

生长激素带动业绩增长，自主创新未来可期



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月25日)	12.58元
目标价格	12.60元
52周最高价/最低价	19.27/10.97元
总股本/流通A股(万股)	163,847/115,909
A股市值(百万元)	20,612
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年08月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.78	-14.31	-16.52	-9.94
相对表现	-4.27	-12.41	-4.62	-10.73
沪深300	1.49	-1.9	-11.9	0.79



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

- **业绩增长符合预期，生长激素加速放量。**根据半年报，公司上半年实现营业收入 9.69 亿元，同比增长 36.13%，归母净利润为 2.44 亿元，同比增长 50.27%。单季度来看，2021 年 Q2 实现营收 4.84 亿元(同比+22.11%)，归母净利润 1.18 亿元(同比+46.23%)，整体表现符合预期。分业务板块来看，业绩高增长的驱动力主要来自生物制品板块，21H1 收入 5.88 亿元(同比+54.69%)，占比达 60.67%，其中生长激素营收的大幅增长是业绩放量的主要原因，化学药品、中成药、技术服务产品等板块产品销售收入呈现稳定增长趋势。
- **聚焦核心产品生长激素，布局日趋完善。**公司执行“聚焦主业，激发活力”的经营策略，继 2019 年生长激素水针获批后，不断完善生长激素的布局：1) 聚乙二醇化重组人生长激素注射液临床试验研究进入待报产阶段。2) 人生长激素注射液新增 2 种规格，共计 4 种规格批准上市。3) 新增申报的注射用人生长激素用于治疗特发性矮小适应症的上市许可申请，获得受理。4) 已获批增加特纳综合征适应症。未来随着规格的继续完善、适应症的进一步扩大和长效水针的落地，公司竞争力将得到明显提升。
- **坚持自主创新，重点研发项目持续推进。**公司在精准医疗方面的全产业链布局，包括基因检测、靶向抗肿瘤药物开发、细胞免疫治疗目前已取得阶段性成果。1) 申报的“注射用曲妥珠单抗”上市许可申请获得受理。2) 自体 CD7-CAR-T 细胞药物获批开展临床试验。3) VEGF 单抗正处于 III 期临床。公司紧跟国际生物新药研发步伐，未来不断通过自研及合作的方式继续开展生物创新药物研发工作，长期发展值得期待。

财务预测与投资建议

- 我们维持预测公司 21-23 年归母净利润为 5.74/7.14/8.59 亿元，由于 21 年公司股本变动，预测 21-23 年每股收益分别为 0.35/0.44/0.52 元，根据可比公司给予 21 年 36 倍 PE 估值，对应的目标价为 12.60 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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,713	1,701	2,612	3,217	3,919
同比增长(%)	17.2%	-0.6%	53.5%	23.2%	21.8%
营业利润(百万元)	165	424	670	835	1,005
同比增长(%)	-46.8%	156.8%	58.1%	24.5%	20.4%
归属母公司净利润(百万元)	124	359	574	714	859
同比增长(%)	-52.7%	188.4%	60.0%	24.3%	20.4%
每股收益(元)	0.08	0.22	0.35	0.44	0.52
毛利率(%)	78.0%	78.8%	78.3%	78.4%	78.1%
净利率(%)	7.3%	21.1%	22.0%	22.2%	21.9%
净资产收益率(%)	5.5%	13.1%	18.4%	19.7%	21.0%
市盈率	170.3	59.1	36.9	29.7	24.7
市净率	8.1	7.5	6.2	5.5	4.9

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。

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) / 收益(元)					市盈率				
		2021/8/25	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
长春高新	000661	277.09	7.53	10.21	13.20	16.57	36.81	27.13	20.99	16.73	
华大基因	300676	100.35	5.05	4.08	3.14	3.72	19.87	24.62	31.96	26.99	
复星医药	600196	70.26	1.43	1.77	2.13	2.53	49.16	39.70	32.91	27.77	
恒瑞医药	600276	47.41	0.99	1.11	1.29	1.57	47.93	42.73	36.85	30.29	
甘李药业	603087	82.67	2.19	2.53	2.86	3.29	37.72	32.68	28.91	25.13	
贝瑞基因	000710	24.59	0.59	0.29	0.46	0.61	41.39	84.79	53.46	40.31	
	最大值						49.16	84.79	53.46	40.31	
	最小值						19.87	24.62	20.99	16.73	
	平均数						38.81	41.94	34.18	27.87	
	调整后平均						40.96	35.56	32.66	27.54	

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	527	248	828	959	1,163	营业收入	1,713	1,701	2,612	3,217	3,919
应收票据、账款及款项融资	496	476	915	1,141	1,389	营业成本	376	361	567	693	857
预付账款	15	11	25	31	34	营业税金及附加	17	16	26	32	39
存货	124	155	142	173	214	营业费用	701	680	1,019	1,255	1,528
其他	311	751	159	197	229	管理费用及研发费用	231	243	340	418	509
流动资产合计	1,474	1,641	2,069	2,502	3,030	财务费用	(6)	(12)	(5)	(9)	(11)
长期股权投资	162	133	0	0	0	资产、信用减值损失	237	35	(1)	0	0
固定资产	487	630	652	670	682	公允价值变动收益	2	1	0	0	0
在建工程	231	137	146	154	161	投资净收益	(13)	(2)	(4)	(7)	(4)
无形资产	134	119	172	189	201	其他	22	47	8	13	13
其他	738	844	684	684	683	营业利润	165	424	670	835	1,005
非流动资产合计	1,752	1,864	1,655	1,696	1,728	营业外收入	1	1	0	1	1
资产总计	3,226	3,505	3,724	4,198	4,758	营业外支出	3	9	2	4	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	163	416	669	831	1,001
应付票据及应付账款	115	109	142	173	214	所得税	53	70	100	125	150
其他	299	363	93	104	114	净利润	110	347	569	707	851
流动负债合计	414	473	234	277	328	少数股东损益	(14)	(12)	(6)	(7)	(9)
长期借款	14	0	0	0	0	归属于母公司净利润	124	359	574	714	859
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.08	0.22	0.35	0.44	0.52
其他	98	104	0	0	0						
非流动负债合计	112	104	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	526	576	234	277	328		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	73	93	87	80	72	成长能力					
实收资本(或股本)	1,050	1,365	1,638	1,638	1,638	营业收入	17.2%	-0.6%	53.5%	23.2%	21.8%
资本公积	750	443	435	435	435	营业利润	-46.8%	156.8%	58.1%	24.5%	20.4%
留存收益	826	1,028	1,329	1,768	2,285	归属于母公司净利润	-52.7%	188.4%	60.0%	24.3%	20.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,700	2,929	3,490	3,921	4,430	毛利率	78.0%	78.8%	78.3%	78.4%	78.1%
负债和股东权益总计	3,226	3,505	3,724	4,198	4,758	净利率	7.3%	21.1%	22.0%	22.2%	21.9%
						ROE	5.5%	13.1%	18.4%	19.7%	21.0%
						ROIC	4.4%	12.1%	17.6%	18.9%	20.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	16.3%	16.4%	6.3%	6.6%	6.9%
净利润	110	347	569	707	851	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	60	68	66	77	87	流动比率	3.56	3.47	8.83	9.03	9.23
财务费用	(6)	(12)	(5)	(9)	(11)	速动比率	3.26	3.14	8.22	8.41	8.57
投资损失	13	2	4	7	4	营运能力					
营运资金变动	(126)	80	(724)	(259)	(272)	应收账款周转率	4.7	4.2	5.2	4.7	4.7
其它	243	(20)	(26)	0	(0)	存货周转率	3.4	2.6	3.8	4.4	4.4
经营活动现金流	296	465	(116)	523	659	总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9
资本支出	(131)	(80)	(150)	(119)	(119)	每股指标(元)					
长期投资	39	31	132	0	0	每股收益	0.08	0.22	0.35	0.44	0.52
其他	(572)	(314)	730	(7)	(4)	每股经营现金流	0.28	0.34	-0.07	0.32	0.40
投资活动现金流	(664)	(363)	712	(125)	(123)	每股净资产	1.60	1.73	2.08	2.34	2.66
债权融资	(13)	(14)	(14)	(0)	0	估值比率					
股权融资	739	8	265	0	0	市盈率	170.3	59.1	36.9	29.7	24.7
其他	(298)	(120)	(268)	(266)	(332)	市净率	8.1	7.5	6.2	5.5	4.9
筹资活动现金流	429	(126)	(16)	(266)	(332)	EV/EBITDA	91.9	42.1	27.6	22.4	18.7
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	126.8	49.0	30.3	24.5	20.3
现金净增加额	60	(25)	580	131	204						

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