

中报业绩超预期，盈利能力持续提升



核心观点

- **中报业绩超预期，盈利能力显著提升。**公司公布 2021 年中报，上半年实现营业收入 1.56 亿元，同比增长 137.48%，归母净利润为 0.81 亿元，同比增长 190.02%。单季度来看，Q1 公司营收和归母净利润大幅增长，实现营收 0.86 亿元，同比增长 122.56%，归母净利润 0.45 亿元，同比增长 164.47%，业绩高速增长持续，超出预期。21 年 Q2 毛利率达 84.43%，较去年同期提升 3.5 个百分点；净利率 52.02%，较去年同期提升 8.24 个百分点，盈利能力不断凸显。
- **订单需求旺盛，保障业绩增长。**公司 Q2 继续保持快速增长，我们预计海外订单贡献较大，一方面，随着原有客户的早期产品从 I 期临床进入 II、III 期临床，其对聚乙二醇的需求量继续提升，未来随着下游客户相关产品临床进度的进一步拓展乃至上市，预计其对公司聚乙二醇的需求量有望继续增加。另一方面，从新签客户上来看，目前公司已经成为全球为数不多的，具备高质量、高聚合、高纯度聚乙二醇生产厂家，新签客户和新签订单也进一步增加。国内方面，公司产品已经成为恒瑞、特宝、金赛以及豪森的供应商，目前相关产品也处于快速放量阶段，这也进一步促进公司业绩加速。
- **研发力度不断加大，长期成长值得期待。**上半年研发费用同比增加 839.62 万元，较去年同期增长 86.25%，公司拥有技术领先的核心聚乙二醇平台，并不断推广自有研发能力下的聚乙二醇化技术。目前公司已涉足肿瘤治疗、局部止痛、生物免疫抑制及医疗美容等领域，开发了数个在研产品，其中药物聚乙二醇伊立替康进入 I 期临床试验。随着研发投入加大，新的聚乙二醇修饰药物及聚乙二醇医疗器械类研发项目开始不断涌现，公司长期发展值得期待。

财务预测与投资建议

- 由于公司订单需求旺盛超预期，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 2.00/2.61/3.46 元（原 21-23 年 EPS 预测为 1.82/2.40/3.15 元），根据可比公司，给予公司 21 年 115 倍估值，对应目标价为 230 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

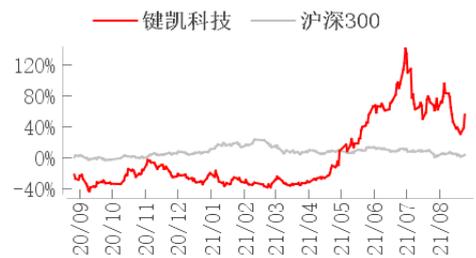
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	134	187	272	376	499
同比增长(%)	32.6%	38.9%	46.0%	38.2%	32.5%
营业利润(百万元)	71	101	138	180	239
同比增长(%)	66.1%	42.8%	36.7%	30.6%	32.3%
归属母公司净利润(百万元)	62	86	120	157	207
同比增长(%)	69.7%	39.2%	40.3%	30.5%	32.3%
每股收益(元)	1.03	1.43	2.00	2.61	3.46
毛利率(%)	84.3%	86.0%	84.4%	84.0%	84.1%
净利率(%)	45.8%	45.9%	44.1%	41.7%	41.6%
净资产收益率(%)	31.6%	15.9%	13.1%	14.8%	16.8%
市盈率	156.8	112.6	80.3	61.5	46.5
市净率	43.8	11.3	9.9	8.5	7.2

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08月24日)	212.48 元
目标价格	230.00 元
52周最高价/最低价	332.07/75.99 元
总股本/流通 A 股(万股)	6,000/1,425
A 股市值(百万元)	12,749
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年08月25日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	11.98	-9.16	10.11	
相对表现	12.05	-3.33	19.56	
沪深 300	-0.07	-5.83	-9.45	0.69



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

证券分析师 田世豪
021-63325888*6111
tianshishao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521080001

联系人 易丹阳
yidanyang@orientsec.com.cn

相关报告

业绩增长超预期，需求持续成长可期： 2021-05-16
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			
		2021/8/24	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
药石科技	300725	177.07	0.92	2.40	2.18	3.01	191.97	73.74	81.09	58.88
成都先导	688222	27.03	0.16	0.18	0.33	0.48	169.15	146.35	81.44	55.82
凯莱英	002821	364.11	2.98	4.05	5.46	7.24	122.34	89.92	66.65	50.27
华熙生物	688363	197.39	1.35	1.74	2.40	3.21	146.70	113.64	82.29	61.55
博腾股份	300363	90.95	0.60	0.84	1.15	1.52	152.55	108.08	79.23	59.91
爱美客	300896	588.05	2.03	3.71	5.55	7.60	289.32	158.64	105.87	77.43
	最大值						289.32	158.64	105.87	77.43
	最小值						122.34	73.74	66.65	50.27
	平均数						178.67	115.06	82.76	60.64
	调整后平均						165.09	114.50	81.01	59.04

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	696	683	730	营业收入	134	187	272	376	499
应收票据、账款及款项融资	38	46	54	100	124	营业成本	21	26	43	60	79
预付账款	7	3	14	19	25	营业税金及附加	2	3	5	7	9
存货	17	23	29	46	62	营业费用	5	5	6	8	13
其他	3	3	2	4	6	管理费用及研发费用	41	51	87	124	165
流动资产合计	165	785	794	851	947	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	2	7	6
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	138	180	239
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	1,026	1,202	1,412	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	138	180	238
应付票据及应付账款	1	2	3	4	6	所得税	9	15	18	23	31
其他	42	39	44	62	64	净利润	62	86	120	157	207
流动负债合计	45	41	48	67	70	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	120	157	207
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.03	1.43	2.00	2.61	3.46
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	48	67	70						
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	311	468	676						
其他	1	(1)	0	0	0						
股东权益合计	220	856	978	1,135	1,342						
负债和股东权益总计	268	901	1,026	1,202	1,412						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	62	86	120	157	207
折旧摊销	2	9	6	10	14
财务费用	(0)	0	(7)	(7)	(7)
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(22)	(20)	(19)	(57)	(52)
其它	9	4	7	7	6
经营活动现金流	51	78	107	109	168
资本支出	(11)	(15)	(129)	(129)	(129)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	12	(3)	0	0	0
投资活动现金流	1	(18)	(128)	(128)	(128)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	552	0	0	0
其他	(13)	0	7	7	7
筹资活动现金流	(13)	553	7	7	7
汇率变动影响	0	(2)	-0	-0	-0
现金净增加额	39	610	(14)	(12)	47

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	32.6%	38.9%	46.0%	38.2%	32.5%
营业利润	66.1%	42.8%	36.7%	30.6%	32.3%
归属于母公司净利润	69.7%	39.2%	40.3%	30.5%	32.3%
获利能力					
毛利率	84.3%	86.0%	84.4%	84.0%	84.1%
净利率	45.8%	45.9%	44.1%	41.7%	41.6%
ROE	31.6%	15.9%	13.1%	14.8%	16.8%
ROIC	31.5%	15.9%	12.4%	14.3%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	4.9%	4.7%	5.6%	5.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.68	19.00	16.59	12.64	13.48
速动比率	3.24	18.29	15.82	11.79	12.37
营运能力					
应收账款周转率	3.6	4.2	5.2	4.6	4.2
存货周转率	1.3	1.1	1.3	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	2.00	2.61	3.46
每股经营现金流	1.13	1.30	1.78	1.82	2.80
每股净资产	3.67	14.27	16.30	18.91	22.37
估值比率					
市盈率	156.8	112.6	80.3	61.5	46.5
市净率	43.8	11.3	9.9	8.5	7.2
EV/EBITDA	122.9	81.4	65.6	49.0	36.5
EV/EBIT	127.1	88.4	68.4	51.7	38.7

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