

投资评级：买入(维持)

金城医药(300233)

国采中标只是公司发展大拐点的的第一步

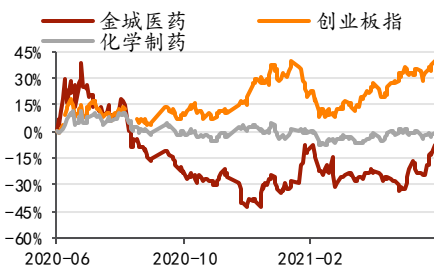
市场数据 2021-06-30

收盘价(元)	28.50
一年内最低/最高(元)	15.56/43.87
市盈率	-17.9
市净率	2.77

基础数据

净资产收益率(%)	-13.03
资产负债率(%)	30.7
总股本(亿股)	3.9

最近12月股价走势



联系信息

张文录 分析师
SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

- 《金城医药(300233)》 2021-03-07
- 《金城医药(300233):轻装上阵,三大板块均将迎来三年高增长》 2021-01-12
- 《金城医药(300233):注射用亚胺培南西司他丁钠获进口注册》 2020-08-25

事件:金城医药中标国家集采第五批两个品种,分别为头孢唑林 1.0g 规格,中标省份为天津市、浙江省、河南省、贵州省、云南省和青海省,中标价 14.5 元/瓶;头孢他啶 1.0g 规格,中标省份为天津市、浙江省和福建省。预估整体降价 70%左右,降价后毛利率 70%以上,三年供应期内每年约定的采购额底线在 2 亿元内,增强制剂盈利能力。

● 头孢产业链利润正在从下游往上游转移

全产业链中间体-原料药-制剂逻辑正在逐步兑现,公司拥有绝大多数主流头孢抗菌素侧链中间体品种的龙头地位,与下游原料方合作或者自建获得原料药,自生产或委托加工制剂。本次国家集采量不足,集采外市场预计未来三年占比将达到 40%以上。公司头孢类品种的独家适用症、独家规格等有望持续切集采外市场蛋糕,三年可持续增长确定性较强。

● 生物发酵平台型公司,谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸、虾青素和 PQQ 等产品梯队带来持续高成长。

谷胱甘肽药用级原料增速已放缓,公司谷胱甘肽依然持续高成长与全球医美市场、新冠带来的提高免疫力的需求是密不可分的,有持续增长的动力。后续在饲料添加剂和食品添加的需求也将逐步兑现,这是一个数千吨级别的市场。公司凭借生物发酵多年的积累和 know-how,有望持续低成本扩张,维持其在全球的绝对龙头地位,十倍成长空间。腺苷蛋氨酸的技术壁垒更高,公司保健品级原料已经在全球市场快速成长,随着药用级原料获批,将加速金城生物公司的成长。腺苷蛋氨酸的毛利率更高,盈利能力更强,除在肝胆疾病治疗外,在保肝、抗氧化、关节炎和情绪改善等保健品和食品添加方面应用将起势。

● 烟碱项目是很大的预期差,政策落地或产品投产即是出发之时。

全球电子烟市场蓬勃发展,但还没有真正的烟碱原料龙头公司。工艺质量稳定的高纯度左旋烟碱、少致癌物等有害杂质,是烟碱原料的发展目标。公司发酵平台创新的生物酶催化技术,诞生高纯的左旋烟碱,具有核心工艺壁垒和专利技术,有望诞生公司的第三个全球第一。

风险提示:电子烟政策落地的不确定性风险

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	2,795	2,962	3,880	4,959	5,966
增长率	-7.1%	6.0%	31.0%	27.8%	20.3%
归属母公司股东净利润(百万)	203	-489	343	594	897
增长率	-23.0%	-340.5%	-170.2%	73.0%	51.1%
每股收益(元)	0.52	-1.25	0.88	1.52	2.30
市盈率(倍)	42.9	-17.8	25.4	14.7	9.7

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,795	2,962	3,880	4,959	5,966	成长性					
减: 营业成本	1,161	1,240	1,590	1,954	2,296	营业收入增长率	-7.1%	6.0%	31.0%	27.8%	20.3%
营业税费	36	34	45	57	69	营业利润增长率	-57.8%	-367.1%	-201.4%	71.9%	50.3%
销售费用	576	803	1,133	1,350	1,468	净利润增长率	-23.0%	-340.5%	-170.2%	73.0%	51.1%
管理费用	303	336	685	868	1,038	EBITDA 增长率	63.1%	24.8%	-56.7%	52.2%	40.5%
财务费用	6	28	-	-	-	EBIT 增长率	80.2%	27.3%	-67.7%	71.9%	50.3%
资产减值损失	-303	-750	21	22	26	NOPLAT 增长率	-60.5%	-498.9%	-180.1%	71.9%	50.2%
加: 公允价值变动收益	-	2	-	-	-	投资资本增长率	-7.4%	-24.0%	34.3%	-4.9%	20.8%
投资和汇兑收益	-0	0	15	15	17	净资产增长率	-0.1%	-15.1%	14.7%	12.6%	16.5%
营业利润	155	-415	420	723	1,087	利润率					
加: 营业外净收支	160	-11	6	7	6	毛利率	58.5%	58.1%	59.0%	60.6%	61.5%
利润总额	315	-425	426	729	1,092	营业利润率	5.6%	-14.0%	10.8%	14.6%	18.2%
减: 所得税	101	55	71	122	184	净利润率	7.3%	-16.5%	8.9%	12.0%	15.0%
净利润	203	-489	343	594	897	EBITDA/营业收入	43.0%	50.6%	16.7%	19.9%	23.3%
						EBIT/营业收入	36.5%	43.9%	10.8%	14.6%	18.2%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	990	1,075	310	747	785	固定资产周转天数	164	173	138	108	89
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	66	47	62	62	59
应收帐款	726	701	1,131	1,156	1,528	流动资产周转天数	262	268	207	177	179
应收票据	-	-	216	77	237	应收帐款周转天数	94	87	85	83	81
预付帐款	36	40	50	62	68	存货周转天数	35	33	33	31	31
存货	252	284	420	446	572	总资产周转天数	701	644	478	406	380
其他流动资产	186	122	113	140	125	投资资本周转天数	440	351	271	237	212
可供出售金融资产	-	-	173	186	194	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.0%	-14.2%	8.7%	13.4%	17.4%
长期股权投资	23	23	98	180	275	ROA	3.8%	-9.6%	6.7%	10.3%	13.5%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	3.1%	-13.3%	14.0%	17.9%	28.4%
固定资产	1,373	1,477	1,495	1,493	1,466	费用率					
在建工程	329	300	356	423	506	销售费用率	20.6%	27.1%	29.2%	27.2%	24.6%
无形资产	504	494	576	641	691	管理费用率	10.9%	11.3%	17.7%	17.5%	17.4%
其他非流动资产	1,172	484	330	266	178	财务费用率	0.2%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	5,592	5,000	5,298	5,876	6,715	三费/营业收入	31.7%	39.4%	46.9%	44.7%	42.0%
短期债务	316	154	81	-	-	偿债能力					
应付帐款	578	576	652	817	926	资产负债率	27.0%	30.7%	25.0%	23.8%	22.4%
应付票据	13	27	8	46	5	负债权益比	36.9%	44.2%	33.3%	31.2%	28.8%
其他流动负债	270	392	355	442	468	流动比率	1.86	1.93	2.04	2.01	2.37
长期借款	206	255	116	-	-	速动比率	1.65	1.69	1.66	1.67	1.96
其他非流动负债	124	129	110	94	102	利息保障倍数	165.87	46.99			
负债总额	1,508	1,533	1,323	1,398	1,501	分红指标					
少数股东权益	21	29	41	54	66	DPS(元)	0.20	0.20	0.18	0.30	0.46
股本	393	392	390	390	390	分红比率	38.7%	-16.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	3,693	3,097	3,544	4,033	4,758	股息收益率	0.9%	0.9%	0.8%	1.4%	2.1%
股东权益	4,085	3,467	3,976	4,477	5,214	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.52	-1.25	0.88	1.52	2.30
净利润	214	-481	343	594	897	BVPS(元)	10.41	8.81	10.08	11.33	13.19
加: 折旧和摊销	189	216	229	265	301	PE(X)	42.9	-17.8	25.4	14.7	9.7
资产减值准备	302	770	21	22	26	PB(X)	2.1	2.5	2.2	2.0	1.7
公允价值变动损失	-	-2	-	-	-	P/FCF	15.2	32.7	-10.8	14.8	35.7
财务费用	18	28	-	-	-	P/S	3.1	2.9	2.2	1.8	1.5
投资收益	0	-0	-15	-15	-17	EV/EBITDA	6.7	5.2	12.5	7.6	5.3
少数股东损益	11	8	12	13	11	CAGR(%)	41.6%	-223.7%	7.9%	41.6%	-223.7%
营运资金的变动	-479	99	-622	278	-564	PEG	1.0	0.1	3.2	0.4	-0.0
经营活动产生现金流量	578	546	-32	1,158	654	ROIC/WACC	0.3	-1.3	1.4	1.8	2.8
投资活动产生现金流量	-93	-451	-594	-445	-453	REP	8.0	-2.4	1.8	1.3	0.7
融资活动产生现金流量	-221	-192	-139	-276	-163						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所 注: 管理费用包含研发费用

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。