

业绩符合预期, 商业化业务收入增长突出

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年实现营业收入18.3亿元, 同比增长28.9%; 实现归母净利润4.3亿元, 同比增长25.5%; 扣非后净利润为3.7亿元, 同比增长24.2%。
- **全年收入与业绩增长稳定, 主营商业化CDMO业务收入增长势头良好。**2018Q4实现收入与归母净利润分别为6.3亿、1.7亿, 同比增长19.5%、19.1%, 低于前三季度增速水平。商业化阶段CDMO依然是公司增长核心, 收入为10.4亿元, 同比增长36.3%; 临床阶段业务收入5.9亿元, 同比增长11.1%; 技术服务收入2亿元, 同比增长57.7%。海外业务依然占绝对核心地位, 2018年公司海外收入16.6亿元, 占比为90.5%。期间费用率保持健康, 2018年销售费用率为4.1%, 相比2017增加0.3个百分点; 管理费用率为11.3%, 相比2017下降5.4个百分点, 未来随着收入规模的不断增加, 管理费用率有进一步下降空间。2018年, 公司综合毛利率46.5%, 同比下滑5.3%; 其中, 临床阶段与商业化CDMO业务毛利率分别为41.2%、46.4%, 同比分别下降7.2%、4.7%。
- **研发投入比例行业最高, CDMO业务技术含量足。**2018年, 公司研发投入1.6亿元, 同比增长59.6%, 占收入比例8.5%, 同行业占比最高。公司持续开发全球领先绿色制药关键技术, 在连续性反应技术方面不断获得突破; 在生物酶催化技术方面, 公司开发的多酶共固定化的新技术已经在连续反应中成功应用。此外, 公司进一步布局化学大分子药领域, 扩展公司整体业务, 已全面掌握多肽药物的合成、分析、分离与纯化技术; 在该领域, 公司已进一步扩大多肽、多糖和寡核苷酸化学大分子药物的生产规模, 增强在该领域的产品服务竞争力, 推动公司整体业务的深入扩展。公司注重自主研发, 知识产权不断获得突破, 技术优势凸显; 截至2018年底, 公司合计申请国内外专利178项, 累计授权专利89项, 其中中国授权73项, 国外授权16项; 报告期内提交PCT申请5项。
- **重视技术创新, 打造千人规模研发团队。**公司以人为本, 始终专注于技术创新, 打造了一支豪华的研发团队。截止2018年底, 公司全球员工数量3291人, 研发人员1468人, 占总人数的44.61%; 其中国家“千人计划”专家1名, 天津市“千人计划”专家2名, 海外跨国公司经验人员77人。公司拥有国内外顶尖专家顾问团队, 包括聘请包括诺贝尔化学奖得主、著名研究所教授、跨国制药企业高管在内的多位国际顶尖专家、学者组建技术顾问委员会, 在技术领域接轨世界前沿并保持国际领先的技术优势。
- **盈利预测与评级。**预计2019-2021年EPS分别为2.46元、3.29元、4.18元, 对应PE分别为38倍、29倍、23倍。公司CDMO业务前景广阔, 未来3年业绩复合增速达31%, 参考可比公司我们给予公司2019年46倍行业平均PE, 对应目标价114元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 肿瘤药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1834.88	2416.93	3118.68	3914.36
增长率	28.94%	31.72%	29.04%	25.51%
归属母公司净利润(百万元)	428.30	568.46	759.88	964.33
增长率	25.49%	32.73%	33.67%	26.91%
每股收益EPS(元)	1.86	2.46	3.29	4.18
净资产收益率ROE	16.19%	19.80%	20.59%	20.50%
PE	51	38	29	23
PB	8.68	6.98	5.54	4.41

数据来源: Wind, 西南证券

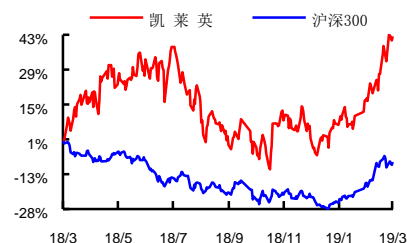
西南证券研究发展中心

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

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)	2.31
流通A股(亿股)	1.21
52周内股价区间(元)	58.71-94.93
总市值(亿元)	218.03
总资产(亿元)	31.85
每股净资产(元)	10.88

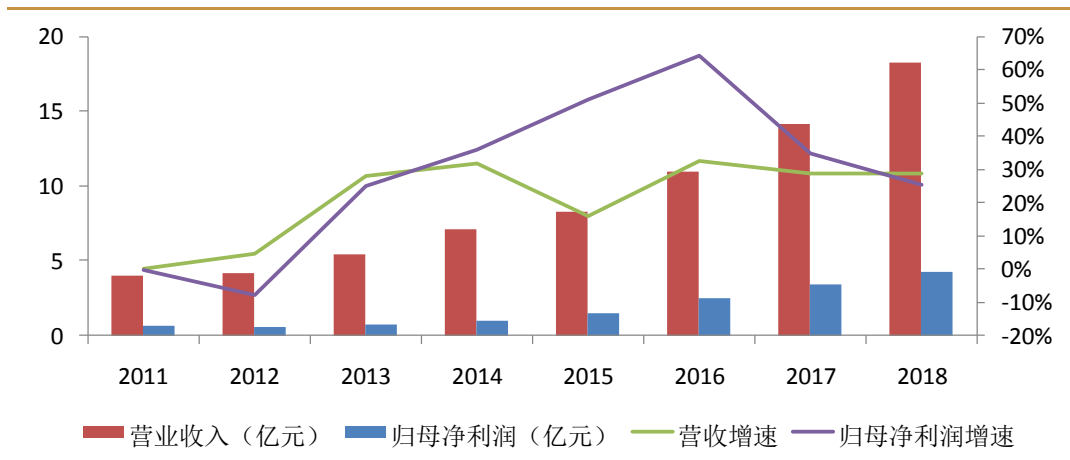
相关研究

1 公司主营：国内领先的 CDMO 服务企业

公司是一家国内外领先的 CDMO（医药合同定制研发生产）解决方案提供商，主要致力于全球制药工艺的技术创新和商业化应用，为国内外大中型制药企业、生物技术企业提供药物研发、生产一站式 CMC 服务。目前已形成包括国内创新药 CMC 服务、MAH 业务、制剂研发生产、仿制药一致性评价、临床试验服务、生物样本检测以及药品注册申报等在内的全方位服务体系。

公司凭借技术优势，在 CDMO 领域实现快速成长。2011-2018 年，公司营业收入由 4.1 亿增长至 18.3 亿元，复合增速为 24%；公司归母净利润由 6500 万增长至 4.3 亿元，复合增速为 30.9%。

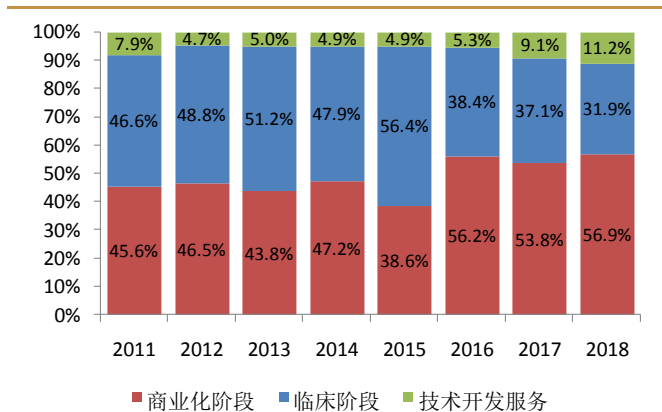
图 1：2011-2018 年公司营业收入与归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

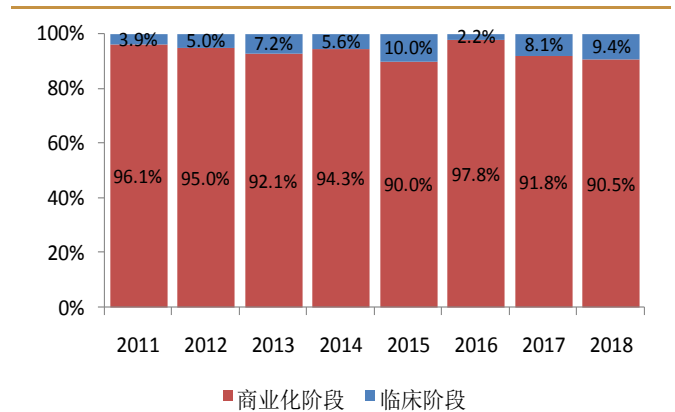
公司主营业务结构：公司作为一家技术驱动型的 CDMO 企业，公司严格按照 cGMP 标准服务创新药和重磅药物的研发生产，主营业务包括临床阶段、商业化阶段的 CDMO，以及技术服务。产品涉及的药品包括涉及病毒、感染、肿瘤、心血管、神经系统、糖尿病等多个重大疾病治疗领域，部分药物成为全球突破性重磅新药。公司主要营业收入来自于国外客户，国外收入比例一直维持 90% 以上，近两年国内客户收入逐步增加，占比已接近 10%。

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

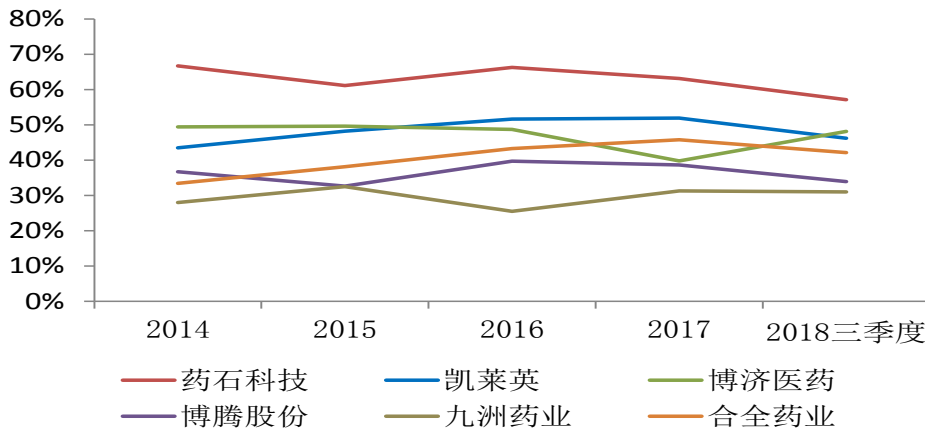


数据来源：wind，西南证券整理

2 经营情况：综合盈利能力处于行业上游

公司致力于化学药物 CDMO 一站式服务，注重生产工艺的研发，研发费用/营业收入比例处于行业最高水平；因此，公司的盈利能力一直处于行业上游水平，综合毛利率也处于上游。

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

公司注重研发，CDMO 业务综合盈利能力行业领先。和行业同类公司相比，在综合毛利率、净利率（扣非后净利润）、研发/收入比例这三个指标数据中，公司均处于行业领先地位。

表 1：公司与行业可比公司毛利率、净利率、研发/收入比率指标数据对比

行业对比公司	毛利率	净利率(扣非后净利润)	研发/收入占比
药石科技	57.0%	25.4%	8.4%
恒瑞医药	86.5%	22.3%	13.9%
凯莱英	46.3%	20.1%	8.5%
药明康德	40.7%	18.1%	4.3%
昭衍新药	53.3%	17.8%	7.5%
康龙化成	31.8%	11.2%	1.2%
九洲药业	31.0%	9.6%	4.9%
博腾股份	33.9%	6.4%	7.6%

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：商业化阶段 CDMO 业务：预计 2019-2021 年完成订单金额增速分别为 32%、31%、27%，毛利率分别为 45%、44.5%、44%；

假设 2：临床阶段 CDMO 业务：预计 2019-2021 年完成订单金额增速维持 25%左右，毛利率维持 41%左右；

假设 3：技术开发服务业务：预计 2019-2021 年完成订单金额增速分别为 50%、30%、20%，毛利率分别为 60%、58%、57%。

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 2：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	1,103.19	1,423.04	1,834.88	2,416.93	3,118.69	3,914.37
yoy	19.03%	28.99%	28.94%	31.72%	29.04%	25.51%
合计：营业成本	533.91	686.74	981.67	1,312.52	1,710.85	2,167.56
毛利率	51.60%	51.74%	46.50%	45.69%	45.14%	44.63%
商业化阶段						
收入	619.50	766.46	1,044.47	1,378.70	1,806.10	2,293.74
yoy		23.72%	36.27%	32.00%	31.00%	27.00%
成本	316.15	375.56	560.38	758.29	1,002.38	1,284.50
毛利率	48.97%	51.00%	46.35%	45.00%	44.50%	44.00%
临床阶段						
收入	424.03	527.68	586.04	732.55	915.69	1,144.61
yoy		24.44%	11.06%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	196.61	271.01	343.30	432.20	542.09	678.75
毛利率	53.63%	48.64%	41.42%	41.00%	40.80%	40.70%
技术开发服务						
收入	59.66	128.20	202.18	303.27	394.25	473.10
yoy		114.88%	57.71%	50.00%	30.00%	20.00%
成本	21.15	38.49	77.39	121.31	165.59	203.43
毛利率	64.55%	69.98%	61.72%	60.00%	58.00%	57.00%

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 46 倍 PE。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.46 元、3.29 元、4.18 元，未来三年归母净利润将保持 31% 的复合增长率，当前 PE38 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 46 倍 PE，对应目标价 114 元，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)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300725.SZ	药石科技	104	0.67	1.3	1.9	2.7	155.2	80.0	54.7	38.5
300347.SZ	泰格医药	313	3	4.6	6.2	8.2	104.3	68.0	50.5	38.2
300363.SZ	博腾股份	61	1.1	1.3	2	2.8	55.5	46.9	30.5	21.8
603259.SH	药明康德	1096	12.3	19.8	22.8	28.1	91.6	56.9	49.4	40.1
平均							102	63	46	35

数据来源：wind，西南证券整理。注：wind 一致预期截止 2019-3-18

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1834.88	2416.93	3118.68	3914.36	净利润	406.45	618.46	809.88	1014.33
营业成本	981.67	1312.52	1710.85	2167.56	折旧与摊销	103.98	101.05	117.93	125.66
营业税金及附加	19.75	27.81	34.96	43.97	财务费用	3.07	3.78	3.59	2.87
销售费用	74.37	99.09	130.98	168.32	资产减值损失	4.85	4.00	4.00	4.00
管理费用	206.93	265.86	311.87	371.86	经营营运资本变动	-120.92	-196.46	-217.26	-220.57
财务费用	3.07	3.78	3.59	2.87	其他	17.63	-4.00	-4.00	-4.00
资产减值损失	4.85	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	415.06	526.83	714.14	922.29
投资收益	6.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-352.15	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	10.33	0.00	0.00	0.00	其他	-231.55	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-583.70	-40.00	-40.00	-40.00
营业利润	461.39	703.87	922.43	1155.78	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.77	2.14	2.09	2.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	460.62	706.01	924.52	1157.91	股权融资	65.88	0.00	0.00	0.00
所得税	54.17	87.55	114.64	143.58	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	406.45	618.46	809.88	1014.33	其他	-108.59	-9.52	-3.59	-2.87
少数股东损益	-21.85	50.00	50.00	50.00	筹资活动现金流净额	-42.70	-9.52	-3.59	-2.87
归属母公司股东净利润	428.30	568.46	759.88	964.33	现金流量净额	-223.26	477.31	670.55	879.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	629.97	1107.28	1777.84	2657.25	成长能力				
应收和预付款项	567.01	765.53	994.91	1239.85	销售收入增长率	28.94%	31.72%	29.04%	25.51%
存货	424.12	567.05	739.15	936.46	营业利润增长率	9.96%	52.56%	31.05%	25.30%
其他流动资产	73.30	94.30	119.62	148.32	净利润增长率	12.89%	52.16%	30.95%	25.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	4.01%	42.27%	29.09%	23.02%
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	1214.10	1155.95	1080.93	998.17	毛利率	46.50%	45.69%	45.14%	44.63%
无形资产和开发支出	117.58	115.22	112.87	110.52	三费率	15.50%	15.26%	14.31%	13.87%
其他非流动资产	159.27	158.71	158.16	157.60	净利率	22.15%	25.59%	25.97%	25.91%
资产总计	3185.34	3964.05	4983.46	6248.18	ROE	16.19%	19.80%	20.59%	20.50%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.76%	15.60%	16.25%	16.23%
应付和预收款项	356.82	461.18	596.52	761.84	ROIC	25.04%	30.99%	36.83%	42.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.98%	33.46%	33.47%	32.81%
其他负债	317.95	379.58	453.77	538.84	营运能力				
负债合计	674.77	840.76	1050.30	1300.69	总资产周转率	0.63	0.68	0.70	0.70
股本	230.72	230.72	230.72	230.72	固定资产周转率	2.20	2.46	2.96	3.85
资本公积	1104.47	1104.47	1104.47	1104.47	应收账款周转率	3.76	3.92	3.83	3.79
留存收益	1286.91	1855.38	2615.25	3579.58	存货周转率	2.87	2.65	2.62	2.59
归属母公司股东权益	2510.57	3073.29	3833.17	4797.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.86%	—	—	—
少数股东权益	0.00	50.00	100.00	150.00	资本结构				
股东权益合计	2510.57	3123.29	3933.17	4947.49	资产负债率	21.18%	21.21%	21.08%	20.82%
负债和股东权益合计	3185.34	3964.05	4983.46	6248.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.14	3.59	3.97	4.27
					速动比率	2.35	2.79	3.16	3.47
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.86	2.46	3.29	4.18
					每股净资产	10.88	13.54	17.05	21.44
					每股经营现金	1.80	2.28	3.10	4.00
					每股股利	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
	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