

评级：买入(维持)

市场价格：19.14

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

研究助理：崔少煜

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	264.20	243.60	315.75	410.18	554.36
增长率 yoy%	74.74%	-7.80%	29.62%	29.91%	35.15%
净利润(百万元)	120.27	64.02	65.41	85.35	118.40
增长率 yoy%	167.49%	-46.77%	2.17%	30.48%	38.72%
每股收益(元)	0.30	0.16	0.16	0.21	0.30
每股现金流量	0.42	0.00	0.56	0.11	0.17
净资产收益率	0.23	0.05	0.05	0.06	0.08
P/E	63.77	119.78	117.24	89.85	64.77
PEG	0.38	-2.56	54.04	2.95	1.67
P/B	14.99	6.00	5.80	5.45	5.03

备注：截止 2022 年 02 月 27 日

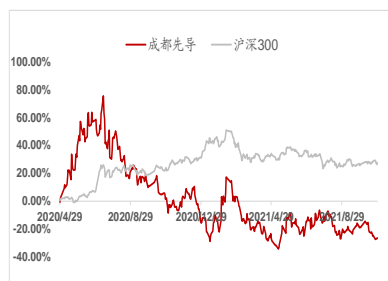
投资要点

- 事件：2022 年 02 月 25 日，公司发布 2021 年业绩快报，2021 年公司预计实现营业收入 3.16 亿元，同比增长 29.62%；实现归母净利润 6541.03 万元，同比增长 2.17%；实现扣非净利润 2509.55 万元，同比降低 41.55%。**
- 主业持续恢复，剔除同期里程碑收益影响后业绩表现亮眼。**2020 年 11 月 11 日，公司发布公告转让 HG030 国内权益于广州白云山，获得里程碑首付款 3800 万元。因此，剔除该转让带来额外收益后，反应真实恢复情况的 2021 年收入同比+53.57%、归母净利润同比+151.35%，扣非同比+407.33%，主业恢复强劲。我们预计主要系疫情恢复较好，Vernalis 整合逐步到位所致。分季度看，2021Q4 营业收入为 8844 万元（剔除里程碑费影响，下同，同比+11.01%），归母净利润 3572 万元（+213.06%），扣非净利润 1211 万元（+149.45%），均呈快速恢复提升。收入增速较前三季度放缓我们预计主要系部分订单延后节奏所致。
- 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：①公司 DEL 技术扎根全球第一阵营，库类别与分子数量居国内首位，大量技术专利与 know how 构筑坚实壁垒。②Vernalis R&D 深耕 SBDD/FBDD 领域 26 年，先发优势奠定行业领先地位。③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。随着多技术平台的持续完善，有望驱动 CRO 业务快速增长。2) 新药项目权益转让：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 2022 年 1 月 24 日，HG146、HG030、HG381 均获临床批准（其中 HG030 获批美国临床），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：**根据公司业绩快报，我们调整盈利预测，考虑疫情影响公司订单确认节奏，我们调整公司营收，我们预计 2021-2023 年公司收入 3.16、4.10、5.54 亿元（调整前 3.91、5.57 和 6.88 亿元），同比增长 29.62%、29.91%及 35.15%（调整前 60.32%、42.56%、23.60%），考虑公司新药权益转让业务随管线推进研发投入不断加大，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 0.65、0.85 及 1.18 亿元（调整前 1.01、1.86 和 2.38 亿元），同比增长 2.17%、30.48%、38.72%（调整前 58.07%、83.61%、27.92%）。**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)	278.20
市价(元)	19.14
市值(百万元)	7,669.02
流通市值(百万元)	5,324.75

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《成都先导 (688222)：主业恢复强劲，股权激励草案发布，彰显持续稳健发展信心-买入- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》
2021.10.30
- 《成都先导 (688222)：同腾讯 AI Lab 合作开发新算法，持续巩固药筛领先地位-买入- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》
2021.09.08

图表 1: 成都先导分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4E
营业收入	50.75	56.20	48.63	108.61	44.11	42.68	39.14	117.67	69.16	84.97	73.17	88.44
营业收入同比				147.53%	-13.08%	-24.06%	-19.51%	8.34%	56.79%	99.09%	86.94%	-24.84%
营业收入环比		10.74%	-13.47%	123.34%	-59.39%	-3.24%	-8.29%	200.64%	-41.23%	22.87%	-13.89%	20.87%
营业成本	10.58	10.31	11.18	16.67	8.46	11.90	9.96	19.94	35.78	37.90	40.61	
毛利率	79.15%	81.65%	77.00%	84.65%	80.82%	72.11%	74.54%	83.05%	48.26%	55.40%	44.49%	
销售费用	2.31	3.57	2.51	4.54	1.59	2.26	1.15	3.06	1.69	2.68	2.11	
管理费用	6.64	13.68	8.93	11.82	7.83	9.63	10.16	15.16	16.89	18.71	18.64	
研发费用	18.86	18.20	21.39	33.02	22.38	24.13	28.37	25.00	14.27	19.25	17.66	
财务费用	3.39	-5.87	-6.54	-0.22	-5.43	-3.18	5.18	17.35	-0.06	3.98	-0.11	
营业利润	51.17	17.37	15.58	48.78	10.90	3.56	-8.37	53.48	8.12	12.25	9.23	
利润总额	51.03	17.45	15.58	48.76	10.92	3.40	-5.87	54.90	8.12	14.24	9.23	
所得税	6.61	2.20		12.55	2.18	-3.29	-5.05	5.49	2.34	-0.63	0.20	
归母净利润	44.42	15.25	14.64	45.96	8.74	6.69	-0.82	49.41	5.78	14.88	9.03	35.72
归母净利润同比				238.27%	-80.32%	-56.13%	-105.60%	7.51%	-33.87%	122.36%	1201.14%	-27.71%
归母净利润环比		-65.67%	-4.00%	213.93%	-80.98%	-23.46%	-112.26%	6122.08%	-88.30%	157.37%	-39.27%	295.36%
净利率	87.53%	27.14%	30.10%	42.32%	19.81%	15.67%	-2.10%	41.99%	8.36%	17.51%	12.35%	40.39%
扣非归母净利润	8.66	14.11	10.71	40.76	7.32	1.95	-9.19	42.86	2.85	8.87	1.21	12.11
扣非归母净利润同比				379.03%	-15.47%	-86.18%	-185.79%	5.14%	-61.07%	355.06%	113.21%	-71.73%
扣非归母净利润环比		62.93%	-24.10%	280.58%	-82.04%	-73.36%	-571.28%	566.45%	-93.35%	211.36%	-86.33%	898.39%
扣非净利率	17.06%	25.11%	22.02%	37.53%	16.59%	4.57%	-23.47%	36.42%	4.12%	10.44%	1.66%	13.70%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所 注: 2020Q4 数据为原始数据

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

- 公司海外销售常年占比 80%以上，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。

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	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1145	1226	1390	1572	营业收入	244	316	410	554
现金	430	731	802	899	营业成本	50	102	127	163
应收账款	62	62	83	116	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	14	15	21	27	营业费用	8	11	16	22
预付账款	20	29	41	50	管理费用	43	48	58	73
存货	24	42	56	70	财务费用	14	-13	-16	-15
其他流动资产	595	347	388	409	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	503	463	471	479	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	282	263	244	225	营业利润	60	68	88	122
无形资产	75	97	124	154	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	146	103	103	101	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1648	1689	1861	2051	利润总额	63	68	88	122
流动负债	221	180	200	210	所得税	-1	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	净利润	64	65	85	118
应付账款	9	22	26	33	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	212	158	173	177	归属母公司净利润	64	65	85	118
非流动负债	149	188	254	316	EBITDA	99	86	103	138
长期借款	101	152	211	274	EPS (元)	0.16	0.16	0.21	0.30
其他非流动负债	48	36	44	42					
负债合计	370	368	454	526	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	401	401	401	401	成长能力				
资本公积	751	751	751	751	营业收入	-7.8%	29.6%	29.9%	35.1%
留存收益	124	169	255	373	营业利润	-55.2%	14.3%	29.5%	38.1%
归属母公司股东权益	1278	1321	1407	1526	归属于母公司净利润	-46.8%	2.2%	30.5%	38.7%
负债和股东权益	1648	1689	1861	2051	获利能力				
					毛利率(%)	79.4%	67.6%	69.1%	70.6%
					净利率(%)	26.3%	20.7%	20.8%	21.4%
					ROE(%)	5.0%	5.0%	6.1%	7.8%
					ROIC(%)	7.5%	6.7%	8.0%	11.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	22.5%	21.8%	24.4%	25.6%
					净负债比率(%)	31.32%	44.13%	49.05%	54.30%
					流动比率	5.18	6.81	6.97	7.48
					速动比率	5.07	6.57	6.69	7.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.19	0.23	0.28
					应收账款周转率	5	5	6	6
					应付账款周转率	4.91	6.59	5.31	5.48
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	0.16	0.21	0.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.56	0.11	0.17
					每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.30	3.51	3.81
					估值比率				
					P/E	119.78	117.24	89.85	64.77
					P/B	6.00	5.80	5.45	5.03
					EV/EBITDA	74	85	71	53

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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。