

成都先导 (688222.SH)
医疗服务

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 28 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 崔少煜

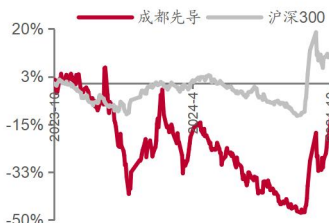
执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	400.68
流通股本(百万股)	400.68
市价(元)	14.19
市值(百万元)	5,685.65
流通市值(百万元)	5,685.65

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《成都先导: 整体业务稳步恢复, 新业务平台不断开拓有望带来长期增长》2024-09-05
- 《成都先导: DEL 业务回升向好, 创新能力持续释放有望带来长期增长》2024-04-28
- 《成都先导: DEL 恢复显著, 研发费用率持续维持高位》2024-02-25

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	329.65	371.32	434.94	518.31	625.55
增长率 yoy%	5.98%	12.64%	17.13%	19.17%	20.69%
归母净利润(百万元)	25.27	40.72	50.23	63.12	80.36
增长率 yoy%	-60.14%	61.16%	23.36%	25.67%	27.31%
每股收益(元)	0.06	0.10	0.13	0.16	0.20
每股现金流量	0.13	0.31	0.16	0.13	0.18
净资产收益率	0.02	0.03	0.04	0.04	0.05
P/E	225.03	139.63	113.19	90.07	70.75
P/B	4.37	4.19	4.06	3.88	3.68

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 28 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

■ **事件: 公司发布 2024 年三季报, 2024 年前三季度公司实现营业收入 2.98 亿元, 同比增长 21.38%; 归母净利润 3012 万元, 同比增长 64.71%; 扣非归母净利润 1731 万元, 同比增长 6831.94%, 经营活动产生的现金流量净额 9896 万元, 同比增长 50.41%。**

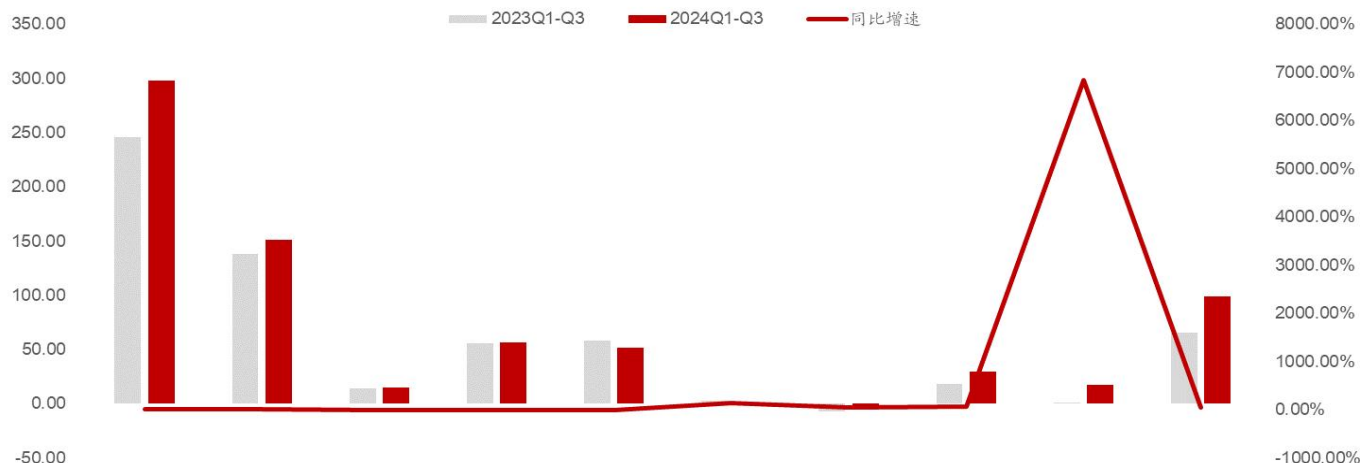
■ **Q3 整体呈逐步恢复态势, Vernalis 收入利润快速增长。**分季度看, 2024Q3 实现收入 1.04 亿元 (+14.96%), 归母净利润 1992 万元 (+59.82%), 扣非归母净利 1525 万元 (+39114.40%)。我们预计主要系: ①公司核心业务 DEL、TPD、STO 技术平台商业项目稳中有进, 收入稳步增长; ②公司英国子公司 Vernalis 研究项目顺利推进, FTE 收入和里程碑收入均实现大幅增长。盈利能力上, 2024Q1-Q3 毛利率 49.34% (+5.63pp), 净利率 10.10% (+2.60pp), 费用方面, 销售费用 1477 万元 (+3.07%), 费用率 4.95% (-0.88pp)。管理费用 5638 万元 (+0.88%), 费用率 18.90% (-3.84pp), 研发费用 5165 万元 (-11.34%), 费用率 17.32% (-6.39pp)。财务费用 -122 万元, 费用率 -0.41% (-1.43pp)。

■ **多技术平台持续完善, 新药管线价值不断提升。**1) DEL 核心业务: 目前公司 DEL 库小分子超 1.2 万亿, 截止 2024 年 6 月底, 公司已筛选 53 类不同靶点, 项目平均成功率 > 75%。此外, 2024 年上半年达成了 10 个项目的化合物知识产权转让。公司依托 DEL、FBDD/SBDD 等技术搭建了蛋白降解平台与核酸新药研发平台, 持续横向拓展新的药物开发领域, 针对客户应用需求推出“DEL For”系列。①蛋白降解平台 (TPD): 涵盖 PROTAC 库设计、合成、筛选及三元复合物形成实验在内的生物评价, 累计完成了超 50 个新颖的 E3 泛素连接酶的制备; ②核酸平台 (STO): siRNA 设计、合成、修饰及大部分体内生物功能评价基本完备, 最为关键的递送技术也在自主开发。此外, 公司旗下控股子公司先东制药已经完整交付首个小核酸 CDMO 商业项目。我们预计随着新技术平台的持续完善, 有望逐步贡献新增量; ③DEL+AI/ML: 公司持续推进 DEL+AI/ML 在新药发现与优化方面的项目研发及能力建设, 公司自主设计并搭建的自动化高通量化学合成平台正式投产, 同时结合 AI/ML (人工智能/机器学习) 数据驱动的合成路线规划, 完成 AI/ML 算法、建模, 并完成首轮“设计-合成-测试-分析” (DMTA) 循环迭代。2) 新药项目权益转让方面, 公司新药项目大部分处临床早期, 但产品定位明确, 差异化显著。截止 2024 年 6 月底, HG146、HG030、HG381 处临床 I 期阶段, 我们预计随着项目管线逐步向后端延伸, 项目价值持续放大, 新药项目转让带来的业绩弹性有望持续提升。

■ **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司整体恢复稳健, 我们预计 2024-2026 年公司收入 4.35、5.18 和 6.26 亿元, 同比增长 17.13%、19.17%、20.69%, 预计 2024-2026 年归母净利润 0.50、0.63 和 0.80 亿元, 同比增长 23.36%、25.67%、27.31%。公司是全球领先的药物发现 CRO+Biotech 公司, 新药研发管线储备丰富, 有望持续转化带动业绩弹性提升, 维持“买入”评级。

风险提示事件: 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、新药项目对外转让的不确定性风险、核心技术人员流失的风险、原材料供应及其价格上涨的风险、环保和安全生产风险、汇率波动风险。

图表 1: 成都先导主要财务指标变化 (单位: 百万元)



	营业收入	营业成本	销售费用	管理费用	研发费用	财务费用	所得税	归母净利润	扣非归母净利润	经营现金流
2023Q1-Q3	245.73	138.32	14.33	55.89	58.26	2.51	-6.89	18.29	0.25	65.79
2024Q1-Q3	298.27	151.11	14.77	56.38	51.65	-1.22	-3.83	30.12	17.31	98.96
同比增速	21.38%	9.24%	3.07%	0.88%	-11.34%	148.65%	44.34%	64.71%	6831.94%	50.41%

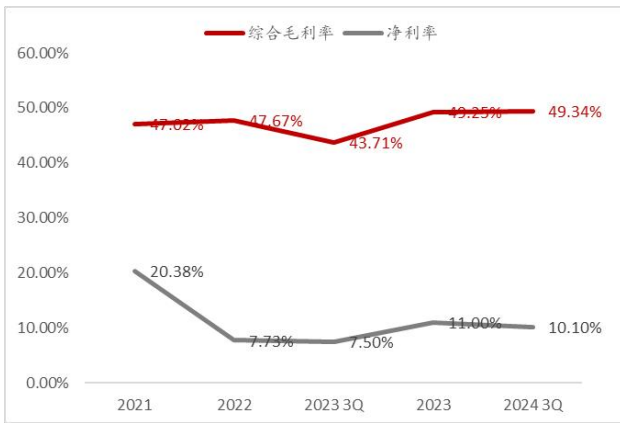
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 成都先导分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	69.57	86.08	90.08	125.60	107.38	87.34	103.55
营业收入同比	-4.00%	29.93%	13.39%	12.65%	54.35%	1.46%	14.96%
营业收入环比	-37.60%	23.73%	4.65%	39.43%	-14.50%	-18.67%	18.56%
营业成本	42.64	46.38	49.30	50.13	48.54	55.39	47.18
毛利率	38.71%	46.12%	45.27%	60.08%	54.80%	36.58%	54.43%
销售费用	4.32	5.22	4.79	6.40	4.44	5.27	5.05
管理费用	18.27	19.91	17.71	14.01	17.57	21.16	17.65
研发费用	20.65	18.67	18.94	21.35	12.99	17.74	20.92
财务费用	1.68	-2.79	3.62	0.81	0.05	-2.79	1.53
营业利润	-11.55	5.74	13.14	24.46	14.50	-5.66	17.18
利润总额	-11.55	7.97	15.13	23.89	14.50	-6.87	17.20
所得税	-2.26	-7.27	2.64	1.47	0.59	-2.26	-2.17
归母净利润	-9.39	15.21	12.47	22.43	13.94	-3.74	19.92
归母净利润同比	-32.47%	50600.00%	-28.71%	51.16%	248.46%	-124.60%	59.82%
净利率	-13.50%	17.67%	13.84%	17.86%	12.98%	-4.28%	19.24%
扣非归母净利润	-10.32	10.53	0.04	3.20	8.19	-6.14	15.25
扣非归母净利润同比	0.65%	-	-99.73%	-69.53%	179.40%	-158.25%	39114.40%

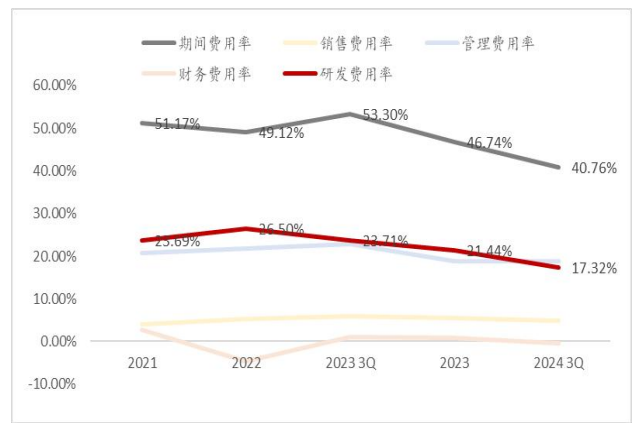
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 成都先导毛利率净利率概况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 成都先导费用率概况



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险

项目转让的不确定性风险预期风险

- 公司新药项目权益转让业务存在项目失败或延后导致转让无法如期完成的不确定风险

核心技术人员流失的风险

- 公司从事的药物发现服务为技术密集型，高素质专业人才是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营

环保和安全生产的风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营

汇率波动的风险

- 公司目前海外收入占比超过 50%，收入主要以美元计价，使公司面临人民币汇率波动风险

图表 5: 成都先导财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1181	1296	1403	1533	营业收入	371	435	518	626
现金	377	589	568	677	营业成本	188	200	230	266
应收账款	97	120	144	172	营业税金及附加	4	2	3	4
其他应收款	2	3	3	4	营业费用	21	16	20	25
预付账款	19	24	26	31	管理费用	70	87	101	119
存货	28	30	34	39	财务费用	3	-0	-6	-8
其他流动资产	658	531	627	611	资产减值损失	-13	15	8	0
非流动资产	548	500	461	426	公允价值变动收益	-1	7	6	3
长期投资	12	11	12	12	投资净收益	17	17	17	17
固定资产	255	245	227	206	营业利润	32	30	39	53
无形资产	67	61	58	56	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	213	183	164	151	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1730	1796	1864	1959	利润总额	35	35	44	57
流动负债	86	89	89	95	所得税	-5	-16	-20	-23
短期借款	0	0	0	0	净利润	41	50	63	80
应付账款	11	13	15	17	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	75	77	74	78	归属母公司净利润	41	50	63	80
非流动负债	261	281	286	292	EBITDA	81	69	73	85
长期借款	194	208	215	223	EPS (元)	0.10	0.13	0.16	0.20
其他非流动负债	67	73	71	70					
负债合计	347	370	375	387					
少数股东权益	25	25	25	25					
股本	401	401	401	401					
资本公积	759	759	759	759					
留存收益	213	243	307	387					
归属母公司股东权益	1358	1401	1465	1547					
负债和股东权益	1730	1796	1864	1959					

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	12.6%	17.1%	19.2%	20.7%
营业利润	162.3%	-4.3%	29.1%	35.3%
归属于母公司净利润	61.2%	23.4%	25.7%	27.3%
获利能力				
毛利率(%)	49.2%	53.9%	55.7%	57.5%
净利率(%)	11.0%	11.5%	12.2%	12.8%
ROE(%)	3.0%	3.6%	4.3%	5.2%
ROIC(%)	6.3%	7.0%	7.9%	11.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	20.0%	20.6%	20.1%	19.8%
净负债比率(%)	60.02%	60.17%	61.26	61.25
流动比率	13.74	14.49	15.81	16.21
速动比率	13.41	14.15	15.43	15.79
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.25	0.28	0.33
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	16.19	16.56	16.72	16.90
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.13	0.16	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.16	0.13	0.18
每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.50	3.66	3.86
估值比率				
P/E	139.63	113.19	90.07	70.75
P/B	4.19	4.06	3.88	3.68
EV/EBITDA	61	71	68	58

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	125	63	51	71
净利润	41	50	63	80
折旧摊销	46	39	40	40
财务费用	3	-0	-6	-8
投资损失	-17	-17	-17	-17
营运资金变动	13	-17	-18	-18
其他经营现金流	39	8	-10	-7
投资活动现金流	-84	141	-85	20
资本支出	54	0	0	0
长期投资	51	-1	0	-0
其他投资现金流	20	140	-84	20
筹资活动现金流	-25	8	13	17
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	15	7	8
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-7	7	10
现金净增加额	16	211	-20	108

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。