增持 ——上调

日期：2019 年 10 月 29 日
行业：医药制造业

分析师： 魏赟
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（2019Q3）

报告日股价（元）	65.75
12mth A 股价格区间（元）	38.5-77.64
总股本（百万股）	749.74
无限售 A 股/总股本	71%
流通市值（亿元）	347.67
每股净资产（元）	5.15
PBR（X）	12.75
DPS（2018Y，元）	10 转 5 派 3.50

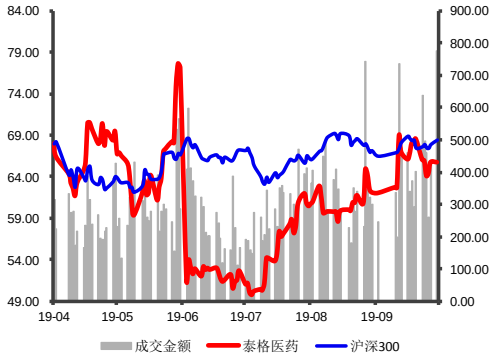
主要股东（2019Q3）

叶小平	23.85%
香港中央结算有限公司(陆股通)	13.04%
曹晓春	8.56%

收入结构（2019H1）

临床研究相关咨询服务	52.1%
临床试验技术服务	47.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



营收持续增长 盈利能力提升

■ 公司动态事项

公司发布2019年第三季度报告。

■ 事项点评

业绩持续增长，毛利率提升

2019年前三季度，公司实现营业收入20.31亿元，同比增长27.38%；实现归母净利润5.28亿元，同比增长66.12%；扣非后归母净利润4.38亿元，同比增长65.78%。其中公司第三季度实现营收6.94亿元，同比增长23.51%；实现归母净利润1.76亿元，同比增长77.3%；实现扣非归母净利润1.50亿元，同比增长100.68%，其第三季度业绩增速相对放缓的原因可能与物流公司晟通的剥离有关。

2019年前三季度，公司整体毛利率为46.90%，较去年同期提升4.24pct，我们认为是高毛利业务板块增长迅速所致。期间费用率方面，2019年前三季度，公司的销售费用率和管理费用率为2.95%和15.79%，分别同比增长0.70pct和下降2.60pct，其中销售费用的增长主要是报告期内公司继续拓展市场业务，人员费用增长所致。

医药投资持续加码，子公司已递交上市申请

根据公司公告，公司前三季度分别发起设立或参与投资美元投资基金TGSino-DragonFund L.P.、君联资本健康医疗人民币二期基金、汇鼎医疗大健康基以及博荃投资基金，体现公司目前仍持续在积极参与生物医药领域的早期项目投资。通过这类投资，公司可以结合其在医药临床研究领域的专业优势，拓展公司投资渠道，获取投资收益。同时该合作模式也将帮助公司提升综合服务能力，发展优质项目储备，为未来的客户结构改变以及业绩提升打下基础。在子公司方面，公司子公司DreamCIS已于2019年9月向韩国证券期货交易所提交上市申请，伴随其上市进程推进，公司的全球化布局有望进一步强化。

■ 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；国际贸易摩擦的风险；汇率风险

■ 投资建议

上调至“增持”评级

考虑到公司盈利能力提高，业务发展迅速，我们预计公司19、20年EPS为1.36、1.86元，以10月25日收盘价65.75元计算，动态PE分别

为48.4倍和35.3倍。我们认为，公司作为临床CRO龙头企业，伴随国内药审政策改革的持续推进，以及ICH指导原则的逐步落地，其业绩将显著受益于国内创新药的研发热潮。此外，伴随公司不断完善全球布局，其国际多中心的业务模式将有望为公司带来较多新增订单，业绩具备明确成长性。我们看好公司未来发展，上调至“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	2,300.66	3,067.83	4,004.22	5,188.38
年增长率	36.37%	33.35%	30.52%	29.57%
归属于母公司的净利润	472.18	680.23	930.76	1,244.56
年增长率	56.86%	44.06%	36.83%	33.71%
每股收益（元）	0.94	1.36	1.86	2.49
PER（X）	69.65	48.35	35.33	26.42

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	1,581	2,286	3,427
存货	1	0	1	0
应收账款及票据	833	872	1,131	1,177
其他	65	111	113	138
流动资产合计	1,603	2,564	3,530	4,742
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	2,247	2,244	2,243
非流动资产合计	2,677	2,580	2,524	2,469
资产总计	4,280	5,144	6,053	7,211
短期借款	603	603	603	603
应付账款及票据	85	99	136	162
其他	521	599	730	909
流动负债合计	1,209	1,300	1,469	1,674
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
负债合计	1,246	1,354	1,509	1,716
少数股东权益	366	431	516	625
股东权益合计	3,034	3,790	4,545	5,495
负债和股东权益总计	4,280	5,144	6,053	7,211

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	472	680	931	1,245
折旧和摊销	61	53	53	53
营运资本变动	189	33	(95)	134
经营活动现金流	522	703	854	1,408
资本支出	(11)	0	0	0
投资收益	119	150	134	142
投资活动现金流	(367)	172	134	142
股权融资	0	0	0	0
负债变化	(14)	(3)	0	0
股息支出	(175)	(218)	(261)	(402)
融资活动现金流	10	1	(284)	(408)
净现金流	166	876	705	1,142

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	2,301	3,068	4,004	5,188
营业成本	1,309	1,733	2,218	2,817
营业税金及附加	9	8	10	13
营业费用	54	72	95	123
管理费用	314	399	472	623
研发费用	43	92	103	99
财务费用	7	21	15	10
资产减值损失	51	37	60	67
投资收益	119	150	134	142
公允价值变动损益	5	0	0	0
营业利润	596	857	1,156	1,549
营业外收支净额	10	11	11	12
利润总额	606	868	1,167	1,560
所得税	99	121	152	208
净利润	507	746	1,016	1,353
少数股东损益	35	66	85	108
归属母公司股东净利润	472	680	931	1,245

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	36.37%	33.35%	30.52%	29.57%
EBITDA 增长率	65.33%	37.29%	30.69%	30.26%
EBIT 增长率	63.50%	41.16%	32.38%	31.52%
净利润增长率	56.86%	44.06%	36.83%	33.71%
毛利率	43.11%	43.53%	44.61%	45.70%
EBITDA/总收入	32.38%	33.34%	33.38%	33.56%
EBIT/总收入	29.85%	31.60%	32.05%	32.53%
净利润率	20.52%	22.17%	23.24%	23.99%
资产负债率				
流动比率	29.10%	26.32%	24.92%	23.80%
速动比率	1.33	1.97	2.40	2.83
	1.33	1.97	2.40	2.83
总资产回报率（ROA）				
净资产收益率（ROE）	11.84%	14.51%	16.78%	18.76%
	17.69%	20.26%	23.10%	25.55%
EV/营业收入				
EV/EBITDA	10.0	8.9	10.2	7.6
PE	27.4	30.5	22.9	17.0
PB	104.4	48.3	35.3	26.4

分析师承诺

魏赟 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。