

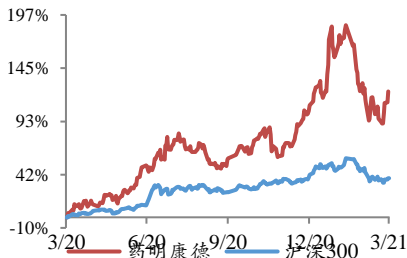
## 业绩稳定增长，一体化平台优势凸显

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-03-31

收盘价（元）	143.37
近12个月最高/最低（元）	185.00/79.50
总股本（百万股）	2,451
流通股本（百万股）	1,476
流通股比例（%）	60.23
总市值（亿元）	3,513
流通市值（亿元）	2,116

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：李华云

执业证书号：S0010520110001

邮箱：lihy@hazq.com

### 相关报告

1. 中国医药外包龙头，赋能全球创新  
2021-03-09

### 主要观点：

- **公司公告 2020 年报**: 2020 年实现收入 165.35 亿元(同比增长 28.5%)，归母净利润 29.60 亿元(同比增长 59.62%)，归母扣非后净利润 23.85 亿元(同比增长 24.6%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 35.65 亿元(同比增长 48.1%)。
- **年报业绩符合预期，主业保持强劲增长**: 1) 尽管新冠病毒流行带来了挑战，公司 2020 年的主营业务收入依旧保持快速增长。中国区实验室服务、CDMO 服务、美国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 服务收入分别实现同比+32.0%、+40.8%、-3.0%、+10.0%；来自国内、海外客户收入分别实现同比+39.8%、+25.1%；长尾”客户和中国客户、全球前 20 大制药企业客户收入分别实现同比+28.3%、+28.8%；2) 公司主营业务盈利能力保持较高水平，2020 年实现主营业务毛利 62.71 亿元，同比增长 25.14%，中国区实验室服务、CDMO 服务、美国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 服务分别实现毛利同比+29.34%、+45.27%、-30.77%、-34.03%。主营业务毛利率为 37.97%，同比下降 1.02 个百分点，主要原因是美国区实验室服务和临床研究及其他 CRO 服务受新冠疫情的影响业务开展导致毛利率阶段性下降。3) 公司经调整 Non-IFRS 归母净利润为 35.65 亿元，同比增长 48.1%，公司主业强劲增长主要来自于小分子 CRO/CDMO 业务的快速增长。
- **一体化的赋能平台持续带来丰硕成果，未来可期** 公司“一体化、端到端”的新药研发服务平台，在服务的技术深度以及覆盖广度方面满足客户提出的多元化需求。1) 通过“长尾”和“跟随客户、跟随分子、赢得分子”的战略，继续保持强劲的增长势头。2020 年公司拥有活跃客户 4,200+，有新增客户 1,300+，前十大客户保留率 100%。2) 公司持续推进在全球增强能力，扩大产能，在**内生建设方面**，合全药业进一步拓展寡核苷酸原料药、高活性原料药、大规模多肽原料药、新药制剂生产能力和产能；同时推进中美两地腺相关病毒（AAV）悬浮和贴壁双工艺平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台建设以支持全球客户。成都研发中心于 2020 年 8 月正式投入运营并提供化学服务。**外延并购方面**，公司收购第三方分析测试实验室明捷，巩固和扩大公司药物质量分析服务规模；收购百时美施贵宝的瑞士库威生产基地，提升合全药业的现有产能；收购 OXGENE 持续加强细胞和基因疗法全球服务能力。此外公司拥有最大的医药研发团队：21,900+名科学家&技术人员，并继续不断拓展人员规模建设。3) 公司预判新兴研发趋势，赋能全球医药创新。进一步加强对于 PROTAC、寡核苷酸药、多肽药、抗体偶联药物（ADC）、双抗、细胞和基因治疗等新分子类型的服务能力，抓住新的业务机遇，赋能全球医药创新。
- **盈利预测与评级**: 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 45.5 亿元、61.2 亿元、84.6 亿元，同比增长 53.5%、34.6%、38.2%；对应 PE 分别为 77 倍、57 倍、42 倍，坚定看好公司发展，维持“买入”评级。

**● 风险提示**

经济周期和政策变化的风险；竞争恶化的风险；汇率波动风险；境外经营及国际政策变动的风险；医药研发生产需求服务需求下降风险。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16535	21872	28467	36981
收入同比 (%)	28.5%	32.3%	30.2%	29.9%
归属母公司净利润	2960	4545	6118	8456
净利润同比 (%)	59.6%	53.5%	34.6%	38.2%
毛利率 (%)	38.0%	39.8%	40.5%	41.0%
ROE (%)	9.1%	10.4%	12.3%	14.6%
每股收益 (元)	1.21	1.85	2.50	3.45
P/E	111.52	77.29	57.43	41.55
P/B	10.16	8.08	7.08	6.05
EV/EBITDA	75.62	76.00	64.07	48.32

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	23059	33511	42540	55357	<b>营业收入</b>	16535	21872	28467	36981
现金	10237	18951	25102	34437	营业成本	10253	13165	16926	21831
应收账款	3665	4792	6347	8181	营业税金及附加	35	53	63	83
其他应收款	34	100	86	119	销售费用	588	764	992	1299
预付账款	176	186	242	332	管理费用	1839	2508	3236	4186
存货	2686	2841	3946	5173	财务费用	520	-129	-286	-440
其他流动资产	6262	6641	6817	7116	资产减值损失	-63	0	33	44
<b>非流动资产</b>	23232	24388	24028	22932	公允价值变动收益	-52	-220	-100	-100
长期投资	765	865	915	965	投资净收益	606	355	537	884
固定资产	5710	5710	4546	2714	<b>营业利润</b>	3389	5368	7281	9879
无形资产	998	998	789	413	营业外收入	5	3	0	0
其他非流动资产	15759	16815	17778	18840	营业外支出	26	19	0	0
<b>资产总计</b>	46291	57899	66568	78289	<b>利润总额</b>	3369	5352	7281	9879
<b>流动负债</b>	7920	9205	11627	14742	所得税	383	699	1035	1272
短期借款	1230	1155	1155	1155	<b>净利润</b>	2986	4654	6246	8607
应付账款	930	1004	1353	1797	少数股东损益	26	108	129	151
其他流动负债	5761	7046	9119	11791	<b>归属母公司净利润</b>	2960	4545	6118	8456
<b>非流动负债</b>	5652	4861	4861	4861	EBITDA	4271	4411	5136	6616
长期借款	0	-205	-205	-205	EPS (元)	1.21	1.85	2.50	3.45
其他非流动负债	5652	5066	5066	5066					
<b>负债合计</b>	13573	14065	16488	19603					
少数股东权益	225	333	462	612					
股本	2442	2442	2442	2442					
资本公积	22678	29178	29178	29178					
留存收益	7374	11880	17998	26454					
归属母公司股东权	32494	43500	49618	58074					
<b>负债和股东权益</b>	46291	57899	66568	78289					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3974	4070	4408	6001
净利润	2960	4545	6118	8456
折旧摊销	1144	0	-858	-1359
财务费用	414	151	143	143
投资损失	-606	-355	-537	-884
营运资金变动	81	-177	-459	-371
其他经营现金流	2860	4629	6578	8843
<b>投资活动现金流</b>	-8776	-596	1886	3477
资本支出	-3022	-1003	1396	2640
长期投资	-5824	-1597	-47	-47
其他投资现金流	71	2003	537	884
<b>筹资活动现金流</b>	9888	5240	-143	-143
短期借款	-374	-75	0	0
长期借款	-762	-205	0	0
普通股增加	791	0	0	0
资本公积增加	12391	6500	0	0
其他筹资现金流	-2156	-980	-143	-143
<b>现金净增加额</b>	5005	8714	6151	9335

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.5%	32.3%	30.2%	29.9%
营业利润	44.8%	58.4%	35.6%	35.7%
归属于母公司净利	59.6%	53.5%	34.6%	38.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	38.0%	39.8%	40.5%	41.0%
净利率(%)	17.9%	20.8%	21.5%	22.9%
ROE(%)	9.1%	10.4%	12.3%	14.6%
ROIC(%)	7.5%	8.0%	9.5%	11.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	29.3%	24.3%	24.8%	25.0%
净负债比率(%)	41.5%	32.1%	32.9%	33.4%
流动比率	2.91	3.64	3.66	3.76
速动比率	2.48	3.23	3.22	3.30
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.36	0.38	0.43	0.47
应收账款周转率	4.51	4.56	4.49	4.52
应付账款周转率	11.03	13.11	12.51	12.15
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.21	1.85	2.50	3.45
每股经营现金流	1.62	1.66	1.80	2.45
每股净资产	13.26	17.75	20.25	23.70
<b>估值比率</b>				
P/E	111.52	77.29	57.43	41.55
P/B	10.16	8.08	7.08	6.05
EV/EBITDA	75.62	76.00	64.07	48.32

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。