

## 客户结构优化, 业绩快速增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度营业收入、扣非净利润分别约为10.8亿元、1.2亿元, 同比增速分别约为29.3%、191.8%; 2019Q3营业收入、扣非净利润分别约为4.6亿元、0.7亿元, 同比增速分别约为39.9%、95%。
- **业绩恢复高增长, 趋势或可持续。** 1) **收入。** 公司前三季度营业收入约为10.8亿元, 同比增长约为29%。其中CMO业务收入约为7.5亿元, 同比增长约24%; CRO业务收入约为3亿元, 同比增长约52%。期间内公司推进“3+5+N”的客户管线策略, 收入结构优化。其中前三大客户(强生等)收入约为3.4亿元, 占比约为31.5%, 同比下滑约15%; 五大新兴客户(辉瑞、罗氏、诺华、勃林格殷格翰、艾尔建)收入约为2.1亿元, 占比约为19.5%, 同比增长约为240%; 其他客户收入约为5.3亿元, 占比约为49%, 收入增速约为40%。2) **利润。** 公司前三季度净利润约为1.2亿元, 同比增长约192%, 远高于收入增速, 具体分析如下: 1) 2019年前三季度公司整体毛利率为37.5%, 同比提升3.6个百分点, 主要原因为订单饱满使得产能利用率提升所致; 2) 期间费用率约为23%, 同比下降约3个百分点, 其中管理(含研发)费用约为2.1亿元, 同比增速约为23%, 整体控制较好。3) **单季度。** 2019Q3营业收入、扣非净利润分别约为4.6亿元、0.7亿元, 同比增速分别约为39.9%、95%, 环比均有加速趋势。2019年前三季度CMO业务100个项目, 其中临床三期项目19个(Q3单季度增加8个), 新药申请及已上市项目81个(Q3单季度增加19个)。如按照单项目金额计算, Q3新增项目平均收入超过千万, 环比大幅提升, 预计该趋势将持续。
- **持续收入结构优化, 加强业务拓展。** 1) **公司客户及收入优化明显, 业绩抗风险能力增强。** 2019年前三季度在“3+5+N”战略推进下, 核心、新兴及其他客户的收入占比分别为31.5%、19.5%和49%, 其中“5+N”客户收入合计占比接近70%, 增速约为68%。与此同时, 公司产品集中度下降, 前三季度前十大产品的销售占比约39%, 同比下降约12个百分点。我们预计2019年末公司客户构成将更加分散, 产品结构丰富也将降低单一客户订单下降对业绩的影响。2) **加大市场推广力度, 持续引入新客户和新产品。** 前三季度公司服务客户数(仅包括有订单客户)186家, 其中新客户29家; 2019年前三季度CMO业务100个项目, 环比增长约37%, 其中临床三期项目19个, 新药申请及已上市项目81个。CRO业务国内团队共计实现交付138个项目, 环比增长约35%。由于新兴客户业务处于导入阶段, 我们估计Q4公司项目量仍将持续上升; 3) **坚定转型发展CDMO业务, 同时实行员工激励激发企业活力。** 受药物创新发展影响, CDMO行业景气度高, 公司作为龙头企业受益明显。通过转型推动发展CRO业务, 尽早地介入客户项目, 储备项目管线并发挥引流效益, 发挥协同作用。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.34元、0.43元、0.53元, 未来三年归母净利润将保持40%的复合增长率, 当前估值42倍, 对应PEG约为1。公司通过加强客户拓展, 优化收入结构, 业绩进入快速稳定增长阶段, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 订单数量波动风险、其他不可预知风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1184.86	1539.84	1947.02	2415.55
增长率	0.07%	29.96%	26.44%	24.06%
归属母公司净利润(百万元)	124.49	185.38	233.37	289.33
增长率	15.86%	48.90%	25.89%	23.98%
每股收益EPS(元)	0.23	0.34	0.43	0.53
净资产收益率ROE	3.87%	5.54%	6.57%	7.59%
PE	63	42	34	27
PB	2.73	2.59	2.44	2.27

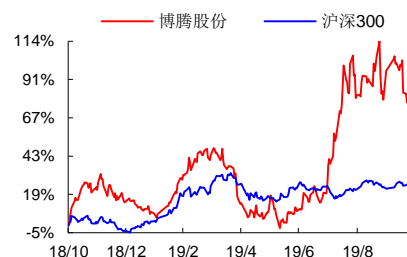
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进  
执业证号: S1250517100002  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.43
流通A股(亿股)	4.28
52周内股价区间(元)	7.62-16.56
总市值(亿元)	78.70
总资产(亿元)	40.49
每股净资产(元)	5.53

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：公司 CRO 业务在 2019-2021 年收入增速分别为 57%、47%、36%，毛利率维持在 33%；

假设 2：公司 CMO 业务在 2019-2021 年收入增速分别为 21%、18%、18%，毛利率维持在 35%；

假设 3：2019-2021 年间公司销售费用率维持在 2%左右，管理（含研发）费用率维持在 15%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>合计</b>						
营业收入	1326.6	1184.1	1184.9	1539.8	1947.0	2415.5
yoy		-11%	0%	30%	26%	24%
营业成本	800.4	749.0	788.4	1033.0	1309.5	1627.4
毛利率	40%	37%	33%	33%	33%	33%
<b>临床早期业务(CRO)</b>						
收入	83.0	190.6	296.2	465.0	683.6	930.9
yoy		130%	55%	57%	47%	36%
成本	32.8	132.1	201.4	325.5	478.5	651.7
毛利率	60%	31%	32%	30%	30%	30%
<b>临床后期及商业化业务(CMO)</b>						
收入	1186.8	927.8	848.3	1030.4	1214.6	1430.8
yoy		-22%	-9%	21%	18%	18%
成本	700.0	569.1	553.6	669.8	789.5	930.0
毛利率	41%	39%	35%	35%	35%	35%
<b>其他</b>						
收入	56.88	65.68	40.40	44.4	48.9	53.8
yoy		15%	-38%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	67.71	47.84	33.40	37.8	41.6	45.7
毛利率	-19%	27%	17%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1184.86	1539.84	1947.02	2415.55	净利润	111.44	168.52	212.15	263.03
营业成本	788.37	1033.04	1309.52	1627.41	折旧与摊销	124.65	110.06	111.11	111.63
营业税金及附加	17.00	21.53	27.79	34.27	财务费用	35.24	0.00	0.00	0.00
销售费用	29.47	38.50	48.68	60.39	资产减值损失	11.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	149.99	230.98	292.05	362.33	经营营运资本变动	-218.89	25.59	-124.43	-132.64
财务费用	35.24	0.00	0.00	0.00	其他	129.28	2.44	0.10	0.97
资产减值损失	11.90	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	193.62	306.62	198.94	242.99
投资收益	46.34	0.00	0.00	0.00	资本支出	248.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.86	-0.86	-0.86	-0.86	其他	-904.81	-0.86	-0.86	-0.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-655.92	-0.86	-0.86	-0.86
<b>营业利润</b>	153.96	214.95	268.13	330.29	短期借款	327.37	-391.86	50.00	50.00
其他非经营损益	-21.10	-10.87	-12.44	-13.36	长期借款	-166.86	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	132.87	204.08	255.69	316.93	股权融资	1444.65	0.00	0.00	0.00
所得税	21.42	35.56	43.53	53.90	支付股利	-11.04	-15.74	-22.67	-28.10
净利润	111.44	168.52	212.15	263.03	其他	-73.99	-250.31	0.00	0.00
少数股东损益	-13.05	-16.85	-21.22	-26.30	<b>筹资活动现金流净额</b>	1520.14	-657.91	27.33	21.90
归属母公司股东净利润	124.49	185.38	233.37	289.33	<b>现金流量净额</b>	1068.40	-352.15	225.41	264.03
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1490.55	1138.40	1363.82	1627.85	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	422.30	472.29	614.35	771.50	销售收入增长率	0.07%	29.96%	26.44%	24.06%
存货	269.64	357.20	458.69	574.39	营业利润增长率	34.39%	39.61%	24.74%	23.18%
其他流动资产	577.15	579.23	581.62	584.37	净利润增长率	17.93%	51.22%	25.89%	23.98%
长期股权投资	1.11	1.11	1.11	1.11	EBITDA 增长率	5.55%	3.56%	16.68%	16.53%
投资性房地产	5.63	5.63	5.63	5.63	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1240.42	1141.39	1041.31	940.71	毛利率	33.46%	32.91%	32.74%	32.63%
无形资产和开发支出	336.63	325.62	314.61	303.60	三费率	18.12%	17.50%	17.50%	17.50%
其他非流动资产	31.01	30.98	30.96	30.94	净利率	9.41%	10.94%	10.90%	10.89%
<b>资产总计</b>	4374.44	4051.86	4412.09	4840.10	ROE	3.87%	5.54%	6.57%	7.59%
短期借款	641.86	250.00	300.00	350.00	ROA	2.55%	4.16%	4.81%	5.43%
应付和预收款项	302.34	458.80	567.87	697.51	ROIC	7.54%	8.85%	11.22%	13.41%
长期借款	255.36	255.36	255.36	255.36	EBITDA/销售收入	26.49%	21.11%	19.48%	18.29%
其他负债	291.66	46.11	57.79	71.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1491.23	1010.28	1181.03	1374.10	总资产周转率	0.33	0.37	0.46	0.52
股本	542.75	542.75	542.75	542.75	固定资产周转率	0.89	1.33	1.81	2.46
资本公积	1587.32	1587.32	1587.32	1587.32	应收账款周转率	4.57	5.22	5.11	5.09
留存收益	833.33	1002.96	1213.66	1474.89	存货周转率	2.74	3.11	3.07	3.04
归属母公司股东权益	2883.15	3058.37	3269.07	3530.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.86%	—	—	—
少数股东权益	0.06	-16.79	-38.00	-64.31	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2883.22	3041.58	3231.07	3466.00	资产负债率	34.09%	24.93%	26.77%	28.39%
负债和股东权益合计	4374.44	4051.86	4412.09	4840.10	带息债务/总负债	60.17%	50.02%	47.02%	44.06%
					流动比率	2.24	3.39	3.27	3.19
					速动比率	2.02	2.91	2.77	2.67
					股利支付率	8.86%	8.49%	9.71%	9.71%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	313.85	325.01	379.24	441.92	每股收益	0.23	0.34	0.43	0.53
PE	63.21	42.45	33.72	27.20	每股净资产	5.31	5.60	5.95	6.39
PB	2.73	2.59	2.44	2.27	每股经营现金	0.36	0.56	0.37	0.45
PS	6.64	5.11	4.04	3.26	每股股利	0.02	0.03	0.04	0.05
EV/EBITDA	22.03	20.37	16.99	14.10					
股息率	0.14%	0.20%	0.29%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn