

2022年09月07日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# ADC 药物临床如期推进，2023 年有望迎来收获期

## —浙江医药（600216.SH）公司动态研究报告

### 买入（首次）

### 投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004  
fuhh@cfsc.com.cn  
联系人：俞家宁 S1050122040006  
yujn@cfsc.com.cn

#### 基本数据

2022-09-06

当前股价（元）	16.21
总市值（亿元）	156
总股本（百万股）	965
流通股本（百万股）	958
52 周价格范围（元）	12.23-18.5
日均成交额（百万元）	282.31

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### ■ 维生素业务有望逐步触底回升，关注欧洲能源危机带来的价格弹性。

维生素 E 和维生素 A 是公司主要的利润来源，价格波动导致业绩增长呈周期性起伏。2022 年 Q2 受 VA 价格走低影响，公司归母扣非净利润同比减 39.67%，环比减 102.38%，当前 VA 报价 112 元/kg，已经连续 5 个季度走低，并接近部分企业的成本线。从调整幅度和调整周期考虑，我们认为目前 VA 已经处于底部区域。从供给端变化来看，VA 受突发事件影响较大，2017 年巴斯夫发布不可抗拒因素停产，VA 价格最高报价超过 1000 元/kg，而当前欧洲能源危机加深，欧洲供应商巴斯夫面临天然气等能源供应的不确定性，VA 可能再次因突发事件具备涨价弹性。从需求端来看，猪饲料占下游需求比例较高，下游养殖恢复对提价也起到支撑作用。目前维生素 A 和 E，企业和下游均处于低库存阶段，VE 和 VA 提价的阻力也相对较小。

#### ■ 国产 ADC 药物在研领先，2023 年有望进入收获期。

ARX788 为 HER2 靶点的 ADC 药物，处于国产 ADC 药物研发的第一梯队，2022 年 5 月已完成乳腺癌 II/III 期临床病例入组，预计 2023 年获得最终数据，胃癌 II/III 期临床病例入组超 100 例，预计年内完成入组。产能建设方面，年产 60 万瓶 ARX788 产业化生产基地已开工。公司还布局了 CD-70 靶点的 ADC 药物——ARX305，目前已获批单药在晚期肿瘤患者中开展临床试验。新码生物作为公司 ADC 药物开发的平台也逐步获得资本市场的认可，于 2022 年 7 月完成 B 轮融资，投后估值约 30 亿元，公司持股 52.75%。

#### ■ 参股布局新能源业务，长期存在业务协同。

钠创新能源是公司和上海电化学能源器件工程技术研究中心、上海紫剑化工科技有限公司共同设立的，以钠离子电池为主攻方向的新能源创新平台，技术带头人是上海交通大学马紫峰教授，2021 年，钠创新能源已完成 Pre-A 轮融资，已开始部分产能建设。公司作为原始第一大股东创设钠创新能源，目前已为公司带来投资的增值，除此之外，电池电解液等领域与医药原料药业务类似，也是公司未来可拓展的新业务。

#### ■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 82.27、86.84、91.19 亿

元，EPS 分别为 0.97、1.12、1.29 元，当前股价对应 PE 分别为 16.7、14.5、12.6 倍，考虑短期 VA 和 VE 存在提价弹性，中长期 ADC 创新药物上市带来医药板块的价值重估，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

VE 和 VA 价格波动；临床试验的不确定性；新能源业务的不确定性。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	9,129	8,227	8,684	9,119
增长率（%）	24.6%	-9.9%	5.6%	5.0%
归母净利润（百万元）	1,045	936	1,080	1,243
增长率（%）	45.7%	-10.4%	15.4%	15.0%
摊薄每股收益（元）	1.08	0.97	1.12	1.29
ROE（%）	11.4%	9.7%	10.5%	11.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,769	3,855	4,774	5,785
应收款	1,549	1,396	1,473	1,547
存货	1,873	1,789	1,864	1,925
其他流动资产	844	805	825	844
流动资产合计	6,035	7,845	8,936	10,101
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	454	454	454	454
固定资产	4,212	4,599	4,559	4,362
在建工程	1,113	445	178	71
无形资产	729	692	656	621
长期股权投资	45	45	45	45
其他非流动资产	398	398	398	398
非流动资产合计	6,497	6,180	5,837	5,498
资产总计	12,532	14,025	14,773	15,600
<b>流动负债:</b>				
短期借款	176	376	476	576
应付账款、票据	1,442	1,377	1,435	1,483
其他流动负债	1,352	1,352	1,352	1,352
流动负债合计	3,025	3,106	3,263	3,411
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	250	1,150	1,150	1,150
其他非流动负债	75	75	75	75
非流动负债合计	325	1,225	1,225	1,225
负债合计	3,350	4,331	4,489	4,636
<b>所有者权益</b>				
股本	965	965	965	965
股东权益	9,182	9,694	10,284	10,963
负债和所有者权益	12,532	14,025	14,773	15,600

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	885	749	864	994
少数股东权益	-161	-187	-216	-249
折旧摊销	587	317	341	337
公允价值变动	52	1	1	1
营运资金变动	-226	157	-114	-107
经营活动现金净流量	1137	1037	876	976
投资活动现金净流量	-984	281	307	304
筹资活动现金净流量	1933	863	-174	-215
现金流量净额	2,086	2,180	1,008	1,065

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,129	8,227	8,684	9,119
营业成本	5,400	5,088	5,301	5,475
营业税金及附加	75	68	72	75
销售费用	1,129	905	955	1,003
管理费用	428	411	434	456
财务费用	93	-10	-25	-41
研发费用	807	782	825	866
费用合计	2,457	2,088	2,190	2,284
资产减值损失	-8	-20	-10	-5
公允价值变动	52	1	1	1
投资收益	42	1	1	1
营业利润	1,179	974	1,123	1,291
加: 营业外收入	1	3	3	3
减: 营业外支出	27	10	10	10
利润总额	1,154	967	1,115	1,283
所得税费用	269	218	251	289
净利润	885	749	864	994
少数股东损益	-161	-187	-216	-249
归母净利润	1,045	936	1,080	1,243

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	24.6%	-9.9%	5.6%	5.0%
归母净利润增长率	45.7%	-10.4%	15.4%	15.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	40.9%	38.2%	39.0%	40.0%
四项费用/营收	26.9%	25.4%	25.2%	25.1%
净利率	9.7%	9.1%	10.0%	10.9%
ROE	11.4%	9.7%	10.5%	11.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.7%	30.9%	30.4%	29.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.9	5.9	5.9	5.9
存货周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.08	0.97	1.12	1.29
P/E	15.0	16.7	14.5	12.6
P/S	1.7	1.9	1.8	1.7
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4

## 医药组介绍

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券

## 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务

状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。