

业绩增长略超预期，生长激素有望加速放量

核心观点

- **整体业绩快速增长，Q1 增长略超预期。**近日，公司发布 21 年报和 22 年一季报，21 年公司实现营业总收入 21.69 亿元，比去年同期增长 27.47%；利润总额为 2.95 亿元，比去年同期下降 29.08%；归属于母公司所有者的净利润为 20,662.95 万元，比去年同期下降 42.44%，利润下降主要受疫情与集采政策影响，公司对苏豪逸明、中德美联计提商誉减值准备约 3.23 亿元，从而减少公司 21 年度合并报表净利润约为 3.23 亿元。同时，对于减值部分，母公司利润表中需要相应计提长期股权投资减值准备 2.84 亿元，导致母公司净利润同比增速放缓。2022 年 Q1，公司营业收入 5.33 亿元，比上年同期增加 10.01%，归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，比上年同期上升 37.67%，Q1 业绩增长超预期。
- **业务驱动产品升级优化，产能有望持续扩张。**21 年公司主营产品生物制品销售收入继续保持快速增长，同比增长 44.65%，占公司产品收入的 59.72%，是公司净利润的主要贡献成分，此外化学药品、中成药等板块产品销售收入呈现稳定增长趋势。公司在主要单品人生长激素上新增获批两个适应症，成为目前国内生长激素获批适应症最多的企业。相关产能有望扩张，目前国家药品监督管理局已批准公司北区注射用人生长激素新增生产线的正式生产，将有效解决现有产能瓶颈问题，显著提升公司主营产品人生长激素产能供给。
- **创新引领，重点研发项目持续推进。**公司坚持研发，21 年研发费用达 1.67 亿元，研发进展不断，新增抗肿瘤药物领域的首款申报生产抗体产品，注射用重组人 HER2 单克隆抗体上市许可申请已获受理；重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液已经完成第 III 期临床入组工作，目前该产品已经进入报产准备阶段。公司还积极布局辅助生殖领域生物药品研发。未来公司将在生殖、生长发育、抗肿瘤药物领域不断布局新产品，不断深耕。计划在 2022 年内向国家有关部门申请临床试验生物药品：重组人促卵泡激素注射液、融合蛋白长效化生长激素产品、一款双特异性抗体注射液，上述产品的申报临床将进一步丰富公司生物制品的产品管线，不断增强公司的主业及未来市场竞争力。

盈利预测与投资建议

- 公司业绩高速增长，盈利能力有所提升，我们略有上调公司毛利率预测，预测公司 22-23 年 EPS 为 0.45/0.57 元（原预测为 0.44/0.52 元），预测 24 年 EPS 为 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	35.4	61.5	17.4	13.5	10.6
市净率	4.5	4.6	3.6	3.1	2.5

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

投资评级	增持 (维持)
股价 (2022 年 04 月 28 日)	8.11 元
目标价格	9.90 元
52 周最高价/最低价	19.27/7.34 元
总股本/流通 A 股 (万股)	163,847/117,190
A 股市值 (百万元)	13,288
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2022 年 04 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.8	-16.13	-22.77	-50.46
相对表现	-1.84	-9.63	-8.87	-20.21
沪深 300	-1.96	-6.5	-13.9	-30.25



证券分析师

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

联系人

易丹阳 yidanyang@orientsec.com.cn
裴晓鹏 peixiaopeng@orientsec.com.cn

相关报告

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

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2022/4/28	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
长春高新	000661	153.89	9.28	12.40	15.47	15.86	11.88	9.52
华大基因	300676	61.00	3.53	2.55	2.70	17.64	24.46	23.11
复星医药	600196	42.52	1.85	2.14	2.56	22.93	19.78	16.54
恒瑞医药	600276	28.45	0.71	0.72	0.82	39.51	39.00	34.02
甘李药业	603087	40.05	2.56	2.89	3.40	16.17	14.32	12.17
天坛生物	600161	19.14	0.55	0.62	0.73	34.58	30.74	26.10
	最大值					40.06	39.55	34.49
	最小值					15.64	12.41	9.95
	平均数					24.52	23.39	20.26
	调整后平均					22.86	22.10	19.28

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

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
流动资产合计	1,641	1,922	2,569	3,193	3,990	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	营业利润	424	297	856	1,097	1,397
非流动资产合计	1,864	1,747	1,711	1,787	1,861	营业外收入	1	0	1	1	1
资产总计	3,505	3,669	4,279	4,980	5,850	营业外支出	9	3	5	6	4
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	416	295	852	1,092	1,393
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	净利润	347	203	724	928	1,184
流动负债合计	473	627	522	585	644	少数股东损益	(12)	(3)	(7)	(9)	(12)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	359	207	731	937	1,196
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						
非流动负债合计	104	139	129	132	133	主要财务比率					
负债合计	576	766	652	717	777		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					
股东权益合计	2,929	2,904	3,628	4,263	5,073	毛利率	78.8%	80.1%	81.3%	81.9%	82.6%
负债和股东权益总计	3,505	3,669	4,279	4,980	5,850	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	16.4%	20.9%	15.2%	14.4%	13.3%
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
经营活动现金流	465	592	114	675	969	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
投资活动现金流	(363)	(171)	194	(233)	(124)	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	35.4	61.5	17.4	13.5	10.6
其他	(120)	(283)	5	(285)	(365)	市净率	4.5	4.6	3.6	3.1	2.5
筹资活动现金流	(126)	(276)	2	(285)	(365)	EV/EBITDA	23.7	30.3	12.7	10.0	7.9
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.6	39.2	13.4	10.5	8.2
现金净增加额	(25)	145	309	156	481						

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