

## 公司研究

## 达因药业全年强势增长，国企改革持续深化

——华特达因（000915.SZ）2022 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年年报，实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 23.41/5.27/5.29 亿元，同比增长 15.49%/38.55%/48.51%。经营性净现金流 11.96 亿元，同比+58.29%；EPS2.25 元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元（含税），股利支付率为 35.58%。核心子公司达因药业实现营收和净利润分别为 20.41/9.72 亿元，同比增长 38.58%/46.55%。业绩符合市场预期。

## 点评：

**医药主业全年强势增长，非主业亏损和费用计提扰动四季度业绩。**公司 4Q22 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 5.22/0.64/0.77 亿元，同比+14.9%/4.7%/45.0%，归母净利润表现不佳，主要受到环保、电子信息等非主业的拖累，我们预计 2023 年将有所修复。而核心子公司达因药业全年增长强劲，表现亮眼。4Q22 达因药业收入和净利润分别为 4.36/1.41 亿，同比+32%/36%，收入端延续高速增长，净利率环比明显下降，与年底渠道控货、市场推广费用和销售奖励增加有关。

**达因药业盈利能力持续提升，23 年过亿产品将再添 2 款。**2022 年达因药业毛利率同比+2.61pp 至 86.42%，净利率同比+2.59pp 至 47.63%，达到近五年的最高水平，与伊可新销售占比提升和线上渠道放量有关。2022 年疫情加剧，公司拳头产品伊可新仍能实现放量提速，与进行精准的专业品类教育、加大渠道覆盖和渗透、拓宽服用年龄段、多规格依次提价等营销策略有关，产品的市场渗透率、市占率明显提升。近年来新品上市加快，维生素 D 滴剂、右旋糖酐铁颗粒、复方碳酸钙泡腾颗粒、口服补液盐散、地氯雷他定口服液、盐酸托莫西汀口服溶液等产品梯队日益完善，23 年铁剂和钙剂有望过亿，形成一超多强的良好布局。

**择机发展式退出非主业，国企改革持续深化。**2022 年 10 月公司董事会决议通过了退出卧龙学校（现持股 81.85%）的议案，有望于 2023 年正式剥离。自 2021 年 8 月新任管理层上任后，公司持续聚焦主业、改善治理，陆续剥离环保和学校资产，并实行职业经理人契约化管理，在达因药业内部完善考核和激励，多层次激发企业活力。2023 年我们预计达因药业仍将加快产品和营销创新，实现稳健快速发展，同时也期待省国资委中长期激励试点的落地。

**盈利预测、估值与评级：**华特达因作为儿童药龙头企业，凭借品牌和渠道优势，核心产品群快速增长，治理结构持续改善。暂不考虑卧龙学校剥离和省国资委中长期激励试点落地，考虑到新品推广和研发投入加大，略下调 23-24 年净利润预测为 6.54/7.90 亿（较前次预测-3%/-3%），新增 25 年净利润预测为 9.44 亿元，同比+24%/21%/20%，当前股价对应 PE 为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**伊可新销售不达预期；市场竞争加剧；新药研发失败风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,027	2,341	2,862	3,407	4,007
营业收入增长率	11.32%	15.49%	22.26%	19.05%	17.60%
净利润（百万元）	380	527	654	790	944
净利润增长率	30.78%	38.55%	24.07%	20.84%	19.56%
EPS（元）	1.62	2.25	2.79	3.37	4.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.94%	20.39%	21.43%	22.00%	22.31%
P/E	25	18	14	12	10
P/B	4.2	3.6	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-03-10

## 买入（维持）

当前价：39.93 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

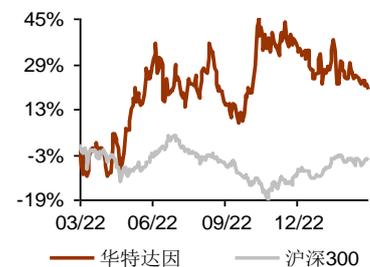
021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.34
总市值(亿元):	93.57
一年最低/最高(元):	29.22/50.77
近 3 月换手率:	77.79%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.03	-13.63	22.10
绝对	-10.29	-13.08	20.20

资料来源：Wind

## 相关研报

达因药业全年强势增长，国企改革动能不减——华特达因（000915.SZ）2022 年业绩快报点评（2023-01-20）

三季度业绩超预期，达因药业强势进攻——华特达因（000915.SZ）2022 年三季度报点评（2022-10-20）

伊可新厚积薄发持续高增，国企改革动能强劲——华特达因（000915.SZ）2022 年半年报点评（2022-08-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,027	2,341	2,862	3,407	4,007
营业成本	631	502	590	685	785
折旧和摊销	69	68	72	83	95
税金及附加	32	40	49	58	68
销售费用	372	489	632	750	882
管理费用	154	112	137	160	184
研发费用	80	66	92	106	124
财务费用	-14	-17	-26	-39	-57
投资收益	25	-1	7	17	23
营业利润	818	1,160	1,428	1,730	2,073
利润总额	821	1,159	1,430	1,731	2,074
所得税	117	161	200	242	290
净利润	704	998	1,230	1,489	1,783
少数股东损益	324	471	576	699	839
归属母公司净利润	380	527	654	790	944
EPS (元)	1.62	2.25	2.79	3.37	4.03

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	756	1,196	953	1,493	1,772
净利润	380	527	654	790	944
折旧摊销	69	68	72	83	95
净营运资金增加	15	-99	445	158	176
其他	291	700	-218	463	557
投资活动产生现金流	-769	-328	-298	-283	-278
净资本支出	-120	-90	-250	-250	-250
长期投资变化	106	90	0	0	0
其他资产变化	-755	-329	-48	-33	-27
融资活动现金流	-268	-332	-173	-214	-249
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	8	-8	0	0
无息负债变化	-224	85	-203	22	24
净现金流	-281	536	482	997	1,246

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	68.9%	78.6%	79.4%	79.9%	80.4%
EBITDA 率	41.8%	51.9%	50.8%	51.5%	52.1%
EBIT 率	38.2%	48.8%	48.3%	49.1%	49.7%
税前净利润率	40.5%	49.5%	50.0%	50.8%	51.7%
归母净利润率	18.8%	22.5%	22.8%	23.2%	23.6%
ROA	17.9%	21.3%	22.3%	21.9%	21.5%
ROE (摊薄)	16.9%	20.4%	21.4%	22.0%	22.3%
经营性 ROIC	42.2%	65.2%	54.2%	56.0%	58.0%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	14%	13%	8%	6%	6%
流动比率	5.42	5.89	11.38	13.49	15.88
速动比率	5.19	5.73	11.17	13.34	15.77
归母权益/有息债务	-	327.42	-	-	-
有形资产/有息债务	-	564.83	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	3,935	4,690	5,522	6,783	8,289
货币资金	1,223	1,845	2,326	3,323	4,569
交易性金融资产	722	949	949	949	949
应收账款	59	54	52	49	46
应收票据	180	193	322	383	451
其他应收款 (合计)	99	9	20	19	18
存货	102	87	71	56	44
其他流动资产	5	3	3	3	3
流动资产合计	2,411	3,168	3,765	4,809	6,109
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	106	90	90	90	90
固定资产	878	878	897	932	975
在建工程	4	40	135	206	260
无形资产	174	174	220	265	309
商誉	26	26	26	26	26
其他非流动资产	19	18	23	23	23
非流动资产合计	1,524	1,523	1,757	1,975	2,180
总负债	536	629	418	440	464
短期借款	0	8	0	0	0
应付账款	71	41	34	27	22
应付票据	0	0	1	1	1
预收账款	4	0	4	5	6
其他流动负债	10	4	4	4	4
流动负债合计	445	538	331	356	385
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	71	69	65	61	57
非流动负债合计	91	91	87	84	80
股东权益	3,399	4,061	5,104	6,343	7,825
股本	234	234	234	234	234
公积金	191	191	191	191	191
未分配利润	1,819	2,159	2,625	3,165	3,808
归属母公司权益	2,245	2,584	3,050	3,591	4,234
少数股东权益	1,155	1,477	2,054	2,752	3,591

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	18.35%	20.87%	22.07%	22.00%	22.00%
管理费用率	7.58%	4.79%	4.79%	4.69%	4.59%
财务费用率	-0.70%	-0.75%	-0.90%	-1.15%	-1.42%
研发费用率	3.97%	2.80%	3.20%	3.10%	3.10%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.80	0.80	1.06	1.29	1.54
每股经营现金流	3.23	5.11	4.07	6.37	7.56
每股净资产	9.58	11.03	13.02	15.32	18.07
每股销售收入	8.65	9.99	12.21	14.54	17.10

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	25	18	14	12	10
PB	4.2	3.6	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	11.8	8.1	7.3	6.4	5.6
股息率	2.0%	2.0%	2.7%	3.2%	3.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE