

## 业绩超出预期，公司发展全面向好

**事件：**公司发布 2020 年中报，报告期内实现营收 2.37 亿元、同比下降 5.79%，归母净利润为 0.15 亿元、同比增加 167.48%，扣非后归母净利润 0.15 亿元、同比增长 267.04%，对应 EPS 为 0.19 元。

## 核心观点

- **业绩超预期，疫情影响消除。**2020Q1 公司受疫情影响，亏损 1043 万。随着二季度疫情得到控制，公司业绩迅速恢复高增长：1) 营收端，公司 Q2 单季度实现营收 1.54 亿元、同比增长 9.77%，同 2020Q1 相比增长 86.31%；2) 利润端，公司 Q2 实现归母净利润 0.26 亿元，同比增长高达 452.18%，业绩扭亏为盈。整体来看，公司 2020H1 营收较去年同期略有下滑，但受益于二季度产品销售放量，公司的归母净利润以及扣非后归母净利润分别实现同比 167%、267% 的高增长。我们认为，疫情对公司的影响已经消除，下半年业绩有望保持高速增长态势。
- **研发投入继续加码，产品线日益丰富。**报告期内，公司研发投入 3330 万元、同比增长 36.22%。2020H1 的研发投入占营收比例由去年同期的 9.72% 提升至 14.05%。从研发管线上看：1) 公司 0.01% 低浓度阿托品滴眼液 2.4 类新药正处于三期临床入组阶段，预期年内入组完成；2) 公司环孢素滴眼液于 2020 年 6 月获批上市，是国内首个用于干眼症治疗的环孢素产品，目前该产品正处于市场推广中，未来有望成为公司业绩新的增长点。此外，公司的玻璃酸钠滴眼液、贝美前列素滴眼液、曲伏前列滴眼液、伏立康唑滴眼液均已获得国家药监局的注册受理，公司在眼科用药领域产品线日益丰富。
- **经营质量改善显著，盈利能力稳步提升。**2020H1，公司归母净利润率 6.47%，较去年同期提升了 4.19pct。公司经营状况逐步向好，盈利能力稳步提升。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 0.8/2.03/2.97 亿元，对应 EPS 0.97/2.47/3.60 元。根据可比公司给予 21 年 60 倍 PE 估值，对应的目标价为 148.2 元，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 如果研发推进不及预期或新产品放量不佳，将会影响公司中长期投资价值。

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	431	542	699	1,059	1,410
同比增长(%)	19.8%	25.8%	28.8%	51.5%	33.2%
营业利润(百万元)	12	38	98	250	364
同比增长(%)	-75.0%	227.0%	161.2%	154.2%	45.6%
归属母公司净利润(百万元)	14	36	80	203	297
同比增长(%)	-65.4%	162.8%	122.3%	154.6%	46.1%
每股收益(元)	0.17	0.44	0.97	2.47	3.60
毛利率(%)	72.3%	73.3%	77.7%	81.1%	81.2%
净利率(%)	3.2%	6.6%	11.4%	19.2%	21.0%
净资产收益率(%)	2.5%	6.4%	13.0%	26.8%	29.4%
市盈率	861.5	327.8	147.5	57.9	39.7
市净率	21.6	20.7	17.9	13.7	10.2

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。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年09月09日)	140.6 元
目标价格	148.2 元
52 周最高价/最低价	214.15/70.06 元
总股本/流通 A 股(万股)	8,237/6,052
A 股市值(百万元)	11,581
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2020 年 09 月 10 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.99	-29.22	13.31	60.41
相对表现	4.36	-26.60	0.03	45.01
沪深 300	-5.35	-2.62	13.28	15.40



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 伍云飞  
021-63325888\*1818  
wuyunfei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518090002

## 相关报告

研发逐步兑现，迎来快速发展机遇： 2020-04-01

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申明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

#### 盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>凝胶剂</b>					
销售收入（百万元）	260.4	310.3	357.5	441.9	552.7
增长率	11.9%	19.2%	15.2%	23.6%	25.1%
毛利率	82.6%	82.0%	83.0%	83.0%	83.0%
<b>滴眼剂</b>					
销售收入（百万元）	153.6	175.5	250.3	567.4	792.8
增长率	34.7%	14.2%	42.7%	126.7%	39.7%
毛利率	57.9%	59.0%	80.0%	83.0%	83.0%
<b>溶液剂</b>					
销售收入（百万元）	16.6	29.2	37.9	49.3	64.1
增长率	35.0%	75.5%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	43.5%	40.9%	42.0%	43.0%	43.0%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	0.6	27.5	53.0	- 0	- 0
增长率	-25.0%	4476.7%	92.9%	0.0%	0.0%
毛利率	100.0%	100.0%	56.5%	0.0%	0.0%
合计	431.3	542.4	698.7	1,058.6	1,409.7
增长率	19.8%	25.8%	28.8%	51.5%	33.2%
综合毛利率	72.3%	73.3%	77.7%	81.1%	81.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

2020 年一季度公司受疫情影响明显，随着疫情在二季度得到控制，业绩恢复高速增长。报告期内，公司环孢素滴眼液成功获批上市，是国内首个用于治疗干眼症的环孢素产品，销售前景较好。公司新产品的持续放量对于期间费用有一定摊薄，预期未来盈利水平将稳步提升。

我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 0.8/2.03/2.97 亿元，对应 EPS 0.97/2.47/3.60 元（原预测 20-21 年 EPS 分别为 0.91/2.52 元）。根据可比公司给予 21 年 60 倍 PE 估值，对应的目标价为 148.2 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表（2020 年 9 月 8 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
康弘药业	002773	51.18	0.92	1.16	1.43	56	44	36
欧普康视	300595	59.01	0.65	0.87	1.15	91	68	52
爱尔眼科	300015	50.62	0.40	0.56	0.73	126	91	69

健帆生物	300529	71.61	0.98	1.31	1.73	73	55	41
我武生物	300357	59.50	0.66	0.88	1.14	90	68	52
金域医学	603882	103.11	1.99	2.07	2.59	52	50	40
最大值						126	91	69
最小值						52	44	36
平均数						81	63	48
调整后平均						78	60	46

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

如果研发进展不及预期，将会极大影响公司中长期投资价值。目前，公司 0.01%硫酸阿托品滴眼液正处于 2.4 类适应症（延缓近视进展）的临床试验。如果该药物研发低于预期，将对公司的整体投资价值产生一定影响。

如果新产品放量不佳，尤其是阿托品和环孢素滴眼液销售，公司业绩增长会有较大压力。2017 年以来，公司陆续获批了溶菌酶、他克莫司混悬液、玻璃酸钠滴眼液等产品；20 年 6 月公司环孢素滴眼液获批上市，是国内首个治疗干眼症的环孢素产品。如果这些产品销售情况不佳，则会对公司的整体业绩产生较大影响。

**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	28	50	69	158	338	营业收入	431	542	699	1,059	1,410
应收票据、账款及款项融资	107	130	133	201	268	营业成本	119	145	156	200	265
预付账款	13	14	17	26	35	营业税金及附加	10	10	12	18	24
存货	56	80	78	100	133	营业费用	193	219	267	349	419
其他	5	8	7	9	10	管理费用及研发费用	95	127	166	242	338
<b>流动资产合计</b>	<b>210</b>	<b>282</b>	<b>305</b>	<b>494</b>	<b>784</b>	财务费用	3	4	5	4	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	5	(0)	1	1
固定资产	424	422	422	418	411	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1	52	84	117	150	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	23	24	24	25	25	其他	4	5	5	5	5
其他	50	72	13	11	9	<b>营业利润</b>	<b>12</b>	<b>38</b>	<b>98</b>	<b>250</b>	<b>364</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>499</b>	<b>571</b>	<b>544</b>	<b>571</b>	<b>594</b>	营业外收入	1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>708</b>	<b>852</b>	<b>848</b>	<b>1,065</b>	<b>1,378</b>	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	50	90	80	80	80	<b>利润总额</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>97</b>	<b>249</b>	<b>363</b>
应付票据及应付账款	11	27	22	28	37	所得税	2	6	16	42	62
其他	64	105	82	86	89	<b>净利润</b>	<b>9</b>	<b>30</b>	<b>80</b>	<b>206</b>	<b>301</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>124</b>	<b>221</b>	<b>184</b>	<b>194</b>	<b>206</b>	少数股东损益	(5)	(6)	1	3	5
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>14</b>	<b>36</b>	<b>80</b>	<b>203</b>	<b>297</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.17	0.44	0.97	2.47	3.60
其他	30	56	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>30</b>	<b>56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>154</b>	<b>277</b>	<b>184</b>	<b>194</b>	<b>206</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	9	6	7	10	15	营业收入	19.8%	25.8%	28.8%	51.5%	33.2%
实收资本（或股本）	82	82	82	82	82	营业利润	-75.0%	227.0%	161.2%	154.2%	45.6%
资本公积	229	237	256	256	256	归属于母公司净利润	-65.4%	162.8%	122.3%	154.6%	46.1%
留存收益	234	249	319	522	819	<b>获利能力</b>					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	72.3%	73.3%	77.7%	81.1%	81.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>555</b>	<b>575</b>	<b>665</b>	<b>871</b>	<b>1,172</b>	净利率	3.2%	6.6%	11.4%	19.2%	21.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>708</b>	<b>852</b>	<b>848</b>	<b>1,065</b>	<b>1,378</b>	ROE	2.5%	6.4%	13.0%	26.8%	29.4%
<b>现金流量表</b>						ROIC	2.0%	5.5%	12.2%	24.9%	27.6%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>偿债能力</b>					
净利润	9	30	80	206	301	资产负债率	21.7%	32.6%	21.7%	18.2%	15.0%
折旧摊销	36	42	43	47	50	净负债率	3.9%	7.0%	1.6%	0.0%	0.0%
财务费用	3	4	5	4	3	流动比率	1.69	1.27	1.66	2.55	3.80
投资损失	0	0	0	0	0	速动比率	1.22	0.90	1.21	2.01	3.13
营运资金变动	22	5	(30)	(92)	(98)	<b>营运能力</b>					
其它	(26)	(7)	(1)	1	1	应收账款周转率	6.1	6.5	6.6	7.1	6.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>44</b>	<b>74</b>	<b>97</b>	<b>166</b>	<b>257</b>	存货周转率	2.1	2.0	1.9	2.1	2.2
资本支出	(35)	(85)	(74)	(74)	(74)	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.1	1.2
长期投资	(3)	(0)	1	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
其他	(7)	15	1	0	0	每股收益	0.17	0.44	0.97	2.47	3.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(45)</b>	<b>(70)</b>	<b>(71)</b>	<b>(74)</b>	<b>(74)</b>	每股经营现金流	0.53	0.90	1.17	2.02	3.12
债权融资	0	1	(1)	0	0	每股净资产	6.62	6.90	7.98	10.45	14.05
股权融资	1	8	20	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	6	(3)	(25)	(4)	(3)	市盈率	861.5	327.8	147.5	57.9	39.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>(6)</b>	<b>(4)</b>	<b>(3)</b>	市净率	21.6	20.7	17.9	13.7	10.2
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	234.2	140.8	81.0	39.3	28.4
<b>现金净增加额</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>19</b>	<b>88</b>	<b>181</b>	EV/EBIT	807.9	280.6	114.7	46.6	32.3

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