

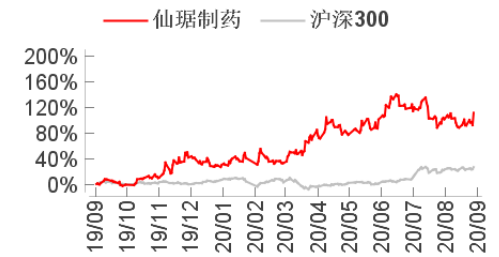
中报略超预期，下半年业绩逐季加速



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月28日)	15.87元
目标价格	17.98元
52周最高价/最低价	18.01/7.39元
总股本/流通A股(万股)	91,621/90,519
A股市值(百万元)	14,540
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2020年08月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.28	8.55	12.31	107.18
相对表现	7.62	2.51	-13.30	79.79
沪深300	2.66	6.04	25.61	27.39



资料来源: WIND、东方证券研究所

- **中报业绩略超市场预期。**公司上半年实现营收 17.71 亿元,同比减少 4.78%,净利润为 2.05 亿元,同比增长 18.2%,扣非净利润为 1.97 亿,同比增长 20.77%,略超我们及市场的预期。分季度看, Q2 单季实现收入 10.26 亿元,同比增长 0.21% (Q1 下滑 10.89%),净利润为 1.38 亿元,同比增长 19.25% (Q1 增长 16.11%),环比已经开始改善。分业务看,其中制剂业务收入 8.85 亿元,其中制剂自营产品销售收入 8.2 亿元,同比下降 8%,从实际情况看,虽然受二季度公司制剂业务还未完全恢复到正常水平,但影响正在逐渐消退(其中一季度受疫情影响同比下降约 15%,二季度逐步恢复);原料药及中间体销售收入 8.8 亿元,基本与去年持平。自有原料药 5.2 亿元,同比增长约 4.4%,主要是海外出口制剂增加所致,预计自有原料药产品的毛利率将进一步提高
- **下半年业绩预计逐季加速。**上半年一方面受疫情的影响,制剂业务二季度仍在恢复中,从目前情况上看,逐月的恢复情况均十分良好,预计下半年有望回到正常水平;原料药方面,由于去年 VD3 高基数,今年 VD3 约减少收入 5000 万元,这也对公司上半年业绩早成一定的拖累,如剔除 VD3 的影响,预计上半年公司利润端增速约 30-40%,而下半年 VD3 高基数的影响将逐渐消除,可以预见的是下半年公司业绩有望继续加速。
- **仍然处于发展的上升期,看好公司未来几年的发展前景。**一方面公司高利润的制剂产品已经具备了一定的体量,且处于快速发展期,麻醉、呼吸、皮肤产品未来几年仍有望维持高速增长;另一方面,从政策趋势上看,原料药在制药行业中的产业地位将越来越高,目前公司在甾体原料领域的行业龙头地位已经毋庸置疑,甚至处于国际领先水平,竞争优势明显,拐点确立,未来几年是公司快速发展的新阶段,看好公司的长期发展。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 20-22 年 EPS 分别 0.58/0.70/0.83 元,根据可比公司,给予公司 2020 年 31x 估值,对应目标价为 17.98 元,维持买入评级。

风险提示

- 公司原料药/制剂销售不达预期;如果疫情出现反复,可能会对公司造成其他的不确定的影响

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,622	3,709	4,213	4,813	5,604
同比增长(%)	27.0%	2.4%	13.6%	14.2%	16.4%
营业利润(百万元)	431	543	636	771	925
同比增长(%)	44.9%	26.0%	17.0%	21.3%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	301	410	528	641	762
同比增长(%)	45.8%	36.2%	28.6%	21.6%	18.8%
每股收益(元)	0.33	0.45	0.58	0.70	0.83
毛利率(%)	59.1%	60.5%	61.6%	62.9%	64.0%
净利率(%)	8.3%	11.1%	12.5%	13.3%	13.6%
净资产收益率(%)	12.1%	14.7%	16.5%	16.9%	17.0%
市盈率	42.1	30.9	24.1	19.8	16.7
市净率	4.8	4.3	3.7	3.1	2.6

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,

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

tianshihao@orientsec.com.cn

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。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	892	1,028	1,184	1,612	2,144	营业收入	3,622	3,709	4,213	4,813	5,604
应收票据及应收账款	1,032	717	1,187	1,219	1,360	营业成本	1,482	1,463	1,618	1,783	2,015
预付账款	30	34	41	44	52	营业税金及附加	34	35	38	43	50
存货	661	672	713	800	906	营业费用	1,195	1,127	1,281	1,492	1,793
其他	105	406	364	367	376	管理费用及研发费用	401	489	555	634	738
流动资产合计	2,721	2,857	3,489	4,042	4,838	财务费用	73	64	104	101	94
长期股权投资	167	168	168	168	168	资产减值损失	34	39	(11)	0	0
固定资产	1,125	1,450	1,368	1,273	1,178	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	460	418	541	659	764	投资净收益	10	15	0	0	0
无形资产	213	197	190	182	175	其他	17	37	7	12	12
其他	756	734	704	731	757	营业利润	431	543	636	771	925
非流动资产合计	2,722	2,968	2,971	3,014	3,043	营业外收入	9	3	3	3	3
资产总计	5,443	5,824	6,460	7,056	7,881	营业外支出	9	19	10	10	20
短期借款	696	535	609	535	535	利润总额	430	527	629	764	908
应付票据及应付账款	400	362	450	473	531	所得税	85	85	101	123	146
其他	510	850	854	860	865	净利润	345	442	528	641	762
流动负债合计	1,606	1,747	1,913	1,868	1,931	少数股东损益	44	32	0	0	0
长期借款	1,071	960	960	960	960	归属于母公司净利润	301	410	528	641	762
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.33	0.45	0.58	0.70	0.83
其他	56	58	0	0	0						
非流动负债合计	1,127	1,019	960	960	960	主要财务比率					
负债合计	2,733	2,766	2,874	2,828	2,891		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	79	117	117	117	117	成长能力					
股本	916	916	916	916	916	营业收入	27.0%	2.4%	13.6%	14.2%	16.4%
资本公积	892	852	852	852	852	营业利润	44.9%	26.0%	17.0%	21.3%	19.9%
留存收益	822	1,173	1,701	2,342	3,104	归属于母公司净利润	45.8%	36.2%	28.6%	21.6%	18.8%
其他	1	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,710	3,059	3,586	4,228	4,990	毛利率	59.1%	60.5%	61.6%	62.9%	64.0%
负债和股东权益总计	5,443	5,824	6,460	7,056	7,881	净利率	8.3%	11.1%	12.5%	13.3%	13.6%
						ROE	12.1%	14.7%	16.5%	16.9%	17.0%
						ROIC	9.2%	11.0%	12.1%	12.8%	13.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	50.2%	47.5%	44.5%	40.1%	36.7%
净利润	345	442	528	641	762	净负债率	32.4%	24.3%	18.5%	3.8%	0.0%
折旧摊销	75	123	126	115	113	流动比率	1.69	1.63	1.82	2.16	2.50
财务费用	73	64	104	101	94	速动比率	1.27	1.25	1.45	1.74	2.04
投资损失	(10)	(15)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	102	321	(384)	(97)	(200)	应收账款周转率	5.4	5.2	5.4	5.4	5.5
其它	(391)	(417)	(24)	0	0	存货周转率	2.4	2.2	2.3	2.4	2.4
经营活动现金流	193	520	350	760	768	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
资本支出	(305)	(324)	(164)	(158)	(142)	每股指标(元)					
长期投资	(29)	13	0	0	0	每股收益	0.33	0.45	0.58	0.70	0.83
其他	407	100	0	0	0	每股经营现金流	0.21	0.57	0.38	0.83	0.84
投资活动现金流	73	(211)	(164)	(158)	(142)	每股净资产	2.87	3.21	3.79	4.49	5.32
债权融资	(39)	161	0	0	0	估值比率					
股权融资	32	(41)	0	0	0	市盈率	42.1	30.9	24.1	19.8	16.7
其他	(286)	(287)	(30)	(175)	(94)	市净率	4.8	4.3	3.7	3.1	2.6
筹资活动现金流	(293)	(167)	(30)	(175)	(94)	EV/EBITDA	23.0	18.3	15.4	13.5	11.8
汇率变动影响	3	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.5	22.0	18.1	15.3	13.1
现金净增加额	(24)	143	156	428	532						

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

