE 进入高景气周期——浙江医药（600216.SH）21 年年报及 22 年一季报点评（2022-04-27）

要点

事件：

公司发布 2022 年三季报，公司 22 年前三季度实现营业收入 61 亿元，同比-10%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比-35%。22Q3 实现营业收入 20 亿元，同比-9%，环比+4%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比-61%，环比-28%。

点评：

维生素需求疲软，Q3 业绩承压下跌。2022 年 Q3 国内 VA、VE 均价分别为 117 元/kg、83 元/kg，分别同比-59%、+5%，分别环比-38%、-6%。2022 年 Q3 维生素国内需求依然疲软，叠加 VA 国内新增产能投产，致维生素景气下行，VA、生物素价格大幅下滑。维生素价格下跌叠加原材料价格上涨，公司 Q3 盈利能力下滑，致公司 Q3 业绩大幅下滑。

猪周期启动，有望带动维生素需求提升。我国猪肉平均批发价格已从 2022 年 3 月的 18.3 元/公斤上涨到 2022 年 10 月（截至 22 日）的 37.02 元/公斤，涨幅达 87%，新一轮的猪周期已经启动。通过历史数据来看，猪肉价格达到峰值 6-12 个月后，生猪存栏量将达到峰值。而猪价最高的时候，也是猪肉供给收缩最严重的时候。以上一周为例，生猪存栏量的峰值出现在 2021 年 12 月，较 2019 年 9 月生猪存栏量底部上涨了 46%。而生猪存栏量底部往往也对应着高位运行的猪肉价格。猪肉价格持续上涨，养殖利润逐渐修复，生猪存栏量有望触底回升，带动维生素需求回暖。

积极创新研发布局新产品，医药业务成长空间不断打开：截至 2022 年 Q3 末，公司产品利奈唑胺葡萄糖注射液（100ml：0.2g，300ml：0.6g）两个规格通过一致性评价，同时原料药登记状态转 A；左氧氟沙星片（250mg、500mg）和盐酸环丙沙星片（250mg、500mg）在英国获批上市；公司新昌制药厂完成药用级鱼油美国 DMF 申报工作；稳步推进制剂装备自动化以及连续化生产试点工作；昌海生物维生素 A 及其衍生物中间体工艺实现优化。此外，公司新码生物生物大分子药物 ARX788 研发进展顺利，2022 年 5 月已完成乳腺癌 II/III 期临床病例入组，胃癌 II/III 期临床病例入组超 100 例；生物大分子药物 ARX305 获批单药在晚期肿瘤患者中开展临床试验，相关启动工作正在进行中；公司开启年产 60 万瓶 ARX788 产业化生产；昌海制药完成苹果酸奈诺沙星原料药工艺验证；并于 22 年 6 月开始正常生产天然 VE（药用级）和苹果酸奈诺沙星。此外，公司稳步推进中贤生物胆固醇项目、可明生物园区项目建设，不断打开成长空间。

参股子公司钠创新能源项目推进顺利，把握机遇未来前景可期：2021 年 11 月，公司参股公司钠创新能源年产 8 万吨钠离子电池正极材料项目落地浙江绍兴，该项目总投资 15 亿元，计划用地 300 亩，将建设包括铁酸钠三元正极材料等在内的钠离子电池关键材料以及铁酸钠基正极材料前驱体及正极材料产线。22 年 6 月 9 日浙江绍兴重大项目竣工投产暨集中签约仪式上，钠创新能源表示 22 年将完成 3000 吨正极材料和 5000 吨电解液的投产，预计未来 3-5 年内，公司将分期建设 8 万吨正极材料和配套电解液生产线。目前通过世界各个研究组织的努力，钠离子电池在电极材料、电解质材料、表征分析、储钠机制探索和电芯技术等方面不断取得突破，与钠离子电池相关的文章发表和专利的申请数量大幅增加。我国钠离子电池领域快速发展，已经初步取得了重要进展，未来我国钠离子电池市场发展空间将逐步打开。随着钠创新能源建设完生产线实现产能释放，公司进入钠离子领域未来潜力可期。

盈利预测、估值与评级：维生素需求疲软价格大幅下跌，公司盈利能力下滑，因此我们下调公司 2022-2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 6.21（下调 43%）/7.64（下调 39%）/8.81（下调 39%）亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.79/0.91 元，猪肉价格持续上涨，养殖利润逐渐修复，生猪存栏量有望触底回升，带动维生素需求回暖，此外公司积极创新研发布局新产品，医药业务成长空间不断打开，因此维持公司“买入”评级。

风险提示：产品价格波动，研发风险，全球经济复苏不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,327	9,129	10,524	11,880	13,428
营业收入增长率	4.02%	24.60%	15.28%	12.88%	13.03%
净利润（百万元）	717	1,045	621	764	881
净利润增长率	109.29%	45.71%	-40.59%	23.00%	15.34%
EPS（元）	0.74	1.08	0.64	0.79	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.35%	11.91%	6.84%	7.91%	8.56%
P/E	15	11	18	14	13
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-10-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,327	9,129	10,524	11,880	13,428
营业成本	4,283	5,400	6,736	7,706	8,690
折旧和摊销	504	587	575	619	669
税金及附加	73	75	99	109	120
销售费用	1,167	1,129	1,684	1,728	1,921
管理费用	377	428	539	592	662
研发费用	546	807	796	945	1,090
财务费用	70	93	83	103	121
投资收益	120	42	42	42	42
营业利润	883	1,179	719	888	1,021
利润总额	851	1,154	693	862	995
所得税	191	269	162	201	232
净利润	660	885	531	661	763
少数股东损益	-58	-161	-90	-103	-118
归属母公司净利润	717	1,045	621	764	881
EPS(元)	0.74	1.08	0.64	0.79	0.91

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,257	1,137	1,002	1,270	1,352
净利润	717	1,045	621	764	881
折旧摊销	504	587	575	619	669
净营运资金增加	-233	18	365	283	407
其他	268	-514	-559	-396	-605
投资活动产生现金流	-238	-984	-864	-958	-1,058
净资本支出	-508	-933	-900	-1,000	-1,100
长期投资变化	38	45	0	0	0
其他资产变化	233	-97	36	42	42
融资活动现金流	-627	70	133	-49	132
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	301	-74	527	238	483
无息负债变化	59	954	-132	380	433
净现金流	349	143	270	263	426

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	41.5%	40.9%	36.0%	35.1%	35.3%
EBITDA 率	21.5%	23.0%	12.6%	12.7%	12.7%
EBIT 率	14.6%	16.6%	7.1%	7.5%	7.7%
税前净利润率	11.6%	12.6%	6.6%	7.3%	7.4%
归母净利润率	9.8%	11.5%	5.9%	6.4%	6.6%
ROA	6.3%	7.1%	4.0%	4.6%	4.9%
ROE (摊薄)	9.3%	11.9%	6.8%	7.9%	8.6%
经营性 ROIC	10.1%	12.4%	5.7%	6.3%	6.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	24%	27%	29%	31%	34%
流动比率	2.66	2.00	2.10	2.23	2.27
速动比率	1.89	1.38	1.64	1.74	1.78
归母权益/有息债务	8.07	10.01	6.47	5.88	4.84
有形资产/有息债务	10.49	13.33	8.73	8.11	6.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	10,500	12,532	13,141	14,229	15,670
货币资金	1,629	1,769	2,039	2,301	2,727
交易性金融资产	271	454	454	506	558
应收账款	1,175	1,444	1,824	1,948	2,219
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	141	105	155	180	185
存货	1,480	1,873	1,347	1,541	1,738
其他流动资产	382	327	369	410	456
流动资产合计	5,118	6,035	6,261	6,968	7,978
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	38	45	45	45	45
固定资产	3,875	4,212	4,249	4,322	4,428
在建工程	638	1,113	1,281	1,459	1,646
无形资产	410	729	764	798	831
商誉	0	36	36	36	36
其他非流动资产	47	95	153	153	153
非流动资产合计	5,382	6,497	6,880	7,260	7,692
总负债	2,470	3,350	3,746	4,364	5,280
短期借款	250	176	279	42	0
应付账款	674	1,389	1,339	1,576	1,913
应付票据	24	54	67	77	87
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	5	7	8	9
流动负债合计	1,924	3,025	2,988	3,125	3,508
长期借款	501	250	675	1,150	1,675
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	54	61	68	76
非流动负债合计	546	325	757	1,239	1,772
股东权益	8,030	9,182	9,395	9,865	10,390
股本	965	965	965	965	965
公积金	2,759	3,199	3,199	3,199	3,199
未分配利润	4,010	4,689	4,991	5,564	6,207
归属母公司权益	7,675	8,779	9,082	9,654	10,297
少数股东权益	355	403	313	210	93

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	15.93%	12.37%	16.00%	14.55%	14.31%
管理费用率	5.14%	4.69%	5.12%	4.98%	4.93%
财务费用率	0.96%	1.02%	0.79%	0.86%	0.90%
研发费用率	7.45%	8.84%	7.56%	7.95%	8.12%
所得税率	22%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.23	0.33	0.20	0.25	0.28
每股经营现金流	1.30	1.18	1.04	1.32	1.40
每股净资产	7.95	9.10	9.41	10.00	10.67
每股销售收入	7.59	9.46	10.90	12.31	13.91

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	15	11	18	14	13
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.7	5.8	9.4	8.3	7.3
股息率	2.0%	2.9%	1.7%	2.2%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE