

日期: 2019年04月29日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号: S0870119030007

### 基本数据 (2018Q4)

报告日股价 (元)	62.0
12mth A 股价格区间 (元)	38.5-68.8
总股本 (百万股)	500.18
无限售 A 股/总股本	70%
流通市值 (亿元)	216.01
每股净资产 (元)	5.54
PBR (X)	11.19
DPS (Y2017, 元)	10 派 2.00

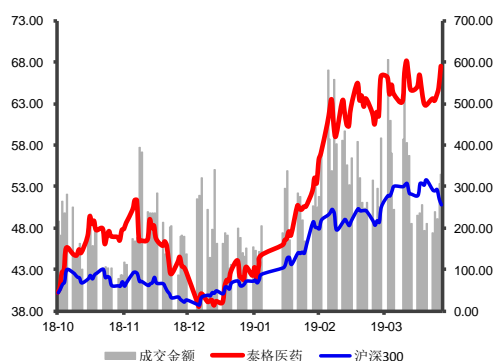
### 主要股东 (2018Q4)

叶小平	24.82%
曹晓春	8.75%
香港中央结算有限公司(陆股通)	5.97%

### 收入结构 (2018Y)

临床试验技术服务	47.96%
临床研究相关咨询服务	51.93%
其他	0.11%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

# 咨询服务高速成长, 投资收益增厚利润

## ■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告。

## ■ 事项点评

### 营收保持稳健增长, 投资收益增厚利润

公司2018全年实现营收23.01亿元, 同比增长36.37%; 归母净利润4.72亿元, 同比增长56.86%, 其中公司投资收益共实现收入1.19亿元, 约占利润总额的20%, 近年公司凭借其CRO平台优势, 积极参与投资新兴药企及医疗类基金, 保持股权投资的长期收益, 持续提升利润增速; 扣非后归母净利润3.57亿元, 同比增长48.83%。2018年公司整体毛利率为43.15%, 基本与2017年持平。在期间费用方面, 公司的销售费用和管理费用分别为0.54亿元和3.14亿元, 销售费用率和管理费用率分别为2.37%和13.66%, 其中管理费用率增长了1.4pct, 主要是由于报告期内其子公司方达在香港递交上市申请产生的上市费用。

### 临床咨询服务高速成长, 业绩受益国内研发浪潮

从细分业务板块来看, 2018年, 公司临床试验技术服务实现收入11.03亿元, 占总营收比重约48%, 同比增长34.51%, 毛利率为38.57%, 其中I-IV期临床、注册业务实现收入9.18亿元, 较上年同期增长43.67%, 保持较快增速。临床研究相关咨询服务实现收入11.95亿元, 占营收比重约52%, 同比增长44.63%, 毛利率达47.37%, 其中数据管理与统计业务实现收入3.19亿元, 同比增长28.48%; SMO (临床研究医院现场管理) 业务实现收入2.06亿元, 同比增长57.21%; 方达医药CMC、DMPK和毒理学等业务实现收入4.81亿元, 同比增长43.43%, 咨询服务作为较高毛利业务板块, 其收入高速增长提升公司业绩表现。

从不同地区情况来看, 受益于国内创新药行业的快速发展以及医药研发投入的迅速提升, 2018年公司收入增速主要来源于境内订单增加, 报告期内国内地区收入达到12.34亿元, 占总营收比例为54%, 同比增长71.05%; 境外地区实现收入10.66亿元, 占营收比重约46%, 同比增长10.45%。此外, 由于我国药物审评政策正在向国际体系逐步靠拢, 为进一步满足国内客户对于国际多中心临床试验的需求, 公司在报告期内新增东欧子公司, 加速落实公司的全球产业布局, 拓展欧洲业务, 未来有望推动国内新药走向全球市场。

### 订单与人员数量持续增长, 经验积累助力稳固行业地位

公司作为中国医药外包行业的领军企业, 受益于全球新药研发浪

潮，业绩保持稳健增长。报告期内，公司新增合同金额33.08亿元，同比增长36.36%，截至2018年底，公司累计待执行合同金额36.83亿元，同比增长32.79%，在手订单的持续增长，保障公司营收稳步提升。此外，公司作为CRO企业，属于人才密集型行业，因此，人才数量也是衡量公司规模及未来业绩的主要因素。截至2018年，公司员工数量达到3898名，同比增长21.28%，从而进一步支持公司未来业务扩张。

伴随业务量的快速增长，公司技术团队的经验积累日益丰富。截至2018年底，公司共参与166个项目的国内创新药临床试验（包括28个生物制品项目和138个化学药物项目），覆盖感染、肿瘤、内分泌、心血管等疾病领域。报告期内，由公司注册申报的2个Aprocritentan（难治性高血压治疗药物）项目作为第一批通过临床试验默示许可项目在国家药监局药品审评中心官网上公示；此外，公司以较快速度成功助力歌礼生物完成首个1类丙肝创新药戈诺卫的III期以及部分II期试验。因此，凭借其具备丰富研发经验的技术团队和与客户之间逐步加深的战略合作，公司将进一步稳固行业龙头地位，保障业绩稳步增长。

## ■ 风险提示

行业监管政策变化风险；医药研发服务行业竞争加剧风险；商誉减值风险；汇率风险

## ■ 投资建议

### 首次覆盖，给予“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS至1.35、1.82元，动态PE分别为50.11倍和37.06倍。我们认为，伴随全球创新药产业的景气度提升以及科创板助力国内创新型药企融资，未来全球医药研发投入将进一步增加，公司作为国内临床CRO领军企业，凭借其立足全球的CRO平台以及丰富的项目经验，业绩将有望持续受益于快速增长的订单数及较强的客户粘性，充分享受国内创新药产业升级红利，营收具备明确成长性。此外，由于公司正在积极投资医药行业投资基金，受益于目前我国新兴创新药企业的不断成长，公司的股权投资将有望成为业绩增长的推动力之一。首次覆盖，我们给予公司“谨慎增持”评级。

## ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,301	3,027	3,955	5,129
年增长率	36.37%	31.59%	30.64%	29.69%
归属于母公司的净利润	472	674	912	1,194
年增长率	56.86%	42.70%	35.15%	30.92%
每股收益(元)	0.94	1.35	1.82	2.39
PER(X)	71.55	50.11	37.06	28.31

注：有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	704	1,373	2,104	2,975
存货	1	0	1	0
应收账款及票据	833	1,167	1,446	1,943
其他	65	109	112	137
流动资产合计	1,603	2,650	3,662	5,055
长期股权投资	103	103	103	103
固定资产	255	208	161	114
在建工程	0	0	0	0
无形资产	28	21	15	9
其他	2,291	1,861	1,987	2,036
非流动资产合计	2,677	2,194	2,266	2,262
<b>资产总计</b>	<b>4,280</b>	<b>4,843</b>	<b>5,929</b>	<b>7,317</b>
短期借款	603	603	603	603
应付账款及票据	85	96	136	161
其他	521	589	728	896
流动负债合计	1,209	1,287	1,466	1,660
长期借款和应付债券	3	0	0	0
其他	34	54	40	42
非流动负债合计	37	54	40	42
<b>负债合计</b>	<b>1,246</b>	<b>1,341</b>	<b>1,506</b>	<b>1,702</b>
少数股东权益	366	431	514	618
股东权益合计	3,034	3,502	4,423	5,615
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,280</b>	<b>4,843</b>	<b>5,929</b>	<b>7,317</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	472	674	912	1,194
折旧和摊销	61	53	53	53
营运资本变动	189	(90)	(57)	(197)
<b>经营活动现金流</b>	<b>522</b>	<b>637</b>	<b>903</b>	<b>1,069</b>
资本支出	(11)	0	0	0
投资收益	119	86	102	94
<b>投资活动现金流</b>	<b>(367)</b>	<b>494</b>	<b>(26)</b>	<b>44</b>
股权融资	0	0	0	0
负债变化	(14)	(3)	0	0
股息支出	0	(112)	(202)	(154)
<b>融资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>(279)</b>	<b>(96)</b>	<b>(110)</b>
<b>净现金流</b>	<b>166</b>	<b>852</b>	<b>781</b>	<b>1,003</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,301</b>	<b>3,027</b>	<b>3,955</b>	<b>5,129</b>
营业成本	1,309	1,704	2,182	2,798
营业税金及附加	9	8	10	13
营业费用	54	71	94	121
管理费用	314	394	514	667
财务费用	7	21	15	10
资产减值损失	51	36	59	67
投资收益	119	86	102	94
公允价值变动损益	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>596</b>	<b>880</b>	<b>1,183</b>	<b>1,548</b>
营业外收支净额	10	11	11	12
<b>利润总额</b>	<b>606</b>	<b>891</b>	<b>1,194</b>	<b>1,560</b>
所得税	99	151	199	263
净利润	507	740	995	1,297
少数股东损益	35	65	83	104
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>472</b>	<b>674</b>	<b>912</b>	<b>1,194</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	36.37%	31.59%	30.64%	29.69%
EBITDA 增长率	65.33%	28.08%	31.11%	28.80%
EBIT 增长率	63.50%	31.17%	32.95%	30.09%
净利润增长率	56.86%	42.70%	35.15%	30.92%
毛利率	35.31%	35.46%	35.52%	35.48%
EBITDA/总收入	32.38%	31.52%	31.64%	31.42%
EBIT/总收入	29.85%	29.76%	30.29%	30.38%
净利润率	20.52%	22.26%	23.03%	23.24%
资产负债率	29.10%	27.69%	25.40%	23.26%
流动比率	1.33	2.06	2.50	3.05
速动比率	1.33	2.06	2.50	3.05
总资产回报率 (ROA)	11.84%	15.26%	16.76%	17.71%
净资产收益率 (ROE)	17.69%	21.94%	23.30%	23.86%
EV/营业收入	10.0	8.9	10.8	8.1
EV/EBITDA	27.4	34.2	25.5	19.3
PE	71.6	50.1	37.1	28.3
PB	12.7	11.0	8.6	6.8

## 分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。