

业绩增长超预期，需求持续成长可期



核心观点

- **业绩增长超预期，规模效应显现。**近日，公司公布 2020 年年报及 2021 年一季报，全年实现营业收入 1.87 亿元，同比增长 38.94%，归母净利润为 0.86 亿元，同比增长 39.22%，扣非净利润为 0.83 亿元，同比增长 51.73%。一季报方面，公司营收和扣非大幅增长，实现营收 0.70 亿元，同比增长 158.77%，归母净利润 0.36 亿元，同比增长 229.52%，扣非净利润为 0.35 亿元，同比增长 243.23%。21 年 Q1 毛利率达 85.01%，较去年同期提升 2.95 个百分点；净利率 51.48%，较去年同期提升 11.05 个百分点；销售费用率为 1.11%，同比下降 0.18 个百分点；管理费用率为 15.32%，同比下降 2.02 个百分点；研发费用率为 8.73%，总研发投入增长；财务费用率因汇兑损益影响提升较多。
- **国内外需求旺盛，促进产品放量。**20 年全年稳健发展，疫情影响消除后，21 年 Q1 国内外新客户和原有客户的药品、药械项目上市和放量，公司客户订单及发货量较去年疫情期间明显增加。尤其是 Q1 国际销售迅速推进，基本实现去年同期 2 倍增长，产品结构变化下，毛利率基本不受汇兑损益影响；国内稳健发展，以比较稳定的速度增长，在技术服务费方面收入增长较快，整体保持较高毛利率。受益于客户终端产品放量以及订单持续增加趋势，公司销售还将稳定增长。
- **订单放量将持续，公司迎来成长期。**公司共有 21 家客户的聚乙二醇修饰药物在国内申报临床试验，占国内全部已申报临床试验聚乙二醇修饰药物研发企业的约三分之二；在国际聚乙二醇衍生物医药应用领域，公司已作为主要新兴参与者深度参与国际主流市场竞争；公司支持波士顿科学、康德乐、美敦力等国际医疗器械领先企业已在境外上市的产品，并支持近 10 个境外医疗器械临床试验品种；在国际医药研发领域，公司的产品亦参与了数十家生物类似药与生物创新制药公司在聚乙二醇化多肽、蛋白、寡核苷酸等药物领域的研发。公司业绩将随下游产品的陆续上市和销售，持续增长，长期发展值得看好。

财务预测与投资建议

- 由于公司下游需求量大，订单增长略超预期，我们上调了盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年的每股收益分别为 1.82/2.40/3.15 元（原 21-22 年 EPS 预测为 1.36 元/1.76 元），根据可比公司，给予公司 21 年 90 倍估值，对应目标价为 163.80 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游订单量不及预期；产品研发不及预期；下游行业空间存在不确定性

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	134	187	246	344	453
同比增长(%)	32.6%	38.9%	31.7%	39.8%	31.8%
营业利润(百万元)	71	101	126	165	217
同比增长(%)	66.1%	42.8%	24.4%	31.5%	31.6%
归属母公司净利润(百万元)	62	86	109	144	189
同比增长(%)	69.7%	39.2%	27.7%	31.4%	31.6%
每股收益(元)	1.03	1.43	1.82	2.40	3.15
毛利率(%)	84.3%	86.0%	84.2%	84.0%	84.1%
净利率(%)	45.8%	45.9%	44.5%	41.8%	41.8%
净资产收益率(%)	31.6%	15.9%	12.0%	13.8%	15.7%
市盈率	156.8	112.6	88.2	67.1	51.0
市净率	43.8	11.3	10.0	8.7	7.4

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月14日)	161.97 元
目标价格	163.80 元
52周最高价/最低价	171.64/76.16 元
总股本/流通A股(万股)	6,000/1,425
A股市值(百万元)	9,718
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年05月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.02	60.14	74.31	
相对表现	11.06	63.39	83.15	
沪深300	-2.04	-3.25	-8.84	17.78



资料来源：WIND、东方证券研究所

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

田世豪
021-63325888*6111
tianshiahao@orientsec.com.cn

相关报告

- 股权激励顺利落地，长期发展确定性进一步增强 2021-01-26
- 磨“键”三十载，聚乙二醇修饰领域的掌上明珠 2020-11-10

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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声明。

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			
		2021/5/13	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
博瑞医药	688166	37.90	0.41	0.63	0.96	1.40	91.48	60.57	39.54	27.13
药石科技	300725	141.01	0.92	1.40	2.00	2.75	152.87	100.38	70.62	51.29
成都先导	688222	23.75	0.16	0.20	0.35	0.46	148.62	118.63	67.86	51.44
凯莱英	002821	351.21	2.98	4.07	5.40	7.11	118.01	86.24	65.04	49.41
贝达药业	300558	98.00	1.47	1.18	1.58	2.08	66.78	83.36	62.19	47.04
	最大值						152.87	118.63	70.62	51.44
	最小值						66.78	60.57	39.54	27.13
	平均数						115.55	89.84	61.05	45.26
	调整后平均						119.37	90.00	65.03	49.25

数据来源：wind，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	100	710	692	671	704	营业收入	134	187	246	344	453
应收票据、账款及款项融资	38	46	48	91	113	营业成本	21	26	39	55	72
预付账款	7	3	12	17	23	营业税金及附加	2	3	4	6	8
存货	17	23	27	42	56	营业费用	5	5	5	8	12
其他	3	3	2	4	6	管理费用及研发费用	41	51	79	113	149
流动资产合计	165	785	781	824	901	财务费用	(0)	0	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	4	1	6	5
固定资产	81	89	176	275	373	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	1	21	25	25	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	17	17	33	50	65	其他	8	3	1	3	4
其他	6	9	2	2	2	营业利润	71	101	126	165	217
非流动资产合计	104	116	232	351	465	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	268	901	1,013	1,175	1,367	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	2	1	1	1	1	利润总额	71	101	126	165	217
应付票据及应付账款	1	2	3	4	5	所得税	9	15	16	21	28
其他	42	39	42	60	61	净利润	62	86	109	144	189
流动负债合计	45	41	46	64	67	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	62	86	109	144	189
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.03	1.43	1.82	2.40	3.15
其他	3	3	0	0	0						
非流动负债合计	3	3	0	0	0						
负债合计	48	44	46	64	67						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	45	60	60	60	60						
资本公积	69	606	606	606	606						
留存收益	106	191	301	444	634						
其他	1	(1)	0	0	0						
股东权益合计	220	856	967	1,111	1,300						
负债和股东权益总计	268	901	1,013	1,175	1,367						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	62	86	109	144	189	成长能力					
折旧摊销	2	9	6	10	14	营业收入	32.6%	38.9%	31.7%	39.8%	31.8%
财务费用	(0)	0	(7)	(7)	(7)	营业利润	66.1%	42.8%	24.4%	31.5%	31.6%
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	归属于母公司净利润	69.7%	39.2%	27.7%	31.4%	31.6%
营运资金变动	(22)	(20)	(11)	(52)	(47)	获利能力					
其它	9	4	6	6	5	毛利率	84.3%	86.0%	84.2%	84.0%	84.1%
经营活动现金流	51	78	103	100	155	净利率	45.8%	45.9%	44.5%	41.8%	41.8%
资本支出	(11)	(15)	(129)	(129)	(129)	ROE	31.6%	15.9%	12.0%	13.8%	15.7%
长期投资	0	0	0	0	0	ROIC	31.5%	15.9%	11.3%	13.3%	15.2%
其他	12	(3)	0	0	0	偿债能力					
投资活动现金流	1	(18)	(128)	(128)	(128)	资产负债率	17.9%	4.9%	4.5%	5.5%	4.9%
债权融资	0	0	0	0	0	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股权融资	0	552	0	0	0	流动比率	3.68	19.00	17.07	12.82	13.50
其他	(13)	0	7	7	7	速动比率	3.24	18.29	16.33	12.01	12.44
筹资活动现金流	(13)	553	7	7	7	营运能力					
汇率变动影响	0	(2)	-0	-0	-0	应收账款周转率	3.6	4.2	4.9	4.6	4.2
现金净增加额	39	610	(18)	(21)	33	存货周转率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2
						总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	1.03	1.43	1.82	2.40	3.15
						每股经营现金流	1.13	1.30	1.72	1.67	2.58
						每股净资产	3.67	14.27	16.12	18.51	21.67
						估值比率					
						市盈率	156.8	112.6	88.2	67.1	51.0
						市净率	43.8	11.3	10.0	8.7	7.4
						EV/EBITDA	122.9	81.4	72.1	53.3	39.9
						EV/EBIT	127.1	88.4	75.5	56.5	42.6

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