

评级: 买入(维持)

市场价格: 16.32

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	311.06	329.65	409.98	531.20	691.20
增长率 yoy%	27.69%	5.98%	24.37%	29.57%	30.12%
净利润 (百万元)	63.38	25.27	42.43	66.15	104.96
增长率 yoy%	-1.00%	-60.14%	67.94%	55.91%	58.66%
每股收益 (元)	0.16	0.06	0.11	0.17	0.26
每股现金流量	0.11	0.13	0.09	0.19	0.17
净资产收益率	0.05	0.02	0.03	0.05	0.07
P/E	103.17	258.81	154.11	98.85	62.30
PEG	-103.30	-4.30	2.27	1.77	1.06
P/B	4.97	5.02	4.78	4.56	4.25

备注: 截止 2023 年 05 月 09 日

投资要点

■ **事件: 1) 公司发布 2022 年年报, 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 2527 万元, 同比下降 60.14%; 扣非归母净利润 1250 万元, 同比下降 46.36%。2) 公司发布 2023 年一季报, 2023 年第一季度公司实现营业收入 6957 万元, 同比略降 4.00%; 归母净利润-939 万元; 扣非归母净利润-1032 万元。**

■ **2022 年收入稳健增长, 研发投入持续, 2023 年有望逐步恢复。**分季度看, 2022Q4 营收 1.11 亿元 (同比+33.12%), 2023Q1 营收 6957 万元 (-4.00%)。我们预计收入波动主要源于: ①公司客户主要来源于海外, 订单交付节奏一般为前低后高, 四季度交付多而一季度交付较少; ②2022Q4 及 2023 年 1 月受不利因素影响, 公司 BD 及订单交付有所推延, 我们预计随着后续不利影响因素消退之后公司业务有望逐步恢复。2022Q4 归母净利润 1484 万元 (-55.95%), 2022Q4 扣非净利润 1051 万元 (同比+1.48%), 此外, 2023Q1 归母净利润-939 万元, 2023Q1 扣非净利润-1032 万元。我们预计营收增速高于利润主要系: 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, 研发费用持续加大; ②2022 年子公司 Vernalis 整合进度不及预期, 公司对其收购所形成的商誉进行了计提减值所致。盈利能力上, 2022 年公司整体毛利率 47.67% (+0.65pp), 净利率 7.73% (-12.65pp)。销售费用 1758 万元 (+40.95%), 费用率 5.33% (-0.78pp)。管理费用 7201 万元 (+11.57%), 费用率 21.85% (-7.43pp)。财务费用-1504 万元 (-277.87%), 费用率-4.56% (-6.33pp), 研发费用 8736 万元 (+18.57%), 费用率 26.50% (+3.01pp), 主要系研发投入持续加大所致。

■ **多技术平台不断完善, 新药管线价值持续提升。**1) 新药研发服务: 2022 年收入 3.13 亿元 (+1.75%)。2022 年 DEL 库小分子超 1.2 万亿, 增加合成分子骨架的种类超 6000 种, 合成砌块接近 4 万种。截止 2022 年底, 公司已筛选 51 类不同靶点, 项目整体成功率约 70-80%, 平均周期缩短至 3 个月以内, 达成了 20 个项目的化合物知识产权转让, 可依据合同约定获得里程碑费。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 (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。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, 公司新药项目约 20 项, 大部分处临床早期, 但产品定位明确, 差异化显著。截止 2022 年底, 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。

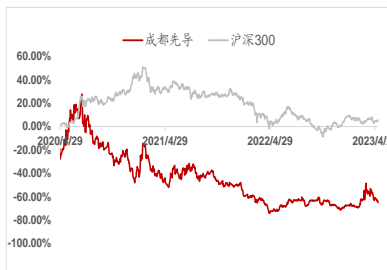
■ **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司新药项目推进临床后研发投入持续加大, Vernalis 商誉减值等影响, 我们调整公司盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司收入 4.10、5.31 和 6.91 亿元 (调整前 2023-2024 年约 4.19 和 5.35 亿元), 同比增长 24.37%、29.57%、30.12%, 预计 2023-2025 年归母净利润 0.42、0.66 和 1.05 亿元 (调整前 2023-2024 年约 0.43 和 0.67 亿元), 同比增长 67.94%、55.91%、58.66%。公司是全球领先的药物发现 CRO 公司, 新药研发管线储备丰富, 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)	400.68
市价(元)	16.32
市值(百万元)	6,539.10
流通市值(百万元)	6,539.10

股价与行业-市场走势对比

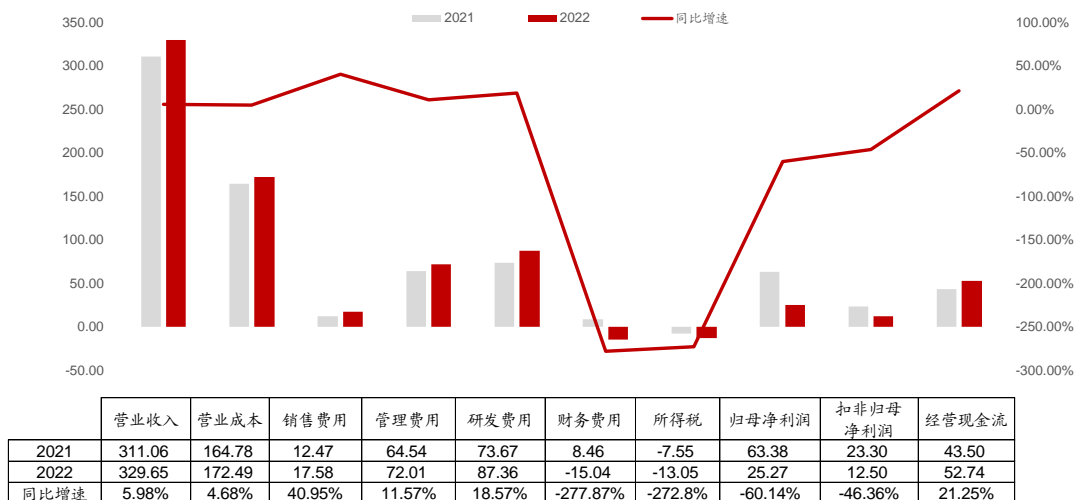


相关报告

1 《成都先导 (688222): 收入持续稳健, 研发投入不断提升, 静待 2023 年逐步恢复-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》
2023.02.28

2 《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

图表 1: 成都先导主要财务指标变化 (单位: 百万元)



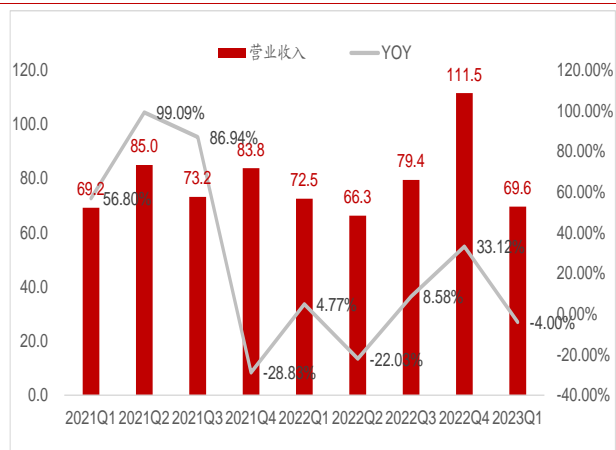
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 成都先导分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入	69.16	84.97	73.17	83.75	72.47	66.25	79.45	111.49	69.57
营业收入同比	56.80%	99.09%	86.94%	-28.83%	4.77%	-22.03%	8.58%	33.12%	-4.00%
营业收入环比	-41.22%	22.86%	-13.89%	14.46%	-13.48%	-8.58%	19.92%	40.34%	-37.60%
营业成本	35.78	37.90	40.61	50.48	47.18	40.00	39.31	46.00	42.64
毛利率	48.26%	55.40%	44.49%	39.72%	34.89%	39.62%	50.52%	58.74%	38.71%
销售费用	1.69	2.68	2.11	6.00	4.43	3.59	3.90	5.67	4.32
管理费用	16.89	18.71	18.64	10.30	21.21	18.97	19.46	12.37	18.27
研发费用	14.27	19.25	17.66	22.49	17.02	25.55	21.18	23.60	20.65
财务费用	-0.06	3.98	-0.11	4.65	1.28	-11.88	-10.35	5.90	1.68
营业利润	8.12	12.25	9.23	16.18	-9.69	-1.45	11.95	11.30	-11.55
利润总额	8.12	14.24	9.23	24.24	-8.39	-1.43	11.95	10.32	-11.55
所得税	2.34	-0.63	0.20	-9.46	-1.30	-1.46	-5.69	-4.60	-2.26
归母净利润	5.78	14.88	9.03	33.69	-7.09	0.03	17.49	14.84	-9.39
归母净利润同比	-33.85%	122.36%	-1201.79%	-31.81%	-222.60%	-99.80%	93.55%	-55.95%	-32.47%
净利率	8.36%	17.51%	12.35%	40.23%	-9.78%	0.05%	22.01%	13.31%	-13.50%
扣非归母净利润	2.85	8.87	1.21	10.36	-10.39	-1.87	14.25	10.51	-10.32
扣非归母净利润同比	-61.01%	355.06%	-113.20%	-75.84%	-464.00%	-121.07%	1074.04%	1.48%	0.65%
扣非净利率	4.13%	10.44%	1.66%	12.37%	-14.33%	-2.82%	17.93%	9.43%	-14.83%

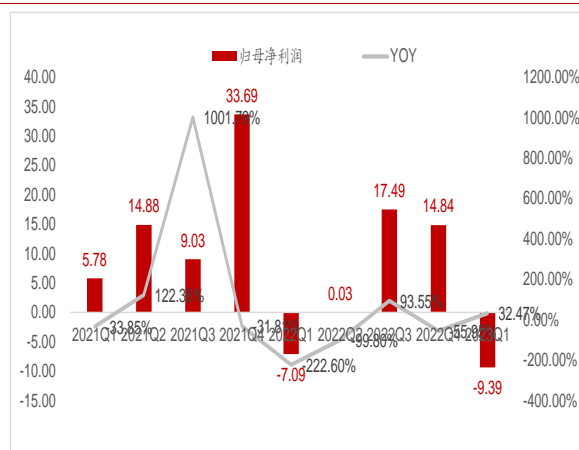
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 成都先导分季度营业收入 (单位: 百万元, %)



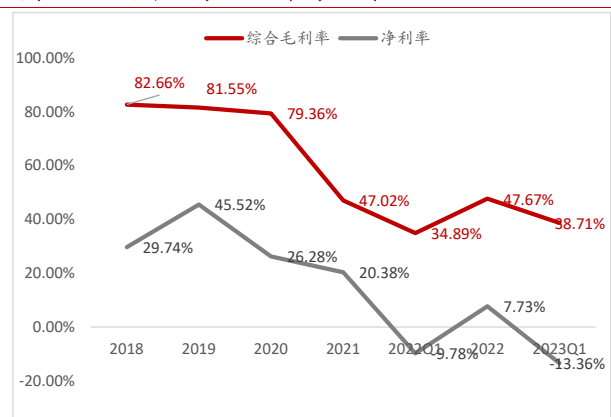
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 成都先导分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)



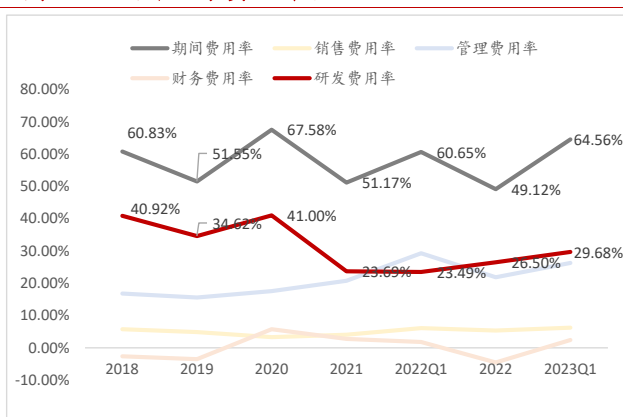
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 成都先导毛利率净利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 成都先导费用率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 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	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1145	1356	1506	1704	营业收入	330	410	531	691
现金	358	715	775	821	营业成本	172	204	254	317
应收账款	97	111	146	191	营业税金及附加	0	1	0	1
其他应收款	3	6	6	9	营业费用	18	15	21	27
预付账款	26	31	38	48	管理费用	72	62	75	91
存货	25	30	37	47	财务费用	-15	-4	-9	-8
其他流动资产	636	463	503	588	资产减值损失	-12	20	10	0
非流动资产	524	455	421	372	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	10	7	8	8	投资净收益	15	15	15	15
固定资产	264	243	223	202	营业利润	12	26	39	61
无形资产	52	43	28	15	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	198	162	162	147	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1669	1811	1927	2076	利润总额	12	27	40	62
流动负债	74	104	110	118	所得税	-13	-15	-26	-43
短期借款	0	0	0	0	净利润	25	42	66	105
应付账款	12	18	20	25	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	62	87	90	93	归属母公司净利润	25	42	66	105
非流动负债	268	312	359	395	EBITDA	44	60	68	91
长期借款	197	247	288	326	EPS (元)	0.06	0.11	0.17	0.26
其他非流动负债	70	65	71	69					
负债合计	342	417	469	513	主要财务比率				
少数股东权益	25	25	25	25	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	401	401	401	401	成长能力				
资本公积	757	757	757	757	营业收入	6.0%	24.4%	29.6%	30.1%
留存收益	173	215	281	386	营业利润	-73.5%	111.5%	50.3%	57.2%
归属母公司股东权益	1303	1369	1434	1538	归属于母公司净利润	-60.1%	67.9%	55.9%	58.7%
负债和股东权益	1669	1811	1927	2076	获利能力				
					毛利率 (%)	47.7%	50.2%	52.2%	54.1%
					净利率 (%)	7.7%	10.3%	12.5%	15.2%
					ROE (%)	1.9%	3.1%	4.6%	6.8%
					ROIC (%)	-0.9%	5.1%	7.9%	14.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	20.5%	23.0%	24.3%	24.7%
					净负债比率 (%)	62.15%	63.60%	65.13%	66.97%
					流动比率	15.51	12.98	13.74	14.46
					速动比率	15.17	12.69	13.40	14.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.19	0.24	0.28	0.35
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	15.13	13.69	13.49	14.08
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.11	0.17	0.26
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.09	0.19	0.17
					每股净资产 (最新摊薄)	3.25	3.42	3.58	3.84
					估值比率				
					P/E	258.81	154.11	98.85	62.30
					P/B	5.02	4.78	4.56	4.25
					EV/EBITDA	134	98	86	64

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	53	35	76	66
净利润	25	42	66	105
折旧摊销	47	38	38	38
财务费用	-15	-4	-9	-8
投资损失	-15	-15	-15	-15
营运资金变动	-24	-54	4	-53
其他经营现金流	34	27	-8	-1
投资活动现金流	-17	242	-63	-66
资本支出	87	0	0	0
长期投资	-49	-3	1	-0
其他投资现金流	21	239	-62	-67
筹资活动现金流	-48	81	47	46
短期借款	0	0	0	0
长期借款	3	50	41	38
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0
其他筹资现金流	-57	31	6	8
现金净增加额	11	357	60	46

来源: 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。

新冠疫情后业务恢复不及预期风险

- 公司业务受疫情影响较大，虽然全球大部分地区疫情在稳步恢复，但也存在业务恢复较慢导致恢复不及预期的风险。

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，但由于行业近些年来发展迅速，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。

汇率波动风险

- 公司海外销售占比较高，海外客户以美元结算订单，随着公司业务持续、稳定的发展，公司业务量逐渐变大，汇率波动将会对公司业绩产生较大的影响。

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。