

华海药业(600521)

点评报告

公司研究——化学制药行业

证券研究报告

# 盼制剂出口恢复、规模效应提升

## ——华海药业 2021 年报及 2022 年一季报点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：联系人：毛雅婷  
✉️：maoyating@stocke.com.cn

### 报告导读

2021 年在沙坦类原料药和制剂出口销售额下降的影响下，净利润率明显下降，我们认为在川南工厂解禁、主要原料药品种量价修复下，2022 年有望成为公司制剂出口、前向一体化新起点，净利润率逐季修复。

### 投资要点

#### □ 财务表现：2021 年净利润同比下降，2022Q1 环比持续改善

公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报，2021 年收入 66.4 亿元，同比增长 2.4%；归母净利润 4.9 亿元，同比下降 47.6%；归母净利润率 7.3%，同比下降约 7pct。单季度看，2021Q4 收入 20.5 亿元，同比增长 26.7%；归母净利润-1 亿元。2022Q1 收入 17.7 亿元，同比增长 18.4%；归母净利润 1.4 亿元，同比下降 46%；扣非归母净利润 1.3 亿元，同比下降 13%。我们认为，从季度收入看，2021Q4 以来主营业务收入同比改善。

#### □ 成长能力：2022 年有望成为制剂出口新起点

从收入增量贡献看，我们认为 2021 年原料药及中间体和国外制剂业务拖累了收入增长，国内制剂贡献了主要增量；展望 2022 年，我们预计国内制剂和国外制剂是收入增长的主要驱动因素。具体看各个板块：

①**原料药及中间体**：2021 年收入 27.7 亿元、同比下降 10.7%、收入占比 41.7%。从适应症看，**抗高血压类原料药**收入（该业务占原料药及中间体收入比例约 59%）同比下降 15.6%，我们认为主要和沙坦类原料药业务的量价下降有关（根据年报，2021 年普利类原料药及中间体总销售量同比增长 8.3%，沙坦类销售量同比下降 5.7%；根据 Wind 数据，普利类整体价格比较稳定，我们推测抗高血压类原料药收入下降主要和沙坦类有关）。展望 2022-2024 年，我们认为在公司川南工厂通过 FDA 检查的背景下，公司在规范市场销售的沙坦原料药占比有望提升，带动公司整体沙坦原料药销售量价回升。针对**神经系统类原料药**（该业务占原料药及中间体收入比例约 24.6%），我们认为该板块收入增长来自于新品种（年报提及盐酸美金刚等在国内获批）和老品种竞争格局稳定。针对**其他原料药**，我们认为公司获得 MPP 授权生产 Nirmatrelvir 有望从 2022Q4 起逐步贡献原料药收入增量，明显支撑原料药板块在 2022-2024 年的增长；降糖类新品种如恩格列净、沃替西汀、卡格列净等通过 FDA 审评，我们认为也可能打开原料药业务持续增长空间。

②**国内制剂**：2021 年收入 28.6 亿元、同比增长 38.1%、收入占比 43%。我们认为，公司国内制剂的较高增长来自于：(1)已集采中标品种样本医院市占率提升、三终端渠道下沉，如公司缙沙坦片等品种与九州通合同，Wind 样本医院销售数据可验证公司盐酸舍曲林片等品种市占率持续提升。(2)集采新中标带来增量，第四批（2021 年 2 月）和第五批（2021 年 6 月）公司分别中标伏立康唑片、阿立哌唑片、利伐沙班片等，从发货节奏看，我们认为新中标品种有望在 2022-2023 年贡献增量。

③**国外制剂**：2021 年收入 7.9 亿元、同比下降 23.4%、收入占比 11.8%。我们

### 评级

增持

上次评级 增持

当前价格 ¥15.17

### 单季度业绩

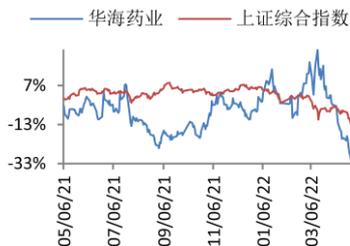
元/股

1Q/2022 0.09

4Q/2021 -0.08

3Q/2021 0.05

2Q/2021 0.18



### 公司简介

华海药业是国内特色原料药行业的龙头企业，在制剂出口以及国际化发展领域走在了国内医药行业的前列。

### 相关报告

- 1《华海药业川南基地检查点评：关注制剂出口增量的拐点》2021.10.26
- 2《关华海药业 2020 年报及 2021 一季报点评：注前向一体化的新增量、新动能》2021.04.26
- 3《华海药业 2020 年业绩快报及 2021Q1 业绩预告点评：短期有波动，中期看催化》2021.04.11
- 4《华海药业深度报告：制剂出口龙头成长的时间与空间》2020.11.12

认为，2021年10月25日公司临海川南生产基地（原料药生产线）以零缺陷（NAI）通过FDA现场检查，2022年起制剂出口有望逐步恢复，随着已申报ANDA获批、沙坦类制剂市占率恢复，2022-2023年有望成为公司制剂出口的新起点，2024年起高壁垒、竞争格局更好的仿制药有望逐步贡献增量，逐步从原料药成本优势战略，过渡到依靠壁垒品种立项+多品种迭代的制剂出口平台。

#### □ 盈利能力：2022年净利润率有望提升

**毛利率：预计持续提升。**2021年公司综合毛利率60%，同比下降3.7pct；2022Q1综合毛利率61.6%，环比2021Q4提升4.5pct，同比2021Q1下降1.4pct。我们认为，2021年综合毛利率下降主要由抗高血压类原料药毛利率下降（同比下降14.4pct）和制剂出口毛利率下降（同比下降13.1pct）导致，展望2022-2024年，我们认为(1)川南工厂解禁下公司在美国沙坦类制剂市占率有望明显提升，沙坦原料药生产的规模效应下，抗高血压类原料药和下游制剂的毛利率有望提升。(2)国内制剂中集采中标量外收入占比可能进一步提升，带动整体毛利率提升。

**利润率：预计有所提升。**2021年公司扣非归母净利润率明显下降，我们认为来自于(1)研发费用同比明显提升（2021年同比增加3.8亿元，主要来自于生物药等项目临床推进）、(2)管理费用同比明显提升（其中中介咨询费、股份支付费用摊销等增长更明显）。我们认为，考虑到公司持续推进的化药创新药、生物药和原料药在研管线，2022-2024年研发费用率可能同比2021年略有下降，但维持在较高水平（假设在13-14%左右）；随着国内制剂收入中集采中标量外收入占比提升，国内制剂净利润率可能有所下降。综合看，在收入结构下，我们预计2022-2024年公司净利润率有所提升。

#### □ 盈利预测及估值

我们认为，2022年有望成为公司制剂出口恢复、原料药业务净利润率修复的新起点，在集采中标下，国内制剂有望贡献持续增量，2022Q4起MPP授权有望贡献原料药新增量。考虑到公司带量采购中标品种放量、API新品种增量空间、美国出口禁令解除后2022年向上的弹性，我们预期2022-2024年公司EPS分别为0.47、0.61和0.77元/股，2022年4月28日收盘价对应2022年31倍，维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

核心品种集采流标风险；FDA检查进度慢于预期的风险；海外诉讼赔偿高于预期的风险；出口锁汇带来的业绩波动性风险；生产质量管理风险等。

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	6644	8644	11034	12922
(+/-)	2.44%	30.11%	27.65%	17.11%
归母净利润	488	745	961	1182
(+/-)	-47.57%	52.89%	28.96%	22.95%
每股收益(元)	0.34	0.47	0.61	0.75
P/E	47.00	30.74	23.84	19.39

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6813	7042	8660	10055
现金	1876	1336	1370	1688
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	1850	2168	2760	3217
其它应收款	41	43	55	65
预付账款	79	81	104	119
存货	2739	3220	4174	4760
其他	227	194	195	205
<b>非流动资产</b>	8656	9204	10226	10951
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	489	489	489	489
固定资产	3379	4527	5629	6514
无形资产	971	1040	1135	1225
在建工程	2502	2202	1934	1623
其他	1314	946	1039	1100
<b>资产总计</b>	15468	16246	18885	21006
<b>流动负债</b>	4236	4010	5614	6468
短期借款	1314	1245	2330	2695
应付款项	882	902	1169	1333
预收账款	67	164	210	246
其他	1973	1699	1905	2194
<b>非流动负债</b>	4456	4107	4172	4245
长期借款	1827	1827	1827	1827
其他	2629	2280	2345	2418
<b>负债合计</b>	8692	8117	9786	10713
少数股东权益	217	225	235	247
归属母公司股东权益	6559	7904	8865	10047
<b>负债和股东权益</b>	15468	16246	18885	21006
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	938	346	435	1054
净利润	481	753	971	1194
折旧摊销	550	253	320	380
财务费用	188	180	196	207
投资损失	(147)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	326	(344)	(27)	(108)
其它	(460)	(446)	(974)	(569)
<b>投资活动现金流</b>	(2357)	(1012)	(1230)	(1010)
资本支出	(1516)	(1050)	(1100)	(900)
长期投资	(50)	0	0	0
其他	(791)	38	(130)	(110)
<b>筹资活动现金流</b>	1118	125	829	274
短期借款	309	(69)	1085	365
长期借款	501	0	0	0
其他	308	193	(256)	(91)
<b>现金净增加额</b>	(300)	(541)	34	318

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6644	8644	11034	12922
营业成本	2657	3220	4174	4760
营业税金及附加	65	86	110	129
营业费用	1179	1582	2066	2538
管理费用	1269	1686	1986	2261
研发费用	942	1167	1490	1744
财务费用	188	180	196	207
资产减值损失	29	43	55	65
公允价值变动损益	300	50	50	50
投资净收益	147	50	50	50
其他经营收益	107	136	122	129
<b>营业利润</b>	868	916	1179	1447
营业外收支	(81)	(9)	(9)	(9)
<b>利润总额</b>	787	907	1170	1438
所得税	306	154	199	244
<b>净利润</b>	481	753	971	1194
少数股东损益	(7)	8	10	12
<b>归属母公司净利润</b>	488	745	961	1182
<b>EBITDA</b>	1399	1341	1685	2025
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.34	0.47	0.61	0.75
<b>主要财务比率</b>				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.44%	30.11%	27.65%	17.11%
营业利润	-38.46%	5.46%	28.70%	22.77%
归属母公司净利润	-47.57%	52.89%	28.96%	22.95%
<b>获利能力</b>				
毛利率	60.00%	62.75%	62.17%	63.16%
净利率	7.23%	8.71%	8.80%	9.24%
ROE	7.22%	10.00%	11.16%	12.19%
ROIC	4.81%	7.77%	8.31%	8.89%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.19%	49.96%	51.82%	51.00%
净负债比率	44.84%	44.39%	47.29%	47.68%
流动比率	1.61	1.76	1.54	1.55
速动比率	0.96	0.95	0.80	0.82
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.55	0.63	0.65
应收账款周转率	3.78	4.31	4.49	4.32
应付账款周转率	5.78	5.82	6.27	5.92
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.34	0.47	0.61	0.75
每股经营现金	1.07	0.22	0.28	0.67
每股净资产	4.31	5.04	5.65	6.40
<b>估值比率</b>				
P/E	47.00	30.74	23.84	19.39
P/B	3.32	2.90	2.58	2.28
EV/EBITDA	24.93	19.04	15.76	13.22

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>