业绩保持快速增长 持续完善业务布局

——2020 年中报点评

谨慎增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 18 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（2020H1）

报告日股价（元）	106.91
12mth A 股价格区间（元）	61.62-119.30
总股本（百万股）	2,378.88
无限售 A 股/总股本	59.4%
流通市值（亿元）	1511
每股净资产（元）	8.02
PBR（X）	10.14
DPS（2019，元）	10 派 3.37

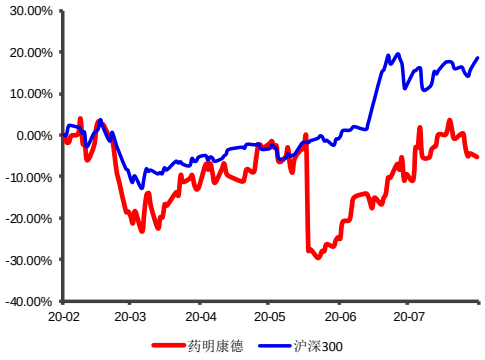
主要股东（2020H1）

香港中央结算（代理人）有限公司	10.33%
G&C VI Limited	6.87%
Summer Bloom Investment Pte.Ltd	6.28%

收入结构（2020H1）

CRO 业务	69.99%
CMO/CDMO 业务	29.89%
其他业务	0.12%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2020半年度报告。

■ 事项点评

营收保持快速增长，临床业务受疫情影响较大

2020H1，公司实现营收72.31亿元，同比增长22.68%；实现归母净利润17.17亿元，同比增长62.49%，其中所投资标的的公允价值变动收益达到5.88亿元；实现扣非归母净利润11.31亿元，同比增长13.91%。从单季度来看，2020Q2，公司实现营收40.44亿元，同比增长29.41%；实现归母净利润14.14亿元，同比增长110.97%。从细分业务板块来看，目前临床前CRO服务仍是公司的主要业务，中国区和美国区实验室共实现收入50.62亿元，其中中国区实现收入37.80亿元，同比增长26.47%，增速较快主要是由于第二季度全面复工后，市场需求强劲，海外客户订单增长较快所致。而伴随临床前期业务阶段后移，公司CMO/CDMO业务收入取得较快增长，上半年实现收入21.62亿元，同比增长25.83%。在临床及其他CRO方面，公司实现收入5.00亿元，同比增长5.92%，主要是公司在中国和美国的临床开发业务的执行和新订单的签订严重受到新冠疫情影响，收入增长阶段性放缓。

2020H1，公司整体毛利率为41.42%，同比下降2.13pp，主要是受新冠疫情影响，美国区实验室服务、临床研究及其他CRO服务毛利率阶段性下降所致。期间费用率方面，上半年，公司的销售费用率和管理费用率分别为3.80%和15.88%，基本和去年同期持平。为保持竞争力和行业地位，公司上半年持续加大研发投入，研发费用达到3.33亿元，同比增长36.87%。

内生增长和外部投资共同完善公司业务布局

公司在内生建设上持续推进能力和规模建设。报告期内，公司子公司合全药业位于常州的大规模寡核苷酸原料药生产车间、高活性原料药生产车间、大规模多肽原料药生产车间相继投入使用，能够更好地满足客户日益增长的需求。2020年1月，合全药业开工建设无锡新药制剂开发及生产基地，将进一步提高固体制剂开发和生产能力和产能，并将增加无菌制剂开发及临床用药生产和商业化生产能力。公司还扩建了位于美国费城的腺相关病毒一体化悬浮培养平台和CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台，助力客户提高细胞和基因治疗产品研发和生产效率。2020年7月，公司位于成都的研发中心正式投入运营，进一步增强公司中国区实验室服务的产能，赋能全球客户。

此外，公司持续通过合资、参股等多种投资方式进一步在医药健康行业拓展业务，通过多样性的战略投资以提高主营业务的协作性、把握行业发展机遇并获取行业经验。报告期内，公司对合营企业和联营企业的投资合计人民币1.34亿元。其中，公司参股了一家联营公司M6P Therapeutics，主要致力于开发多种针对罕见病的新型酶替代疗法和基因疗法。此次投资有助于公司了解罕见病行业的发展趋势，可以在适当的时间有机会为其提供CRO或CDMO服务。同时，公司对已投合营联营公司的继续追加投资，为巩固协同并促进自身主营业务发展、获取客户以及增强自身服务能力。

拥有较大客户粘性，保障订单稳定来源

公司拥有庞大、多样且忠诚的客户群，保障公司订单来源稳定。上半年，公司新增客户近600家，合计为来自全球30多个国家的超过4000家客户提供服务，覆盖所有全球前20大制药企业。报告期内，全球前20大制药企业占公司整体收入比重约31.9%。公司客户粘性强，2015至今，公司前十大客户保留率100%，与头部客户的紧密合作关系有望保障公司业绩稳定成长。2020H1，公司来自于原有客户的收入占比为94.5%，来自于新增客户的收入占比为5.5%。随着公司赋能平台服务数量及类型的不断增强，公司新老客户数量稳步增长。公司的赋能平台，帮助降低新药研发门槛，提高研发效率，平台创新赋能的能力不断增强，并形成一个良性循环的生态圈。

■ 风险提示

行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险；疫情加剧风险。

■ 投资建议

维持“谨慎增持”评级

预计公司20、21年EPS至1.12、1.43元，以8月17日收盘价106.91元计算，动态PE分别为96倍和75倍。我们认为，公司产能和业务布局的不断完善，以及长尾客户的逐步成长将有望共同驱动公司的业绩持续成长，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	12,872.21	16,197.77	20,703.18	26,589.47
年增长率	33.89%	25.84%	27.81%	28.43%
归属于母公司的净利润	1,854.55	2,657.68	3,407.10	4,382.85
年增长率	-17.96%	43.31%	28.20%	28.64%
每股收益（元）	0.78	1.12	1.43	1.84
PER（X）	137.14	95.69	74.65	58.03

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	5,227	8,746	12,405	16,794
存货	1,742	1,634	2,613	2,810
应收账款及票据	2,987	3,347	4,174	5,337
其他	2,706	2,736	2,761	2,810
流动资产合计	12,663	16,462	21,953	27,751
长期股权投资	794	794	794	794
固定资产	4,693	3,660	2,627	1,594
在建工程	2,092	2,102	2,112	2,112
无形资产	918	833	749	664
其他	8,080	7,662	7,244	6,826
非流动资产合计	16,576	15,051	13,525	11,990
资产总计	29,239	31,513	35,479	39,741
短期借款	1,604	1,604	1,604	1,604
应付账款及票据	2,633	2,942	3,945	4,673
其他	2,398	1,817	2,058	2,091
流动负债合计	6,634	6,363	7,607	8,368
长期借款和应付债券	2,637	1,875	1,875	1,875
其他	2,558	2,558	2,558	2,558
非流动负债合计	5,195	4,433	4,433	4,433
负债合计	11,829	10,796	12,040	12,800
少数股东权益	97	267	604	1,038
股东权益合计	17,410	20,717	23,439	26,940
负债和股东权益总计	29,239	31,513	35,479	39,741

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,855	2,658	3,407	4,383
折旧和摊销	814	1,118	1,118	1,118
营运资本变动	(1,420)	(134)	(170)	(230)
经营活动现金流	2,916	3,975	4,792	5,780
资本支出	(2,058)	(10)	(10)	0
投资收益	48	0	0	0
投资活动现金流	(4,975)	(10)	(10)	0
股权融资	1,214	0	0	0
负债变化	747	(762)	0	0
股息支出	(556)	(797)	(1,022)	(1,315)
融资活动现金流	1,558	(447)	(1,123)	(1,391)
净现金流	(501)	3,519	3,659	4,389

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,872	16,198	20,703	26,589
营业成本	7,858	9,846	12,385	15,814
营业税金及附加	28	46	56	74
营业费用	439	486	725	1,064
管理费用	1,482	1,863	2,484	3,324
财务费用	24	164	101	76
资产减值损失	(1)	32	41	53
投资收益	48	0	0	0
公允价值变动损益	(259)	0	0	0
营业利润	2,341	3,111	4,164	5,326
营业外收支净额	(4)	(4)	(4)	(5)
利润总额	2,337	3,107	4,160	5,322
所得税	426	280	416	506
净利润	1,911	2,827	3,744	4,816
少数股东损益	57	170	337	433
归属母公司股东净利润	1,855	2,658	3,407	4,383

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	33.89%	25.84%	27.81%	28.43%
EBITDA 增长率	0.63%	42.20%	21.56%	20.39%
EBIT 增长率	-4.19%	37.49%	27.70%	24.94%
净利润增长率	17.96%	43.31%	28.20%	28.64%
毛利率	94.30%	96.55%	96.54%	96.51%
EBITDA/总收入	27.55%	31.13%	29.61%	27.75%
EBIT/总收入	22.18%	24.23%	24.21%	23.55%
净利润率	14.41%	16.41%	16.46%	16.48%
资产负债率	40.46%	34.26%	33.94%	32.21%
流动比率	1.91	2.59	2.89	3.32
速动比率	1.65	2.33	2.54	2.98
总资产回报率（ROA）	6.54%	8.97%	10.55%	12.12%
净资产收益率（ROE）	10.71%	13.00%	14.92%	16.92%
EV/营业收入	8.0	16.3	14.9	11.5
EV/EBITDA	59.3	47.9	39.0	31.9
PE	137.1	95.7	74.6	58.0
PB	14.7	12.4	11.1	9.8

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

魏赞 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±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。