

浙江医药 (600216.SH)

维生素 E 维持较高景气，创新药有望逐步兑现

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,129	8,116	8,341	9,699	10,978
增长率 yoy (%)	24.6	-11.1	2.8	16.3	13.2
归母净利润 (百万元)	1,045	540	725	937	1,215
增长率 yoy (%)	45.7	-48.4	34.3	29.3	29.6
ROE (%)	9.6	3.7	7.0	8.7	10.9
EPS 最新摊薄 (元)	1.08	0.56	0.75	0.97	1.26
P/E (倍)	11.0	21.4	15.9	12.3	9.5
P/B (倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

事件 1: 2023 年 4 月 25 日, 浙江医药发布 2022 年年报, 公司 2022 年营业总收入为 81.16 亿元, 同比下降 11.10%; 归母净利润为 5.40 亿元, 同比下降 48.38%。对应公司 4Q22 营业总收入为 19.92 亿元, 环比下降 0.71%; 归母净利润为 0.55 亿元, 环比下降 41.28%。

事件 2: 2023 年 4 月 25 日, 浙江医药发布 2023 年一季报, 公司 1Q23 营业总收入 20.08 亿元, 同比下跌 8.07%, 环比增长 0.80%; 归母净利润为 1.14 亿元, 同比下滑 56.42%, 环比增长 107.27%。

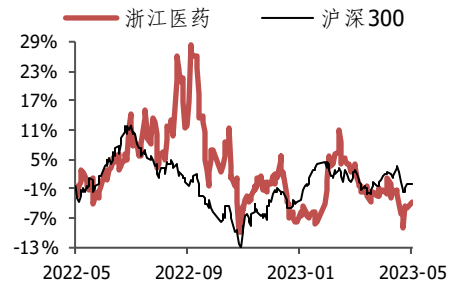
受维生素 A 价格下行及医药需求不佳影响, 2022 年公司主要板块营收出现下滑。公司 2022 年生命营养品/医药制造/医药商业板块收入分别为 38.41/20.16/21.37 亿元, yoy-18.91%/-3.00%/-4.99%; 毛利率分别为 36.54%/64.61%/4.96%, 同比分别-8.10/-7.03/-0.58pct。销售费用同比下降 21.15%; 管理费用同比上升 0.95%, 变化不大; 财务费用同比下降 140.78%, 主要系汇兑收益增加所致; 研发费用同比上升 0.30%, 变化不大。2022 年销售毛利率/净利润率分别为 34.47%/4.47%, 同比分别-6.38/-5.22pt。

2022 年公司现金流量出现下滑。经营性活动产生现金流净额为 5.20 亿元, 同比下降 54.20%, 投资性活动产生现金流净额为 -9.71 亿元, 同比上升 1.27%, 筹资性活动产生现金流净额为 0.44 亿元, 同比下降 37.04%。期末现金及现金等价物余额为 14.38 亿元。应收账款同比增加 10.10%, 应收账款周转率下降, 由 2021 年底的 6.97 次变为 5.92 次。存货同比增加 6.47%, 主要系商品库存量增加所致。2022 年苹果酸奈诺沙星注射液库存量同比增加 5440%, 主要是公司加强市场开拓力度, 2021 年 11 月进入国家医保, 2022 年销售量明显上升, 相应需要的备货增加。存货周转率下降, 由 2021 年底的 3.22 次变为 2.75 次。

公司 2023 年一季度毛利率与净利率同比均有所下滑。公司业绩符合市场预期, 1Q23 销售毛利率/净利润率分别为 33.75%/4.19%, 同比分别-4.05/-5.65pct, 主要与维生素 A 等维生素类产品价格下跌相关。销售费用同比上升 16.54%; 管理费用同比上升 29.22%; 财务费用同比下降 39.09%; 研发费用同比下降 3.63%。经营活动产生现金流净额为 -0.20 亿元, 同比上

买入 (首次评级)	
股票信息	
行业	医药
2023 年 5 月 4 日收盘价 (元)	12.08
总市值 (百万元)	11,658.75
流通市值 (百万元)	11,576.22
总股本 (百万股)	965.13
流通股本 (百万股)	958.30
近 3 月日均成交额 (百万元)	163.68

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

分析师 李华云

执业证书编号: S1070523040001

邮箱: lihuayun@cgws.com

相关研究

升 111.26%；投资活动产生现金流净额为 -0.44 亿元，同比上升 83.11%；筹资活动产生现金流净额为 -0.07 亿元，同比下降 110.08%。存货同比下降 0.97%，存货周转率同比由 2022 年一季度末的 0.96 次变为 0.70 次。应收账款同比下降 11.69%，应收账款周转率同比由 2022 年一季度末的 1.83 次变为 1.44 次。

继续看好维生素 E 价格。公司生命营养品主要为合成维生素 E、维生素 A、天然维生素 E、维生素 H(生物素)、维生素 D3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素、斑螫黄素、叶黄素、番茄红素等维生素和类维生素产品。2022 国内外同行业生产企业扩产导致供给过剩，同时叠加下游饲料、养殖行业需求下降等多因素影响，部分维生素品种因供需变化导致价格下行，公司主要产品维生素 E、维生素 A 销量下滑。据 wind 数据，2022 年维生素 A/维生素 E/D3/生物素产品均价分别为 158/85/72/55 元/千克，同比分别 -157/+4/-41/-14/元/千克。公司 2022 年生物营养品收入与毛利率下滑主要与维生素 A 等维生素类产品价格 2022 年前高后低，价格下跌相关。展望未来，我们认为供给端方面，维生素 E 行业仍处于景气周期，行业格局好，全球供给偏紧；需求端，随着国内猪瘟疫情缓解，饲料需求向好，维生素 E 产品价格仍较为坚挺，并具备继续上涨可能，利好公司业绩稳定。我们认为维生素 A 价格已处于历史底部区间，短期震荡为主，等待行业需求恢复，价格仍存在反弹向上的可能性。

维生素中间体补齐短板，降本增效。2022 年，公司在滨海新区浙江医药昌海产业园区内的全资子公司浙江芳原馨生物医药有限公司实施 VE 前体 2 项目（即间甲酚项目）已经实现生产线的全线贯通，实现了维生素 E 起始原料间甲酚的自主配套生产。我们认为公司在补齐维生素 A 关键中间体柠檬醛后，继续补齐维生素 E 原材料短板，完善了企业的产业链布局，降低了原材料价格波动给生产成本带来的风险。

保健品领域逐步发力。公司延伸生命营养品产业链，利用公司原材料优势进入保健品领域，推出了来益牌叶黄素咀嚼片、来益牌维生素 E 软胶囊、好心人牌辅酶 Q10 软胶囊等产品，随着大健康概念逐渐深入人心以及老龄化加剧，保健品产品市场前景良好，收入逐步上升。

看好 ADC 创新药物进展。政府鼓励创新药，压缩仿制药，给予创新药物更多的机会和价值肯定。公司子公司新码生物创新支撑能力进一步增强，ARX788 在 HER2 阳性乳腺癌的 II/III 期研究已经达到期中分析的界值，提前终止临床研究并提交新药上市申请。胃癌 II/III 期临床在 105 家中心同时开展，入组病例超 150 例；基于 CD70 靶点的 ARX305 的 I 期临床研究目前在剂量爬坡阶段。我们认为 ARX788 有望 2023 年下半年提交新药上市申请，有望在 1H24 获批。在产品管线上，公司生物大分子药物平台有望逐步走向自主开发，丰富自主产品管线，生物大分子药物有望成为未来公司业务重要增长点。

看好创新制剂进展。公司积极推进“原料制剂一体化”战略，将制剂作为公司发展的核心，集中资源做大原料制剂一体化品种；补齐短板、理顺产能，结合各剂型生产工艺特点，逐步提升自动化智能化生产水平，制剂产品覆盖了公司具有独特生产优势、技术含量高、市场潜力大的喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素及糖尿病治疗药物等。公司子公司创新生物万古霉素 505(b)(2)制剂获批，具有工艺流程全封闭、高产量、适合大小规格产品、连续工艺、生产成型时间短等特点，为公司高端制剂迈向国际化走出了第一步，我们认为喷雾干燥创新制剂为平台技术，达托霉素有望年内申报，后续品种处于管道

研发中，有望逐步产生利润。

看好公司医药业务盈利逐步改善。公司医药业务相关的其中三家子公司创新生物（创新制剂平台）、新码生物（生物大分子药物平台）、昌海制药（原料药平台）由于处于产品研发及临床试验阶段等因素，营业收入一直不能释放，长期处于亏损状态，其中 2021 年上述三家子公司合计亏损 5.92 亿，2022 年合计亏损 4.89 亿元，我们认为创新生物的 505(b)(2)创新制剂逐步拓展市场，新码生物 ADC 有望获批上市，昌海制药的原料药业务好转，上述三家子公司医药业务初步表现出业绩向好的趋势，有望迎来减亏，逐步走向盈利，利好公司整体业绩。

投资建议：预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 83.41/96.99/109.78 亿元，实现归母净利润分别为 7.25/9.37/12.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.75/0.97/1.26，当前股价对应的 PE 倍数分别为 16X、12X、10X。我们基于以下三个方面，1) 维生素 E 行业仍处于景气周期，行业格局好，全球供给偏紧，维生素 E 产品价格仍较为坚挺，并具备继续上涨可能，利好公司业绩。维生素 A 价格已处于历史底部区间，短期震荡为主，等待行业需求恢复，价格仍存在反弹向上的可能性；2) 生物大分子药物 ARX788 在 HER2 阳性乳腺癌的 II/III 期研究提前终止临床研究并将提交新药上市申请，我们认为 ARX788 有望 2023 年下半年提交新药上市申请，有望在 1H24 获批。在产品管线上，公司生物大分子药物平台有望逐步走向自主开发，丰富自主产品管线，生物大分子药物有望成为未来公司业务重要增长点；3) 公司子公司创新生物万古霉素 505(b)(2)制剂获批，具有工艺流程全封闭、高产量、适合大小规格产品、连续工艺、生产成型时间短等特点，为公司高端制剂迈向国际化走出了第一步，我们认为喷雾干燥创新制剂为平台技术，达托霉素有望年内申报，后续品种处于管道研发中，有望逐步产生利润。我们看好公司主要产品维生素 E 处于景气周期，看好 ADC 和创新制剂进展，医药业务盈利改善。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动风险；新建项目进展不及预期；产品技术迭代风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6035	5655	5859	6652	6964
现金	1769	1438	1478	1719	1945
应收票据及应收账款	1444	1298	1560	1710	1911
其他应收款	105	67	110	96	137
预付账款	62	87	66	111	90
存货	1873	1995	1874	2246	2110
其他流动资产	782	770	770	770	770
非流动资产	6497	6778	6739	7299	7765
长期投资	45	68	88	108	127
固定资产	4212	4768	4610	5017	5305
无形资产	729	748	772	806	851
其他非流动资产	1511	1194	1269	1368	1483
资产总计	12532	12433	12599	13951	14729
流动负债	3025	2465	2114	2965	2757
短期借款	176	50	186	893	623
应付票据及应付账款	1442	1061	1078	1165	1220
其他流动负债	1406	1354	850	906	914
非流动负债	326	257	215	193	166
长期借款	250	200	158	136	109
其他非流动负债	75	57	57	57	57
负债合计	3350	2723	2330	3158	2924
少数股东权益	403	450	449	453	531
股本	965	965	965	965	965
资本公积	1692	1941	1941	1941	1941
留存收益	6195	6417	6465	6971	7615
归属母公司股东权益	8779	9260	9821	10340	11274
负债和股东权益	12532	12433	12599	13951	14729

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1137	521	1072	1141	1990
净利润	885	363	723	942	1292
折旧摊销	587	685	552	624	729
财务费用	93	-38	-23	0	15
投资损失	-42	33	-6	13	4
营运资金变动	-585	-711	-154	-433	-46
其他经营现金流	199	190	-19	-5	-3
投资活动现金流	-984	-971	-474	-1172	-1176
资本支出	940	976	493	1164	1176
长期投资	37	81	-20	-20	-19
其他投资现金流	-81	-76	40	12	19
筹资活动现金流	70	44	-695	-436	-318
短期借款	-74	-126	136	707	-270
长期借款	-250	-50	-42	-22	-27
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	294	249	0	0	0
其他筹资现金流	100	-29	-788	-1121	-21
现金净增加额	143	-331	-96	-467	497

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9129	8116	8341	9699	10978
营业成本	5400	5318	5320	5665	5989
营业税金及附加	75	70	77	87	96
销售费用	1129	891	1048	1423	1828
管理费用	428	432	463	490	518
研发费用	807	809	779	821	858
财务费用	93	-38	-23	0	15
资产和信用减值损失	-174	-142	-14	-19	-20
其他收益	59	66	59	61	61
公允价值变动收益	52	-24	31	22	20
投资净收益	42	-33	6	-13	-4
资产处置收益	4	3	2	3	3
营业利润	1179	505	763	1267	1734
营业外收入	1	2	220	1	2
营业外支出	27	15	23	26	23
利润总额	1154	491	960	1242	1713
所得税	269	129	236	300	421
净利润	885	363	723	942	1292
少数股东损益	-161	-177	-1	5	78
归属母公司净利润	1045	540	725	937	1215
EBITDA	1764	1196	1483	1858	2439
EPS (元/股)	1.08	0.56	0.75	0.97	1.26

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	24.6	-11.1	2.8	16.3	13.2
营业利润 (%)	33.6	-57.2	51.2	66.0	36.9
归属母公司净利润 (%)	45.7	-48.4	34.3	29.3	29.6
获利能力					
毛利率 (%)	40.9	34.5	36.2	41.6	45.4
净利率 (%)	9.7	4.5	8.7	9.7	11.8
ROE (%)	9.6	3.7	7.0	8.7	10.9
ROIC (%)	9.3	3.7	6.8	8.2	10.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.7	21.9	18.5	22.6	19.9
净负债比率 (%)	-9.1	-6.0	-10.1	-5.5	-9.4
流动比率	2.0	2.3	2.8	2.2	2.5
速动比率	1.3	1.4	1.8	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	7.0	5.9	5.8	5.9	6.1
应付账款周转率	5.2	4.4	5.2	5.2	5.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.08	0.56	0.75	0.97	1.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.18	0.54	1.11	1.18	2.06
每股净资产 (最新摊薄)	9.10	9.59	10.18	10.71	11.68
估值比率					
P/E	11.0	21.4	15.9	12.3	9.5
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.0	9.2	7.1	5.9	4.3

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686