

2023年05月10日

津药药业 (600488.SH)

公司快报

混改推动业绩高速增长

投资要点

◆ **混改推动业绩高速增长, 2023Q1 经营管理质量显著改善:** 公司间接控股股东天津市医药集团于 2021 年完成混改, 由天津市国资委控股变为津沪深医药, 津沪深医药同时拥有国企和民企资本。混改结束后, 公司经营层面也有明显变化: 1) 精简人员, 员工总人数从 2020 年的 2943 人降到 2022 年的 2569 人, 人均创收和人均创利均有明显提升; 2) 毛利率逐年提升, 从 2020 年的 46.01% 提升至 2022 年的 49.07% 和 2023Q1 的 54.54%; 3) 经营性现金流显著增加, 从 2020 年的 3.47 亿元增长到 2022 年的 6.54 亿元; 4) 扣非归母净利润增加, 从 2020 年的 0.53 亿元增长到 2022 年的 1.13 亿元。新冠疫情结束后, 公司产品销售恢复正常, 2023Q1 业绩显著增长, 实现收入 9.91 亿元(+11%) 和扣非归母净利润 0.66 亿元(+215%), 单季度净利润达到过去 5 年单季度第二高。毛利率同比提升 9.49pp 至 54.54%, 期间费率下降 1.17pp 至 40.80%。公司股权激励对 2023 年扣非净利润(扣除投资收益)考核指标为在 2019 年基础上增长 36%, 对应约 2 亿元, 相比 2022 年增速接近 80%。

◆ **皮质激素和氨基酸原料药行业领先, 制剂产品放量:** 公司皮质激素和氨基酸原料药年产能分别为 350 吨和 3500 吨, 规模和销售额均处于行业前列, 内销和外销保持旺盛。制剂业务大产品放量, 法莫替丁注射液、丁酸氢化可的松乳膏、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠等 6 个产品销售额超过亿元。研发投入占公司总收入的比例达到 4.97%, 研发项目超过 60 个, 新产品上市后有望推动业绩持续高速增长。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.11/2.92/3.59 亿元, 增速分别为 496%/39%/23%, 对应 PE 分贝为 29/21/17 倍。考虑到公司混改预期强烈, 有望推动业绩高速增长, 首次覆盖, 给予“增持”建议。

◆ **风险提示:** 原材料价格波动风险; 人民币汇率波动风险; 反垄断处罚风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,749	3,689	4,110	4,583	5,031
YoY(%)	20.3	-1.6	11.4	11.5	9.8
净利润(百万元)	49	35	211	292	359
YoY(%)	43.2	-27.2	495.6	38.6	22.9
毛利率(%)	47.6	49.1	51.0	52.0	53.0
EPS(摊薄/元)	0.04	0.03	0.19	0.27	0.33
ROE(%)	2.8	0.5	7.0	8.9	9.9
P/E(倍)	124.8	171.5	28.8	20.8	16.9
P/B(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
净利率(%)	1.3	1.0	5.1	6.4	7.1

数据来源: 聚源、华金证券研究所

医药 | 化学原料药III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2023-05-10)

5.55 元

交易数据

总市值(百万元)	6,084.81
流通市值(百万元)	6,059.97
总股本(百万股)	1,096.36
流通股本(百万股)	1,091.89
12个月价格区间	5.51/4.15

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.58	29.38	30.98
绝对收益	22.52	26.14	34.06

分析师

周平

 SAC 执业证书编号: S0910523020001
 zhouping@huajinsec.cn

相关报告



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1883	2360	2772	2926	3252	营业收入	3749	3689	4110	4583	5031
现金	232	648	789	880	966	营业成本	1963	1879	2014	2200	2365
应收票据及应收账款	503	343	600	452	702	营业税金及附加	40	41	41	46	50
预付账款	42	15	49	23	56	营业费用	1154	1149	1254	1375	1509
存货	976	1158	1129	1369	1316	管理费用	231	246	267	275	302
其他流动资产	130	196	206	203	212	研发费用	133	143	164	183	201
非流动资产	4462	4290	4530	4802	5030	财务费用	45	29	36	45	41
长期投资	25	22	27	32	37	资产减值损失	-53	-124	-41	-46	-50
固定资产	2803	3047	3242	3457	3626	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	342	428	466	516	571	投资净收益	5	-22	0	0	0
其他非流动资产	1292	793	795	797	797	营业利润	146	70	312	433	532
资产总计	6345	6651	7302	7728	8281	营业外收入	5	1	0	0	0
流动负债	2024	2280	2737	2873	3046	营业外支出	1	59	0	0	0
短期借款	589	648	1484	1224	1596	利润总额	149	13	312	433	532
应付票据及应付账款	566	793	664	927	783	所得税	40	-6	31	43	53
其他流动负债	869	839	589	722	667	税后利润	109	18	281	390	479
非流动负债	505	617	541	461	377	少数股东损益	60	-17	70	97	120
长期借款	367	459	383	303	219	归属母公司净利润	49	35	211	292	359
其他非流动负债	137	158	158	158	158	EBITDA	411	320	571	728	851
负债合计	2528	2897	3278	3335	3423						
少数股东权益	824	781	852	949	1069	主要财务比率					
股本	1100	1096	1096	1096	1096	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	335	327	327	327	327	成长能力					
留存收益	1369	1389	1582	1849	2178	营业收入(%)	20.3	-1.6	11.4	11.5	9.8
归属母公司股东权益	2993	2973	3172	3444	3789	营业利润(%)	10.1	-51.9	345.0	38.6	22.9
负债和股东权益	6345	6651	7302	7728	8281	归属于母公司净利润(%)	43.2	-27.2	495.6	38.6	22.9
						获利能力					
						毛利率(%)	47.6	49.1	51.0	52.0	53.0
						净利率(%)	1.3	1.0	5.1	6.4	7.1
						ROE(%)	2.8	0.5	7.0	8.9	9.9
						ROIC(%)	3.3	2.1	6.5	8.9	9.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	39.8	43.6	44.9	43.2	41.3
						流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
						速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	8.5	8.7	8.7	8.7	8.7
						应付账款周转率	3.4	2.8	2.8	2.8	2.8
						估值比率					
						P/E	124.8	171.5	28.8	20.8	16.9
						P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
						EV/EBITDA	19.6	23.8	14.2	10.7	9.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn