公司研究报告

太平洋证券股份有限公司证券研究报告

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2018-04-22

公司点评报告

增持/首次

亚太药业(002370)

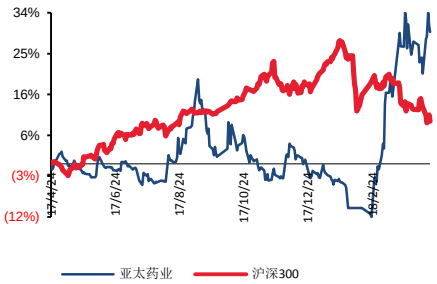
目标价：24.60

昨收盘：18.97

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

CRO 服务&制剂高增长的医药创新全产业链平台

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	536/408
总市值/流通(百万元)	10,177/7,740
12 个月最高/最低(元)	34.80/12.84

证券分析师：杜佐远

电话：0755-33329945

E-MAIL：duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：苑建

电话：0755-33329946

E-MAIL：yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：公司发布 17 年报和 18 年一季报，17 年实现收入 10.83 亿元（+25.5%），归母净利润 2.02 亿元（+61.4%），经营性现金流净额 1.28 亿元，17 年利润分配方案 10 股派息 1 元；18Q1 实现收入 3.19 亿元（+29.5%），归母净利润 6549 万元（+40.1%），预告 18H1 净利润同比增速 1.27-1.42 亿元，同比增速 25%-40%，我们预计增速≥30%。

点评：

新生源业绩持续超承诺&制剂高增长，带动业绩持续高增长。分产品线看：1）**新高峰 CRO**：17 年收入 6.28 亿元（+36.5%），净利润 1.49 亿元（+30.7%），其中临床前业务收入 4.34 亿（+13.7%），临床业务收入 1.87 亿元（+134.9%），新高峰持续超业绩承诺完成，主要原因是一致性评价和上市再评价带动临床业务收入实现翻倍式增长；18Q1 预计 CRO 业务收入 1.7 亿，贡献约 4000 万净利润，预计全年贡献约 2 亿净利润；**2）母公司制剂：**17 年收入约 4.3 亿元，其中抗生素制剂 2.34 亿元，非抗制剂 1.92 亿元，主要原因制剂全国招标省份快速增加，预计 18Q1 制剂业务收入约 1.5 亿元，预计全年制剂收入超 6 亿元，贡献 8000 万左右净利润。

详细的业绩拆分及预测，请见尾页。

A 股稀缺的医药创新全产业链平台型公司。1）医药创新：CRO 服务创新+创新药（借助临床资源以研究课题形式开展项目，对于有前景的项目以合作开发方式，以技术服务费换取项目部分权益，同时借此优先获得项目投资权，为亚太药业的产业基地筛选项目，目前产品储备丰富）；**2）全产业链：**临床前 CRO（接单能力强，对临床前 CRO 如方达、昭衍、科研院所等建立联盟进行项目统筹合作，产能瓶颈小）+临床 CRO（通过卫计委“重大疾病防治科技行动计划”掌握核心大医院资源，业务增速较快）+上市再评价（目前国内唯一一家能做，17 年开始跟大药厂合作，以研究课题等形式委托医院&医生，符合药厂、医院&医生、CRO 企业等多方诉求，市场空间巨大）；资金流向：企业新生源——国家课题机构——医院——医生；**3）平台型公司：**临床前 CRO 接单子，统筹联盟内其他临床前 CRO 公司；上市再评价，以课题等形式委托给医院&医生，自身所需人员少。这两块业务避开了临床 CRO 业务面临的产能瓶颈（临床基地&人力），公司可通过外部人员扩张业务。反映在财务上为持续的高 ROE（35%以上）。

核心竞争力：唯一再评价服务资质&丰富临床资源。1）唯一再评价服

务资质：新生源通过推进卫计委“重大疾病防治科技行动计划”积累了丰富的临床资源和政府资源，成为目前国内唯一具备开展再评价服务的 CRO 企业。**2）丰富临床资源：**公司在上海、北京、广东、武汉、温州等地拥有丰富临床资源，截止 2017 年底，长期合作床位（临床基地建设）超过 900 张，主要以三级医院为主。

盈利预测与投资建议。临床业务高增长带动新生源业绩持续超承诺完成，全国中标省份快速增加带动制剂业务高速增长，预计 18-20 年净利润 2.8/3.8/5.0 亿元，同比增长 39%/36%/30%。估值方面，参考 CRO 同类公司 65 倍以上估值，暂给予 CRO 业务折价 50 倍，药品业务考虑未来产品上市（在研仿制药+CRO 平台投资的创新药买断上市），有望持续高增长，给予 40 倍，18 年合理估值 132 亿（CRO100 亿+制剂 32 亿），19 年合理估值 170 亿（CRO125 亿+制剂 45 亿），首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：制剂销售低于预期，CRO 订单不及预期等。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1083	1411	1769	2195
（+/-%）	26%	30%	25%	24%
净利润(百万元)	202	280	380	495
（+/-%）	61%	39%	36%	30%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.52	0.71	0.92
市盈率(PE)	50	36	27	21

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表：亚太药业盈利拆分及预测（百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
1、CRO业务（百万元）							
收入	620	801	1014	1265	1545	1852	2181
yoy	*33%*	*29%*	*27%*	*25%*	*22%*	*20%*	*18%*
净利润	150	200	260	324	396	475	559
yoy	*32%*	*33%*	*30%*	*25%*	*22%*	*20%*	*18%*
净利润率	24%	25%	26%	26%	26%	26%	26%
1.1CRO_临床前业务	434	521	614	725	855	992	1151
yoy	*14%*	*20%*	*18%*	*18%*	*18%*	*16%*	*16%*
1.2CRO_临床业务	187	280	400	540	690	860	1030
yoy	*135%*	*50%*	*43%*	*35%*	*28%*	*25%*	*20%*
2、制剂业务等业务							
收入	463	610	755	931	1144	1408	1740
yoy	23%	32%	24%	23%	23%	23%	24%
净利润	52	80	120	170	213	266	333
yoy	362%	53%	50%	42%	25%	25%	25%
净利润率	11%	13%	16%	18%	19%	19%	19%
2.1制剂业务_抗生素							
收入	224	279	335	396	459	528	607
yoy	20%	25%	20%	18%	16%	15%	15%
2.2、制剂业务_非抗生素							
收入	228	296	385	500	650	845	1098
yoy	20%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
2.3、其他（原料药、诊断试剂等）							
收入	11	35	35	35	35	35	35
净利润	0	0	0	0	0	0	0
3、合计							
收入	1083	1411	1769	2195	2689	3260	3921
yoy	26%	30%	25%	24%	22%	21%	20%
净利润	202	280	380	495	609	741	892
yoy	61%	39%	36%	30%	23%	22%	20%
目前市值对应当年PE	50	36	27	21	17	14	11
合理市值/亿元		132	170	206	233	259	284
合理市值对应当年PE		**47**	**45**	**42**	**38**	**35**	**32**
EPS	0.38	0.52	0.71	0.92	1.14	1.38	1.66

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。