

业绩符合预期，静待转型成效

事件：公司发布 2020 年年度业绩预告：2020 年全年归母净利润为 1.25 亿元 - 1.53 亿元，同比增长-10%至+10%。

核心观点

- **Q3 加速恢复，全年业绩符合预期。**根据 2020 年业绩预告，医药研发服务板块业绩因 Q1 受疫情影响有所下滑，Q2 复工后，销售收入增长态势良好，2020Q2-Q4 收入增幅 15%左右，预计该板块全年收入同比增长 10%，净利润与上年持平。微生态业务因下游保健品行业加速回暖，销售收入及净利润双回升。公司 2020 年归母净利润为 1.25 亿元 - 1.53 亿元，符合预期。
- **巩固 CRO 先发优势，逐步跟上行业快车道。**公司作为老牌 CRO，技术底蕴深厚，是国内少有的化学药&生物药 “CRO+CMO” 一体化服务平台。在国内 CRO 行业迎来黄金发展周期的背景下，公司正优化各业务：1) 新建金科医药创新中心，实现 CRO 产能扩张，效率提升初步显现，2020Q3 医药研发服务板块收入同比增长 19%；2) 新建动物房正在申请 GLP，获批后将实现临床前 CRO 业务全覆盖。我们认为公司凭借丰富经验和优质服务，可充分分享行业发展红利，有所突破。
- **加快 CMO 规模建设，贡献业绩弹性。**公司 CDMO 业务目前体量较小，正在加速布局：1) 奉贤 cGMP 生产基地将实现小分子 CMO 产能覆盖至 III 期临床及商业化，第一车间预计 2021 年末/2022 年初投产。2) 启东生物药一站式研发生产平台预计将于 2021 年初率先完成 500L 投产，后滚动达到 4500L；3) 公司拟在 H 股发行，为 CMO 业务进一步布局提供资金支持。

财务预测与投资建议

- 我们基本维持 2020-2022 年业绩预测，预计 2020-2022 年可实现归母净利润 1.52/1.82/2.20 亿元(原预测 2020-2022 归母净利润为 1.47/1.81/2.18 亿元)，对应 EPS 分别为 0.31/0.36/0.44 元。根据可比公司估值，给予 2021 年 47 倍 PE，对应目标价为 16.92 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 客户及订单拓展不及预期，将影响公司客户多元化和利润增长。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	997	1,328	1,521	1,726	1,968
同比增长(%)	262.0%	33.2%	14.6%	13.4%	14.0%
营业利润(百万元)	179	136	177	211	255
同比增长(%)	153.6%	-24.4%	30.7%	19.0%	20.8%
归属母公司净利润(百万元)	161	139	152	182	220
同比增长(%)	178.6%	-13.8%	9.8%	19.2%	20.8%
每股收益(元)	0.32	0.28	0.31	0.36	0.44
毛利率(%)	42.8%	38.2%	38.7%	39.9%	40.7%
净利率(%)	16.2%	10.5%	10.0%	10.5%	11.2%
净资产收益率(%)	10.7%	6.2%	6.4%	7.2%	8.0%
市盈率	54.2	62.8	57.2	48.0	39.8
市净率	4.0	3.8	3.6	3.3	3.1

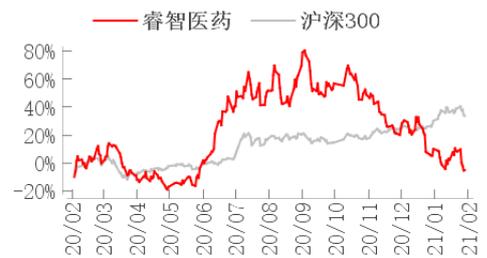
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月01日)	13.43元
目标价格	16.92元
52周最高价/最低价	24.89/10.63元
总股本/流通A股(万股)	49,978/40,269
A股市值(百万元)	5,408
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年02月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.52	-8.83	-32.62	0.37
相对表现	-2.3	-12.7	-49.94	-7.12
沪深300	-6.22	3.87	17.32	7.49



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 伍云飞
021-63325888*1818
wuyunfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090002

相关报告

老牌 CRO 再启航，迎来发展拐点 2021-01-03

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
化学类 CRO					
销售收入 (百万元)	204.6	326.9	359.6	395.6	435.2
增长率		59.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	35.1%	29.6%	30.0%	30.0%	32.0%
生物类 CRO					
销售收入 (百万元)	343.9	571.6	617.3	694.5	798.7
增长率		66.2%	8.0%	12.5%	15.0%
毛利率	53.1%	48.4%	48.0%	50.0%	50.0%
小分子 CMO					
销售收入 (百万元)	96.3	117.0	128.7	148.0	170.2
增长率		21.5%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率	6.3%	10.6%	15.0%	17.5%	20.0%
大分子 CDMO					
销售收入 (百万元)	49.3	75.6	105.8	148.2	192.6
增长率		53.2%	40.0%	40.0%	30.0%
毛利率	17.7%	10.2%	15.0%	22.5%	25.0%
微生态营养业务					
销售收入 (百万元)	288.3	224.2	297.5	327.2	359.3
增长率		-22.2%	32.7%	10.0%	9.8%
毛利率	51.5%	48.9%	49.0%	49.0%	49.1%
其他主营业务					
销售收入 (百万元)	14.4	12.5	12.5	12.5	12.5
增长率		-13.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	46.3%	33.5%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	996.9	1,327.8	1,521.5	1,726.0	1,968.5
增长率	262.0%	33.2%	14.6%	13.4%	14.0%
综合毛利率	42.8%	38.2%	38.7%	39.9%	40.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们基本维持 2020-2022 年业绩预测，预计 2020-2022 年可实现归母净利润 1.52/1.82/2.20 亿元（原预测 2020-2022 归母净利润为 1.47/1.81/2.18 亿元），对应 EPS 分别为 0.31/0.36/0.44 元。根据可比公司估值，给予 2021 年 47 倍 PE，对应目标价为 16.92 元，维持“增持”评级。

风险提示

- **客户及订单拓展不及预期，将影响公司客户多元化和利润增长。**公司小分子 CMO 和大分子 CDMO 目前体量较小，近年来业绩受单个订单影响大。同时公司投入大量资金新建产能，主要为 CMO 业务产能，如果公司客户和订单拓展不及预期，将使得公司业绩有所波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	191	201	261	296	337	营业收入	997	1,328	1,521	1,726	1,968
应收票据、账款及款项融资	338	409	490	556	634	营业成本	570	821	932	1,037	1,168
预付账款	22	16	26	30	34	营业税金及附加	7	5	5	5	6
存货	50	68	79	88	99	营业费用	44	58	67	78	91
其他	135	106	99	99	99	管理费用及研发费用	190	245	283	316	355
流动资产合计	735	800	955	1,069	1,204	财务费用	27	51	65	83	97
长期股权投资	63	116	89	89	89	资产、信用减值损失	3	23	9	4	4
固定资产	553	606	574	576	587	公允价值变动收益	0	0	(1)	0	0
在建工程	11	42	314	801	1,002	投资净收益	15	1	12	1	1
无形资产	212	192	190	194	201	其他	8	9	6	6	6
其他	1,773	2,011	2,000	1,979	1,959	营业利润	179	136	177	211	255
非流动资产合计	2,612	2,968	3,167	3,639	3,838	营业外收入	0	9	0	0	0
资产总计	3,348	3,768	4,122	4,708	5,042	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	50	93	378	764	856	利润总额	178	144	177	211	255
应付票据及应付账款	70	91	109	121	136	所得税	18	8	27	32	38
其他	235	605	517	526	535	净利润	160	136	150	179	216
流动负债合计	355	789	1,004	1,411	1,528	少数股东损益	(1)	(3)	(2)	(3)	(3)
长期借款	580	612	612	612	612	归属于母公司净利润	161	139	152	182	220
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.32	0.28	0.31	0.36	0.44
其他	209	63	53	53	53						
非流动负债合计	789	675	664	664	664						
负债合计	1,143	1,464	1,669	2,075	2,192						
少数股东权益	14	11	9	7	4						
实收资本(或股本)	500	500	500	500	500						
资本公积	1,235	1,231	1,231	1,231	1,231						
留存收益	448	552	705	887	1,106						
其他	7	9	9	9	9						
股东权益合计	2,205	2,303	2,454	2,633	2,849						
负债和股东权益总计	3,348	3,768	4,122	4,708	5,042						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	160	136	150	179	216
折旧摊销	73	126	86	90	98
财务费用	27	51	65	83	97
投资损失	(15)	(1)	(12)	(1)	(1)
营运资金变动	(171)	(1)	(62)	(62)	(73)
其它	169	(96)	8	4	4
经营活动现金流	243	215	236	293	342
资本支出	(683)	(341)	(303)	(563)	(296)
长期投资	227	(58)	15	0	0
其他	(485)	144	11	1	1
投资活动现金流	(940)	(255)	(277)	(562)	(295)
债权融资	635	260	(119)	0	0
股权融资	1,227	(4)	0	0	0
其他	(1,268)	(208)	219	303	(5)
筹资活动现金流	594	48	100	303	(5)
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(102)	8	60	35	42

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	262.0%	33.2%	14.6%	13.4%	14.0%
营业利润	153.6%	-24.4%	30.7%	19.0%	20.8%
归属于母公司净利润	178.6%	-13.8%	9.8%	19.2%	20.8%
获利能力					
毛利率	42.8%	38.2%	38.7%	39.9%	40.7%
净利率	16.2%	10.5%	10.0%	10.5%	11.2%
ROE	10.7%	6.2%	6.4%	7.2%	8.0%
ROIC	10.0%	5.7%	6.0%	6.4%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	38.9%	40.5%	44.1%	43.5%
净负债率	22.4%	33.8%	36.4%	47.2%	45.4%
流动比率	2.07	1.01	0.95	0.76	0.79
速动比率	1.93	0.92	0.87	0.69	0.72
营运能力					
应收账款周转率	5.1	3.5	3.2	3.2	3.2
存货周转率	15.2	13.3	11.7	11.4	11.5
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.28	0.31	0.36	0.44
每股经营现金流	0.49	0.43	0.47	0.59	0.68
每股净资产	4.38	4.59	4.89	5.25	5.69
估值比率					
市盈率	54.2	62.8	57.2	48.0	39.8
市净率	4.0	3.8	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA	34.1	30.5	29.0	24.8	21.2
EV/EBIT	46.1	51.1	39.3	32.5	27.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn