

日期: 2020年08月11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 (2020H1)

报告日股价 (元)	235.82
12mth A 股价格区间 (元)	101.06-246.58
总股本 (百万股)	231.32
无限售 A 股/总股本	96.1%
流通市值 (亿元)	523.52
每股净资产 (元)	14.25
PBR (X)	16.54
DPS (2019, 元)	10 派 5.00

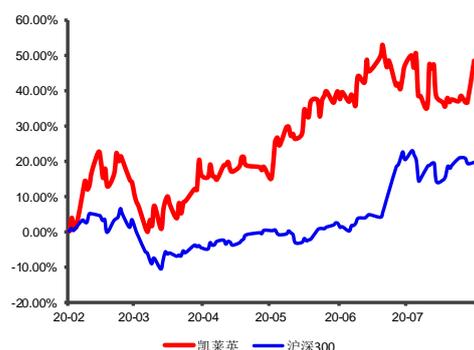
## 主要股东 (2020H1)

ASYM-CHEM LABORATORIES, INCORPORATED	39.62%
Hao Hong	4.41%
香港中央结算有限公司(陆股通)	2.88%

## 收入结构 (2019Y)

定制研发生产	90.42%
技术开发服务	9.58%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较

业绩恢复快速增长  
持续拓展产能布局

——2020 年中报点评

## ■ 公司动态事项

公司发布2020年半年度报告。

## ■ 事项点评

## 业绩恢复快速增长, 毛利率提升显著

2020H1, 公司实现营收12.66亿元, 同比增长15.81%; 实现归母净利润3.16亿元, 同比增长37.63%; 实现扣非归母净利润2.77亿元, 同比增长36.82%。从单季度来看, 2020Q2公司实现营收7.90亿元, 同比增长28.20%, 环比增长66.23%; 扣非归母净利润2.184亿元, 同比增长50.28%, 环比增长96.70%。伴随疫情逐步平稳, 公司的研发生产在二季度回归正轨, 已恢复快速增长态势。从细分业务板块来看, 公司共计完成303个项目, 其中商业化阶段项目24个, 实现收入7.37亿元; 临床阶段项目100个 (其中临床III期23个), 实现收入4.16亿元; 技术服务项目179个, 实现收入1.11亿元。从不同地区来看, 公司国内市场业务今年进入收获期, 上半年实现收入1.40亿元, 同比增长138.12%。截至目前, 公司国内NDA项目在手订单超过20个, 有望持续贡献业绩。

2020H1, 公司整体毛利率为48.59%, 同比提升4.36pp, 主要是由于公司持续加大连续性反应、酶催化等新技术在研发生产中的应用, 以降低各项成本; 以及凯莱英制药较去年同期产能利用率显著提升所致。期间费用方面, 报告期内, 公司的销售费用率和管理费用率分别为3.32%和18.77%, 基本和去年持平。为提高技术水平, 公司持续加大研发投入, 上半年, 公司的研发投入达到1.09亿元, 同比增长38.73%。

## 头部客户保障订单来源稳定, 长尾客户丰富未来项目储备

凭借技术上的创新应用和丰富的项目经验, 公司已与欧美大型药企建立了紧密的合作关系, 保障了公司订单来源的稳定性。公司报告期内来自服务的海外大型制药公司所属药品收入为9.35亿元, 占营收比例为73.94%。2020H1, 公司累计服务的美国五大制药公司创新药项目数量占上述制药公司公布的临床后期研发管线的比例进一步提升至27%; 在商业化阶段项目方面, 报告期内公司相较2019年新增确认收入的欧美跨国制药公司商业化项目3个; 部分海外大客户目前订单规模相较2019年已实现翻倍增长。

同时, 凭借服务大型药企建立的品牌效应和经验积累, 公司近年持续着力拓宽中小型制药公司、生物技术公司客户, 对长尾客户的早期覆盖有望使公司服务跟随整个项目成长过程, 丰富公司后期阶段的项目储备, 给未来业绩带来积极影响。公司2020年上半年来自海外中

小型制药公司、生物技术公司的收入为1.91亿元，同比增长69.33%，新增商业化项目1个。目前，公司海外中小创新药客户池已扩充至600余家，活跃客户400余家，2020上半年产生订单客户40家。

### 持续拓展新产能，升级多维度战略方向

为更好满足现有的客户需求，报告期内，公司有序预增产能，配比未来发展。目前，凯莱英制药正式启动API厂房二期建设项目，该项目投产后，将进一步扩大原料药生产规模。凯莱英生命科学OSD3新车间建设项目完成生产准备并开始准备承接商业项目，该车间于可承接从I期临床到商业化合同生产的各类制剂项目，可同时满足中美注册双报的标准要求。化学合成大分子研发平台在5月进行了全面升级，新建1000m<sup>2</sup>研发分析实验室已全面投入使用。寡核苷酸中试生产线主要设备均完成验证，寡核苷酸原料药中试生产能力已初具规模。

除产能拓展外，公司持续推进平台建设。报告期内，公司发起组建的“天津市药物临床研究技术创新中心”全面整合超过30家医院、50个供应商以及10家战略客户资源，真正立足于创新整合资源，加速药品上市。累计服务新客户25个，服务创新药项目8个，已承接新项目34个，落地两大重要项目，将市场化运作与公立医院科研力量高效结合，赋能新药上市，成为创新研发的平台型公司。

### ■ 风险提示

行业监管政策变化风险；技术人才流失风险；市场竞争加剧风险。

### ■ 投资建议

#### 维持“谨慎增持”评级

预计公司20、21年EPS至3.15、4.06元，以8月10日收盘价235.82元计算，动态PE分别为75倍和58倍。我们认为，由于公司近年仍在持续布局新业务以及新产能，其承接业务的能力以及协同性在不断增强。未来伴随公司前期项目的逐步后移以及产能利用率的提升，公司业绩具备明确成长性。此外，由于国外疫情尚未得到控制，海外企业无法正常经营，目前CDMO业务有逐步向国内转移的趋势。我们看好行业和公司未来发展，维持“谨慎增持”评级。

#### ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,459.99	3,102.20	4,053.49	5,289.13
年增长率	34.07%	26.11%	30.67%	30.48%
归属于母公司的净利润	553.86	729.63	939.71	1,216.02
年增长率	29.32%	31.73%	28.79%	29.40%
每股收益(元)	2.39	3.15	4.06	5.26
PER(X)	98.52	74.79	58.07	44.87

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	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	435	1,236	1,925	2,813
存货	449	606	770	1,025
应收账款及票据	670	852	1,137	1,459
其他	85	98	106	126
流动资产合计	1,639	2,793	3,938	5,422
长期股权投资	201	201	201	201
固定资产	1,271	1,003	735	466
在建工程	360	370	380	380
无形资产	122	117	113	109
其他	165	163	161	159
非流动资产合计	2,120	1,855	1,590	1,316
<b>资产总计</b>	<b>3,759</b>	<b>4,648</b>	<b>5,528</b>	<b>6,738</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	385	635	774	1,018
其他	119	101	116	127
流动负债合计	504	736	890	1,145
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	209	209	209	209
非流动负债合计	209	209	209	209
<b>负债合计</b>	<b>713</b>	<b>945</b>	<b>1,099</b>	<b>1,354</b>
少数股东权益	0	(0)	(17)	(25)
股东权益合计	3,046	3,703	4,429	5,384
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,759</b>	<b>4,648</b>	<b>5,528</b>	<b>6,738</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	554	730	940	1,216
折旧和摊销	7	273	273	273
营运资本变动	(4)	(119)	(300)	(340)
<b>经营活动现金流</b>	<b>601</b>	<b>882</b>	<b>896</b>	<b>1,141</b>
资本支出	(422)	(10)	(10)	0
投资收益	(1)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(700)</b>	<b>(10)</b>	<b>(10)</b>	<b>0</b>
股权融资	1	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(116)	(152)	(196)	(254)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(102)</b>	<b>(72)</b>	<b>(196)</b>	<b>(254)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(201)</b>	<b>800</b>	<b>690</b>	<b>887</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,460	3,102	4,053	5,289
营业成本	1,341	1,620	2,113	2,756
营业税金及附加	23	39	52	68
营业费用	88	93	142	212
管理费用	264	298	426	555
财务费用	(4)	0	0	0
资产减值损失	0	6	8	11
投资收益	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	(12)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>624</b>	<b>815</b>	<b>1,035</b>	<b>1,355</b>
营业外收支净额	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>利润总额</b>	<b>624</b>	<b>815</b>	<b>1,035</b>	<b>1,355</b>
所得税	70	86	112	147
净利润	554	729	923	1,209
少数股东损益	0	(0)	(17)	(8)
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>554</b>	<b>730</b>	<b>940</b>	<b>1,216</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	34.07%	26.11%	30.67%	30.48%
EBITDA 增长率	10.10%	79.39%	20.19%	23.72%
EBIT 增长率	29.54%	43.12%	25.45%	28.65%
净利润增长率	29.32%	31.73%	28.79%	29.40%
毛利率	45.50%	47.77%	47.86%	47.89%
EBITDA/总收入	29.88%	42.51%	39.10%	37.07%
EBIT/总收入	29.71%	33.71%	32.37%	31.91%
净利率	22.51%	23.52%	23.18%	22.99%
资产负债率	18.98%	20.33%	19.88%	20.09%
流动比率	3.25	3.80	4.43	4.74
速动比率	2.36	2.97	3.56	3.84
总资产回报率 (ROA)	14.74%	15.69%	16.70%	17.94%
净资产收益率 (ROE)	18.19%	19.70%	21.13%	22.48%
EV/营业收入	8.1	11.9	17.1	12.9
EV/EBITDA	40.0	40.3	33.1	26.3
PE	98.5	74.8	58.1	44.9
PB	17.9	14.7	12.3	10.1

## 分析师声明

魏赓 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不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。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，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。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。