

日期: 2019年08月13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)	54.42
12mth A 股价格区间 (元)	38.86-79.0
总股本 (百万股)	161.33
无限售 A 股/总股本	49%
流通市值 (亿元)	42.88
每股净资产 (元)	4.18
PBR (X)	13.03
DPS (Y2017, 元)	无

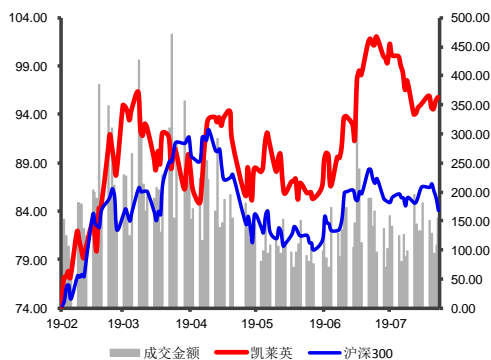
主要股东 (2018Q4)

冯宇霞	28.38%
周志文	15.61%
顾晓磊	8.75%

收入结构 (2019H1)

技术服务	97.4%
实验动物及附属产品销售	0.7%
其他业务	1.9%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



中报业绩超预期 产能释放推动业绩提升

■ 公司动态事项

公司发布2019年半年度报告。

■ 事项点评

营收保持稳健增长, 临床业务增长提升整体业绩弹性

2019年上半年, 公司实现营业收入2.01亿元, 同比增长48.7%, 经营业绩大幅提升; 实现归母净利润0.40亿元, 同比增长78.9%; 扣非后归母净利润0.29亿元, 同比增长87.2%。公司于2019年上半年签订的合同额较上年同期增长约21%, 而在手订单量约为10亿, 较去年同期增加约17.6%, 为公司全年业绩成长提供保障。

2019上半年公司整体毛利率为50.90%, 较去年同期基本持平。期间费用率方面, 公司的销售费用率和管理费用率分别为2.49%和27.99%, 其中销售费用率相比去年同期增长0.4pct, 主要是由于公司人工薪酬和业务量增长导致销售费用增长所致。研发费用方面, 公司近年不断加大研发投入, 2019年上半年, 公司的研发投入0.16亿元, 相比上年同期增长50.9%, 占营收比例为7.9%。

服务团队持续扩张, 人才激励不断完善

公司所处CRO行业的核心是人才, 为满足不断增长的客户需求及订单量, 2019年上半年, 公司员工队伍实现进一步壮大, 建立了近1000人的专业服务团队, 相比年初增加近200名员工。为完善人才激励体系, 公司于2019年7月推出2019年限制性股票和股票期权的激励计划, 其行权条件是以2018年营业收入为基数, 接下来三年的营收增长率分别不低于30%、69%和119.7%。该激励计划共覆盖238名核心骨干, 有望推动人才和公司共同成长, 保障公司未来业绩稳步提升。

建设项目投产顺利, 产能释放带来业绩弹性

产能建设方面, 公司已于2019年上半年完成多个建设项目投产, 其中包括北京小动物房和苏州动物房3号楼、7号楼。这些新产能的投放在一定程度上缓解了公司设施供应紧张的情况, 极大的提升了服务通量与容量, 使得公司在2019年上半年完成的专题数及在研的专题数较去年同期均实现较大幅度增长, 业务工作量明显增加。此外, 公司还有部分功能实验室正在装修过程中, 预计在9月份投入使用, 设施容量的扩充和优化, 对现有的服务能力以及新增的临床分析业务能力都将有良好的促进协同作用。因此, 我们预计, 新产能的释放后续将为公司带来较强的业绩弹性。

纵向拓展新业务领域，国际化进程迈出首步

为拓展公司主营业务范围及对上下游产业链进行布局，公司近年积极开拓医疗器械、临床试验、临床分析和药物警戒市场，潜在客户数量稳步增长。临床服务方面，截至2019年上半年，与公司签约的临床I期研究中心已有2家完成了硬件、人员团队、质量体系的建设，预计年底前可以正式承接业务，有望成为公司新的业绩增长点。药物警戒方面，公司已自主研发了一站式药物警戒管理平台iPVMAP，并与不同规模类型企业建立了药物警戒合作关系，处于积极布局市场阶段。我们认为，临床服务、药物警戒等新业务虽然目前仍处于发展早期阶段，但由于该类业务与公司安评业务具有较强协同作用，因此，伴随新业务市场拓展，有望为公司主营业务带来客户引流，并在未来成为公司新的成长点，带动整体业绩提升。

全球市场拓展方面，2019年5月，公司与美国临床前CRO公司BIOMERE的股东达成收购意向，此次收购是公司国际化并购的首次尝试，通过本次收购，公司将在美国地区拥有自己的实验设施，进一步完善在美国市场的布局，有望提升公司在全球的知名度，吸引国外新增客户，为公司业绩增长提供有力支撑。

■ 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；新业务拓展不及预期风险

■ 投资建议

给予“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS至0.93、1.27元，以8月09日收盘价53.40元计算，动态PE分别为57.8倍和42.0倍。我们认为，公司作为临床前安全性评价的龙头企业，在手订单量增长迅速，因此，伴随新建产能逐步落地，公司订单专题完成量将持续提升，保障业绩平稳增长。此外，新业务领域的持续发展将有望在未来增厚公司业绩，具备明确成长性。我们看好公司未来发展，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	408.80	571.36	782.51	1,063.37
年增长率	35.69%	39.77%	36.96%	35.89%
归属于母公司的净利润	108.34	148.96	205.21	282.45
年增长率	41.72%	37.49%	37.76%	37.64%
每股收益(元)	0.67	0.92	1.27	1.75
PER(X)	79.52	57.84	41.98	30.50

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	149	159	171	220
存货	115	171	219	310
应收账款及票据	46	60	85	113
其他	381	323	289	352
流动资产合计	690	713	764	996
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	290	266	241	217
在建工程	80	463	750	1,030
无形资产	48	46	44	42
其他	34	18	21	23
非流动资产合计	452	794	1,057	1,313
资产总计	1,141	1,507	1,821	2,308
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	30	30	52	59
其他	379	540	686	960
流动负债合计	409	570	739	1,019
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	81	79	77	79
非流动负债合计	81	79	77	79
负债合计	490	649	816	1,098
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	652	858	1,005	1,210
负债和股东权益总计	1,141	1,507	1,821	2,308

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	108	149	205	282
折旧和摊销	30	26	26	26
营运资本变动	(152)	161	126	98
经营活动现金流	176	335	354	400
资本支出	(5)	(384)	(287)	(281)
投资收益	9	0	0	0
投资活动现金流	(270)	(384)	(287)	(281)
股权融资	33	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(34)	(32)	(58)	(77)
融资活动现金流	(15)	59	(55)	(71)
净现金流	(109)	11	12	49

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
营业收入	409	571	783	1,063
营业成本	192	265	362	491
营业税金及附加	3	5	8	10
营业费用	7	8	12	17
管理费用	77	122	167	226
研发费用	24	34	47	64
财务费用	(3)	(2)	(3)	(6)
资产减值损失	2	1	2	2
投资收益	9	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	126	172	236	322
营业外收支净额	2	2	2	2
利润总额	128	174	239	325
所得税	20	25	33	42
净利润	108	149	205	282
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司股东净利润	108	149	205	282

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	35.69%	39.77%	36.96%	35.89%
EBITDA 增长率	50.93%	18.02%	32.22%	32.06%
EBIT 增长率	63.41%	23.79%	37.23%	35.68%
净利润增长率	41.72%	37.49%	37.76%	37.64%
毛利率	53.02%	53.64%	53.78%	53.80%
EBITDA/总收入	40.67%	34.34%	33.15%	32.22%
EBIT/总收入	33.56%	29.73%	29.78%	29.74%
净利润率	26.50%	26.07%	26.22%	26.56%
资产负债率	42.92%	43.06%	44.82%	47.57%
流动比率	1.7	1.3	1.0	1.0
速动比率	1.4	1.0	0.8	0.7
总资产回报率 (ROA)	9.48%	9.87%	11.25%	12.23%
净资产收益率 (ROE)	16.63%	17.34%	20.39%	23.32%
EV/营业收入	13.7	12.7	10.3	7.5
EV/EBITDA	31.2	29.9	22.5	16.9
PE	79.5	41.2	29.9	21.7
PB	13.2	7.2	6.1	5.1

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。