

公司研究

创新药项目进展顺利，VE 进入高景气周期

——浙江医药（600216.SH）21 年年报及 22 年一季报点评

买入（维持）

当前价：12.50 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.65
总市值(亿元)	120.64
一年最低/最高(元)	12.45/21.16
近3月换手率	85.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.68	2.15	11.52
绝对	-19.46	-15.94	-12.93

资料来源：Wind

相关研报

维生素高景气推动公司业绩放量，创新药业务放量在即——浙江医药（600216.SH）2021 年半年报点评（2021-08-26）

维生素有望再迎景气周期，医药业务打开公司成长空间——浙江医药（600216.SH）跟踪报告（2021-07-20）

维生素行业景气上行，高壁垒抗菌新品打开成长空间——浙江医药（600216.SH）产品中标和注册公告点评（2021-06-28）

要点

事件：

公司发布 2021 年年度报告和 2022 年第一季度报告：

(1) 2021 年公司实现营业收入 91.3 亿元，同比+25%，实现归母净利润 10.5 亿元，同比+46%；其中 Q4 单季度实现收入 23.2 亿元，同比+22%，环比+6%；归母净利润 2.9 亿元，同比+204%，环比增长 21%。

(2) 2022 年 Q1 公司实现营业收入 21.8 亿元，同比-9%，环比-6%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比-2%，环比-12%。

点评：

公司主营产品 VE 价格上涨，21 年业绩同比快速提升：21 年国内 VA、VE 均价分别为 321 元/kg、80 元/kg，分别同比-19%、+23%。维生素行业整体供应偏紧，公司主营产品 VE 价格同比大幅上涨，21 年业绩同比快速提升。21 年 Q4 单季度，国内 VA、VE 均价分别为 288 元/kg、90 元/kg，分别同比-7%、+47%，环比-2%、+13%。受益于 VE 价格同比上涨，21 年 Q4 公司业绩实现同比增长。2022 年 Q1 国内 VA、VE 均价分别为 244 元/kg、89 元/kg，分别同比-32%、+20%，环比-15%、-1%。受原材料价格上涨影响，公司主营产品 VA 价格下跌，2022 年 Q1 业绩小幅下滑。

欧洲天然气供应短缺影响维生素供应，维生素行业有望迎来新一轮景气周期：近期俄乌冲突愈演愈烈，欧美也陆续公布对俄罗斯的制裁计划，进一步加剧了欧洲天然气供给紧张局面。天然气是合成乙炔（VE 上游原料）的关键原材料，欧洲天然气短缺进一步加剧了欧洲维生素供应紧张。欧洲是全球重要的维生素生产基地，天然气短缺对欧洲维生素生产造成影响，将对全球维生素供给端造成显著影响，或将再次“点燃”维生素新一轮的景气周期。据彭博新闻社报道，受关键中间体断供影响，帝斯曼 22 年 Q1VE 产量预计下降 30%以上，并且将影响 Q2VE 产量。受帝斯曼 VE 产量下降影响，VE 市场供应紧张，叠加下游企业低库存影响，近期 VE 厂商纷纷提升报价。展望未来两年，帝斯曼与能特科技的合并将使得 VE 行业竞争格局显著改善，而我国长期依赖进口的 VE 中间体——间甲酚，在供给端紧张及进口端加征反倾销税的背景下，近年来价格一路走高，VE 成本端支撑强劲，VE 有望再次迎来超级景气周期。

ARX788 项目临床进展顺利，奈诺沙星纳入新医保：2022 年 4 月 23 日，公司发布《关于 ARX788 获得药物临床试验申请受理通知书的公告》，ARX788 符合药品注册的有关要求，可以开展用于 HER2 表达或突变晚期实体瘤治疗的临床试验。ARX788 是公司与美国 Ambrx 公司达成合作共同研发的新一代单克隆抗体偶联药物，用于治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌和胃癌等。据 21 年年报披露，当前 ARX788 治疗乳腺癌 II/III 期临床研究即将完成病例入组，ARX788 用于治疗胃癌和胃食管连接部腺癌的 II/III 期临床试验亦顺利推进。根据 EVALUATEPHARMA 数据预计，在 2024 年，HER2 靶点抗肿瘤市场全球销售额可增长至 156 亿美元，公司 ARX788 创新药项目具有广阔发展前景。2021 年 12 月 6 日公司发布公告称，公司苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液、苹果酸奈诺沙星胶囊两款产品进入国家医保目录。奈诺沙星是一种新型无氟喹诺酮类抗生素，可用于治疗成人社区获得性肺炎。此次纳入医保目录有助于公司奈诺沙星产品加速放量。

子公司持续优化生产工艺，不断拓展产业链条：2021年，公司下属各个子公司通过持续推进工艺优化，积极发掘新产业链，实现快速发展。昌海生物持续推进维生素A及其衍生物技术进步工作，其新建年产400吨斑蝥黄素项目已基本完成设备安装。新昌制药厂已经初步完成鱼油项目产业化生产。创新生物通过了国家高新技术企业认定，完成注射用达托霉素（新配方）的处方工艺及分析方法开发，进行了优化批生产，并展开相应的质量研究工作。昌海制药的达托霉素原料药生产线通过美国FDA现场检查，左氧氟沙星和维生素E原料药也通过GMP符合性检查。来益医药作为公司下属医药商业子公司，抓住医保品种双通道政策的落实机遇，开拓了OTC连锁药店品种的销售，2021年共获得配送授权11368个品规，新增2599个品规，增加了品种的战略拓展空间。

盈利预测、估值与评级：考虑到原材料价格上涨及限电等因素影响，公司生产成本上行，21年业绩略低于预期，因此我们下调公司2022-2023年盈利预测，新增2024年盈利预测，预计公司2022-2024年分别实现净利润14.19（下调12%）/16.39（下调6%）/18.61亿元，对应EPS分别为1.47/1.70/1.93元。公司ADC创新生物大分子项目稳步推进，奈诺沙星纳入新医保放量可期，主营产品VE价格有望维持高位运行，维生素行业有望迎来新一轮景气周期，我们仍然看好公司未来发展前景，故维持“买入”评级。

风险提示：产品价格波动，研发风险，全球经济复苏不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,327	9,129	10,524	12,165	14,099
营业收入增长率	4.02%	24.60%	15.28%	15.59%	15.89%
净利润（百万元）	717	1,045	1,419	1,639	1,861
净利润增长率	109.29%	45.71%	35.78%	15.47%	13.58%
EPS（元）	0.74	1.08	1.47	1.70	1.93
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.35%	11.91%	14.37%	14.84%	15.07%
P/E	17	12	8	7	6
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-26

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,327	9,129	10,524	12,165	14,099
营业成本	4,283	5,400	5,691	6,769	7,902
折旧和摊销	504	587	575	619	669
税金及附加	73	75	99	112	126
销售费用	1,167	1,129	1,684	1,770	2,017
管理费用	377	428	539	606	695
研发费用	546	807	796	967	1,144
财务费用	70	93	87	105	115
投资收益	120	42	42	42	42
营业利润	883	1,179	1,760	2,029	2,300
利润总额	851	1,154	1,734	2,003	2,274
所得税	191	269	404	467	530
净利润	660	885	1,330	1,536	1,744
少数股东损益	-58	-161	-90	-103	-118
归属母公司净利润	717	1,045	1,419	1,639	1,861
EPS(元)	0.74	1.08	1.47	1.70	1.93

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,257	1,137	822	1,932	2,101
净利润	717	1,045	1,419	1,639	1,861
折旧摊销	504	587	575	619	669
净营运资金增加	-233	18	1,346	553	707
其他	268	-514	-2,519	-879	-1,136
投资活动产生现金流	-238	-984	-864	-958	-1,058
净资本支出	-508	-933	-900	-1,000	-1,100
长期投资变化	38	45	0	0	0
其他资产变化	233	-97	36	42	42
融资活动现金流	-627	70	312	-562	-134
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	301	-74	711	13	525
无息负债变化	59	954	-381	408	470
净现金流	349	143	270	412	909

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	41.5%	40.9%	45.9%	44.4%	43.9%
EBITDA 率	21.5%	23.0%	22.5%	21.8%	21.1%
EBIT 率	14.6%	16.6%	17.0%	16.7%	16.4%
税前净利润率	11.6%	12.6%	16.5%	16.5%	16.1%
归母净利润率	9.8%	11.5%	13.5%	13.5%	13.2%
ROA	6.3%	7.1%	9.6%	10.0%	9.9%
ROE (摊薄)	9.3%	11.9%	14.4%	14.8%	15.1%
经营性 ROIC	10.1%	12.4%	12.4%	12.9%	13.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	24%	27%	27%	27%	29%
流动比率	2.66	2.00	2.39	2.83	2.96
速动比率	1.89	1.38	1.68	1.97	2.11
归母权益/有息债务	8.07	10.01	6.22	6.90	5.81
有形资产/有息债务	10.49	13.33	8.18	9.02	7.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	10,500	12,532	13,873	15,352	17,537
货币资金	1,629	1,769	2,039	2,450	3,360
交易性金融资产	271	454	454	506	558
应收账款	1,175	1,444	1,824	1,995	2,330
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	141	105	155	185	195
存货	1,480	1,873	2,091	2,465	2,841
其他流动资产	382	327	369	418	476
流动资产合计	5,118	6,035	6,993	8,091	9,845
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	38	45	45	45	45
固定资产	3,875	4,212	4,249	4,322	4,428
在建工程	638	1,113	1,281	1,459	1,646
无形资产	410	729	764	798	831
商誉	0	36	36	36	36
其他非流动资产	47	95	153	153	153
非流动资产合计	5,382	6,497	6,880	7,260	7,692
总负债	2,470	3,350	3,680	4,101	5,096
短期借款	250	176	462	0	0
应付账款	674	1,389	1,131	1,384	1,740
应付票据	24	54	57	68	79
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	5	7	8	10
流动负债合计	1,924	3,025	2,922	2,861	3,321
长期借款	501	250	675	1,150	1,675
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	34	54	61	69	79
非流动负债合计	546	325	757	1,241	1,775
股东权益	8,030	9,182	10,193	11,251	12,441
股本	965	965	965	965	965
公积金	2,759	3,199	3,199	3,199	3,199
未分配利润	4,010	4,689	5,790	6,950	8,258
归属母公司权益	7,675	8,779	9,880	11,040	12,349
少数股东权益	355	403	313	210	93

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	15.93%	12.37%	16.00%	14.55%	14.31%
管理费用率	5.14%	4.69%	5.12%	4.98%	4.93%
财务费用率	0.96%	1.02%	0.83%	0.86%	0.82%
研发费用率	7.45%	8.84%	7.56%	7.95%	8.12%
所得税率	22%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.23	0.33	0.50	0.57	0.65
每股经营现金流	1.30	1.18	0.85	2.00	2.18
每股净资产	7.95	9.10	10.24	11.44	12.79
每股销售收入	7.59	9.46	10.90	12.60	14.61

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	17	12	8	7	6
PB	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.3	6.3	5.8	5.0	4.4
股息率	1.8%	2.6%	4.0%	4.6%	5.2%

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