

# 新产能进入兑现周期，2020 年仍保持高增长



## 核心观点

- **2019 年净利润增长超预期，收入端表现出色。**近日，公司披露 2019 全年归母净利润同比增速区间为 40%-60%，增长势头良好。其中，归母净利润中包含了大约 2622 万元的非经常性损益（1516 万元政府补助+1106 万元理财收益）。根据 19 年三季报情况，公司净利润同比增速比收入低近 10 个百分点，主要原因在于：1) 毛利率略有下滑。前三季度成本同比增速为 48.3%，高于营收增速；2) 销售费用率大幅提升。主要原因在于新业务（早期临床和 PV 业务）开拓的投入费用。所以，我们判断公司 2019 年营收增速仍然高于净利润增速，表现出色。
- **新产能进入结算周期，安评业务增长前景较好。**2018 年，公司新增约 1.38 万平动物房面积（同比 76%），这部分产能在 2019 年上半年陆续投入正常使用，考虑到安评项目周期一般在 6-9 个月左右，所以新产能在 2019 年底开始进入结算周期，将会有力支撑安评业务 2020-2021 年的快速增长。从中长期来看，公司新建的重庆和广州基地将会提供新的增长空间，同时海外并购 Biomere 将会有利于公司开拓海外市场。
- **以安评业务为主体，打造临床前综合型 CRO。**公司的战略是：以生物药为核心，在 GLP 业务全球化的基础上，围绕早期临床和生物药 CRO/CMO 打造综合型 CRO。安评方面，国内两个新基地即将开工，国际市场开始尝试；早期临床业务，临床基地建设顺利，随着 CRO 团队和实验室的完善，年内有望正式落地。我们认为，公司最终有望成为国内临床前综合型 CRO。

## 财务预测与投资建议

- 根据 19 年业绩预告，我们调整了安评业务增长情况，重新预测公司 2019-2021 年可实现归母净利润 1.58/2.30/3.28 亿元（原预测为 1.58/2.34/3.10 亿元），对应 EPS 分别为 0.98/1.44/2.05 元。参考可比公司估值水平，给予 2020 年 59 倍市盈率，对应目标价为 84.96 元，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 如果新业务拓展不及预期，将会对公司成长前景产生不利影响。
- 如果国内 CRO 行业景气度下滑，公司安评业务成长将会受到影响。

## 公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	301	409	596	846	1,163
同比增长(%)	24.6%	35.7%	45.9%	41.9%	37.5%
营业利润(百万元)	94	126	186	272	387
同比增长(%)	75.9%	33.8%	47.5%	46.2%	42.3%
归属母公司净利润(百万元)	76	108	158	230	328
同比增长(%)	47.9%	41.7%	45.4%	46.3%	42.4%
每股收益(元)	0.48	0.68	0.98	1.44	2.05
毛利率(%)	56.3%	53.0%	53.2%	54.3%	55.2%
净利率(%)	25.4%	26.5%	26.4%	27.2%	28.2%
净资产收益率(%)	18.7%	17.9%	22.0%	25.6%	27.9%
市盈率	141.9	100.2	68.9	47.1	33.1
市净率	19.5	16.7	13.8	10.7	8.1

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(2020年01月14日)	67.82 元
目标价格	84.96 元
52周最高价/最低价	79/41.3 元
总股本/流通 A 股(万股)	16,172/7,879
A 股市值(百万元)	10,968
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2020年01月15日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	16.03	9.16	-5.94	42.03
相对表现	15.32	3.57	-11.93	5.45
沪深 300	0.71	5.59	5.99	36.58



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

业绩高增长，安评新产能稳定投放：	2019-08-13
激励计划业绩考核彰显信心，全年预期良好：	2019-07-30
安评业务快速增长，临床布局持续推进：	2019-07-22

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。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

收入分类预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>药物临床前研究服务</b>					
销售收入（百万元）	291.8	401.6	573.8	815.7	1,121.6
增长率	27.5%	37.6%	42.9%	42.2%	37.5%
毛利率	56.7%	53.5%	54.4%	55.4%	56.5%
<b>实验动物及附属产品的销</b>					
销售收入（百万元）	9.0	4.9	5.1	5.4	5.6
增长率	-18.3%	-45.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	49.3%	27.8%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>药物警戒服务</b>					
销售收入（百万元）	0.0	0.2	15.0	22.5	33.8
增长率			9411.7%	50.0%	50.0%
毛利率		-200.3%	10.0%	15.0%	15.0%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	0.5	2.4	2.4	2.4	2.4
增长率	-73.7%	355.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-73.1%	27.0%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>合计</b>	<b>301.3</b>	<b>409.0</b>	<b>596.3</b>	<b>846.0</b>	<b>1,163.4</b>
增长率	24.6%	35.7%	45.8%	41.9%	37.5%
综合毛利率	56.3%	52.9%	53.2%	54.3%	55.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

根据 19 年业绩预告，我们调整了安评业务增长情况，重新预测公司 2019-2021 年可实现归母净利润 1.58/2.30/3.28 亿元（原预测为 1.58/2.34/3.10 亿元），对应 EPS 分别为 0.98/1.44/2.05 元（原预测为 0.99/1.46/1.94 元）。参考可比公司估值水平，给予 2020 年 59 倍市盈率，对应目标价为 84.96 元，维持“增持”评级。

**表 1：可比公司估值表（2020 年 1 月 10 日收盘价）**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
泰格医药	300347	69.49	0.93	1.27	1.69	75	55	41
康龙化成	300759	49.99	0.60	0.82	1.09	84	61	46
药明康德	603259	91.02	1.44	1.83	2.31	63	50	39
药石科技	300725	74.55	1.20	1.66	2.35	62	45	32
药明生物	2269HK	77.80	0.78	1.13	1.64	112	77	53
爱尔眼科	300015	41.76	0.44	0.59	0.77	95	71	54

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。

最大值	112	77	54
最小值	62	45	32
平均数	82	60	44
调整后平均	79	59	45

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 1、如果新业务拓展不及预期，将会对公司成长前景产生不利影响。公司主要营收来自于 GLP 业务，目前正在拓展早期临床和药物警戒业务。考虑到安评业务成长空间有限，如果新业务布局推进不及预期，将会极大地影响公司的成长天花板。
- 2、如果国内 CRO 行业景气度下滑，公司安评业务成长将会受到影响。目前，公司安评业务产能充足，订单也比较饱满，成长前景比较明朗。但是，如果国内 CRO 行业整体景气度下滑，则公司安评业务肯定会受到影响，出现增长不及预期的情况。

**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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	405	149	596	846	1,191	营业收入	301	409	596	846	1,163
应收账款	26	39	54	76	105	营业成本	132	192	279	386	521
预付账款	5	9	12	17	23	营业税金及附加	3	3	6	8	12
存货	92	115	195	271	364	营业费用	6	7	10	14	19
其他	69	379	178	181	185	管理费用	77	100	127	178	245
<b>流动资产合计</b>	<b>597</b>	<b>690</b>	<b>1,035</b>	<b>1,391</b>	<b>1,869</b>	财务费用	(1)	(3)	0	(1)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	2	0	0	0
固定资产	228	286	273	257	238	公允价值变动收益	1	0	1	1	1
在建工程	49	80	200	280	360	投资净收益	2	9	2	2	2
无形资产	43	48	48	48	48	其他	9	9	9	9	9
其他	23	37	2	1	1	<b>营业利润</b>	<b>94</b>	<b>126</b>	<b>186</b>	<b>272</b>	<b>387</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>343</b>	<b>452</b>	<b>523</b>	<b>586</b>	<b>647</b>	营业外收入	1	2	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>941</b>	<b>1,141</b>	<b>1,558</b>	<b>1,977</b>	<b>2,515</b>	营业外支出	1	0	2	2	2
短期借款	0	0	123	81	0	<b>利润总额</b>	<b>93</b>	<b>128</b>	<b>185</b>	<b>271</b>	<b>386</b>
应付账款	13	20	28	39	52	所得税	17	20	28	41	58
其他	298	389	544	764	1,042	<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>108</b>	<b>158</b>	<b>230</b>	<b>328</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>311</b>	<b>409</b>	<b>695</b>	<b>884</b>	<b>1,094</b>	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>76</b>	<b>108</b>	<b>158</b>	<b>230</b>	<b>328</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.48	0.68	0.98	1.44	2.05
其他	72	81	78	78	78						
<b>非流动负债合计</b>	<b>72</b>	<b>81</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>383</b>	<b>490</b>	<b>774</b>	<b>962</b>	<b>1,173</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	82	115	161	161	161	营业收入	24.6%	35.7%	45.9%	41.9%	37.5%
资本公积	261	236	200	200	200	营业利润	75.9%	33.8%	47.5%	46.2%	42.3%
留存收益	215	299	422	652	981	归属于母公司净利润	47.9%	41.7%	45.4%	46.3%	42.4%
其他	(1)	1	1	1	1	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>558</b>	<b>652</b>	<b>784</b>	<b>1,015</b>	<b>1,343</b>	毛利率	56.3%	53.0%	53.2%	54.3%	55.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>941</b>	<b>1,141</b>	<b>1,558</b>	<b>1,977</b>	<b>2,515</b>	净利率	25.4%	26.5%	26.4%	27.2%	28.2%
						ROE	18.7%	17.9%	22.0%	25.6%	27.9%
						ROIC	18.7%	17.2%	20.3%	23.0%	26.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	40.7%	42.9%	49.7%	48.7%	46.6%
净利润	76	108	158	230	328	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	24	27	40	43	46	流动比率	1.92	1.69	1.49	1.57	1.71
财务费用	(1)	(3)	0	(1)	(8)	速动比率	1.62	1.41	1.21	1.27	1.37
投资损失	(2)	(9)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(24)	(147)	261	125	158	应收账款周转率	13.8	12.5	12.9	13.0	12.9
其它	47	200	42	(1)	(1)	存货周转率	1.7	1.9	1.8	1.7	1.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>120</b>	<b>176</b>	<b>498</b>	<b>395</b>	<b>522</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(5)	(119)	(145)	(106)	(106)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	(0)	0	0	每股收益	0.48	0.68	0.98	1.44	2.05
其他	(219)	(150)	7	3	3	每股经营现金流	0.75	1.10	3.11	2.47	3.26
<b>投资活动现金流</b>	<b>(224)</b>	<b>(270)</b>	<b>(139)</b>	<b>(104)</b>	<b>(104)</b>	每股净资产	3.48	4.07	4.90	6.34	8.39
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	222	18	0	0	0	市盈率	141.9	100.2	68.9	47.1	33.1
其他	5	(33)	89	(42)	(73)	市净率	19.5	16.7	13.8	10.7	8.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>227</b>	<b>(15)</b>	<b>89</b>	<b>(42)</b>	<b>(73)</b>	EV/EBITDA	90.0	70.3	46.6	33.6	24.8
汇率变动影响	(2)	3	0	0	0	EV/EBIT	112.8	85.7	56.5	38.8	27.8
<b>现金净增加额</b>	<b>122</b>	<b>(106)</b>	<b>448</b>	<b>250</b>	<b>345</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

