

证券研究报告
化工&医药
2022年04月27日



浙江医药（600216）2021年报点评： 维生素E景气向上，创新药将打开成长新空间

浙江医药(600216)

评级：买入(首次覆盖)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

周小刚(分析师)

S0350521090002

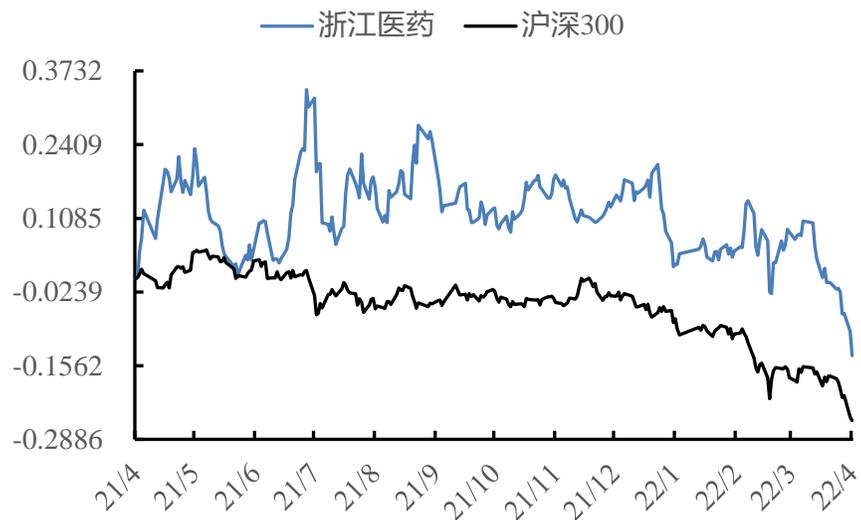
zhouxg@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
浙江医药	-20.4%	-16.0%	-13.8%
沪深300	-9.4%	-19.7%	-25.5%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9129	11431	13840	16377
增长率(%)	25	25	21	18
归母净利润(百万元)	1045	1342	1634	1953
增长率(%)	46	28	22	20
摊薄每股收益(元)	1.09	1.39	1.69	2.02
ROE(%)	12	13	14	14
P/E	15.67	8.99	7.38	6.18
P/B	1.88	1.19	1.03	0.88
P/S	1.81	1.06	0.87	0.74
EV/EBITDA	8.31	6.14	4.75	3.58

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

事件：2022年4月26日，浙江医药发布2021年年报：实现营收91.29亿元，同比上升24.60%；实现归母净利润10.45亿元，同比上升45.71%；加权平均净资产收益率为12.64%，同比增加3.38个百分点。销售毛利率40.85%，同比减少0.69个百分点；销售净利率9.69%，同比增加0.69个百分点。其中，2021年Q4实现营收23.17亿元，同比+22.14%，环比+5.62%；实现归母净利润2.95亿元，同比+204.24%，环比+21.28%。销售毛利率38.61%，同比减少1.35个百分点，环比增加0.30个百分点；销售净利率8.57%，同比增加4.93个百分点，环比减少1.32个百分点。同时，公司发布2022年一季报，2022年Q1实现营收21.84亿元，同比-8.99%，环比-5.75%；实现归母净利润2.61亿元，同比-2.37%，环比-11.59%。销售毛利率37.80%，同比减少3.20个百分点，环比减少0.81个百分点；销售净利率9.84%，同比减少0.46个百分点，环比增加1.26个百分点。

点评：

维生素产销提升，拉动业绩高速增长

2021年公司业绩实现高速增长，实现营收91.29亿元，同比上升24.60%；实现归母净利润10.45亿元，同比上升45.71%。公司业绩实现大幅提升，主要受益于国外企业生产受限，维生素市场供应缩减，公司主导产品维生素E产销和盈利能力大幅提升，其中维生素E系列全年销量达48770吨，同比+44.19%，毛利率达40.90%，同比增加2.24个百分点；维生素A全年销量达3967吨，同比+45.64%，毛利率达64.39%，同比增加2.67个百分点。分业务板块来看，公司生命营养品2021年实现营收47.37亿元，同比+44.23%，毛利率达44.64%，同比增加0.59个百分点；医药制造类实现营收20.79亿元，同比+2.04%，毛利率达71.64%，同比减少1.08个百分点；医药商业类实现营收22.49亿元，同比+14.50%，毛利率达5.54%，同比减少0.19个百分点。

期间费用方面，公司2021年销售/管理/财务费用率分别为12.37%/13.53%/1.02%，较去年同期变化分别为-3.56%/+0.93%/+0.06%，费用控制良好；同时，2021年公司经营活动产生现金流量净额达11.37亿元，同比下滑9.55%，主要由于购买商品、接受劳务支付的现金增长较多。

原材料价格上涨，2022年Q1业绩略承压

2022年Q1公司实现营收21.84亿元，同比-8.99%，环比-5.75%；实现归母净利润2.61亿元，同比-2.37%，环比-11.59%。公司业绩同比环比呈现一定下滑，主要由于2022年以来国外环境复杂多变，同时国内疫情影响，对公司产销带来一定影响。同时，2022年Q1，公司销售毛利率达37.80%，同比减少3.20个百分点，环比减少0.81个百分点，主要由于原材料价格上涨，对利润形成一定压缩。期间费用方面，公司2022年Q1销售/管理/财务费用率分别为10.68%/11.67%/0.86%，同比-2.20/-2.68/+0.06 pct，环比+2.50/-0.90/-0.92 pct，费用控制良好；同时，2022年Q1公司经营活动产生现金流量净额为-1.77亿元，同比下滑535.29%，主要由于原材料价格上涨所致；2022年Q1，公司存货达20.02亿元，较2021年末提升6.88%。

营养品产品系列丰富，维生素E景气向上

公司生命营养品主要包括合成维生素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、斑螫黄素、叶黄素等维生素和类维生素产品，产品线丰富。据百川资讯，公司目前拥有维生素A产能5000吨/年，维生素E产能20000吨/年，位居全球前列。2021年，由于国外同行业生产企业受新冠疫情等多种因素叠加影响，供应链受到冲击，产能受限，造成全球维生素供应紧张局面；同时，部分终端客户备货意向显现，带动需求提升。因此，2021年以来维生素E价格持续上涨，2021年维生素E市场均价达80.44元/千克，同比增长24.0%，公司作为维生素龙头企业，将充分受益于维生素E的高度景气。同时，公司积极推进其他营养品的建设工作，报告期内，β-胡萝卜素（食品级）已具备生产条件；新建年产400吨斑螫黄素项目已经基本完成设备安装；阿朴酯产品也已确定合成小试工艺路线，启动了项目安评环评申报及设计对接。随着新增产能的持续落地，以及维生素E的景气持续，公司生命营养品业务有望保持高速增长。

医药制造快速发展，创新药将打开成长新空间

公司医药制造业务稳步推进，报告期内公司产品注射用替考拉宁（0.2g）、注射用盐酸万古霉素（0.5g）通过仿制药质量和疗效一致性评价；磷酸西格列汀片（100mg、50mg）、左氧氟沙星片（0.5g、0.25g）、左氧氟沙星氯化钠注射液（0.75g、0.5g）获批《药品注册证书》，视为通过药品质量和疗效一致性评价；1.1类创新药苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液（250ml：0.5g）获批《药品注册证书》；苹果酸奈诺沙星胶囊（0.25g）完成开放性IV期临床，再注册获批。同时，公司创新药进展迅速，其中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期临床试验进展顺利。截至2022年3月31日，公司ARX788项目已累计投入研发费用5.55亿元人民币，若产品后期可成功上市，将打开公司新的成长空间。

来益医药不断开拓，医药商业稳步推进

公司医药商业主要以下属子公司来益医药为运营主体，以配送中标药为主，以零售为辅。报告期内，来益医药抓住医保品种双通道政策的落实机遇，从无到有，开拓了OTC连锁药店品种的销售；利用独家集采品种授权配送，实现公立终端全覆盖；深度挖掘，着力拓展产品供应商，寻找新的业务契合点，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。

研发投入大幅增加，核心竞争力持续增强

公司具备以市场为导向的技术创新体系，研发投入也是持续增加，2021年公司研发费用达8.07亿元，同比+47.75%。公司高度重视原创性研究和具有自主知识产权的技术创新，在原料药及关键中间体领域建立了绿色环保的连续制造实验室平台，在药品领域建立了有特色的产学研相结合的创新药物研究开发体系。截至报告期末，公司共有在研新药新产品项目42项，申报生产11项，仿制药质量与疗效一致性评价已申报及在研17项。公司未来主要研发方向包括抗感染药物、维生素类药物、糖尿病药物、抗肿瘤药物等，随着研发能力的不断提升，公司核心竞争力将持续增强。⁵

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为13.42、16.34、19.53亿元，EPS为1.39、1.69、2.02元/股，对应PE为9、7、6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新药研发风险、新产能建设进度不达预期、原材料价格波动、经济大幅下行、环保及安全经营风险。

图表：盈利预测

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9129	11431	13840	16377
增长率（%）	25	25	21	18
归母净利润（百万元）	1045	1342	1634	1953
增长率（%）	46	28	22	20
摊薄每股收益（元）	1.09	1.39	1.69	2.02
ROE（%）	12	13	14	14
P/E	15.67	8.99	7.38	6.18
P/B	1.88	1.19	1.03	0.88
P/S	1.81	1.06	0.87	0.74
EV/EBITDA	8.31	6.14	4.75	3.58

资料来源：wind，国海证券研究所

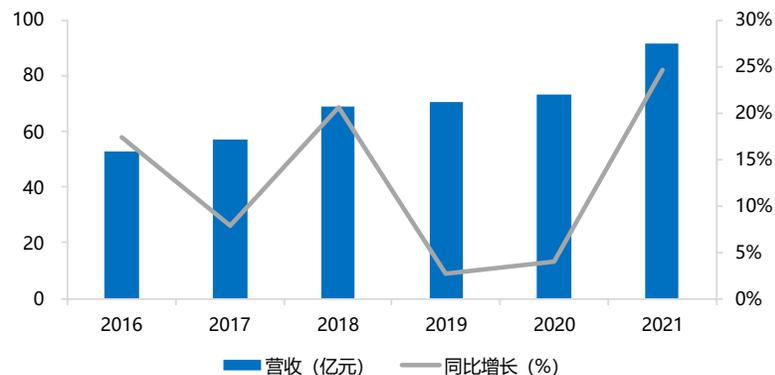
图表：分产品经营数据

主要产品		2022Q1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2019H2	2019H1	2021	2020	2019	2021H2同比	2021H2环比
生命营养品	营收 (亿元)		22.86	24.50	16.47	16.37	11.01	11.83	47.37	32.84	22.84	38.82%	-6.70%
	毛利润 (亿元)		14.49	11.73	7.60	6.87	3.75	3.91	26.22	14.47	7.66	90.70%	23.47%
	毛利率		63.37%	47.88%	46.13%	41.95%	34.04%	33.08%	55.36%	44.05%	33.54%	37.37%	32.34%
医药制造类	营收 (亿元)		10.24	10.55	10.68	9.69	12.17	12.84	20.79	20.37	25.01	-4.15%	-2.91%
	毛利润 (亿元)		7.20	7.69	7.98	6.83	9.72	9.89	14.89	14.81	19.61	-9.81%	-6.48%
	毛利率		70.28%	72.96%	74.70%	70.53%	79.90%	77.02%	71.64%	72.72%	78.42%	-5.91%	-3.67%
医药商品类	营收 (亿元)		11.58	10.91	10.55	9.09	11.34	11.00	22.49	19.64	22.34	9.75%	6.21%
	毛利润 (亿元)		0.71	0.54	0.94	0.48	0.55	0.58	1.25	1.42	1.13	-24.91%	31.06%
	毛利率		6.10%	4.95%	8.92%	5.31%	4.84%	5.25%	5.54%	7.25%	5.04%	-31.58%	23.40%
营业收入 (亿元)		21.84	45.11	46.18	37.99	35.28	34.58	35.86	91.29	73.27	70.44	18.74%	-2.32%
营业成本 (亿元)		13.59	27.76	26.24	21.68	21.15	20.27	21.46	54.00	42.83	41.73	28.06%	5.82%
销售毛利润 (亿元)		8.26	17.35	19.94	16.31	14.13	14.31	14.39	37.29	30.44	28.71	6.43%	-12.97%
销售毛利率		37.80%	38.47%	43.18%	42.92%	40.05%	41.39%	40.14%	40.85%	41.54%	40.76%	-10.37%	-10.91%
销售净利润 (亿元)		2.15	4.16	4.69	2.52	4.08	0.22	2.70	8.85	6.60	2.92	65.25%	-11.28%
销售净利率		9.84%	9.22%	10.15%	6.63%	11.56%	0.63%	7.53%	9.69%	9.00%	4.14%	39.17%	-9.17%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

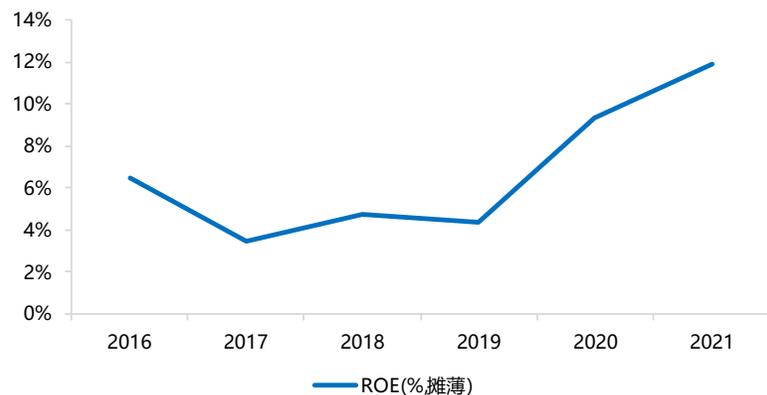
2021年归母净利大增45.71%

图表：2021年营收增长24.60%



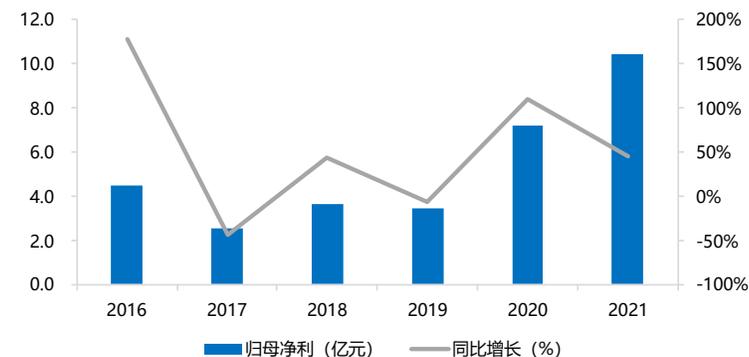
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净资产收益率回升



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年归母净利大增45.71%



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年资产负债率上升



资料来源：wind, 国海证券研究所

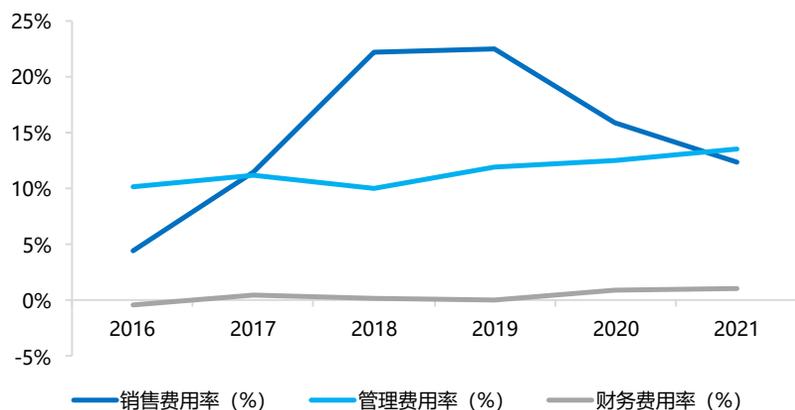
2021年资产周转率回升至79.27%

图表：2021年资产周转率回升至79.27%



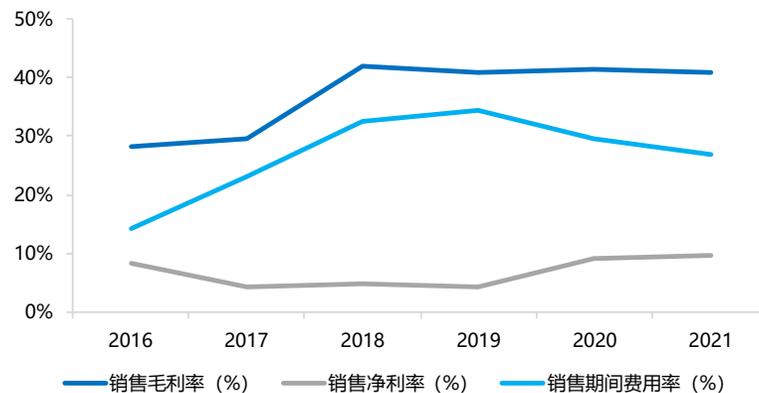
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年销售费用率下降



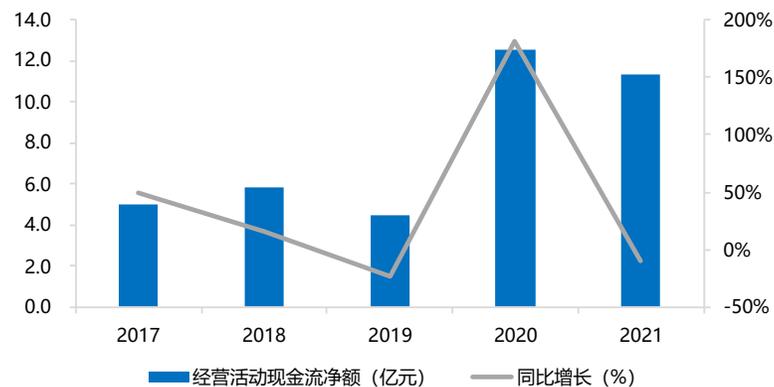
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年期间费用率下滑



资料来源：wind, 国海证券研究所

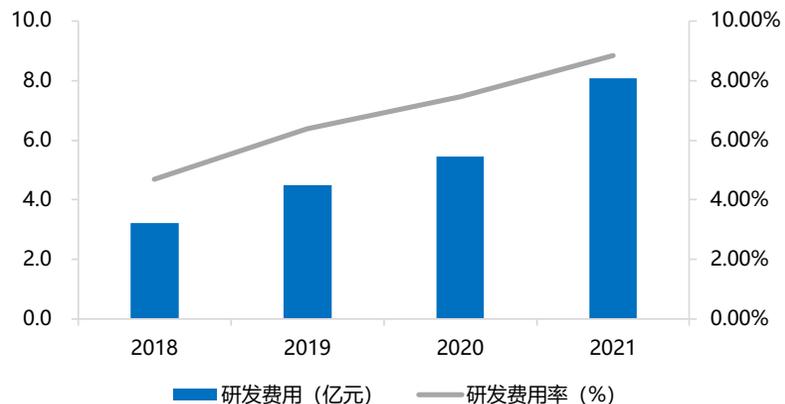
图表：2021年经营活动现金流略降



资料来源：wind, 国海证券研究所

2021年研发费用稳步提升

图表：2021年研发费用达8.07亿元



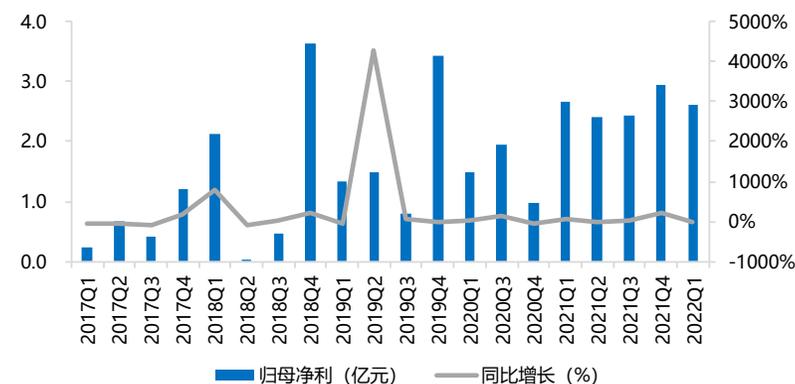
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4营收同增22.14%



资料来源：wind, 国海证券研究所

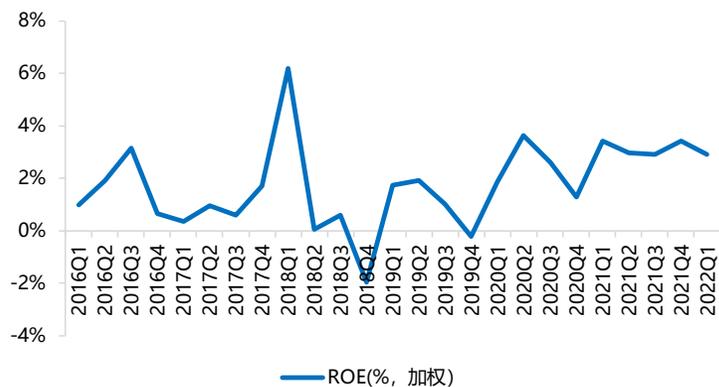
图表：2021Q4归母净利润同增204.24%



资料来源：wind, 国海证券研究所

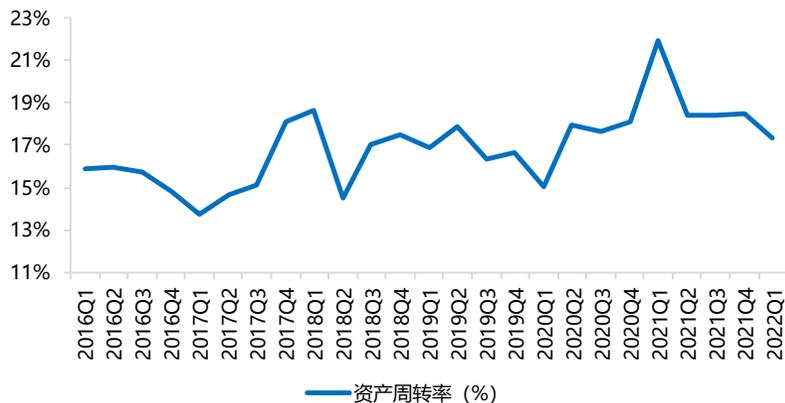
2021Q4净资产收益率提升

图表：季度净资产收益率



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



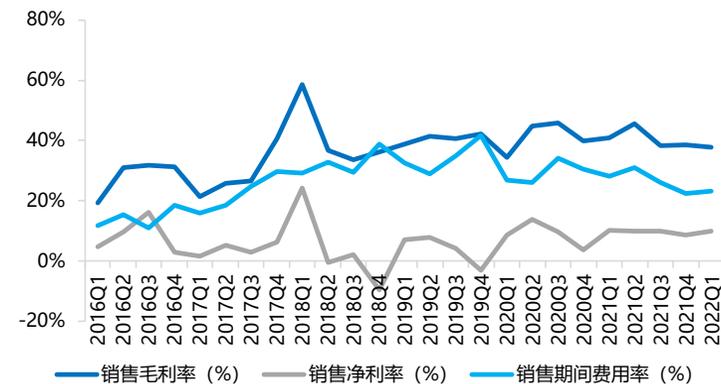
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

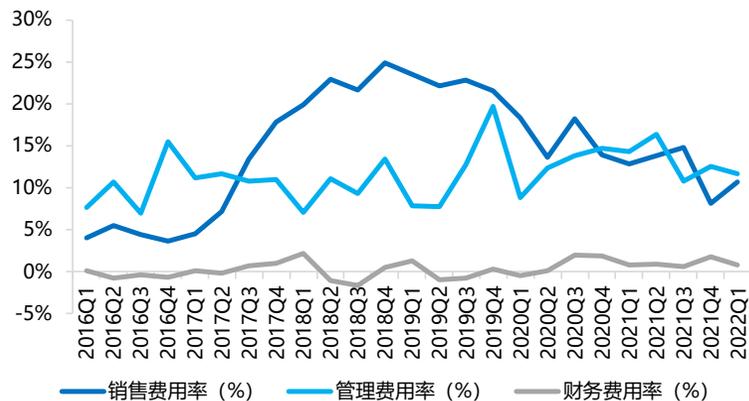
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

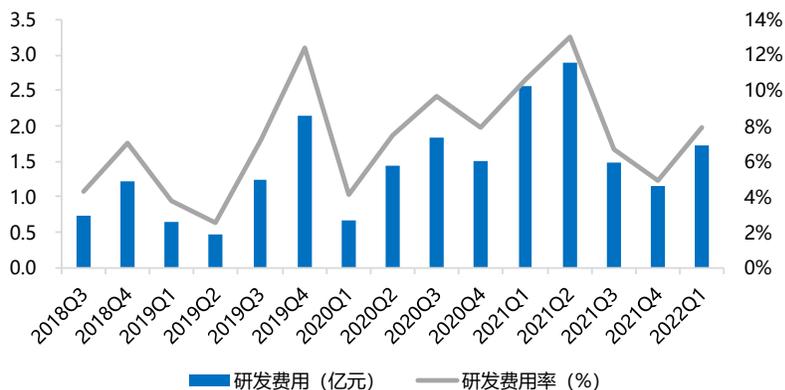
2021年Q4期间费用率下降

图表：季度期间费用率情况



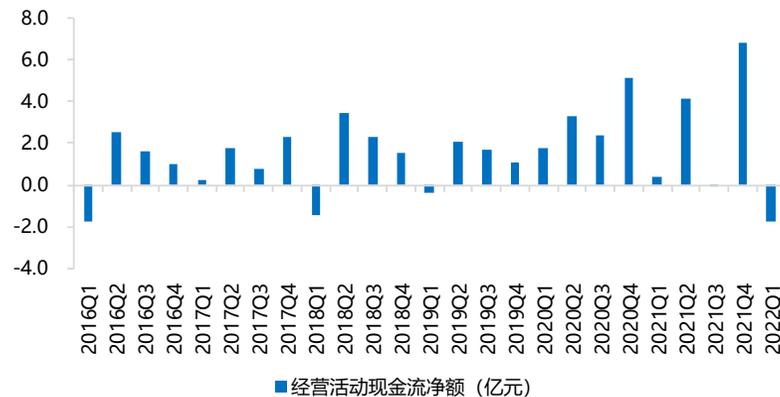
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind, 国海证券研究所

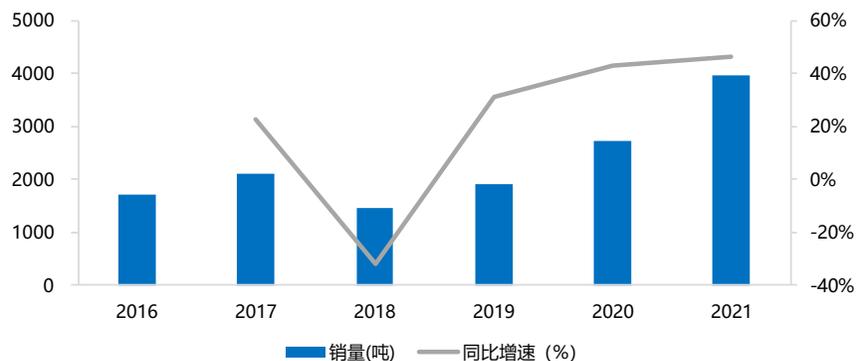
图表：季度经营活动现金流情况



资料来源：wind, 国海证券研究所

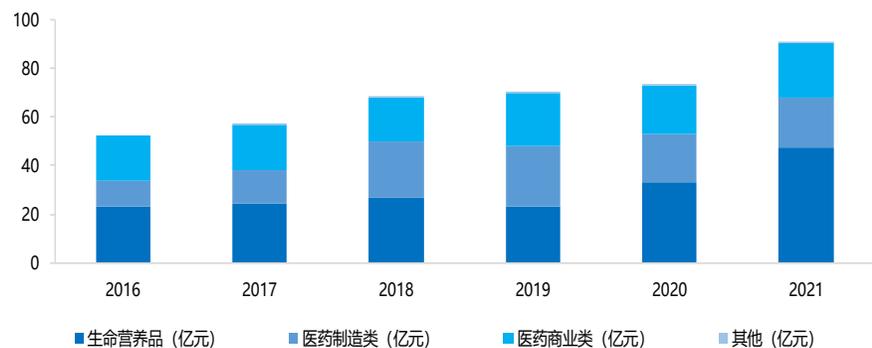
2021年维生素A系列单吨毛利大增

图表：2021年维生素A系列销量大增



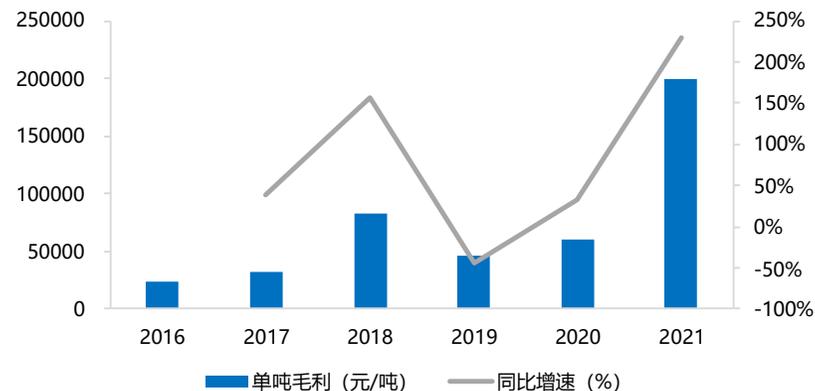
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



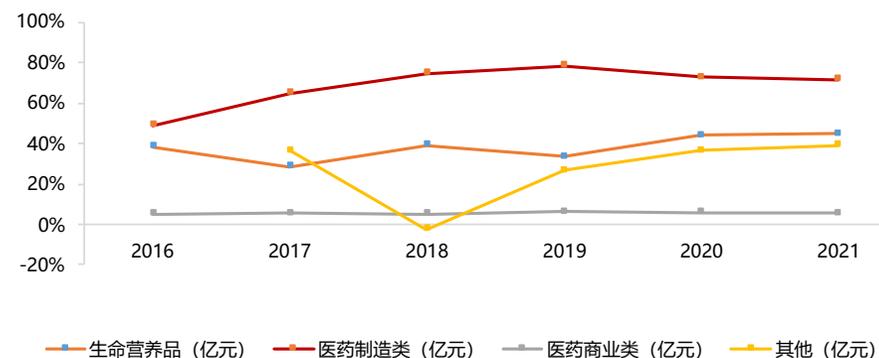
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年维生素A系列单吨毛利大涨



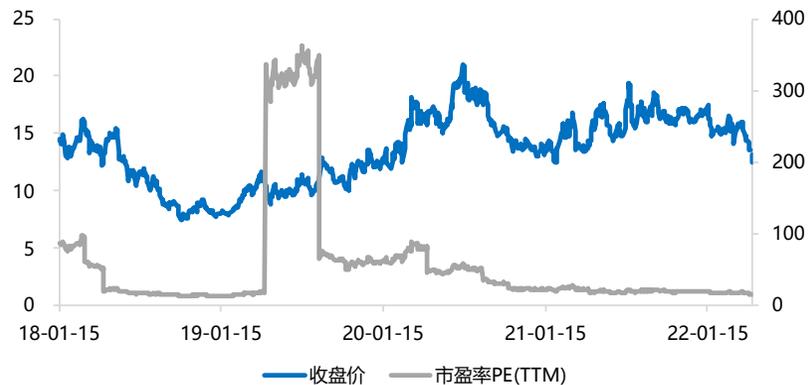
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



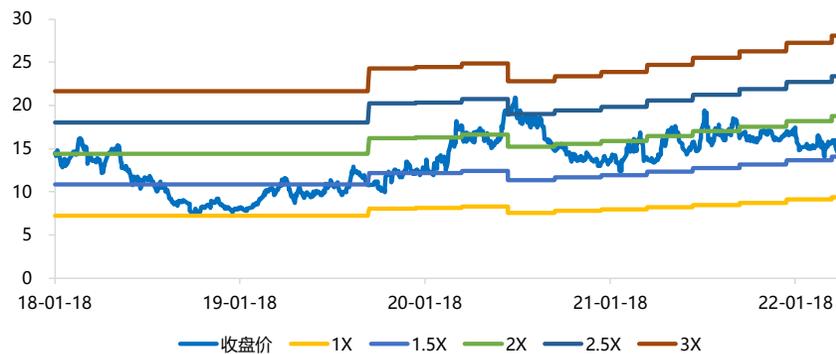
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



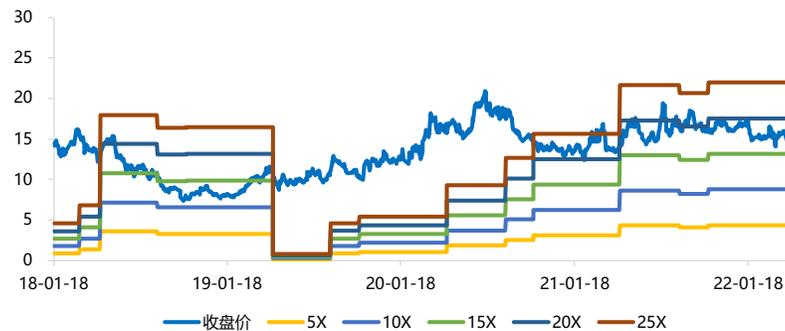
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

浙江医药盈利预测表

证券代码: 600216

股价: 12.50

投资评级: 买入

日期: 2022/4/26

浙江医药盈利预测表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2223	1183	2305	3705	营业收入	9129	11431	13840	16377	每股指标				
应收款项	1444	2819	3413	4038	营业成本	5400	6543	7893	9253	EPS	1.09	1.39	1.69	2.02
存货净额	1873	2241	2703	3169	营业税金及附加	75	91	111	131	BVPS	9.10	10.49	12.18	14.20
其他流动资产	495	600	690	782	销售费用	1129	1423	1744	2129	估值				
流动资产合计	6035	6843	9110	11694	管理费用	428	526	637	753	P/E	15.7	9.0	7.4	6.2
固定资产	4212	3814	3417	3019	财务费用	93	0	0	0	P/B	1.9	1.2	1.0	0.9
在建工程	1119	1169	1219	1269	其他费用/(-收入)	807	1257	1522	1801	P/S	1.3	1.1	0.9	0.7
无形资产及其他	1120	1119	1118	1117	营业利润	1179	1659	2016	2407					
长期股权投资	45	46	47	48	营业外净收支	-26	-14	-14	-14	盈利能力				
资产总计	12532	12992	14912	17148	利润总额	1154	1645	2002	2393	ROE	12%	13%	14%	14%
短期借款	176	176	176	176	所得税费用	269	329	400	479	毛利率	41%	43%	43%	44%
应付款项	1442	1344	1622	1901	净利润	885	1316	1602	1915	期间费率	18%	17%	17%	18%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	-161	-26	-32	-38	销售净利率	11%	12%	12%	12%
其他流动负债	1406	648	689	730	归属于母公司净利润	1045	1342	1634	1953	成长能力				
流动负债合计	3025	2169	2487	2808	经营活动现金流	1137	-985	1174	1449	收入增长率	25%	25%	21%	18%
长期借款及应付债券	250	250	250	250	净利润	1045	1342	1634	1953	利润增长率	46%	28%	22%	20%
其他长期负债	75	75	75	75	少数股东权益	-161	-26	-32	-38	营运能力				
长期负债合计	325	325	325	325	折旧摊销	588	400	400	400	总资产周转率	0.73	0.88	0.93	0.96
负债合计	3350	2494	2812	3133	公允价值变动	-52	0	0	0	应收账款周转率	6.32	4.06	4.06	4.06
股本	965	965	965	965	营运资金变动	-543	-2703	-828	-863	存货周转率	4.87	5.10	5.12	5.17
股东权益	9182	10498	12100	14015	投资活动现金流	-984	-55	-52	-50	偿债能力				
负债和股东权益总计	12532	12992	14912	17148	资本支出	-933	-65	-65	-65	资产负债率	27%	19%	19%	18%
					长期投资	-104	-1	-1	-1	流动比	2.00	3.15	3.66	4.16
					其他	53	11	14	16	速动比	1.36	2.06	2.51	2.97
					筹资活动现金流	70	0	0	0					
					债务融资	-120	0	0	0					
					权益融资	438	0	0	0					
					其它	-248	0	0	0					
					现金净增加额	143	-1040	1122	1400					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

医药小组介绍

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、7年医药研究工作经验。

分析师承诺

李永磊，周小刚，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)



国海研究上海
上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F
邮编：200010
电话：021-60338252

国海研究深圳
深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F
邮编：518041
电话：0755—83706353

国海研究北京
北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F
邮编：100044
电话：010-88576597