

# 集采压力之下业绩实现正增长

华泰研究

2023年4月26日 | 中国内地

年报点评

化学制药

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

20.50

研究员

SAC No. S0570516120002  
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com  
+(86) 21 2897 2078

联系人

SAC No. S0570121070125  
SFC No. BSD964

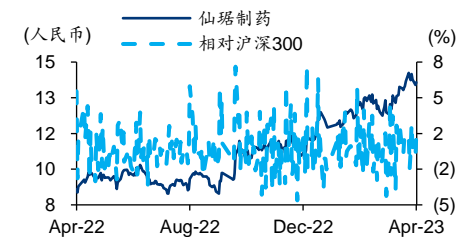
李奕玮

liywei@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(人民币)	20.50
收盘价(人民币 截至4月25日)	14.00
市值(人民币百万)	13,849
6个月平均日成交额(人民币百万)	197.91
52周价格范围(人民币)	8.55-14.47
BVPS(人民币)	5.67

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 22年受集采影响业绩承压, 1Q23 利润恢复正增长

公司4/25发布22年年报及23年一季报, 22年实现营收43.8亿元(+0.5% yoy, 调整后, 下同), 归母净利润7.5亿元(+21.0%yoy), 扣非净利润6.1亿元(+4.7%yoy), 其中4Q22营收-9.1%yoy, 归母净利润+40.5%yoy, 扣非净利润-14.7%yoy。22年扣非端偏离归母端主因4Q22一次性确认城南厂区搬迁的资产处置收益9101万元。1Q23实现营收9.6亿元(-8.8%yoy), 归母净利润1.3亿元(+4.2%yoy), 扣非净利润1.3亿元(+4.8%yoy)。考虑到集采风险出清+特色制剂加速放量, 我们预计公司23-25年归母净利润7.11/8.94/11.45亿元, 扣非净利润6.85/8.67/11.19亿元, 分部估值法下给予目标价20.50元(前值20.49元), 维持“买入”评级。

## 原料药: 利润率改善, 23年有望平稳增长

22年原料药板块实现收入17.7亿元(-1%yoy), 其中: 1) 自营原料药: 22年实现收入8.0亿元(+1.5%yoy), 我们推测1Q23实现小个位数增长, 伴随产能利用率提升+新品放量, 全年有望实现~10%收入增速, 考虑到FDA有望于23年中审计杨府原料药厂区, 我们预计24-25年有望实现20-25%收入增速; 2) 意大利子公司: 22年实现收入7.1亿元(+16.7%yoy), 盈利能力提升(净利率: 22年15.9% vs 21年14.6%), 我们推测1Q23实现近15%收入增速, 考虑到意大利子公司持续拓展新客户, 我们预计23年全年有望实现10-15%收入增长, 带动原料药板块全年实现~10%收入增长。

## 制剂: 罗库溴铵集采之下, 短期业绩承压, 静待新品放量

22年制剂板块收入26.1亿(+4.3%yoy), 我们推测1Q23下滑~20%, 全年有望持平, 其中: 1) 妇科: 22年实现收入5.4亿元(+3.0%yoy), 我们推测1Q23受疫情影响小幅下滑, 考虑到庚酸炔诺酮、屈螺酮炔雌醇(II)快速放量, 我们预计23年小幅增长, 24-25年在黄体酮凝胶和戊酸雌二醇的带动下, 有望实现50%+收入CAGR; 2) 麻醉科: 22年实现收入4.9亿元(-23%yoy), 主因罗库溴铵集采承压, 我们预计23年下滑~50%; 3) 呼吸科: 22年实现收入6.8亿元(+31%yoy), 我们预计23年收入增速~30%。

## 研发管线即将进入密集收获期

公司多款独家或首仿产品上市在即: 1) 妇科: 庚酸炔诺酮(独家, 长效避孕, 2Q22开始市场导入, 峰值~15亿元)、屈螺酮炔雌醇(II)(首仿, 短效避孕, 4M23获批, 峰值5~10亿)、黄体酮凝胶(首仿, 预计23年底获批, 峰值5~10亿)、戊酸雌二醇(首仿, 预计23年底获批, 峰值5~10亿); 2) 麻醉肌松: 舒更葡糖钠(7M22获批, 预计23年收入~1亿元)、1类新药奥美克松钠(预计23年中NDA, 峰值20+亿元)。

风险提示: FDA 审计时间不达预期, 产品研发失败或进度不达预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	4,337	4,380	4,570	5,492	6,756
+/-%	7.92	0.98	4.33	20.19	23.02
归属母公司净利润(人民币百万)	615.94	749.40	710.85	893.62	1,145
+/-%	22.09	21.67	(5.14)	25.71	28.14
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.62	0.76	0.72	0.90	1.16
ROE(%)	12.50	13.57	11.98	13.65	15.61
PE(倍)	22.48	18.48	19.48	15.50	12.09
PB(倍)	2.87	2.54	2.36	2.14	1.90
EV EBITDA(倍)	14.98	14.03	12.58	9.93	7.63

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测与估值

我们采用 SOTP 估值法计算公司整体合理市值为 **202.80 亿元**：

1) **原料药**：参考 23 年可比公司 Wind 一致预期 PE 17x，考虑到公司原料药板块 23-24E 净利润增速高于可比公司，给予 23 年 20x PE，对应市值 **56.42 亿元**；

2) **制剂-仿制药**：参考 23 年可比公司 Wind 一致预期 PE 23x，公司集采风险出清，新品放量拉动收入提速，给予即 23 年 27x PE，对应市值 **115.76 亿元**；

3) **制剂-创新药**：参考同行业平均水平，根据沪深 300 收益率、10 年期国债利率及  $\beta$  系数算得 WACC=6.1%，给予永续增长率-2%，对应公司创新业务合理市值 **30.62 亿元**。

图表1：公司分部估值法

业务板块	23E 收入 (百万元)	净利润率 (%)	23E 净利润 (百万元)	23 年行业平均 PE (x)	23 年板块目标 PE (x)	估值 (百万元)
原料药	1,946	14.5%	282	17	20	5,642
制剂-仿制药	2,623	16.3%	429	23	27	11,576
制剂-创新药					DCF 估值	3,062
<b>总计</b>	<b>4,570</b>		<b>711</b>			<b>20,280</b>

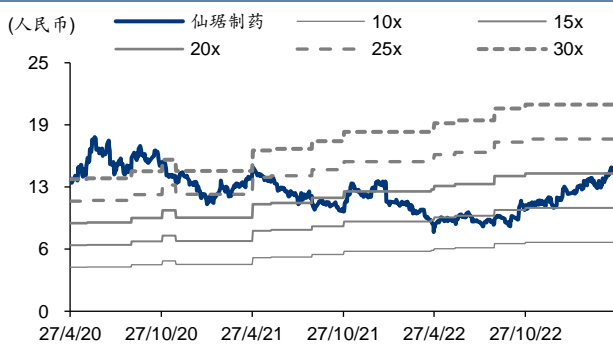
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：可比公司估值表（更新至 20230425）

公司	代码	收盘价 (元) (2023/4/25)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			P/E(x)			归母净利润		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E yoy	2024E yoy	2022-2024 CAGR(%)
<b>原料药</b>												
普洛药业	000739 CH	19.47	229	989	1,229	1,522	23	19	15	24%	24%	17%
新诺威	300765 CH	22.79	148	726	767	844	20	19	18	6%	10%	39%
新和成	002001 CH	16.83	520	3,620	4,149	5,029	14	13	10	15%	21%	5%
<b>平均值</b>							<b>19</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>15%</b>	<b>18%</b>	<b>20%</b>
<b>制剂-仿制药</b>												
思华药业	002262 CH	27.33	275	901	1,105	1,360	31	25	20	23%	23%	19%
苑东生物	688513 CH	55.61	67	247	264	333	27	25	20	7%	26%	13%
人福医药	600079 CH	26.65	435	2,484	2,222	2,620	18	20	17	-11%	18%	26%
<b>平均值</b>							<b>25</b>	<b>23</b>	<b>19</b>	<b>6%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>

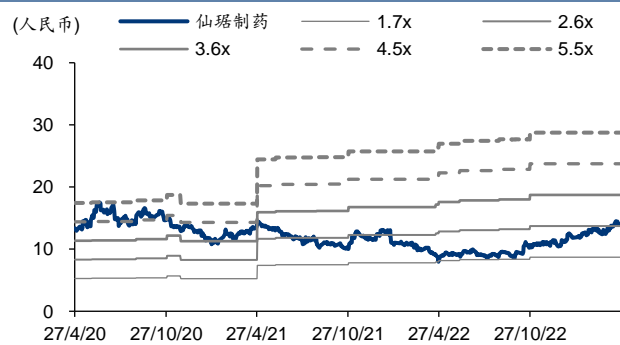
资料来源：Bloomberg，Wind 一致预期，华泰研究

图表3：仙琚制药 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：仙琚制药 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3,554	3,434	3,824	4,482	5,325
现金	1,267	1,720	2,052	2,444	2,918
应收账款	565.42	553.60	577.57	694.16	853.95
其他应收账款	17.66	70.84	73.91	88.83	109.28
预付账款	22.52	22.20	24.29	27.78	32.62
存货	888.46	890.50	919.56	1,049	1,233
其他流动资产	792.58	176.69	176.84	177.61	178.65
<b>非流动资产</b>	3,170	3,304	3,395	3,528	3,722
长期投资	193.60	211.74	211.74	211.74	211.74
固定投资	1,616	1,653	1,745	1,835	1,951
无形资产	178.40	177.18	176.07	175.07	174.15
其他非流动资产	1,181	1,262	1,263	1,306	1,385
<b>资产总计</b>	6,723	6,738	7,220	8,010	9,047
<b>流动负债</b>	1,390	969.07	1,030	1,170	1,363
短期借款	65.59	37.40	39.02	46.89	57.69
应付账款	310.60	273.12	298.87	341.82	401.42
其他流动负债	1,014	658.55	692.11	780.98	903.79
<b>非流动负债</b>	388.22	261.66	270.06	310.89	366.84
长期借款	313.14	193.85	202.25	243.07	299.02
其他非流动负债	75.08	67.81	67.81	67.81	67.81
<b>负债合计</b>	1,778	1,231	1,300	1,481	1,730
少数股东权益	115.66	49.99	48.08	45.67	42.59
股本	989.20	989.20	989.20	989.20	989.20
资本公积	1,802	1,803	1,808	1,808	1,808
留存公积	2,054	2,660	3,074	3,686	4,477
归属母公司股东权益	4,829	5,457	5,872	6,484	7,275
<b>负债和股东权益</b>	6,723	6,738	7,220	8,010	9,047

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	676.15	609.28	870.38	930.93	1,142
净利润	617.88	747.39	708.94	891.21	1,142
折旧摊销	188.51	190.20	203.67	222.10	242.60
财务费用	0.07	(26.71)	(33.08)	(38.77)	(45.23)
投资损失	(28.58)	(49.35)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(117.97)	(232.22)	(9.50)	(143.96)	(198.05)
其他经营现金	16.25	(20.02)	10.35	10.35	10.35
<b>投资活动现金</b>	(222.94)	358.07	(285.16)	(344.66)	(426.21)
资本支出	(266.84)	(282.54)	(294.78)	(354.29)	(435.84)
长期投资	(9.36)	(2.95)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	53.26	643.56	9.62	9.62	9.62
<b>筹资活动现金</b>	(484.13)	(422.44)	(253.67)	(194.02)	(241.90)
短期借款	(245.18)	(28.19)	1.62	7.88	10.79
长期借款	(261.31)	(119.29)	8.40	40.83	55.95
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.17	0.32	5.74	0.00	0.00
其他筹资现金	21.19	(275.28)	(269.43)	(242.73)	(308.64)
现金净增加额	(63.64)	573.09	331.55	392.25	473.60

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4,337	4,380	4,570	5,492	6,756
营业成本	1,812	1,833	2,006	2,294	2,694
营业税金及附加	38.73	38.54	40.21	48.33	59.45
营业费用	1,280	1,263	1,202	1,510	1,925
管理费用	280.18	269.60	274.17	329.52	405.37
财务费用	0.07	(26.71)	(33.08)	(38.77)	(45.23)
资产减值损失	(20.42)	(32.16)	10.35	10.35	10.35
公允价值变动收益	0.64	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.58	49.35	10.00	10.00	10.00
<b>营业利润</b>	754.67	878.60	827.04	1,040	1,332
营业外收入	0.70	1.48	10.00	10.00	10.00
营业外支出	29.49	8.19	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	725.89	871.89	827.04	1,040	1,332
所得税	108.01	124.51	118.10	148.47	190.25
<b>净利润</b>	617.88	747.39	708.94	891.21	1,142
少数股东损益	1.94	(2.02)	(1.91)	(2.41)	(3.08)
归属母公司净利润	615.94	749.40	710.85	893.62	1,145
EBITDA	867.55	896.80	974.51	1,200	1,507
EPS (人民币, 基本)	0.62	0.76	0.72	0.90	1.16

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.92	0.98	4.33	20.19	23.02
营业利润	26.36	16.42	(5.87)	25.71	28.14
归属母公司净利润	22.09	21.67	(5.14)	25.71	28.14
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	58.23	58.15	56.11	58.23	60.13
净利率	14.25	17.06	15.51	16.23	16.90
ROE	12.50	13.57	11.98	13.65	15.61
ROIC	16.33	16.32	17.37	20.57	24.28
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	26.45	18.27	18.01	18.48	19.12
净负债比率 (%)	(9.46)	(23.92)	(27.69)	(30.36)	(32.65)
流动比率	2.56	3.54	3.71	3.83	3.91
速动比率	1.88	2.58	2.77	2.89	2.96
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.65	0.65	0.72	0.79
应收账款周转率	6.92	7.83	8.08	8.64	8.73
应付账款周转率	6.15	6.28	7.01	7.16	7.25
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.76	0.72	0.90	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.62	0.88	0.94	1.15
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.52	5.94	6.55	7.35
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	22.48	18.48	19.48	15.50	12.09
PB (倍)	2.87	2.54	2.36	2.14	1.90
EV EBITDA (倍)	14.98	14.03	12.58	9.93	7.63

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司