

海翔药业(002099)

报告日期: 2022年09月02日

## 医药业务快速成长, 净利率提升

### ——海翔药业 2022 中报点评报告

#### 投资要点

##### □ 业绩表现: 利润快速增长

**2022H1:** 公司实现营业收入 14.7 亿元, 同比增长 23.5%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 185.8%; 扣非归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 320.8%。

**2022Q2:** 公司实现营业收入 6.6 亿元, 同比增长 21.4%; 归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 2450.3%; 扣非归母净利润 0.8 亿元, 同比增长 564.1%。

##### □ 成长性分析: 医药业务占比提升, 拳头产品放量增效

**分板块看:** 公司 2022H1 医药业务收入 10.3 亿元、同比增长 51.9%, 收入占比提升至 70.0% (2021H1 收入占比 57.1%), 其中原料药及医药中间体收入同比增长 64.8%、收入占比 62.7%, 合同定制业务同比下降 8.9%、收入占比 7.14%, 制剂同比下降 38.3%、收入占比 0.1%; 染料业务收入 4.3 亿元、同比下降 14.4%, 收入占比 29.6%。**分区域看:** 2022H1 公司国内销售收入 6.7 亿元、同比增长 35.0%, 收入占比 45.3%; 国外收入 8.0 亿元、同比增长 15.3%, 收入占比 54.7%。

**培南类系列产销两旺, 特色品种放量增效:** 根据公司中报“培南系列产能释放, 销售旺盛, 收入较上年同期同比翻番, 毛利率持续回升, 配合重要客户完成培南系列产品欧盟、美国市场注册申报”、“克林霉素系列、降糖系列、联苯双脂等走出疫情影响, 实现较好增长”、“氟苯尼考收入同比增长, 但因市场竞争激烈, 毛利率偏低, 目前正在工艺二次开发和产能建设储备”, 我们看好公司拳头产品 (培南系列及克林霉素系列) 产业链规模优势, 同时我们关注到公司在免疫类、肝胆类、精神类等潜力项目, 正处于验证生产或试生产阶段, 未来有望成为新的业绩增长点。

**C(D)MO 产能充足, BD 业务开发初见成效:** 2022H1 公司 CDMO 业务同比下降 8.9%, 我们认为主要由于部分客户合作产品面临专利悬崖影响, 同时根据公司中报“已与该客户新增其他专利期产品合作, 今明两年将逐步放量填补影响”、“川南多功能中试车间去年开始投入使用...计划新建一幢多功能中试车间”、“与华益泰康、鑫开元分别签订战略合作, 通过合作伙伴拓宽新业务 BD 渠道, 已有 3 个新项目、新合作验证对接中”, 我们看好公司 C(D)MO 业务结构变化以及 BD 端发力带来的新项目开发。

**产能利用率增加, 固定资产周转率有所提升:** 2022H1 公司固定资产周转率 0.64, 较 2021H1 的 0.59 有所提升。根据公司中报“医药中间体产区项目投产后, 培南前向中间体一体化扩产, 产量大幅提升, 产能持续平稳爬坡; 特色原料药厂区完成培南原料药扩产、KETO 车间和氟化车间改造升级, 无菌原料药、A8 等新产能建设完成工程设备安装, 进入验证生产阶段, 多功能中试车间投入使用, 计划新建一幢中试车间; 制剂厂区免疫类项目完成车间改造, 无菌粉针剂车间已完成设备安装, 正在验证批生产, 后续将根据进度启动注册报批; 多剂型车间正在进行设备安装调试”, 我们看好随着公司配套产业链扩产及新项目投建步入尾声, 公司产能利用率逐步提高下固定资产周转率的提升趋势。

##### □ 盈利能力分析: 管理费用降低、汇兑收益正贡献拉高整体净利率

2022H1 毛利率为 30.6%, 同比下降 8.3pct, 我们认为主要是由于染料业务受行业景气度影响, 毛利率同比下降 20.9%; 期间费用率分析显示, 2022H1 管理费用率 14.8%、同比下降 9.6pct, 我们认为主要由于 2022H1 股权激励摊销减少所致 (2022H1 确认股权激励费用 0.4 亿元, 同比下降 66.7%)。财务费用率 -4.0%、同比下降 4.7pct, 主要系汇兑收益影响, 研发费用率 4.9%、同比下降 2.0pct, 销售费用率 0.8% 基本维持不变, 以上因素影响下, 公司 2022H1 净利率 11.6%, 同比

#### 投资评级: 增持(维持)

**分析师: 孙建**  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

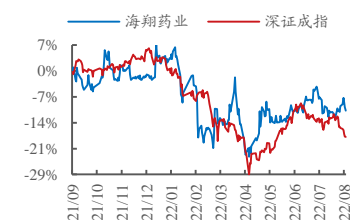
**研究助理: 毛雅婷**  
 maoyating@stocke.com.cn

**研究助理: 盖文化**  
 gaiwenhua@stocke.com.cn

#### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 6.98    |
| 总市值(百万元) | 11,298.63 |
| 总股本(百万股) | 1,618.72  |

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《海翔药业深度报告: 医药板块发力, 步入新成长周期》  
 2022.07.20

提升 6.6pct，综合考虑公司产品毛利率和结构变化、新产能释放下折旧摊销费用增加，我们预计 2022-2024 年，公司整体净利率将逐步提升。

#### □ 经营质量分析：经营性现金流整体改善

2022H1 公司经营活动产生现金流 2.1 亿元，同比增长 20.8%，从现金流量表补充资料看，我们认为这可能和经营性应付的现金流正贡献有关（2022H1 经营性应付的现金流相对正贡献约 3.4 亿元、同比增加 235.1%），综合看公司 2022H1 营运资本周转率 0.99，较 2021 的 0.58 明显提升，经营质量逐步改善。

#### □ 观点：看好特色产品放量增效，C(D)MO 结构改善

我们认为，公司经过 2019-2021 年产业链整合过渡期，2022 年起医药收入占比和净利润率有望持续提升，染料业务有望逐步触底回升，带动综合资产运营效率提升，进入新成长周期。

#### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.20、0.27 和 0.35 元/股，2022 年 9 月 2 日收盘价对应公司 2022 年 PE 为 35 倍。我们认为，2022-2024 年公司医药板块自研产品与 C(D)MO 业务齐发力，在染料业务拖累边际降低的情况下，盈利能力有望逐步恢复提升，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

在研产品推进不及预期风险；下游需求波动风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险等

## 财务摘要

| (百万元)     | 2021A   | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 主营收入      | 2485    | 2858    | 3306   | 4002   |
| (+/-) (%) | 0.54%   | 15.01%  | 15.69% | 21.04% |
| 归母净利润     | 95      | 326     | 440    | 565    |
| (+/-) (%) | -72.71% | 241.99% | 35.26% | 28.36% |
| 每股收益(元)   | 0.06    | 0.20    | 0.27   | 0.35   |
| P/E       | 118.65  | 34.69   | 25.65  | 19.98  |

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3437 | 3746  | 4193  | 4902  |
| 现金             | 1828 | 2022  | 2269  | 2578  |
| 交易性金融资产        | 9    | 3     | 4     | 6     |
| 应收账款           | 489  | 497   | 593   | 728   |
| 其它应收款          | 56   | 31    | 41    | 62    |
| 预付账款           | 50   | 48    | 55    | 68    |
| 存货             | 908  | 1031  | 1128  | 1357  |
| 其他             | 8281 | 114   | 102   | 104   |
| <b>非流动资产</b>   | 4583 | 4741  | 4889  | 5012  |
| 金额资产类          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 204  | 204   | 204   | 204   |
| 固定资产           | 2287 | 2573  | 2814  | 3015  |
| 无形资产           | 490  | 442   | 390   | 336   |
| 在建工程           | 645  | 596   | 517   | 453   |
| 其他             | 957  | 926   | 963   | 1003  |
| <b>资产总计</b>    | 8020 | 8487  | 9081  | 9915  |
| <b>流动负债</b>    | 1733 | 1914  | 2051  | 2317  |
| 短期借款           | 571  | 571   | 571   | 571   |
| 应付款项           | 1029 | 1201  | 1323  | 1570  |
| 预收账款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 133  | 142   | 158   | 176   |
| <b>非流动负债</b>   | 174  | 134   | 151   | 153   |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 174  | 134   | 151   | 153   |
| <b>负债合计</b>    | 1906 | 2048  | 2202  | 2469  |
| 少数股东权益         | (1)  | (1)   | (1)   | (1)   |
| 归属母公司股东权益      | 6115 | 6441  | 6881  | 7447  |
| <b>负债和股东权益</b> | 8020 | 8487  | 9081  | 9915  |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 102   | 618   | 630   | 679   |
| 净利润            | 94    | 326   | 440   | 565   |
| 折旧摊销           | 289   | 189   | 215   | 240   |
| 财务费用           | 20    | 24    | 33    | 23    |
| 投资损失           | (3)   | (3)   | (3)   | (3)   |
| 营运资金变动         | 261   | 188   | 36    | 88    |
| 其它             | (559) | (105) | (91)  | (235) |
| <b>投资活动现金流</b> | (509) | (397) | (350) | (348) |
| 资本支出           | (396) | (421) | (372) | (371) |
| 长期投资           | (175) | (1)   | 0     | 0     |
| 其他             | 63    | 26    | 22    | 23    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 81    | (28)  | (33)  | (22)  |
| 短期借款           | 140   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | (59)  | (28)  | (33)  | (22)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (326) | 194   | 248   | 308   |

### 利润表

| (百万元)           | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2485 | 2858  | 3306  | 4002  |
| 营业成本            | 1559 | 1821  | 2005  | 2380  |
| 营业税金及附加         | 27   | 28    | 34    | 41    |
| 营业费用            | 27   | 29    | 33    | 40    |
| 管理费用            | 569  | 414   | 479   | 580   |
| 研发费用            | 165  | 171   | 198   | 240   |
| 财务费用            | 20   | 24    | 33    | 23    |
| 资产减值损失          | 21   | (2)   | 2     | 11    |
| 公允价值变动损益        | 6    | 2     | 3     | 4     |
| 投资净收益           | 3    | 3     | 3     | 3     |
| 其他经营收益          | 15   | 22    | 21    | 20    |
| <b>营业利润</b>     | 122  | 400   | 549   | 713   |
| 营业外收支           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 123  | 401   | 550   | 714   |
| 所得税             | 29   | 75    | 110   | 149   |
| <b>净利润</b>      | 94   | 326   | 440   | 565   |
| 少数股东损益          | (1)  | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 95   | 326   | 440   | 565   |
| EBITDA          | 414  | 589   | 762   | 946   |
| EPS (最新摊薄)      | 0.06 | 0.20  | 0.27  | 0.35  |

### 主要财务比率

|                | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |        |        |
| 营业收入           | 0.54%   | 15.01%  | 15.69% | 21.04% |
| 营业利润           | -71.25% | 227.58% | 37.42% | 29.77% |
| 归属母公司净利润       | -72.71% | 241.99% | 35.26% | 28.36% |
| <b>获利能力</b>    |         |         |        |        |
| 毛利率            | 37.24%  | 36.28%  | 39.36% | 40.52% |
| 净利率            | 3.78%   | 11.40%  | 13.32% | 14.13% |
| ROE            | 1.59%   | 5.19%   | 6.61%  | 7.89%  |
| ROIC           | 1.41%   | 4.64%   | 5.87%  | 6.97%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |
| 资产负债率          | 23.77%  | 24.13%  | 24.24% | 24.91% |
| 净负债比率          | 30.13%  | 27.92%  | 25.99% | 23.20% |
| 流动比率           | 1.98    | 1.96    | 2.04   | 2.12   |
| 速动比率           | 1.46    | 1.42    | 1.49   | 1.53   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |
| 总资产周转率         | 0.33    | 0.35    | 0.38   | 0.42   |
| 应收账款周转率        | 5.55    | 5.82    | 6.12   | 6.07   |
| 应付账款周转率        | 3.65    | 3.48    | 3.39   | 3.51   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |
| 每股收益           | 0.06    | 0.20    | 0.27   | 0.35   |
| 每股经营现金         | 0.06    | 0.38    | 0.39   | 0.42   |
| 每股净资产          | 3.78    | 3.98    | 4.25   | 4.60   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |        |        |
| P/E            | 118.65  | 34.69   | 25.65  | 19.98  |
| P/B            | 1.85    | 1.75    | 1.64   | 1.52   |
| EV/EBITDA      | 29.24   | 16.72   | 12.61  | 9.83   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>