


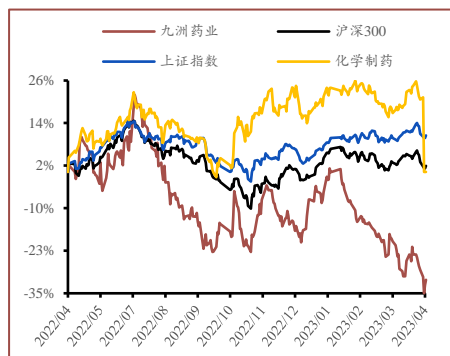
利润端增速亮眼，CDMO 增长强劲

 证券研究报告

 **投资评级:增持(维持)**

基本数据	2023-04-27
收盘价(元)	31.85
流通股本(亿股)	8.31
每股净资产(元)	8.96
总股本(亿股)	9.00

最近 12 月市场表现


分析师 张文录

 SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

- 《CDMO 保持高增长，盈利能力不断提升》 2022-10-28
- 《1H22 业绩符合预告，CDMO 保持强劲增长态势》 2022-08-07
- 《CDMO+制剂一体化具备长期成长性》 2022-07-21

核心观点

- ❖ **事件:** 公司公告 2022 年年报及 2023 年一季报, 22 年及 23Q1 分别实现收入 54.45/17.51 亿元 (+34/27%), 归母净利润 9.21/2.81 亿元 (+45/35%), 扣非归母净利润 9.27/2.74 亿元 (+62/40%), 经营活动现金流 12.26/4.57 亿元 (+81/19%)。
- ❖ **业绩较超预期, 利润端表现亮眼:** 22 年整体业绩较超预期, 尤其利润端表现亮眼, 期间费用率持续改善, 由 14.69% 下降至 12.63%, 其中销售/管理/财务费用率分别为 1.06/13.16/-1.58, 同比-0.15/+0.59/-2.5pct。
- ❖ **客户拓展初显成效, 项目管线日益优化, CDMO 需求端保持强劲:** 22 年公司 CDMO 实现收入 34.17 亿元 (+47.84%), 保持快速增长, 主要得益于 1) **客户数量与质量同增;** 公司深耕大客户同时, 积极拓展国内客群, 23Q1 与诺华合作两大品种 Entresto 及 Kisqali 终端销售增速亮眼, 同比增长 28%/74%; 尤其是 Kisqali 有望获批 HR+/HER2 早期乳腺癌辅助疗法, 届时终端销售有望更上一层楼; 截至 22 年底, 依托四维医药制剂生产平台, 公司已承接来自日本、英国、中国多个制剂项目的定制生产; 2) 项目管线持续优化, 22 年临床 I&II 期/临床 III 期/商业化项目数量分别为 764/61/26 个 (+182/12/6 个), 商业化项目增长明显, 未来 2-3 年需求有保障。
- ❖ **自建+并购两架马车并驱, 产能布局进一步完善:** 随着商业化项目增长, 公司通过自建+并购两种方式同时进行, 快速提高公司订单承接能力, 驱动 CDMO 板块持续高速增长。截至 22 年底, 目前储备产能包括 1) 瑞博台州(一期) 近 1700 立方新基地, 工程有序进行中; 2) 瑞博苏州目前已完成中试车间主体建设及已建成多肽 GMP 规格生产线; 3) 四维医药制剂基地口服固体制剂车间正式投入使用; 4) 瑞博美国完成 GMP 多功能中试车间建设; 5) 山德士中山制剂生产基地于 2023 年 3 月完成交割。
- ❖ **持续加大研发投入, 多肽业务初露头角:** 22 年公司研发人员增加 205 人至 993 人, 同比增长 26%; 研发费用达 3.35 亿元 (+78%), 研发投入持续加大, 赋能核心平台建设; 22 年公司新建偶联药物研发技术平台, 同时布局多年的多肽业务逐渐进入收获期, 承接并交付多个定制肽及多肽新药研发项目, 我们预计不远将来有望贡献收入, 未来可期。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营收 70.20/85.51/102.06 亿元, 归母净利润 12.27/15.25/18.65 亿元。对应 PE 分别为 23.34/18.79/15.36 倍, 维持公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 行业竞争加剧导致订单价格下降; 汇率波动风险; 地缘政治因素风险等。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4063	5445	7020	8551	10206
收入增长率(%)	53.48	34.01	28.92	21.81	19.35
归母净利润(百万元)	634	921	1227	1525	1865
净利润增长率(%)	66.56	45.28	33.28	24.22	22.31
EPS(元/股)	0.77	1.11	1.36	1.69	2.07
PE	73.06	38.23	23.34	18.79	15.36
ROE(%)	13.85	17.39	13.63	14.47	15.03
PB	10.23	6.68	3.18	2.72	2.31

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						财务指标					
利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4063.18	5445.11	7019.84	8551.19	10205.70	成长性					
减:营业成本	2709.05	3557.82	4533.08	5495.23	6517.51	营业收入增长率	53.5%	34.0%	28.9%	21.8%	19.3%
营业税费	26.52	35.77	46.33	56.14	67.13	营业利润增长率	65.2%	47.0%	31.6%	24.4%	22.3%
销售费用	48.97	57.50	84.24	102.61	122.47	净利润增长率	66.6%	45.3%	33.3%	24.2%	22.3%
管理费用	337.34	429.15	547.55	666.99	796.04	EBITDA 增长率	37.4%	34.6%	22.7%	33.3%	16.9%
研发费用	173.36	287.38	350.99	427.56	510.28	EBIT 增长率	48.2%	40.4%	37.5%	23.7%	21.6%
财务费用	37.19	-86.17	-2.74	-13.46	-30.90	NOPLAT 增长率	49.4%	37.5%	39.2%	23.3%	21.5%
资产减值损失	-50.81	-59.33	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	31.2%	8.4%	64.8%	16.2%	17.1%
加:公允价值变动收益	-1.39	-35.22	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	48.3%	17.4%	69.1%	16.9%	17.6%
投资和汇兑收益	61.07	2.07	3.51	4.28	5.10	利润率					
营业利润	753.64	1107.91	1458.22	1814.48	2219.11	毛利率	33.3%	34.7%	35.4%	35.7%	36.1%
加:营业外净收支	-8.90	-4.09	-4.25	-3.55	-3.38	营业利润率	18.5%	20.3%	20.8%	21.2%	21.7%
利润总额	744.74	1103.82	1453.97	1810.92	2215.74	净利润率	15.6%	16.9%	17.5%	17.8%	18.3%
减:所得税	110.59	183.27	226.82	287.01	352.65	EBITDA/营业收入	25.8%	25.9%	24.7%	27.0%	26.4%
净利润	633.90	920.92	1227.38	1524.64	1864.78	EBIT/营业收入	18.6%	19.5%	20.8%	21.1%	21.5%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1120.80	1095.43	3281.43	6841.45	7211.88	固定资产周转天数	195	154	105	65	36
交易性金融资产	26.06	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	96	49	132	43	108
应收账款	767.03	671.11	1777.65	1205.29	2354.79	流动资产周转天数	339	268	431	475	497
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	63	48	63	63	63
预付账款	29.87	47.72	69.99	67.14	87.42	存货周转天数	189	187	198	188	187
存货	1681.90	2021.50	2966.68	2785.76	3998.43	总资产周转天数	533	494	509	552	543
其他流动资产	57.52	55.15	55.15	55.15	55.15	投资资本周转天数	474	384	490	468	459
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.8%	17.4%	13.6%	14.5%	15.0%
长期股权投资	58.97	63.46	63.46	63.46	63.46	ROA	9.0%	11.6%	10.3%	10.7%	11.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	12.2%	15.5%	13.0%	13.8%	14.4%
固定资产	2169.50	2290.71	2018.13	1514.44	1010.74	费用率					
在建工程	471.51	839.25	839.25	839.25	839.25	销售费用率	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
无形资产	412.47	454.03	454.03	454.03	454.03	管理费用率	8.3%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%
其他非流动资产	12.15	8.38	8.38	8.38	8.38	财务费用率	0.9%	-1.6%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产总额	7040.42	7913.28	11939.78	14269.49	16541.97	三费/营业收入	10.4%	7.4%	9.0%	8.8%	8.7%
短期债务	498.84	50.05	50.05	50.05	50.05	偿债能力					
应付账款	640.00	842.24	998.56	1212.44	1502.84	资产负债率	35.0%	32.1%	23.9%	25.6%	24.5%
应付票据	348.14	402.80	355.12	698.52	677.12	负债权益比	53.8%	47.3%	31.5%	34.5%	32.5%
其他流动负债	3.08	8.22	8.22	8.22	8.22	流动比率	1.81	1.80	3.28	3.34	3.73
长期借款	201.49	83.99	83.99	83.99	83.99	速动比率	0.96	0.84	2.06	2.47	2.62
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	30.38	47.40	556.06	687.67	836.29
负债总额	2463.29	2541.80	2858.13	3656.95	4059.12	分红指标					
少数股东权益	0.00	74.92	74.68	73.95	72.27	DPS(元)	0.25	0.40	0.00	0.00	0.00
股本	832.60	834.25	899.20	899.20	899.20	分红比率					
留存收益	1802.37	2514.72	3750.39	5282.02	7154.01	股息收益率	0.4%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4577.13	5371.48	9081.64	10612.54	12482.85	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.77	1.11	1.36	1.69	2.07
净利润	633.90	920.92	1227.38	1524.64	1864.78	BVPS(元)	5.50	6.35	10.01	11.72	13.80
加:折旧和摊销	292.34	349.96	272.58	503.70	503.70	PE(X)	73.1	38.2	23.3	18.8	15.4
资产减值准备	59.03	53.95	0.00	0.00	0.00	PB(X)	10.2	6.7	3.2	2.7	2.3
公允价值变动损失	1.39	35.22	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	43.22	-75.05	2.62	2.62	2.62	P/S	11.5	6.5	4.1	3.3	2.8
投资收益	-61.20	-2.07	-3.51	-4.28	-5.10	EV/EBITDA	44.3	24.6	14.9	9.6	8.1
少数股东损益	0.25	-0.37	-0.24	-0.73	-1.69	CAGR(%)					
营运资金的变动	-330.95	-73.13	-1796.74	1525.42	-2003.58	PEG	1.1	0.8	0.7	0.8	0.7
经营活动产生现金流量	677.52	1225.78	-287.26	3561.69	374.28	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-765.44	-738.42	-7.13	-6.04	-8.45	REP					
融资活动产生现金流量	582.43	-608.96	2472.11	-2.62	-2.62						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及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价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。