

## 业绩快速增长，内部改革增效显著

### 核心观点

- **业绩增长略超预期，主营产品快速增长。**8月24日，公司发布22年中报，上半年实现营业总收入10.81亿元，同比增长11.50%，归母净利润3.44亿元，同比增长41.16%，扣非归母净利润3.22亿元，同比增长41.18%。分季度来看，22年Q2单季度实现营业总收入5.47亿元（同比+12.99%），归母净利润1.72亿元（同比+44.86%），扣非归母净利润1.64亿元（同比+48.92%）。报告期内，公司主营产品人生长激素销售收入持续较快速增长，人生长激素注射液（水剂）同比实现大幅增长，是业绩变动的主要驱动因素。
- **各子公司改革创新见成效，效率显著提升。**报告期内，各子公司的内部机制改革初显成效，业绩得以正向增长。余良卿公司通过内部股权激励和销售模式调整，使净利润同比增长51.60%；中德美联集中资源发展核心业务，收缩非主营业务，扭亏为盈净利润同比大幅增长；安科恒益、苏豪逸明通过优化产品结构、调整营销策略和控制各项运营成本等方式，分别实现了净利润同比增长20.92%和同比增长152.51%。各子公司协同效应得到更充分发挥，夯实公司持续增长潜力。
- **主营产品不断优化，生物创新药研发积极推进。**一方面公司不断优化、升级现有主营产品：报告期内，与揽微医学达成独家合作，在人生长激素微针透皮递送技术研发及产业化方向迈出了创新的一步；新增年产2000万支的人生长激素生产线已于报告期内获得NMPA批准生产，满足了人生长激素的市场需求；人干扰素 $\alpha$ 2b喷雾剂的研发目前正在开展II期临床试验。另一方面，公司积极推进生物创新药研发，完善精准医疗的战略布局，加速推进已进入注册阶段的抗体药物产业化：公司与合肥阿法纳签署了《合作协议》，实现“新冠奥密克戎等突变株mRNA疫苗”的研发及产业化，布局mRNA药物技术平台；抗体药物产业化进程继续加速，注射用曲妥珠单抗已完成生产现场核查、临床试验现场核查、GMP符合性检查及中检院的样品注册检验等工作，申报生产相关审评审批工作有序推进；子公司1类创新药“ZG033注射液”完成首例受试者入组，HuA21注射液完成剂量爬坡。同时，公司继续布局双抗、ADC和辅助生殖领域，进一步丰富产品管线增强市场竞争力。

### 盈利预测与投资建议

- 公司业绩略超预期，我们维持预测公司22-24年EPS为0.45/0.57/0.73元，根据可比公司给予22年22倍PE估值，对应的目标价为9.9元，维持“增持”评级。

### 风险提示

- 生长激素放量不及预期，研发进展不及预期

### 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,701	2,169	2,688	3,336	4,157
同比增长(%)	-0.6%	27.5%	24.0%	24.1%	24.6%
营业利润(百万元)	424	297	856	1,097	1,397
同比增长(%)	156.8%	-29.9%	187.8%	28.1%	27.4%
归属母公司净利润(百万元)	359	207	731	937	1,196
同比增长(%)	188.4%	-42.4%	253.9%	28.2%	27.6%
每股收益(元)	0.22	0.13	0.45	0.57	0.73
毛利率(%)	78.8%	80.1%	81.3%	81.9%	82.6%
净利率(%)	21.1%	9.5%	27.2%	28.1%	28.8%
净资产收益率(%)	13.1%	7.4%	23.2%	24.4%	26.2%
市盈率	43.3	75.3	21.3	16.6	13.0
市净率	5.5	5.6	4.4	3.7	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

增持（维持）

股价（2022年08月25日）	9.49元
目标价格	9.9元
52周最高价/最低价	13.9/7.18元
总股本/流通A股（万股）	163,847/117,190
A股市值（百万元）	15,549
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022年08月26日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.5	-0.42	7.23	-22.93
相对表现	0.47	2.47	8.24	-0.65
沪深300	1.03	-2.89	-1.01	-22.28



### 证券分析师

刘恩阳 010-66218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001

### 相关报告

业绩增长略超预期，生长激素有望加速放量	2022-04-29
生长激素带动业绩增长，自主创新未来可期	2021-08-26
业绩符合预期，疫情影响逐步削弱	2020-09-10

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	248	323	632	788	1,270	营业收入	1,701	2,169	2,688	3,336	4,157
应收票据、账款及款项融资	476	544	1,077	1,352	1,631	营业成本	361	432	503	602	724
预付账款	11	16	26	32	37	营业税金及附加	16	19	24	30	37
存货	155	181	126	151	181	销售费用	680	812	941	1,168	1,455
其他	751	857	707	870	871	管理费用及研发费用	243	299	296	367	457
<b>流动资产合计</b>	<b>1,641</b>	<b>1,922</b>	<b>2,569</b>	<b>3,193</b>	<b>3,990</b>	财务费用	(12)	(7)	(5)	(7)	(10)
长期股权投资	133	125	140	133	133	资产、信用减值损失	35	363	100	113	126
固定资产	630	626	661	693	721	公允价值变动收益	1	19	0	0	0
在建工程	137	229	238	245	253	投资净收益	(2)	6	(3)	0	1
无形资产	119	126	189	220	249	其他	47	22	30	33	29
其他	844	642	482	496	506	<b>营业利润</b>	<b>424</b>	<b>297</b>	<b>856</b>	<b>1,097</b>	<b>1,397</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,864</b>	<b>1,747</b>	<b>1,711</b>	<b>1,787</b>	<b>1,861</b>	营业外收入	1	0	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>3,505</b>	<b>3,669</b>	<b>4,279</b>	<b>4,980</b>	<b>5,850</b>	营业外支出	9	3	5	6	4
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>416</b>	<b>295</b>	<b>852</b>	<b>1,092</b>	<b>1,393</b>
应付票据及应付账款	109	141	126	151	181	所得税	70	92	128	164	209
其他	363	486	397	434	463	<b>净利润</b>	<b>347</b>	<b>203</b>	<b>724</b>	<b>928</b>	<b>1,184</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>473</b>	<b>627</b>	<b>522</b>	<b>585</b>	<b>644</b>	少数股东损益	(12)	(3)	(7)	(9)	(12)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>359</b>	<b>207</b>	<b>731</b>	<b>937</b>	<b>1,196</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.22	0.13	0.45	0.57	0.73
其他	104	139	129	132	133						
<b>非流动负债合计</b>	<b>104</b>	<b>139</b>	<b>129</b>	<b>132</b>	<b>133</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>576</b>	<b>766</b>	<b>652</b>	<b>717</b>	<b>777</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	93	117	110	100	89	成长能力					
实收资本(或股本)	1,365	1,638	1,638	1,638	1,638	营业收入	-0.6%	27.5%	24.0%	24.1%	24.6%
资本公积	443	187	187	187	187	营业利润	156.8%	-29.9%	187.8%	28.1%	27.4%
留存收益	1,028	961	1,693	2,337	3,159	归属于母公司净利润	188.4%	-42.4%	253.9%	28.2%	27.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,929</b>	<b>2,904</b>	<b>3,628</b>	<b>4,263</b>	<b>5,073</b>	毛利率	78.8%	80.1%	81.3%	81.9%	82.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,505</b>	<b>3,669</b>	<b>4,279</b>	<b>4,980</b>	<b>5,850</b>	净利率	21.1%	9.5%	27.2%	28.1%	28.8%
						ROE	13.1%	7.4%	23.2%	24.4%	26.2%
						ROIC	12.1%	6.8%	22.1%	23.5%	25.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	347	203	724	928	1,184	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	68	85	43	49	55	流动比率	3.47	3.07	4.92	5.46	6.19
财务费用	(12)	(7)	(5)	(7)	(10)	速动比率	3.14	2.78	4.68	5.20	5.91
投资损失	2	(6)	3	(0)	(1)	营运能力					
营运资金变动	80	113	(701)	(284)	(250)	应收账款周转率	4.2	5.2	5.1	4.8	4.9
其它	(20)	204	50	(12)	(9)	存货周转率	2.6	2.6	3.3	4.4	4.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>465</b>	<b>592</b>	<b>114</b>	<b>675</b>	<b>969</b>	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
资本支出	(80)	(154)	(150)	(119)	(119)	每股指标(元)					
长期投资	31	10	(18)	7	0	每股收益	0.22	0.13	0.45	0.57	0.73
其他	(314)	(27)	362	(122)	(5)	每股经营现金流	0.34	0.36	0.07	0.41	0.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>(363)</b>	<b>(171)</b>	<b>194</b>	<b>(233)</b>	<b>(124)</b>	每股净资产	1.73	1.70	2.15	2.54	3.04
债权融资	(14)	(11)	(3)	(0)	0	估值比率					
股权融资	8	17	0	0	0	市盈率	43.3	75.3	21.3	16.6	13.0
其他	(120)	(283)	5	(285)	(365)	市净率	5.5	5.6	4.4	3.7	3.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(126)</b>	<b>(276)</b>	<b>2</b>	<b>(285)</b>	<b>(365)</b>	EV/EBITDA	29.7	37.9	15.9	12.5	9.9
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	34.5	49.1	16.7	13.1	10.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(25)</b>	<b>145</b>	<b>309</b>	<b>156</b>	<b>481</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)