

## 临床前评价服务龙头，收入与业绩维持高增长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2018前三季度实现营业收入2.4亿元,同比增长43.6%;实现归母净利润5722万元,同比增长65.1%;扣非净利润为4344万,同比增长52.4%。
- **国内临床前评价服务领导者,收入与业绩维持高增长。** 公司是国内最大的药物临床前评价服务商,主营业务是药物临床前研究服务与实验动物的繁殖和销售。公司同时拥有北京、苏州两大GLP基地,不断提升在创新药、中药、生物药以及干细胞、CAR-T细胞治疗及基因治疗产品为代表的创新生物药的非临床评价能力建设。2018前三季度,实现营收与扣非净利润同比增速分别为43.6%、52.4%,Q3实现营收与扣非净利润分别为1.1亿元、2814万元,同比增长46.7%、39.9%。
- **乘CRO行业东风,做国内临床前评价服务龙头。** 全球CRO行业市场规模约430亿美元,在整个CRO产业链中,公司可以参与药物筛选(部分)、药物评价、临床研究(部分)、其业务占整个CRO外包市场容量的20%-30%,约85-130亿美元(国内约100亿元)。通过多年的发展,公司成为国内唯一拥有两个GLP机构的专业化临床前CRO企业,其中苏州昭衍是国内规模最大的药物安全性评价机构之一,为公司业务开展提供了支撑。公司北京与苏州实验室合计建设面积约75000平方米,投入使用设施总面积约52600平方米,满足短期快速发展需求。
- **专业服务20多年,积累了丰富的药物临床前研究经验。** 2015年至2018年上半年共完成了对近1500种新分子的临床前研究、评价试验,建立了系统的毒理学、代谢和生物分析以及常见疾病药理学研究和评价技术,并建立了一系列的创新服务能力,包括眼科药物的评价技术、心血管药理和安全药理评价技术、生物安全试验等。公司在承担新药临床前评价项目数量和承担生物类新药临床前评价项目数量上均处于国内领先地位。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.98元、1.38元、1.77元,对应PE为40倍、28倍、22倍。公司是国内最大的药物临床前评价服务商,随着国内创新药产业加快发展,公司将进入快发展阶段。首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争格局加剧、创新药产业发展低于预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	301.28	425.28	571.38	751.56
增长率	24.60%	41.16%	34.35%	31.53%
归属母公司净利润(百万元)	76.45	112.24	158.47	203.49
增长率	47.89%	46.83%	41.18%	28.41%
每股收益EPS(元)	0.66	0.98	1.38	1.77
净资产收益率ROE	13.71%	16.74%	19.11%	19.71%
PE	59	40	28	22
PB	8.04	6.69	5.41	4.34

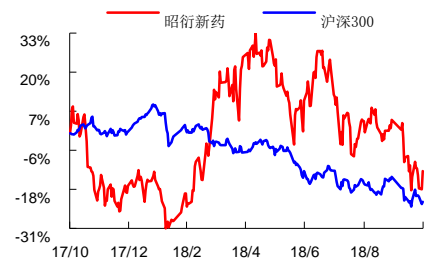
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

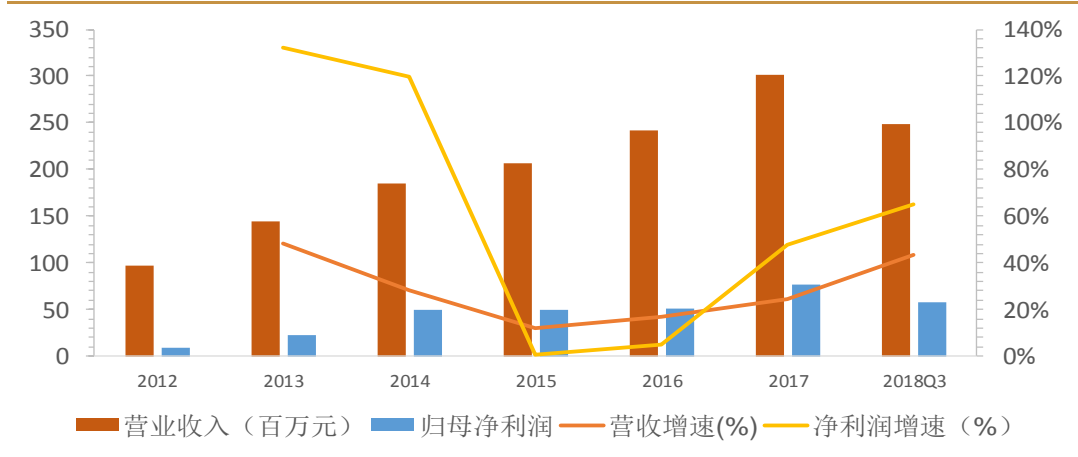
总股本(亿股)	1.15
流通A股(亿股)	0.56
52周内股价区间(元)	38.86-89.19
总市值(亿元)	44.85
总资产(亿元)	10.98
每股净资产(元)	5.20

### 相关研究

## 1 公司主营：国内最大临床前评价服务企业

公司是国内最大的药物临床前评价服务机构，其收入和业绩体量国内领先。2018 前三季度，实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 43.6%；实现归母净利润 5722 万元，同比增长 65.1%；扣非净利润为 4344 万，同比增长 52.4%。

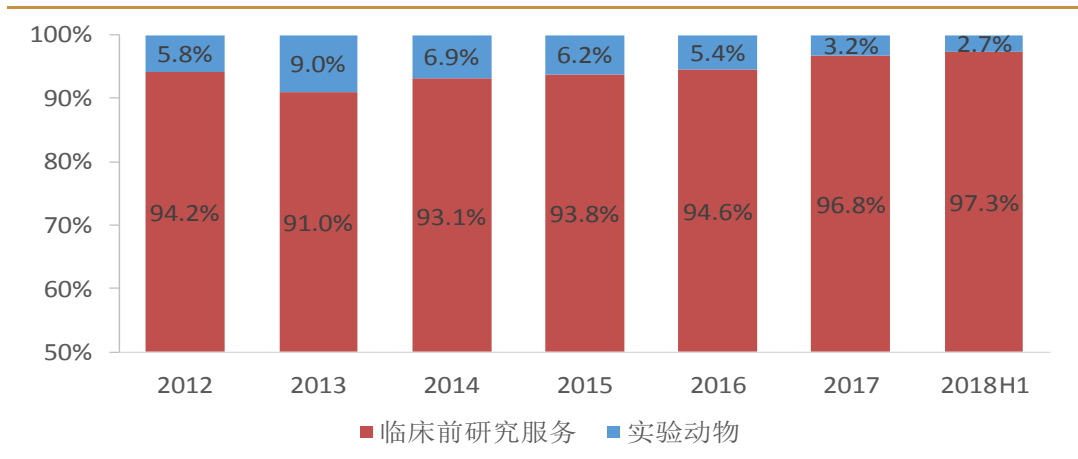
图 1：2009-2018Q3 公司营业收入与增速



数据来源：wind，西南证券整理

**公司主营业务结构：仍然以“临床前研究服务”为核心。**公司的主营业务是药物临床前研究服务与实验动物的繁殖和销售，其中药物临床前研究服务为公司的核心业务，主要内容包括药物非临床安全性评价服务、药效学研究服务、动物药代动力学研究服务和药物筛选；实验动物的繁殖和销售主要是小鼠、大鼠、猴等。目前，公司实验动物收入规模相对较小，仍然以临床前研究服务为核心主营，占收入比例维持 90% 以上。

图 2：2012-2018H1 公司营业收入结构变化



数据来源：wind，西南证券整理

## 2 经营情况：产能不断扩张，提升产业竞争能力

国内临床前评价服务龙头，产能持续扩张。目前，公司同时拥有北京、苏州两大 GLP 基地，广西梧州基地在建中，未来将分别承接华北、华东、华南地区的业务。北京与苏州实验室合计建设面积约 75000 平方米，投入使用设施总面积约 52600 平方米，其中投入使用的动物饲养管理设施 35600 平方米，功能实验室及办公设施 17000 平方米。在主营业务领域，公司不断提升在创新药、中药、生物药以及干细胞、CAR-T 细胞治疗及基因治疗产品为代表的创新生物药的非临床评价能力建设，更好迎接国内创新药市场快速发展的需求。

表 1：公司现有与在建产能信息

产能所在地	产能属性	现有产能	产能功能
北京	产能已饱和，未来主要承接华北地区业务。	5750 平米动物房	临床前评价业务为主，实验动物为辅。
苏州太仓	300 亩用地，已使用一半，未来主要承接华东地区业务。	约有 25000 平米动物房投入使用	临床前评价业务为主，实验动物为辅。
广西梧州	900 亩用地，在建中，未来主要承接华南地区业务。	在建中	临床前评价业务，实验动物繁殖基地。

数据来源：wind，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：受益于行业竞争地位优势，未来临床前评价业务会快速增长，因此我们预计 2018-2020 年，临床前评价服务量增速分别为 42%、35%、32%；由于竞争格局优，毛利率有逐步上升趋势，分别为 55%、56%、57%；

假设 2：实验动物业务仍然处于发展初期，市场需求规模相对较小，预计 2018-2020 年实验动物销量保持 10% 的增速，毛利率维持在 50%；

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
临床前评价	收入	291.75	414.29	559.28	738.26
	增速	27.51%	42.00%	35.00%	32.00%
	毛利率	56.71%	55.00%	56.00%	57.00%
实验动物	收入	9.01	10.00	11.00	12.10
	增速	-18.31%	10.99%	10.00%	10.00%
	毛利率	49.24%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	收入	0.52	1.00	1.10	1.21
	增速	-73.74%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	—	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	301.28	425.29	571.38	751.57
	增速	24.59%	41.16%	34.35%	31.53%
	毛利率	56.27%	54.87%	55.87%	56.88%

数据来源：公司公告，西南证券

### 可比公司估值情况

参考 CRO/CMO 行业公司估值情况，行业平均估值 2018-2019 年为 46、32 倍。公司作为行业龙头企业，理应享受估值溢价，我们给予公司 2019 年估值 35 倍，按 2019 年业绩 1.6 亿元算，对应目标市值为 56 亿元，对应目标价为 48.7 元/股。公司 2019 年 28 倍估值，考虑到公司行业优势地位明显，2018-2020 年，三年收入与业绩复合增速分别高达 36%和 39%，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 3：可比公司估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	EPS		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E
300347.SZ	泰格医药	204	0.90	1.20	45	34
603259.SH	药明康德	869	1.54	1.97	51	40
300725.SZ	药石科技	61	1.00	1.54	56	36
300363.SZ	博腾股份	42	0.23	0.45	33	17
<b>行业均值</b>					46	32

数据来源：wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	301.28	425.28	571.38	751.56	净利润	76.45	112.24	158.47	203.49
营业成本	131.76	191.93	252.13	324.10	折旧与摊销	26.77	38.43	44.17	48.56
营业税金及附加	3.19	3.72	5.36	7.04	财务费用	-0.94	-3.22	-4.43	-5.99
销售费用	5.75	7.66	9.14	12.78	资产减值损失	1.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.42	108.45	139.99	184.13	经营营运资本变动	-25.04	50.48	61.72	74.47
财务费用	-0.94	-3.22	-4.43	-5.99	其他	41.19	-6.55	-6.52	-6.52
资产减值损失	1.58	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>120.01</b>	<b>191.39</b>	<b>253.42</b>	<b>314.00</b>
投资收益	1.86	6.00	6.00	6.00	资本支出	-33.10	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.52	0.52	0.52	0.52	其他	-190.57	6.52	6.52	6.52
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>-223.67</b>	<b>-33.48</b>	<b>-33.48</b>	<b>-33.48</b>
<b>营业利润</b>	<b>94.18</b>	<b>123.27</b>	<b>175.71</b>	<b>236.02</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.76	13.89	17.94	12.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>93.42</b>	<b>137.16</b>	<b>193.64</b>	<b>248.66</b>	股权融资	221.93	0.00	0.00	0.00
所得税	16.97	24.92	35.18	45.17	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	76.45	112.24	158.47	203.49	其他	5.20	3.76	4.43	5.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>227.13</b>	<b>3.76</b>	<b>4.43</b>	<b>5.99</b>
归属母公司股东净利润	76.45	112.24	158.47	203.49	<b>现金流量净额</b>	<b>121.92</b>	<b>161.67</b>	<b>224.37</b>	<b>286.51</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	404.62	566.29	790.66	1077.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	35.11	48.33	64.46	85.30	销售收入增长率	24.60%	41.16%	34.35%	31.53%
存货	92.24	134.41	176.58	226.99	营业利润增长率	75.88%	30.89%	42.54%	34.33%
其他流动资产	65.48	92.22	123.73	162.58	净利润增长率	47.89%	46.83%	41.18%	28.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	49.62%	32.06%	35.94%	29.30%
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	277.36	280.15	277.20	269.87	毛利率	56.27%	54.87%	55.87%	56.88%
无形资产和开发支出	42.91	41.84	40.78	39.72	三费率	27.30%	26.54%	25.33%	25.40%
其他非流动资产	23.15	23.00	22.84	22.68	净利率	25.37%	26.39%	27.73%	27.07%
<b>资产总计</b>	<b>940.87</b>	<b>1186.25</b>	<b>1496.25</b>	<b>1884.31</b>	ROE	13.71%	16.74%	19.11%	19.71%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.13%	9.46%	10.59%	10.80%
应付和预收款项	311.09	443.54	594.94	779.35	ROIC	51.59%	68.68%	141.14%	455.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.83%	37.27%	37.71%	37.07%
其他负债	71.99	72.13	72.27	72.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>383.08</b>	<b>515.67</b>	<b>667.21</b>	<b>851.78</b>	总资产周转率	0.39	0.40	0.43	0.44
股本	81.80	114.99	114.99	114.99	固定资产周转率	1.29	1.73	2.15	2.82
资本公积	261.04	227.85	227.85	227.85	应收账款周转率	13.78	13.97	14.08	13.83
留存收益	215.14	327.38	485.85	689.33	存货周转率	1.68	1.69	1.62	1.61
归属母公司股东权益	557.44	670.22	828.69	1032.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.47%	—	—	—
少数股东权益	0.35	0.35	0.35	0.35	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>557.79</b>	<b>670.58</b>	<b>829.04</b>	<b>1032.53</b>	资产负债率	40.72%	43.47%	44.59%	45.20%
负债和股东权益合计	940.87	1186.25	1496.25	1884.31	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.92	1.89	1.94	1.99
					速动比率	1.62	1.59	1.64	1.70
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.66	0.98	1.38	1.77
					每股净资产	4.85	5.83	7.21	8.98
					每股经营现金	1.04	1.66	2.20	2.73
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	120.01	158.49	215.45	278.58					
PE	58.66	39.95	28.30	22.04					
PB	8.04	6.69	5.41	4.34					
PS	14.89	10.54	7.85	5.97					
EV/EBITDA	23.03	24.58	17.04	12.15					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 20 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
	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
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn