

CDMO 快速增长, Q4 业绩超市场预期

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年实现营业收入 18.6 亿元, 同比增长 8.4%; 实现归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 6.5%; 实现扣非后归母净利润 1.8 亿元, 同比增长 30.6%; 经营性现金流 2.6 亿元, 同比-3.6%。
- **诺华 Entresto 快速放量, 公司 Q4 业绩超市场预期。** 公司 2018 年实现扣非后归母净利润 1.8 亿元, 同比增速 30.6%, 业绩符合预期, 考虑到公司股权激励费用影响 1600 万, 还原后扣非后归母净利润近 2 亿元, 超市场预期。从单季度看: 2018Q4 实现收入 5.9 亿元, 同比增长 22.8%, 实现归母净利润 6240 万元, 同比增长 85.3%, 实现扣非后净利润 5843 万元, 同比增长 90.0%, 单季度业绩大幅超市场预期, 超预期主要系诺华 Entresto 放量带动 CDMO 业务快速增长所致。分产品线看: 1) 合同定制 CDMO 业务: 2018 年实现收入 5.4 亿元, 同比增长 22.9%。CDMO 业务国际国内市场拓展迅速, 目前公司承接的 CDMO 项目中, 已上市项目 11 个, 处于 III 期临床的项目 35 个, 处于 I 期和 II 期临床试验的有 270 个。随着抗心衰等大品种产品受益于终端市场放量, 销量持续增长, CDMO 业务有望延续快速增长态势。2) 特色原料药及中间体业务: 2018 年实现收入 11.4 亿元, 同比增长 7.9%, 主要系公司 API 绿色化学工艺持续深化, 通过着力布局非甾体抗炎系列、糖尿病治疗系列产品线, 提升原有成熟产品的市场占有率及产品收益率; 此外公司携手国内知名药企实施仿制药深度嵌入式合作, 优势互补, 以参与制剂利润分成的模式, 进一步提升公司特色原料药及中间体产品的附加值, 2018 年毛利率同比上升了 3.5pp。2017 年公司实施限制性股票激励计划, 2017-2019 年扣非净利润不低于 1.35/1.9/2.85 亿元, 年复合增速达 45%, 在股权激励指引下, 我们判断公司 2019 年业绩仍将保持快速增长。
- **联合产业资本, 积极拓展 CRO/CDMO 一站式服务能力。** 公司目前业务主要为 CDMO 和 API, 位于医药产业链上游, 公司年报披露 CDMO 业务板块将积极通过战略合作, 拓展 CRO、临床前 CMC 以及预制剂等领域的研发实力, CDMO 一站式服务能力将进一步完善。2018 年初公司公告与中钰资本、泰格投资共同发起设立投资基金, 以创新药及高端仿制药研发、生产资源整合为方向, 围绕公司战略发展规划的相关产业, 开展医药领域多元布局
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.35 元、0.44 元和 0.53 元, 未来三年归母净利润将保持 40% 的复合增长率。考虑到 CDMO 业务前景广阔和公司订单快速增长, 公司业绩有望持续超预期, 参考可比公司我们给予公司 2019 年 33 倍估值, 对应目标价 11.55 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 在研品种研发进度低于预期, 上市放量低于预期, 订单执行周期带来季度业绩波动较大的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1862.23	2122.71	2439.66	2828.20
增长率	8.43%	13.99%	14.93%	15.93%
归属母公司净利润 (百万元)	157.15	283.40	352.77	430.73
增长率	6.46%	80.34%	24.48%	22.10%
每股收益 EPS (元)	0.19	0.35	0.44	0.53
净资产收益率 ROE	5.61%	9.46%	10.71%	11.79%
PE	47	26	21	17
PB	2.68	2.46	2.24	2.02

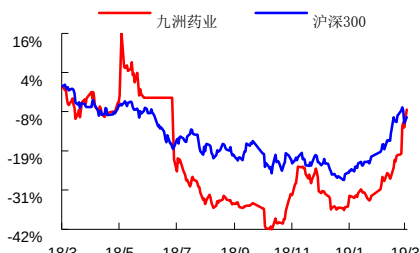
数据来源: Wind, 西南证券

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: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: ctl@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)	8.06
流通 A 股(亿股)	8.01
52 周内股价区间(元)	5.72-17.94
总市值(亿元)	74.54
总资产(亿元)	33.05
每股净资产(元)	3.44

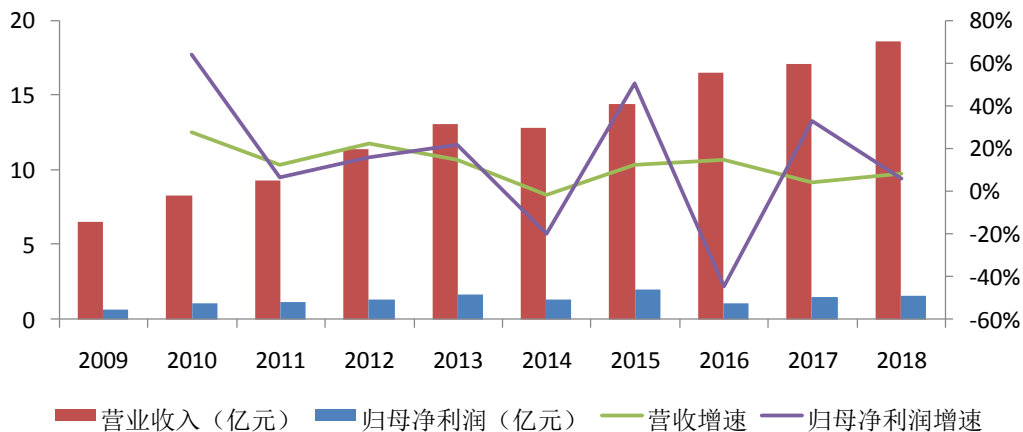
相关研究

1 公司主营：CDMO 一站式服务企业

公司是一家医药高新技术企业，主要致力于为国内外大中型制药企业提供创新药品在研发、生产方面的 CDMO 一站式服务；同时为全球化学原料药及医药中间体提供工艺技术创新和商业化生产的业务。截至报告期末，公司已与 Novartis、Gilead、Zoetis、Roche、Sandoz、Mylan、Teva、Meiji 等国际医药巨头建立了紧密的合作关系，与国内绿叶制药、华领医药等几十家知名新药研创公司结成紧密合作伙伴，并与国内知名药企形成仿制药深度嵌入式合作关系，产品服务范围多维度拓展。

2009-2018 年，公司营业收入由 6.5 亿增长至 18.6 亿元，复合增速为 12.3%；公司归母净利润由 6700 万增长至 1.6 亿元，复合增速为 10%。

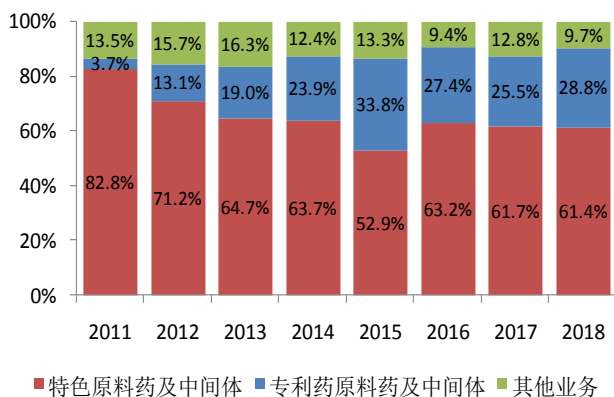
图 1：2009-2018 年公司营业收入与归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

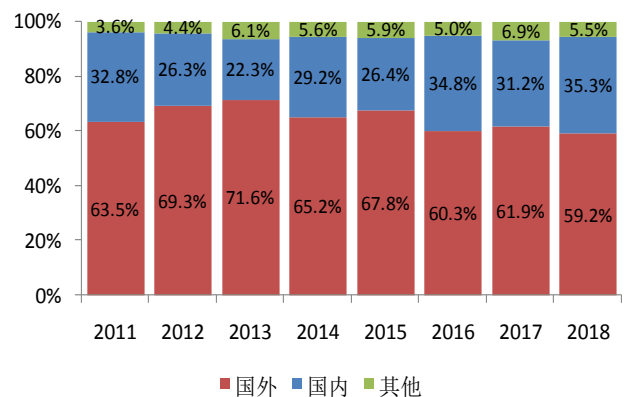
公司主营业务结构：公司的主营业务收入包括特色原料药及中间体、专利药原料药及中间体，特色原料药及中间体是长期以来公司的主要业务；随着技术的不断进步与客户关系的不断拓展，专利药的 CMO 业务也取得长足发展；公司主要营业收入来自于国外销售，国外收入比例一直维持 60% 左右。

图 2：2011-2018 年公司主营业务收入按产品类别构成情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2011-2018 年公司主营业务收入按地区构成情况



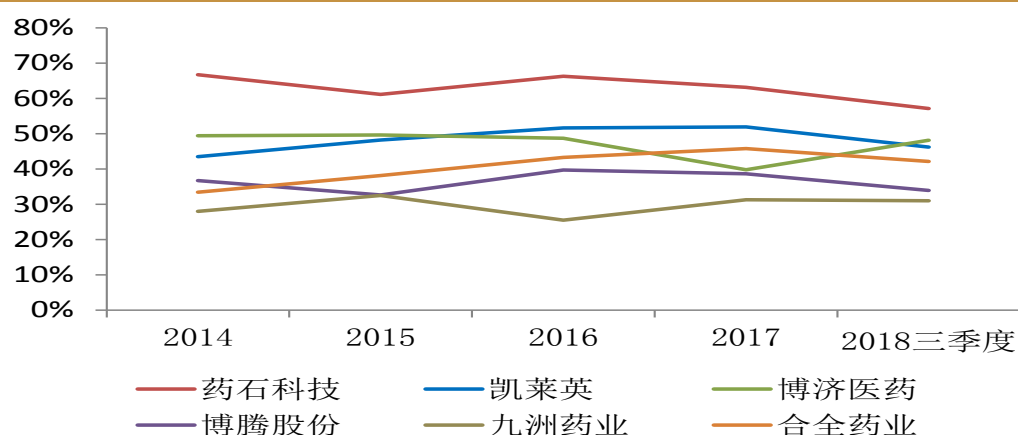
数据来源：wind，西南证券整理

2 经营情况：综合毛利率提升趋势明显

主要致力于为国内外大中型制药企业提供创新药品在研发、生产方面的 CDMO 一站式服务；同时为全球化学原料药及医药中间体提供工艺技术创新和商业化生产的业务。

传统原料药及中间体的综合毛利率较低，因此公司产品的综合毛利率低于行业可参比公司；随着公司在专利药原料药和中间体领域的不断积累和拓展，公司综合毛利率水平正逐步提升，未来提升趋势明显，有望达到行业平均水平。

图 4：2014-2018 前三季毛利率与同行业公司对比情况



数据来源：wind，西南证券整理

3 盈利预测与评级

关键假设：

假设 1: 合同定制 CDMO 业务: 预计 2019-2021 年完成订单金额增速维持在 30% 左右，毛利率维持在 45%；

假设 2: 特色原料药及中间体业务: 预计 2019-2021 年完成订单金额增速维持 8% 左右，毛利率维持 30% 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

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计：营业收入	1653.2	1717.4	1862.2	2122.7	2439.7	2828.2
yoy	14.4%	3.9%	8.4%	14.0%	14.9%	15.9%
合计：营业成本	1231.0	1182.3	1241.7	1398.7	1587.9	1817.6
毛利率	25.5%	31.2%	33.3%	34.1%	34.9%	35.7%
合同定制						
收入	453.4	437	536.9	698.0	907.4	1179.6
yoy	-7.2%	-3.6%	22.9%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	310.7	215.8	291.2	383.9	499.0	648.8

单位：百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	31.5%	50.6%	45.8%	45.0%	45.0%	45.0%
特色原料药及中间体						
收入	1045.4	1060.3	1143.9	1235.4	1334.2	1441.0
yoy	36.8%	1.4%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
成本	788.5	785	806.4	864.8	934.0	1008.7
毛利率	24.6%	26.0%	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%
其他产品						
收入	71.5	100.2	79.3	87.2	96.0	105.5
yoy	-32.9%	40.1%	-20.9%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	52	62	40.2	48.0	52.8	58.1
毛利率	27.3%	38.1%	49.3%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务						
收入	82.8	119.9	102.1	102.1	102.1	102.1
yoy	-2.4%	44.8%	-14.8%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	79.8	119.6	103.9	102.1	102.1	102.1
毛利率	3.6%	0.3%	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：wind，西南证券

参考 CRO/CMO 估值情况，行业平均估值 2019 年为 33.3 倍 PE。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.35 元、0.44 元和 0.53 元，未来三年归母净利润将保持 40% 的复合增长率，当前 PE 26 倍。考虑到 CDMO 业务前景广阔和公司订单快速增长，公司业绩有望持续超预期，参考可比公司我们给予公司 2019 年 33 倍估值，对应目标价 11.55 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002821.SZ	凯莱英	219	3.4	4.5	5.9	7.8	64.2	48.6	37.1	28.0
300363.SZ	博腾股份	59	1.1	1.3	2.0	2.8	54.6	43.4	29.5	21.2
平均							59.4	46.0	33.3	24.6

数据来源：wind，西南证券整理。注：wind 一致预期截止 2019-3-11

附件：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	1862.23	2122.71	2439.66	2828.20	净利润	155.92	286.26	356.33	435.08
营业成本	1241.71	1398.75	1587.89	1817.60	折旧与摊销	175.93	81.46	81.46	81.46
营业税金及附加	22.40	26.13	30.64	19.51	财务费用	-13.41	-20.06	-24.44	-28.85
销售费用	32.12	36.34	41.90	48.56	资产减值损失	34.69	5.00	5.00	5.00
管理费用	240.10	339.63	378.15	452.51	经营营运资本变动	-228.57	7.71	-138.92	-157.84
财务费用	-13.41	-20.06	-24.44	-28.85	其他	140.23	12.24	-3.00	7.09
资产减值损失	34.69	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	264.78	372.61	276.43	341.94
投资收益	-19.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	-42.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-16.09	-7.92	-9.32	-9.98	其他	-237.44	-7.92	-9.32	-9.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-280.19	-7.92	-9.32	-9.98
营业利润	193.74	329.00	411.19	503.89	短期借款	5.86	-32.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.15	7.78	8.02	7.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	192.60	336.78	419.21	511.86	股权融资	15.07	0.00	0.00	0.00
所得税	36.67	50.52	62.88	76.78	支付股利	0.00	-31.43	-56.68	-70.55
净利润	155.92	286.26	356.33	435.08	其他	-84.45	13.59	24.44	28.85
少数股东损益	-1.23	2.86	3.56	4.35	筹资活动现金流净额	-63.52	-49.84	-32.24	-41.70
归属母公司股东净利润	157.15	283.40	352.77	430.73	现金流量净额	-64.90	314.86	234.87	290.25
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	276.11	590.97	825.83	1116.09	成长能力				
应收和预付款项	648.02	615.40	728.19	858.37	销售收入增长率	8.43%	13.99%	14.93%	15.93%
存货	534.96	593.29	682.11	778.96	营业利润增长率	10.31%	69.81%	24.98%	22.54%
其他流动资产	46.44	52.94	60.84	70.53	净利润增长率	6.22%	83.59%	24.48%	22.10%
长期股权投资	12.80	12.80	12.80	12.80	EBITDA 增长率	-3.49%	9.58%	19.93%	18.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1504.36	1442.00	1379.64	1317.28	毛利率	33.32%	34.11%	34.91%	35.73%
无形资产和开发支出	200.23	181.21	162.19	143.16	三费率	13.90%	16.77%	16.22%	16.70%
其他非流动资产	81.99	81.91	81.83	81.76	净利率	8.37%	13.49%	14.61%	15.38%
资产总计	3304.91	3570.52	3933.43	4378.95	ROE	5.61%	9.46%	10.71%	11.79%
短期借款	32.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.72%	8.02%	9.06%	9.94%
应付和预收款项	377.79	420.87	476.69	548.67	ROIC	5.80%	10.14%	12.63%	14.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.13%	18.39%	19.19%	19.68%
其他负债	117.01	123.19	130.62	139.65	营运能力				
负债合计	526.81	544.06	607.32	688.32	总资产周转率	0.58	0.62	0.65	0.68
股本	805.89	1163.93	1163.93	1163.93	固定资产周转率	1.32	1.57	1.89	2.30
资本公积	944.23	586.18	586.18	586.18	应收账款周转率	4.31	3.98	4.34	4.24
留存收益	1038.21	1290.18	1586.27	1946.44	存货周转率	2.27	2.46	2.47	2.48
归属母公司股东权益	2773.58	3019.08	3315.16	3675.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.40%	—	—	—
少数股东权益	4.52	7.39	10.95	15.30	资本结构				
股东权益合计	2778.10	3026.46	3326.11	3690.64	资产负债率	15.94%	15.24%	15.44%	15.72%
负债和股东权益合计	3304.91	3570.52	3933.43	4378.95	带息债务/总负债	6.07%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.28	3.89	4.26	4.55
					速动比率	2.12	2.65	3.00	3.30
					股利支付率	0.00%	11.09%	16.07%	16.38%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.35	0.44	0.53
					每股净资产	3.45	3.76	4.13	4.58
					每股经营现金	0.33	0.46	0.34	0.42
					每股股利	0.00	0.04	0.07	0.09
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	356.26	390.40	468.22	556.49					
PE	47.44	26.30	21.13	17.31					
PB	2.68	2.46	2.24	2.02					
PS	4.00	3.51	3.06	2.64					
EV/EBITDA	20.01	25.86	21.06	17.20					
股息率	0.00%	0.42%	0.76%	0.95%					

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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn