

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年10月23日
市场数据

目前股价	11.53
总市值(亿元)	188.03
流通市值(亿元)	188.03
总股本(万股)	163,080
流通股本(万股)	163,080
12个月最高/最低	20.24/6.23

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣迦

S1070118090028

☎ 0755-83660814

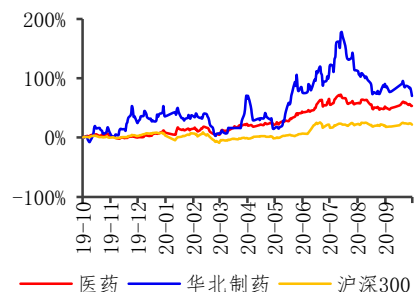
✉ xiexinru@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

☎ 0755-83516207

✉ tanjingjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<疫苗业务持续高增长，创新单抗纳入优先审评>> 2020-08-10

<<理顺利益加速发展，疫苗+新药双翼齐飞>> 2020-04-16

<<制剂占比持续提高，研发捷报连连不断>> 2016-08-22

管理水平持续改善，产能利用率有望持续提升

——华北制药（600812）公司三季报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9214	10881	12283	13924	15843
(+/-%)	19.5%	18.1%	12.9%	13.4%	13.8%
净利润(百万元)	151	153	276	393	492
(+/-%)	703.0%	1.9%	79.6%	42.6%	25.2%
摊薄 EPS	0.09	0.09	0.17	0.24	0.30
PE	125	123	68	48	38

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件：

公司发布 2020 年三季报：2020 年前三季度公司实现营业收入 86.38 亿元，同比增长 7.63%；归母净利润 1.28 亿元，同比增长 39.94%。

■ 要点 1：管理水平持续改善，期间费用率有所下滑

2020 年前三季度公司实现营业收入 86.38 亿元，同比增长 7.63%；归母净利润 1.28 亿元，同比增长 39.94%。受疫情影响，公司实现扣非后归母净利润 2129 万元，同比减少 64.86%。季度来看，Q3 实现营业收入 30.17 亿元，同比增长 12.00%；归母净利润 1866 万元，同比增长 54.13%。

公司营销改革已见成效，期间费用率有所下滑，从去年同期 38.98% 下滑 5.47% 至 33.51%，其中销售费用率下滑显著，下滑 5.31% 至 23.64%；管理费用率下滑 0.51% 至 4.05%；公司重视研发创新，研发费用率上升 0.14% 至 0.91%；财务费用率为 4.91%。公司内部管理水平持续改善带动公司盈利能力提升，2020 年前三季度净利率达 1.42%，较去年同期提高 0.32 个百分点。

■ 要点 2：疫苗批签发量创近几年来新高，单抗药物纳入优先审评

金坦生物作为华北制药的疫苗子公司，疫苗业务批签发量创近几年来新高，根据中检所数据显示，2020 年前三季度乙肝疫苗批签发量达 1419 万支，已超过 2019 年全年的批签发量，单季度 Q3 批签发量为 484 万支，同比增长了 77%。此次新冠疫情的爆发有助于提高公众预防意识，对疫苗的重视度进一步提高，伴随着消费升级和居民疫苗接种意识提升，乙肝疫苗有望保持高速增长。

公司在研产品有序推进，重磅产品重组人源狂犬病毒单抗注射液已完成 III 期临床试验且纳入优先审评；还启动了重组人源抗狂犬病毒单抗注射液儿童临床试验，组合制剂已确定临床试验方案；长效 EPO 正在开展报

批样品制备。随着后续产品陆续上市并实现商业化，将会增添新的业绩增长点。

■ 要点 3: 集采中标扩大市场份额，推进产能利用率进一步提升

8 月公司的两个产品——二甲双胍片、布洛芬缓释胶囊中选国家第三批集采，集采中标后，有利于扩大市场销售范围，提升市场份额，进而提高产能利用率。

9 月公司发布公告，其药品阿莫西林克拉维酸钾片（0.375g）通过一致性评价，成为国内首家通过一致性评价的药企（目前有 14 个生产批文）。本次获批有助于公司仿制药持续放量，继续扩大市场份额，也为后续仿制药品种放量打下基础。

另外，公司正在积极推进并购重组计划，10 月公司发布公告，重组事项已获得证监会审核有条件通过。此次并购将推动华药集团资产注入上市公司，产生协同效应和规模效应，实现上市公司的业务整合。

■ 投资建议:

公司疫苗业务表现靓丽，伴随着后续产品陆续上市并实现商业化，将会增添新的业绩增长点。我们预测华北制药 2020-2022 年营业收入分别为 122.83 亿元、139.24 亿元和 158.43 亿元，同比增速 12.9%、13.4%和 13.8%，归母净利润分别为 2.76 亿元、3.93 亿元和 4.92 亿元，同比增速为 79.6%、42.6%和 25.2%，EPS 分别为 0.17/0.24/0.30 元，对应 2020 年 10 月 23 日收盘价，对应市盈率分别为 68X、48X、38X，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示: 产业政策变动风险，研发进展不及预期，创新药市场推广风险，环保风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9214	10881	12283	13924	15843	成长性					
营业成本	5327	6288	6970	7796	8793	营业收入增长	19.5%	18.1%	12.9%	13.4%	13.8%
销售费用	2639	3199	3672	4216	4853	营业成本增长	1.2%	18.0%	10.9%	11.8%	12.8%
管理费用	493	483	524	571	623	营业利润增长	97.0%	17.7%	64.7%	47.7%	22.5%
研发费用	72	67	83	102	125	利润总额增长	233.1%	19.4%	65.3%	48.5%	22.6%
财务费用	432	521	515	544	560	净利润增长	703.0%	1.9%	79.6%	42.6%	25.2%
其他收益	136	49	75	87	70	盈利能力					
投资净收益	40	46	42	43	44	毛利率	42.2%	42.2%	43.3%	44.0%	44.5%
营业利润	205	241	397	587	719	销售净利率	1.6%	1.4%	2.2%	2.7%	3.0%
营业外收支	-6	-4	-5	-5	-5	ROE	2.6%	2.6%	4.6%	6.1%	7.2%
利润总额	198	237	392	582	714	ROIC	2.9%	3.0%	3.7%	4.5%	5.1%
所得税	53	89	125	202	238	营运效率					
少数股东损益	-5	-6	-9	-14	-17	销售费用/营业收入	28.6%	29.4%	29.9%	30.3%	30.6%
净利润	151	153	276	393	492	管理费用/营业收入	5.3%	4.4%	4.3%	4.1%	3.9%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
						财务费用/营业收入	4.7%	4.8%	4.2%	3.9%	3.5%
流动资产	7358	7787	8361	8755	9725	投资收益/营业利润	19.7%	19.3%	10.5%	7.3%	6.1%
货币资金	1250	1223	1105	1253	1426	所得税/利润总额	26.5%	37.6%	32.0%	34.8%	33.4%
应收票据及应收账款合计	1309	1619	1838	1940	2161	应收账款周转率	6.79	7.43	7.11	7.37	7.73
其他应收款	2420	2494	2733	2837	3031	存货周转率	2.80	3.01	3.15	3.35	3.50
存货	2074	2109	2316	2338	2687	流动资产周转率	1.30	1.44	1.52	1.63	1.71
非流动资产	10559	10754	10705	10650	10600	总资产周转率	0.53	0.60	0.65	0.72	0.80
固定资产	7839	7920	7822	7628	7379	偿债能力					
资产总计	17917	18541	19066	19404	20324	资产负债率	69.2%	69.7%	69.4%	68.1%	67.5%
流动负债	10708	10080	10843	11294	12238	流动比率	0.69	0.77	0.77	0.78	0.79
短期借款	4599	6280	6591	6864	7380	速动比率	0.46	0.53	0.52	0.53	0.54
应付款项	2508	2597	2824	2920	3235	每股指标 (元)					
非流动负债	1697	2837	2382	1928	1474	EPS	0.09	0.09	0.17	0.24	0.30
长期借款	1290	2144	1690	1235	782	每股净资产	3.34	3.41	3.55	3.77	4.04
负债合计	12405	12917	13225	13222	13712	每股经营现金流	0.39	-0.03	0.53	0.82	0.72
股东权益	5512	5624	5841	6183	6612	每股经营现金/EPS	4.21	-0.27	3.15	3.41	2.38
股本	1631	1631	1631	1631	1631	估值					
留存收益	323	428	608	866	1189	PE	124.82	122.54	68.22	47.83	38.21
少数股东权益	70	64	55	41	24	PEG	2.97	2.92	0.42	1.27	0.80
负债和权益总计	17917	18541	19066	19404	20324	PB	3.45	3.38	3.25	3.06	2.85
现金流量表						EV/EBITDA	25.14	22.49	22.22	18.66	16.75
						EV/SALES	2.79	2.49	2.21	1.93	1.68
经营活动现金流	774	733	869	1341	1173	EV/IC	1.90	1.81	1.79	1.75	1.68
其中营运资本减少	-469	-1247	-375	-68	-369	ROIC/WACC	0.48	0.49	0.60	0.72	0.82
投资活动现金流	-469	-561	-414	-431	-457	REP	3.98	3.69	2.96	2.42	2.06
其中资本支出	507	646	-119	-126	-122						
融资活动现金流	-207	-142	-1444	-849	-1121						
净现金总变化	99	34	-989	61	-405						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>