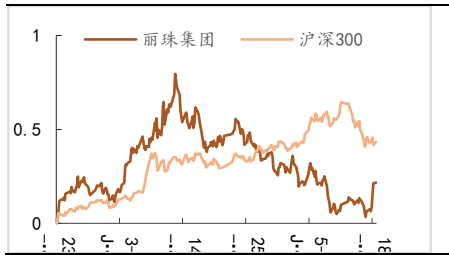


评级： 买入

核心观点

李志新
首席分析师
SAC 执业编号：S0110520090001
lizhixin@sczq.com.cn
电话：86-10-56511807

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	41.22
一年内最高/最低价（元）	62.20/33.24
市盈率（当前）	22.78
市净率（当前）	3.32
总股本（亿股）	9.39
总市值（亿元）	383.71

资料来源：聚源数据

相关研究

·
·
·

- **事件：**公司发布 2020 年年报，期内营收 105.2 亿元，同比增长 12.1%；实现归母净利润 17.1 亿元，同比增 31.6%。全年摊薄每股收益 1.83 元，每股派息 1.25 元，现金股利派息率 68.3%。
- **丰富的产品线组合奠定增长韧性，消化道与微球产品增速靓丽。**公司全年营收首破百亿规模，同比增长 12.1%，归母净利润达 17.1 亿元，同比增长 31.6%；公司在 2020 年非正常年份仍然取得较快增长业绩，显示出公司经营韧性十足，我们认为主要归功于公司丰富的产品线组合和持续多年主动产品结构调整。主力产品已经完成迭代，消化道产品和微球产品成为公司绝对主力产品，受医保控费影响明显的参芪扶正注射液和鼠神经生长因子营收占比下降到 6.6%左右；主力产品向创新药（艾普拉唑系列）和高壁垒复杂剂型微球产品（亮丙瑞林微球）迁移，艾普拉唑系列和亮丙瑞林微球和剂销售收入占化学制剂的 54.5%，占公司整体营收的 28%左右。艾普拉唑系列肠溶片和针剂都进入国家医保，全系列年销售 17.65 亿元，同比大增 81.2%，主要受益针剂去年降价 40%纳入国家医保销售带动。亮丙瑞林微球去年营收 11.76 亿元，同比增长 27%，是公司第二个销售突破 10 亿规模的单品。另外，其他产品精神类产品马来酸氟伏沙明片和盐酸哌罗匹隆片营收增速也较快，营收分别为 1.7 亿元和 1.1 亿元，同比增 33%和 101.8%。
- **聚焦微球管线和生物创新药研发，驶入创新驱动发展全新阶段。**微球长效制剂产品研发壁垒较高，竞争环境宽松。公司首个获批上市的醋酸亮丙瑞林微球持续高增长，显著高于同类非缓释微球制剂产品。目前公司在研注射用醋酸曲普瑞林微球（1 个月缓释）完成 III 期临床入组；注射用醋酸亮丙瑞林微球（3 个月缓释）开展 I 期临床试验，完成 III 期临床遗传备案；注射用阿立哌唑微球（1 个月缓释）、注射用醋酸奥曲肽微球（1 个月缓释）取得临床批件进入 I 期或 BE 试验；持续丰富微球产品管线和扩大产品竞争力。生物药研发管线涉及肿瘤、生殖、免疫疾病等领域的新型抗体、多特异性抗体、重组蛋白类药物，同时不断推进 ADC 技术平台和新型 CAR-T 技术等平台建设，自研或与其他创新药企、科研机构联合研发，多种方式开展创新研发活动。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测 2021-2023 年，公司营收分别为 116.9 亿元、133.4 亿元和 149.0 亿元，分别同比增 11.1%、14.1%和 11.7%；归母净利润分别为 20.2 亿元、23.5 亿元和 26.8 亿元，分别同比增 17.9%、16.4%和 13.9%。当前收盘价（41.22 元/股）对应 PE（2021E）19 倍。综合考虑公司经营稳健，财务状况优秀，扣除有息负债净现金市值占比高达 20%，当前估值合理偏低，给与“买入”评级。

-
- **风险提示：**医保控费政策严厉超预期，药品降价超预期，系统风险。

盈利预测

	2020年	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	105.2	116.9	133.4	149.0
营收增速(%)		11.1%	14.1%	11.7%
净利润(亿元)	17.1	20.2	23.5	26.8
净利润增速(%)		17.9%	16.4%	13.9%
EPS(元/股)	1.82	2.15	2.51	2.85
PE	22.7	19.1	16.4	14.4

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	14627.4	16025.1	17254.0	18952.5	经营活动现金流	2051.7	2070.0	2337.2	2679.3
现金	9953.7	10900.0	11454.4	12511.2	净利润	1714.9	2021.4	2353.3	2680.1
应收账款	1743.1	1911.3	2180.8	2435.4	折旧摊销	422.8	386.2	353.9	321.0
其它应收款	74.3	82.5	94.2	105.2	财务费用	-103.6	-170.1	-178.5	-213.7
预付账款	142.2	155.5	173.5	191.0	投资损失	-371.5	-200.0	-150.0	-150.0
存货	1487.8	1616.0	1803.4	1984.4	营运资金变动	-28.5	-326.5	-460.5	-434.8
其他	51.3	57.0	65.0	72.6	其它	1.1	2.4	3.7	3.6
非流动资产	5963.5	4952.2	4665.1	4410.7	投资活动现金流	-131.7	94.5	84.5	84.5
长期投资	245.1	245.1	245.1	245.1	资本支出	-105.0	-105.0	-65.0	-65.0
固定资产	3303.1	2685.7	2447.4	2235.5	长期投资	-336.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	590.9	399.2	364.3	332.8	其他	310.2	199.5	149.5	149.5
其他	335.4	335.4	335.4	335.4	筹资活动现金流	-1758.8	-281.1	-1867.3	-1707.0
资产总计	20590.8	20977.3	21919.1	23363.1	短期借款	1550.9	1453.7	800.0	500.0
流动负债	6082.9	6139.2	5704.5	5616.1	长期借款	368.9	-368.9	0.0	0.0
短期借款	1550.9	1453.7	800.0	500.0	其他	-870.4	-1536.0	-1392.1	-1620.7
应付账款	706.8	773.1	862.7	949.3	现金净增加额	161.2	1883.4	554.4	1056.7
其他	-2.2	-2.4	-2.6	-2.9					
非流动负债	867.8	507.5	507.5	507.5	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	360.3	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	364.2	364.2	364.2	364.2	营业收入	12.1%	11.1%	14.1%	11.7%
负债合计	6950.7	6646.7	6212.0	6123.6	营业利润	44.5%	13.1%	17.0%	14.0%
少数股东权益	1532.8	1881.6	2296.9	2769.9	归属母公司净利润	31.6%	17.9%	16.4%	13.9%
归属母公司股东权益	12107.2	12449.0	13410.2	14469.6	获利能力				
负债和股东权益	20590.8	20977.3	21919.1	23363.1	毛利率	65.1%	65.6%	66.4%	66.9%
					净利率	16.3%	17.3%	17.6%	18.0%
					ROE	14.2%	16.2%	17.5%	18.5%
					ROIC	12.8%	14.0%	15.8%	16.7%
					偿债能力				
					资产负债率	33.8%	31.7%	28.3%	26.2%
					净负债比率	9.3%	6.9%	3.6%	2.1%
					流动比率	2.40	2.61	3.02	3.37
					速动比率	2.16	2.35	2.71	3.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.56	0.61	0.64
					应收账款周转率	3.96	3.85	3.91	3.87
					应付账款周转率	2.54	2.36	2.38	2.37
					每股指标(元)				
					每股收益	1.82	2.15	2.51	2.85
					每股经营现金	2.17	2.21	2.49	2.85
					每股净资产	12.81	13.26	14.28	15.41
					估值比率				
					P/E	22.7	19.1	16.4	14.4
					P/B	3.22	3.11	2.89	2.67
利润表 (百万元)									
	2020	2021E	2022E	2023E					
营业收入	10520.4	11690.6	13338.9	14896.3					
营业成本	3673.7	4018.5	4484.3	4934.5					
营业税金及附加	123.6	137.4	156.7	175.0					
营业费用	3075.9	3390.3	3801.6	4245.4					
研发费用	884.1	935.2	1067.1	1191.7					
管理费用	664.3	701.4	800.3	893.8					
财务费用	-103.6	-170.1	-178.5	-213.7					
资产减值损失	-73.6	-50.0	-50.0	-50.0					
公允价值变动收益	8.8	0.0	0.0	0.0					
投资净收益	362.7	200.0	150.0	150.0					
营业利润	2500.4	2827.9	3307.3	3769.5					
营业外收入	8.2	10.0	10.0	10.0					
营业外支出	19.2	20.0	20.0	20.0					
利润总额	2489.4	2817.9	3297.3	3759.5					
所得税	358.1	439.8	528.8	606.4					
净利润	2131.3	2378.1	2768.6	3153.1					
少数股东损益	416.4	356.7	415.3	473.0					
归属母公司净利润	1714.9	2021.4	2353.3	2680.1					
EBITDA	2819.7	3044.0	3482.8	3876.9					
EPS (元)	1.82	2.15	2.51	2.85					

分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，6年证券卖方从业经历，9年医药行业研究经历，“慧眼”量化评选 2020 最佳分析师医药生物第二名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
		增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
		中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
		减持 相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现