

**评级：买入(维持)**

市场价格：14.46

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：崔少煜

执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

## 公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	243.60	311.06	329.65	418.69	535.29
增长率 yoy%	-7.80%	27.69%	5.98%	27.01%	27.85%
净利润(百万元)	64.02	63.38	26.01	45.11	67.41
增长率 yoy%	-46.77%	-1.00%	-58.96%	73.42%	49.44%
每股收益(元)	0.16	0.16	0.06	0.11	0.17
每股现金流量	0.00	0.11	-0.25	0.08	0.18
净资产收益率	0.05	0.05	0.02	0.03	0.05
P/E	90.50	91.41	222.75	128.44	85.95
PEG	-1.94	-91.53	-3.78	1.75	1.74
P/B	4.53	4.40	4.37	4.23	4.03

备注：截止 2023 年 02 月 28 日

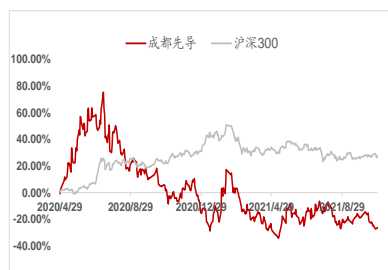
## 投资要点

- 事件：2023 年 02 月 27 日，公司发布 2022 年业绩快报，2022 年公司实现营业收入 3.30 亿元，同比增长 5.98%，归母净利润 2601 万元，同比降低 58.96%；扣非净利润 1325 万元，同比降低 43.14%。**
- 收入持续稳健，多因素扰动 2022 年业绩，期待 2023 年逐步恢复。**分季度看，2022Q4 营收 1.11 亿元（同比+33.11%），2022Q4 归母净利润 1558 万元（同比-53.74%），2022Q4 扣非净利润 1127 万元（同比+8.79%）。我们预计主要系：①公司正在进行新一代 DEL 技术的开发升级、以及核酸新药研发平台和靶向蛋白降解平台的建设，研发投入持续提升；②本期子公司 Vernalis 整合进度不及预期，公司对收购其所形成的商誉进行了计提减值准备；③本期公司获得的政府补助金额较上年同期大幅减少；④12 月在防疫政策变化下，新冠感染人数短时间上升带来公司 BD 及订单交付有所推延，我们预计随着在感染人数达峰之后公司业务有望逐步恢复。
- 多技术平台逐步完善，新药管线价值持续提升。**1) 新药研发服务：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。①蛋白降解平台：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；②核酸平台：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。随着新技术平台的持续完善，有望逐步贡献新增量。2) 新药项目权益转让方面，公司新药项目处临床早期，但产品定位明确，差异化显著。截止 2022H1，HG146、HG030、HG381 均获临床批准，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：**考虑到公司新药项目推进临床后研发投入持续加大，Vernalis 商誉减值、12 月国内疫情政策变化等影响，我们调整公司业绩指引，我们预计 2022-2024 年公司收入 3.30、4.19 和 5.35 亿元（调整前 3.18、4.10 和 5.31 亿元），同比增长 5.98%、27.01%、27.85%，预计 2022-2024 年归母净利润 2601、4511 和 6741 万元（调整前 0.24、0.43、0.67 亿元），同比增长-58.96%、73.42%、49.44%。公司是全球领先的药物发现 CRO 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、新冠疫情后业务恢复不及预期风险、新药项目对外转让的不确定性风险、客户相对集中的风险、核心技术人员流失的风险。

## 基本状况

总股本(百万股)	400.68
流通股本(百万股)	280.15
市价(元)	14.46
市值(百万元)	5,793.83
流通市值(百万元)	4,050.97

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

1 《成都先导 (688222)：多重因素扰动 2022 年业绩，期待 2023 年逐步恢复-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》  
2023.01.30

2 《成都先导 (688222)：先行生物受让多个小核酸项目，期待管线价值逐步释放-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》  
2022.12.26

图表 1: 成都先导分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业收入	69.16	84.97	73.17	83.75	72.47	66.25	79.45	111.49
营业收入同比	56.79%	99.09%	86.94%	-28.83%	4.78%	-22.03%	8.58%	33.12%
营业收入环比	-41.23%	22.87%	-13.89%	14.46%	-13.48%	-8.58%	19.92%	40.33%
营业成本	35.78	37.90	40.61	50.48	47.18	40.00	39.31	
毛利率	48.26%	55.40%	44.49%	39.72%	34.89%	39.62%	50.52%	
销售费用	1.69	2.68	2.11	6.00	4.43	3.59	3.90	
管理费用	16.89	18.71	18.64	10.30	21.21	18.97	19.46	
研发费用	14.27	19.25	17.66	22.49	17.02	25.55	21.18	
财务费用	-0.06	3.98	-0.11	4.65	1.28	-11.88	-10.35	
营业利润	8.12	12.25	9.23	16.18	-9.69	-1.45	11.95	
利润总额	8.12	14.24	9.23	24.24	-8.39	-1.43	11.95	
所得税	2.34	-0.63	0.20	-9.46	-1.30	-1.46	-5.69	
归母净利润	5.78	14.88	9.03	33.69	-7.09	0.03	17.49	15.58
归母净利润同比	-33.87%	122.36%	1201.14%	-31.81%	-222.64%	-99.80%	93.55%	-53.74%
归母净利润环比	-88.30%	157.37%	-39.27%	272.91%	-121.04%	-100.42%	58188.00%	-10.87%
净利率	8.36%	17.51%	12.35%	40.23%	-9.78%	0.05%	22.01%	13.98%
扣非归母净利润	2.85	8.87	1.21	10.36	-10.39	-1.87	14.25	11.27
扣非归母净利润同比	-61.07%	355.06%	113.21%	-75.84%	-464.48%	-121.07%	1074.04%	8.79%
扣非归母净利润环比	-93.35%	211.36%	-86.33%	753.54%	-200.30%	-82.00%	661.80%	-20.91%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1191	1359	1514	1715	<b>营业收入</b>	311	330	419	535
现金	374	786	869	986	营业成本	165	175	212	257
应收账款	76	75	100	126	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	8	12	14	18	营业费用	12	12	16	21
预付账款	25	41	43	55	管理费用	65	50	59	71
存货	25	46	48	61	财务费用	8	-4	-7	-5
其他流动资产	684	399	440	468	资产减值损失	0	20	10	0
<b>非流动资产</b>	522	458	441	415	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	2	1	1	1	投资净收益	20	20	20	20
固定资产	282	260	238	215	<b>营业利润</b>	46	15	32	52
无形资产	62	65	68	66	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	177	132	134	132	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1714	1817	1955	2130	<b>利润总额</b>	56	25	42	63
<b>流动负债</b>	127	159	161	179	所得税	-8	-1	-3	-5
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	63	26	45	67
应付账款	11	23	25	30	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	116	136	136	150	<b>归属母公司净利润</b>	63	26	45	67
<b>非流动负债</b>	271	333	424	514	EBITDA	101	49	63	86
长期借款	194	274	362	449	EPS (元)	0.16	0.06	0.11	0.17
其他非流动负债	77	59	61	66					
<b>负债合计</b>	398	493	585	693	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
股本	401	401	401	401	<b>成长能力</b>				
资本公积	752	752	752	752	营业收入	27.7%	6.0%	27.0%	27.9%
留存收益	167	173	218	286	营业利润	-23.2%	-68.2%	119.0%	64.4%
归属母公司股东权益	1316	1325	1370	1436	归属于母公司净利润	-1.0%	-59.0%	73.4%	49.4%
<b>负债和股东权益</b>	1714	1817	1955	2130	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	47.0%	47.0%	49.5%	51.9%
					净利率(%)	20.4%	7.9%	10.8%	12.6%
					ROE(%)	4.8%	2.0%	3.3%	4.7%
					ROIC(%)	9.5%	1.5%	3.5%	7.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	23.2%	27.1%	29.9%	32.6%
					净负债比率(%)	54.81%	59.94%	65.69%	67.80%
					流动比率	9.38	8.53	9.38	9.56
					速动比率	9.18	8.24	9.09	9.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.19	0.19	0.22	0.26
					应收账款周转率	5	4	5	5
					应付账款周转率	16.29	10.24	8.71	9.37
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	0.06	0.11	0.17
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	-0.25	0.08	0.18
					每股净资产(最新摊薄)	3.28	3.31	3.42	3.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	91.41	222.75	128.44	85.95
					P/B	4.40	4.37	4.23	4.03
					EV/EBITDA	50	104	80	58

来源: 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。