

# 集采拖累药品利润，新品研发提速

华泰研究

2022年3月25日 | 中国内地

年报点评

化学制药

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

15.52

研究员

SAC No. S0570516120002  
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com  
+86-21-28972078

研究员

SAC No. S0570519060001  
SFC No. BNL372

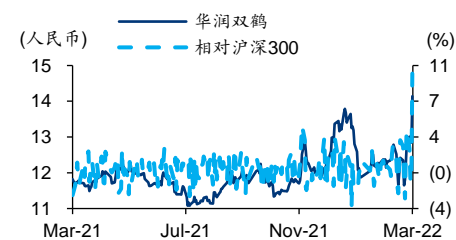
沈卢庆

shenluqing@htsc.com

## 基本数据

目标价(人民币)	15.52
收盘价(人民币 截至3月24日)	14.14
市值(人民币百万)	14,751
6个月平均日成交额(人民币百万)	112.00
52周价格范围(人民币)	11.08-14.14
BVPS(人民币)	9.49

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 2021年利润受集采拖累，目标价15.52元，维持“增持”评级

公司24日公告2021年收入91.1亿元(+7.1%yoy)，归母净利润9.4亿元(-6.9%yoy)，业绩增速低于我们估测的约10%增速，主因：1)慢病领域部分产品因集采降幅较大收入下滑；2)聚焦新品研发下确认4.1亿研发费用(+41%yoy)。展望22年，我们预计随着大输液恢复，集采品种降幅收窄，公司收入稳定增长，但考虑利润率承压，调整22-23年EPS预测至0.97/1.06元(前次1.17/1.26元)，预测24年EPS1.14元，给予22年PE16倍(考虑公司部分品种涉集采，较可比公司Wind一致预期22年均值PE18倍折价10%)，目标价15.52元(前次12.72元)，维持“增持”评级。

## 输液板块：疫情中缓慢恢复，看好结构优化

输液板块2021收入26.2亿元(同比增长5.7%)，主因21年疫情情况较20年有所好转，住院量陆续恢复。考虑22年疫情反复，我们估测输液板块仍有望实现超5%收入增长，主因：1)高附加值BFS作为公司独家品种，看好持续替代低端包材品种；2)直立软袋替代塑瓶，看好长期增长；3)治疗型输液品种占比或逐步攀升，看好后续新品上市推动输液板块毛利率上行；4)公司覆盖两千余家商业客户和全国31个省市，持续提高直销输液销量。

## 非输液板块：带量品种预计降幅收窄，非带量慢病/专科品种表现良好

非输液板块2021实现收入64.1亿元(同比增长8.5%)，我们仍看好22年冲击10%增速，主因：1)慢病板块2021年收入29.9亿元(同比下降13%)，我们预计22年仍有望正向增长，考虑带量品种22年降幅有望收窄，非带量核心产品预计企稳(21年收入增长7%)，其中糖适平/诺百益等预计领衔增长(21年收入增长均约20%)，看好中选集采的复穗悦(21年收入增速53%)普瑞巴林胶囊以价换量；2)专科板块2021收入13.0亿元(同比增幅3.8%)，看好22年双位数增长，儿科用药领域珂立苏和小儿氨基酸保持市场份额第一，肾科/精神领域预计22年维持双位数收入增长。

## 战略转型：布局差异化仿制品种，加大创新研发投入

公司积极谋求战略转型：1)背靠充沛现金流，加大研发投入(2021研发投入6.4亿元，占收入比重7%)；2)搭建仿制药集群(21年公司在研仿制药/一致性评价项目超120项，18个项目提交生产申报)，追求差异化品类(例如多肽技术和控释技术平台)；3)聚焦创新药布局，加大出海合作。公司控制肿瘤转移口服药物Fascin蛋白抑制剂当前美国II期临床。此外，与美国Ligand公司共同开发COVID-19口服小分子RNA聚合酶抑制剂药物(目前临床前研究)，未来有望获得在亚洲主要区域的独家开发和商业化权利。

风险提示：大输液恢复不达预期，集采品种降价幅度超预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	8,504	9,112	9,922	10,704	11,409
+/-%	(9.35)	7.14	8.90	7.88	6.58
归属母公司净利润(人民币百万)	1,005	935.69	1,017	1,104	1,186
+/-%	(4.74)	(6.91)	8.69	8.51	7.50
EPS(人民币，最新摊薄)	0.96	0.90	0.97	1.06	1.14
ROE(%)	10.81	9.28	9.57	9.84	10.01
PE(倍)	14.68	15.77	14.51	13.37	12.43
PB(倍)	1.59	1.49	1.41	1.34	1.27
EV/EBITDA(倍)	7.63	8.06	7.08	6.31	5.64

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 可比公司估值表

图表1: 可比公司估值表

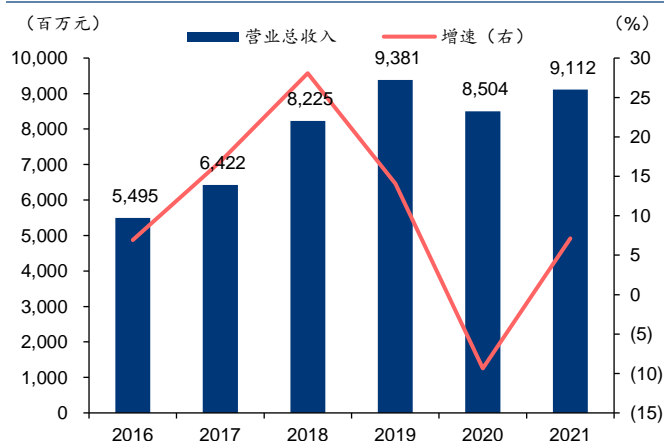
公司名称	股票代码	收盘价(元) 2022/3/24	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
华东医药	000963 CH	33.8	592	1.41	1.75	2.24	24	19	15
恩华药业	002262 CH	12.9	130	0.79	0.95	1.22	16	14	11
科伦药业	002422 CH	17.4	247	0.77	0.9	1.06	30	21	19
<b>平均值</b>			<b>323</b>	<b>0.99</b>	<b>1.20</b>	<b>1.51</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>15</b>

注: 收盘日期为 2022 年 3 月 24 日

资料来源: Wind, 华泰研究

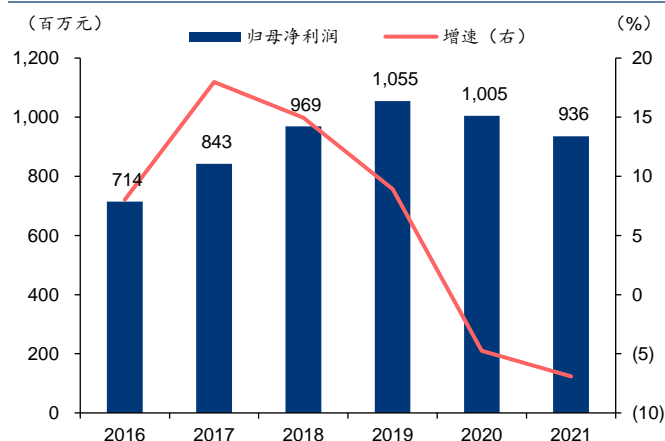
## 公司经营标概览

图表2: 公司营业收入



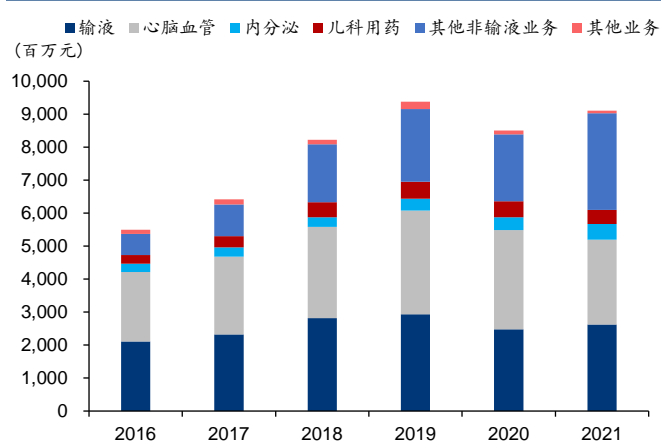
资料来源: 2016-2021 年年报、华泰研究

图表3: 公司归母净利润



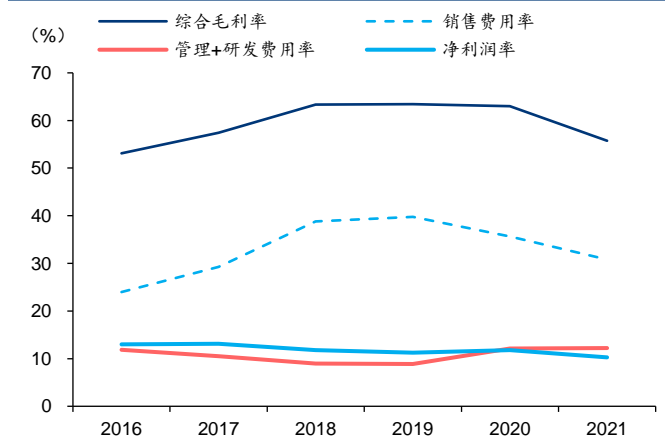
资料来源: 2016-2021 年年报、华泰研究

图表4: 分业务收入情况



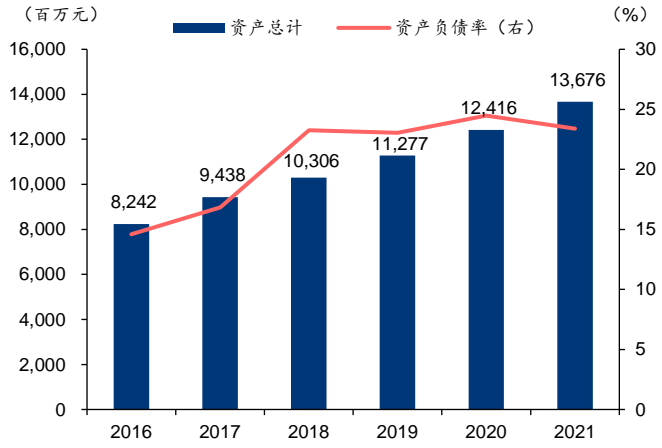
资料来源: 2016-2021 年年报、华泰研究

图表5: 公司销售毛利率、净利率和费用率



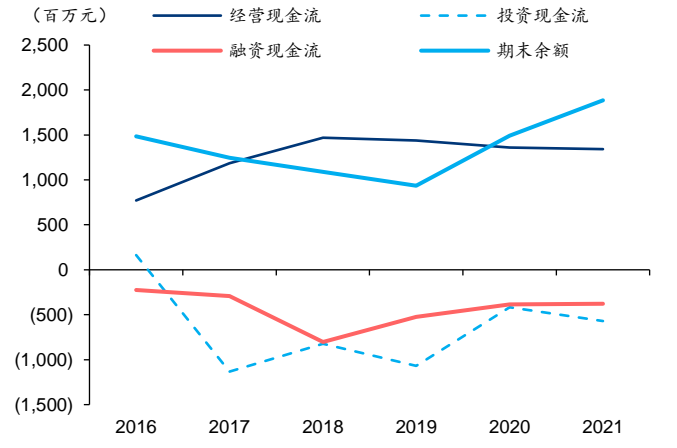
资料来源: 2016-2021 年年报、华泰研究

图表6: 公司资产负债率



资料来源: 2016-2021 年年报、华泰研究

图表7: 公司现金流量

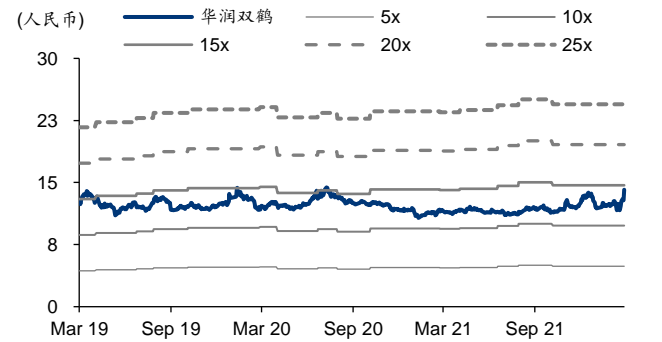


资料来源: 2016-2021 年年报、华泰研究

### 风险提示

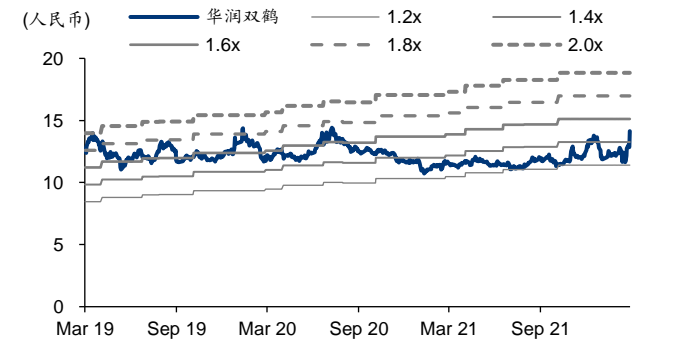
- 1) 大输液销售额受医院门诊病人数量下降影响, 考虑门诊恢复尚需时日, 或存在恢复不达预期的风险;
- 2) 集采品种及降价幅度超预期。因公司多项产品过评, 后续陆续进入集采面临降价。

图表8: 华润双鹤 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表9: 华润双鹤 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6,800	7,523	8,299	9,082	9,877
现金	2,410	2,834	3,288	3,772	4,296
应收账款	1,186	1,233	1,343	1,448	1,543
其他应收账款	35.54	21.08	22.96	24.76	26.39
预付账款	95.15	127.74	143.14	156.83	169.29
存货	1,289	1,665	1,861	2,039	2,201
其他流动资产	1,784	1,641	1,641	1,641	1,641
<b>非流动资产</b>	5,616	6,153	6,225	6,310	6,402
长期投资	350.59	283.68	283.68	283.68	283.68
固定投资	2,392	2,630	2,584	2,554	2,541
无形资产	1,094	1,193	1,281	1,361	1,432
其他非流动资产	1,779	2,047	2,076	2,111	2,146
<b>资产总计</b>	12,416	13,676	14,524	15,392	16,279
<b>流动负债</b>	2,670	2,731	3,013	3,267	3,500
短期借款	0.00	4.75	5.17	5.57	5.94
应付账款	848.05	833.18	933.66	1,023	1,104
其他流动负债	1,822	1,893	2,074	2,239	2,390
<b>非流动负债</b>	369.47	468.55	468.55	468.55	468.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	369.47	468.55	468.55	468.55	468.55
<b>负债合计</b>	3,040	3,199	3,482	3,736	3,968
少数股东权益	82.88	571.06	610.67	653.65	699.86
股本	1,043	1,043	1,043	1,043	1,043
资本公积	149.39	149.39	144.22	144.22	144.22
留存公积	8,102	8,718	9,245	9,815	10,423
归属母公司股东权益	9,294	9,905	10,432	11,003	11,611
<b>负债和股东权益</b>	12,416	13,676	14,524	15,392	16,279

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	1,360	1,341	1,436	1,542	1,655
净利润	1,013	972.13	1,057	1,147	1,233
折旧摊销	363.67	375.38	450.66	480.54	509.86
财务费用	(43.84)	(36.91)	(23.25)	(32.27)	(41.93)
投资损失	(2.79)	(27.12)	(27.12)	(27.12)	(27.12)
营运资金变动	(59.30)	910.68	(46.14)	(50.63)	(44.69)
其他经营现金	88.92	(853.24)	25.62	25.06	26.63
<b>投资活动现金</b>	(417.98)	(569.80)	(515.43)	(557.61)	(595.63)
资本支出	(348.09)	(491.67)	(535.43)	(577.60)	(615.63)
长期投资	(157.23)	(177.36)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	87.34	99.23	20.00	20.00	20.00
<b>筹资活动现金</b>	(386.18)	(378.62)	(466.72)	(500.32)	(536.07)
短期借款	(57.30)	4.75	747.32	506.23	201.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	(5.17)	0.00	0.00
其他筹资现金	(328.88)	(383.36)	(1,209)	(1,007)	(737.86)
现金净增加额	555.93	393.80	454.21	484.20	523.56

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	8,504	9,112	9,922	10,704	11,409
营业成本	3,145	4,030	4,516	4,948	5,341
营业税金及附加	114.41	115.75	126.05	135.98	144.93
营业费用	3,029	2,807	2,927	3,061	3,160
管理费用	742.98	703.96	1,191	1,295	1,403
财务费用	(43.84)	(36.91)	(23.25)	(32.27)	(41.93)
资产减值损失	(46.93)	(65.23)	71.03	76.63	81.68
公允价值变动收益	29.05	35.36	35.36	35.36	35.36
投资净收益	2.79	27.12	27.12	27.12	27.12
<b>营业利润</b>	1,229	1,137	1,235	1,340	1,440
营业外收入	2.88	4.23	4.45	4.67	4.90
营业外支出	17.12	19.99	20.99	22.04	23.15
<b>利润总额</b>	1,215	1,121	1,219	1,322	1,421
所得税	201.52	149.06	162.01	175.80	188.98
<b>净利润</b>	1,013	972.13	1,057	1,147	1,233
少数股东损益	8.33	36.45	39.61	42.98	46.21
归属母公司净利润	1,005	935.69	1,017	1,104	1,186
EBITDA	1,553	1,492	1,640	1,770	1,897
EPS (人民币, 基本)	0.96	0.90	0.97	1.06	1.14

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(9.35)	7.14	8.90	7.88	6.58
营业利润	(2.63)	(7.51)	8.64	8.47	7.47
归属母公司净利润	(4.74)	(6.91)	8.69	8.51	7.50
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	63.01	55.77	54.49	53.78	53.18
净利率	11.92	10.67	10.65	10.71	10.80
ROE	10.81	9.28	9.57	9.84	10.01
ROIC	18.46	16.41	18.02	19.29	20.44
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	24.48	23.39	23.97	24.27	24.38
净负债比率 (%)	(22.81)	(23.80)	(26.69)	(29.43)	(32.12)
流动比率	2.55	2.75	2.75	2.78	2.82
速动比率	2.02	2.06	2.06	2.08	2.12
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.72	0.70	0.70	0.72	0.72
应收账款周转率	7.16	7.53	7.70	7.67	7.63
应付账款周转率	4.11	4.79	5.11	5.06	5.02
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	0.90	0.97	1.06	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	1.29	1.38	1.48	1.59
每股净资产(最新摊薄)	8.91	9.49	10.00	10.55	11.13
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	14.68	15.77	14.51	13.37	12.43
PB (倍)	1.59	1.49	1.41	1.34	1.27
EV EBITDA (倍)	7.63	8.06	7.08	6.31	5.64

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、沈卢庆，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯、沈卢庆本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司