

公司研究

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

要点

事件：（1）浙江医药发布公告称米格列醇片、左氧氟沙星氯化钠注射液中标第五批全国药品集中采购。其中米格列醇片中标 3079.5 万片，首年约定采购量 60%，采购周期为 1 年；左氧氟沙星氯化钠注射液中标 742.1 万袋，首年约定采购量 70%，采购周期为 3 年。（2）公司发布两则公告称公司产品左氧氟沙星氯化钠注射液和苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液获得药品注册证书。（3）公司发布公告称公司产品注射用盐酸万古霉素通过仿制药一致性评价。

点评：

新注册产品中标集中采购，彰显一流市场认可度：公司 2020 年米格列醇片销售收入为 1.71 亿元，占营收 2.33%；乳酸左氧氟沙星制剂系列销售收入为 7.49 亿元，占营收 10.23%。两款产品分别于 2020 年 4 月和 2021 年 6 月通过一致性评价。新注册产品获得集中采购，彰显出公司优秀的研发实力和市场认可度。目前两款产品尚未签订采购合同，若后续合同签订顺利，将提升公司市场占有率和品牌影响力，增厚医药制造板块收入。

高壁垒新品持续推出，成长空间不断打开：奈诺沙星抗耐药性状优异。目前大陆境内仅有浙江医药获批苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液；万古霉素抑菌原理不同于青霉素类，目前注射用盐酸万古霉素国内批准生产企业仅有 3 家；左氧氟沙星氯化钠注射液目前则有 8 家国内生产企业获批。三款新品市场广阔且具备相当的技术壁垒，国内竞争格局良好。高壁垒新品的不断推出，丰富了公司的产品布局，将打开广阔的成长空间。

维生素价格维持高位，行业高景气推动业绩放量：由于疫情影响海外供给受限，供给有所减少，21 年原料和海运价格上行提高了生产成本，同时下游养殖行业需求回升，VA 和 VE 2021 年一季度价格上升较快，二季度进入震荡，全年有望维持在高位。2020 年公司 VA 和 VE 板块收入 29.64 亿元，占总营收的 40.45%，维生素行业高景气将促使公司销售量价齐升，公司 21 年业绩有望持续放量。

盈利预测、估值与评级：受新冠疫情影响，公司部分药品销量下滑，业绩爬坡仍需时间，因此我们下调公司 21-22 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 12.39（下调 41%）/16.13（下调 28%）/17.36 亿元，折合 EPS 1.28/1.67/1.80 元，公司高壁垒新品持续推出，成长空间不断打开，看好公司未来发展前景，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、新药审批风险、创新药研发风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,044	7,327	9,529	10,241	11,346
营业收入增长率	2.70%	4.02%	30.06%	7.47%	10.79%
净利润（百万元）	343	717	1,239	1,613	1,736
净利润增长率	-5.97%	109.29%	72.75%	30.15%	7.66%
EPS（元）	0.36	0.74	1.28	1.67	1.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.36%	9.35%	14.26%	16.28%	15.62%
P/E	43	21	12	9	8
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-25

买入（维持）

当前价：15.26 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyul@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

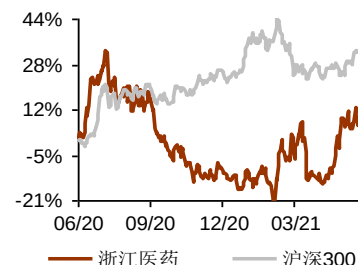
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.65
总市值(亿元):	147.28
一年最低/最高(元):	12.38/22.31
近 3 月换手率:	162.33%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.23	3.71	-48.15
绝对	-9.76	7.54	-20.64

资料来源：Wind

相关研报

业绩基本符合预期，持续关注公司医药业务进展——浙江医药（600216.SH）2020 年三季报点评（2020-10-23）
业绩符合预期，持续看好公司维生素业务，关注公司医药业务进展——浙江医药（600216.SH）2020 年半年报点评（2020-08-26）
ADC 即将临床 II 期，海外高端制剂出口有望迎来突破——浙江医药（600216.SH）医药业务研究（2020-06-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,044	7,327	9,529	10,241	11,346
营业成本	4,173	4,283	4,984	5,018	5,716
折旧和摊销	488	504	503	540	584
税金及附加	70	73	95	102	113
销售费用	1,587	1,167	1,929	2,004	2,108
管理费用	389	377	510	547	599
研发费用	450	546	589	684	768
财务费用	-3	70	52	68	75
投资收益	34	120	120	120	120
营业利润	409	883	1,556	2,038	2,197
利润总额	397	851	1,524	2,006	2,166
所得税	106	191	343	451	487
净利润	292	660	1,182	1,555	1,679
少数股东损益	-51	-58	-58	-58	-58
归属母公司净利润	343	717	1,239	1,613	1,736
EPS(元)	0.36	0.74	1.28	1.67	1.80

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	447	1,257	875	1,806	1,917
净利润	343	717	1,239	1,613	1,736
折旧摊销	488	504	503	540	584
净营运资金增加	244	-224	1,202	365	516
其他	-628	260	-2,070	-711	-920
投资活动产生现金流	-618	-238	-817	-880	-980
净资本支出	-571	-508	-900	-1,000	-1,100
长期投资变化	13	38	0	0	0
其他资产变化	-60	233	83	120	120
融资活动现金流	-63	-627	432	-508	-67
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	155	301	696	-46	525
无息负债变化	-9	59	171	33	201
净现金流	-214	349	490	418	869

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	40.8%	41.5%	47.7%	51.0%	49.6%
EBITDA 率	14.4%	21.5%	20.8%	24.4%	23.9%
EBIT 率	7.5%	14.6%	15.5%	19.1%	18.7%
税前净利润率	5.6%	11.6%	16.0%	19.6%	19.1%
归母净利润率	4.9%	9.8%	13.0%	15.8%	15.3%
ROA	2.8%	6.3%	9.6%	11.5%	10.9%
ROE (摊薄)	4.4%	9.3%	14.3%	16.3%	15.6%
经营性 ROIC	4.5%	9.9%	11.4%	14.0%	13.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	20%	24%	27%	25%	26%
流动比率	2.46	2.66	2.75	3.85	4.14
速动比率	1.76	1.89	2.04	2.92	3.18
归母权益/有息债务	12.09	8.07	5.28	6.19	5.23
有形资产/有息债务	15.15	10.49	7.14	8.04	6.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,362	10,500	12,327	13,471	15,353
货币资金	1,278	1,629	2,119	2,537	3,406
交易性金融资产	329	271	271	301	332
应收帐款	1,413	1,175	1,730	1,853	1,978
应收票据	192	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	94	141	156	167	196
存货	1,435	1,480	1,665	1,728	1,980
其他流动资产	250	382	493	528	583
流动资产合计	5,039	5,118	6,480	7,165	8,531
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	38	38	38	38
固定资产	3,992	3,875	3,858	3,915	4,032
在建工程	467	638	924	1,192	1,445
无形资产	407	410	451	492	531
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	37	47	115	115	115
非流动资产合计	5,323	5,382	5,847	6,307	6,822
总负债	2,110	2,470	3,338	3,324	4,050
短期借款	650	250	521	0	0
应付账款	757	674	887	865	967
应付票据	24	24	50	50	57
预收账款	52	0	0	0	0
其他流动负债	0	3	30	38	51
流动负债合计	2,051	1,924	2,355	1,863	2,059
长期借款	0	501	926	1,401	1,926
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	37	34	45	49	54
非流动负债合计	60	546	982	1,461	1,991
股东权益	8,252	8,030	8,990	10,147	11,303
股本	965	965	965	965	965
公积金	2,574	2,759	2,759	2,759	2,759
未分配利润	4,380	4,010	5,027	6,243	7,456
归属母公司权益	7,861	7,675	8,692	9,907	11,120
少数股东权益	391	355	298	240	182

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.53%	15.93%	20.24%	19.57%	18.58%
管理费用率	5.53%	5.14%	5.36%	5.34%	5.28%
财务费用率	-0.05%	0.96%	0.55%	0.66%	0.66%
研发费用率	6.39%	7.45%	6.18%	6.68%	6.77%
所得税率	27%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	0.23	0.41	0.54	0.59
每股经营现金流	0.46	1.30	0.91	1.87	1.99
每股净资产	8.14	7.95	9.01	10.27	11.52
每股销售收入	7.30	7.59	9.87	10.61	11.76

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	43	21	12	9	8
PB	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	15.8	10.1	8.4	6.4	5.9
股息率	6.6%	1.5%	2.7%	3.6%	3.8%

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的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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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所载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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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