

## 母公司业绩低于预期, CRO 延续快速成长态势

### 投资要点

- **事件:** 公司前三季度实现营收 5.9 亿元, 同比+98.6%; 归母净利润 8553 万元, 同比+98.4%; 扣非后归母净利润 8140 万元, 同比 88.5%; 经营性现金流量净额-3765 万元, 同比-221%。同时公司预告 2016 年净利润变动区间为 1.05 亿-1.28 亿元, 同比+90%-130%。
- **母公司业绩低于预期, CRO 延续快速成长态势。** 公司前三季度实现收入 5.9 亿元, 净利润 8553 亿元。扣除母公司报表可测算出公司 CRO 业务前三季度实现收入在 3 亿元左右, 净利润贡献在 8000 万左右, 完成全年业绩承诺约 75%, 考虑到 CRO 业务一般四季度占比较高, 即 CRO 业务延续快速成长态势, 全年仍存超额完成业绩承诺预期。从母公司看, 预计前三季度实现制剂收入不到 3 亿元, 净利润贡献为几百万, 即制剂业务业绩低于预期。主要原因在于两方面: 1) 公司主动调整销售方式, 低毛利的 OTC 渠道收入呈下滑态势, 但公司整体收入质量有所提升; 2) 财务费用仍拖累业绩。考虑到募集资金到位, 同时产品在多个省份中标, 我们认为母公司业绩有望在 2017 年恢复。
- **CRO 已成公司战略主业, 为新药品政策明确受益标的。** CRO 行业处于医药研发产业链核心位置, 为新药研发不可或缺。受益于一致性评价和新药审批速度加快, 国内 CRO 行业有望快速扩容。公司 2015 年底战略性进入 CRO 行业, 全资控股的上海新高峰是一家提供涵盖临床前研究、临床研究的全产业链研究服务的 CRO 企业。公司已累积服务了 550 多个项目, 其中 450 多个为创新药 CRO 项目, 中报显示在执行项目共计 330 项左右, 公司已成为创新药 CRO 服务领域的行业领先者之一。考虑到上海新高峰已通过 GRDP 管理体系, 筹划、参与并组建 GLP、GCP 和 GMP 产业联盟, 并积极筹建一致性评价技术平台和医疗科研服务与精准医疗技术服务平台, 为新药品政策如仿制药一致性评价和上市许可人制度的明确受益标的。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到制剂业务增速低于预期, 我们下调了盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45 元、0.68 元、0.87 元, 对应当前股价 PE 分别为 72 倍、48 倍和 37 倍。考虑到母公司业绩有望恢复, 新高峰 CRO 业务的可拓展性强且公司或存外延发展预期, 我们认为公司业绩和估值有望同步提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** CRO 业务拓展或不及预期, 制剂或存降价风险, 外延或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	463.15	864.02	975.12	1135.22
增长率	23.31%	86.56%	12.86%	16.42%
归属母公司净利润 (百万元)	55.50	121.03	182.91	234.71
增长率	36.81%	118.08%	51.13%	28.32%
每股收益 EPS (元)	0.21	0.45	0.68	0.87
净资产收益率 ROE	7.12%	5.49%	7.86%	9.50%
PE	158	72	48	37
PB	11.04	3.90	3.70	3.48

数据来源: Wind, 西南证券

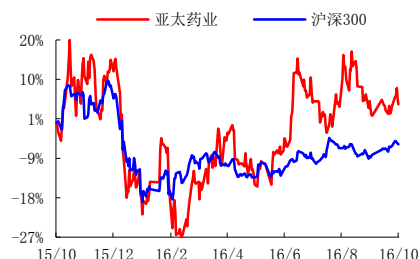
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
 执业证号: S1250513070001  
 电话: 021-68413530  
 邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
 执业证号: S1250516100001  
 电话: 023-67909731  
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
 电话: 021-68415020  
 邮箱: zxxing@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)	2.68
流通 A 股(亿股)	2.04
52 周内股价区间(元)	22.78-37.6
总市值(亿元)	87.58
总资产(亿元)	26.66
每股净资产(元)	8.00

### 相关研究

1. 亚太药业 (002370): 估值和业绩有望同步提升的 CRO 行业新秀 (2016-09-07)
2. 亚太药业 (002370): 财务费用拖累本部业绩, CRO 全年业绩或超预期 (2016-08-28)
3. 亚太药业 (002370): 估值和业绩有望同步提升的 CRO 新秀 (2016-07-19)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	463.15	864.02	975.12	1135.22	净利润	56.49	123.19	186.18	238.89
营业成本	272.79	516.70	581.80	672.97	折旧与摊销	32.62	57.03	67.95	79.75
营业税金及附加	2.71	5.05	5.70	6.63	财务费用	-1.32	51.72	14.06	11.49
销售费用	58.26	56.16	58.51	56.76	资产减值损失	1.56	8.00	8.00	10.00
管理费用	66.54	86.40	92.64	102.17	经营营运资本变动	162.58	-107.94	45.97	30.23
财务费用	-1.32	51.72	14.06	11.49	其他	-150.99	-7.44	-8.28	-9.95
资产减值损失	1.56	8.00	8.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>100.93</b>	<b>124.57</b>	<b>313.88</b>	<b>360.41</b>
投资收益	0.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	-701.16	-300.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	113.28	0.00	0.00	0.00
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>	<b>-587.87</b>	<b>-300.00</b>	<b>-200.00</b>	<b>-200.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>62.97</b>	<b>139.99</b>	<b>214.41</b>	<b>275.19</b>	短期借款	238.75	-238.75	0.00	0.00
其他非经营损益	3.02	2.43	2.68	2.65	长期借款	513.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>65.99</b>	<b>142.42</b>	<b>217.09</b>	<b>277.85</b>	股权融资	0.00	1361.25	0.00	0.00
所得税	9.50	19.23	30.92	38.95	支付股利	-20.40	-27.91	-60.86	-91.98
净利润	56.49	123.19	186.18	238.89	其他	-8.18	-58.63	-14.06	-11.49
少数股东损益	0.99	2.16	3.26	4.19	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>723.17</b>	<b>1035.96</b>	<b>-74.93</b>	<b>-103.47</b>
归属母公司股东净利润	55.50	121.03	182.91	234.71	<b>现金流量净额</b>	<b>236.26</b>	<b>860.52</b>	<b>38.96</b>	<b>56.94</b>
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	461.27	1321.79	1360.75	1417.69	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	272.98	451.76	522.09	612.18	销售收入增长率	23.31%	86.56%	12.86%	16.42%
存货	116.82	220.70	248.86	287.86	营业利润增长率	38.04%	122.31%	53.17%	28.35%
其他流动资产	1.30	2.43	2.75	3.20	净利润增长率	39.25%	118.08%	51.13%	28.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.29%	163.88%	19.17%	23.62%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	298.01	563.53	718.14	860.96	毛利率	41.10%	40.20%	40.34%	40.72%
无形资产和开发支出	760.68	751.00	741.33	731.65	三费率	26.66%	22.49%	16.94%	15.01%
其他非流动资产	149.89	137.01	124.12	111.24	净利率	12.20%	14.26%	19.09%	21.04%
<b>资产总计</b>	<b>2060.95</b>	<b>3448.24</b>	<b>3718.03</b>	<b>4024.77</b>	ROE	7.12%	5.49%	7.86%	9.50%
短期借款	238.75	0.00	0.00	0.00	ROA	2.74%	3.57%	5.01%	5.94%
应付和预收款项	449.27	568.19	697.33	835.66	ROIC	6.35%	12.65%	12.50%	14.65%
长期借款	513.00	513.00	513.00	513.00	EBITDA/销售收入	20.35%	28.79%	30.40%	32.28%
其他负债	66.78	123.66	139.00	160.50	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1267.79</b>	<b>1204.85</b>	<b>1349.33</b>	<b>1509.15</b>	总资产周转率	0.32	0.31	0.27	0.29
股本	204.00	268.25	268.25	268.25	固定资产周转率	1.83	2.57	2.08	1.88
资本公积	342.32	1639.32	1639.32	1639.32	应收账款周转率	3.78	4.23	3.63	3.59
留存收益	233.16	326.28	448.33	591.06	存货周转率	2.56	3.06	2.47	2.50
归属母公司股东权益	785.77	2233.84	2355.89	2498.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.45%	—	—	—
少数股东权益	7.39	9.55	12.81	16.99	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>793.15</b>	<b>2243.39</b>	<b>2368.70</b>	<b>2515.62</b>	资产负债率	61.52%	34.94%	36.29%	37.50%
负债和股东权益合计	2060.95	3448.24	3718.03	4024.77	带息债务/总负债	59.30%	42.58%	38.02%	33.99%
					流动比率	1.13	2.89	2.56	2.33
					速动比率	0.98	2.57	2.26	2.04
					股利支付率	36.76%	23.06%	33.27%	39.19%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.21	0.45	0.68	0.87
					每股净资产	2.96	8.36	8.83	9.38
					每股经营现金	0.38	0.46	1.17	1.34
					每股股利	0.08	0.10	0.23	0.34
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	94.26	248.74	296.43	366.43					
PE	157.81	72.36	47.88	37.32					
PB	11.04	3.90	3.70	3.48					
PS	18.91	10.14	8.98	7.72					
EV/EBITDA	73.52	31.87	26.62	21.38					
股息率	0.23%	0.32%	0.69%	1.05%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn