

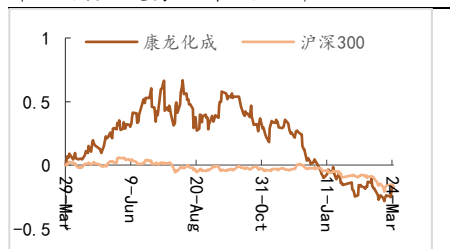
评级： 买入

王斌  
资深分析师  
SAC 执证编号：S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152644

李志新  
首席分析师  
SAC 执证编号：S0110520090001  
lizhixin@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152639

周贤珮  
分析师  
SAC 执证编号：S0110521050004  
zhouxianpei@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152641

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	115.40
一年内最高/最低价(元)	244.60/96.70
市盈率(当前)	55.18
市净率(当前)	9.23
总股本(亿股)	7.94
总市值(亿元)	916.48

资料来源：聚源数据

核心观点

- **事件：**公司发布 2021 年年报，实现营业收入 74.44 亿元(+45.00%)；归母净利润为 16.61 亿元(+41.68%)；扣非净利润 13.41 亿元(+67.46%)。
- **优势领域稳健增长，新业务布局日臻成熟。**分业务看，实验室服务业务实现营业收入 45.66 亿元(+39.94%)，毛利率 43.47%，同比增加 0.70 个百分点，盈利能力提升主要是由于毛利率更高的生物科学业务收入占比提升 46.6%，同比增加 5.8 个百分点。截至 2021 年末实验室服务业务员工数量为 7136 人(+28.41%)，预计人员数量的增加将持续带动实验室服务业务收入增长。CMC 业务收入 17.46 元(+42.9%)，毛利率 34.92%，同比增加 2.20 个百分点。2021 年公司服务涉及药物分子或中间体 1013 个(+37.08%)，其中临床前项目数量为 754 个(+267)，临床 I-II 期项目 224 个(+22)，我们认为前期项目数量的持续增加有望不断为临床后期和商业化阶段项目导流。随着绍兴工厂一期工程的产能（200 立方米反应釜已于 2022 年初投入生产，其余 400 立方米反应釜预计将于 2022 年中期完成并交付使用）、天津工厂三期项目和宁波第一园区二期项目陆续投入使用（可增加 CMC 服务人员近 1000 人），未来公司承接临床阶段项目和商业化阶段项目能力均将大幅度提升，CMC 业务有望继续保持快速增长。临床研究服务业务实现收入 9.56 亿元(+52.0%)，公司加大临床研究服务能力提升力度，通过收购恩远医药和德泰迈，加强在定量药理学、药物警戒等方面的能力，完善临床研发服务平台。大分子和 GCT 服务业务实现营业收入 1.51 亿元，随着 Pharmaron Biologics UK 开始承接外部订单和宁波第二园区一期项目产能在 2023 年逐步释放，未来有望成为新的业绩增长点。
- **资本开支提速，产能持续推进。**2021 年公司用于内部建设的资本开支为 20.93 亿元(+59%)，创近年来最高水平，截至 2021 年末公司固定资产为 39.23 亿元(+44.07%)，在建工程为 13.74 亿元(+67.41%)，公司资本开支提速，实验室服务和 CMC 产能稳步扩张，将有利支撑未来业绩增长。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 98.27、125.87 和 160.29 亿元，同比增长 32.0%、28.1%和 27.4%；归母净利润分别为 21.64、27.91 和 35.64 亿元，同比增长 30.3%、29.0%、和 27.7%，以 3 月 28 日收盘价计算，对应 PE 分别为 42、33 和 26 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业景气度下降；全球制药工业产业链分工发生重大不利变化。

### 盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	74.44	98.27	125.87	160.29
营收增速 (%)	45.0%	32.0%	28.1%	27.4%
净利润 (亿元)	16.61	21.64	27.91	35.64
净利润增速 (%)	41.7%	30.3%	29.0%	27.7%
EPS(元/股)	2.09	2.72	3.51	4.49
PE	55	42	33	26

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,644	10,503	12,760	15,843	经营活动现金流	2,058	1,177	2,196	2,870
现金	3,544	5,119	5,944	7,279	净利润	1,661	2,164	2,790	3,563
应收账款	1,229	2,059	2,571	3,166	折旧摊销	484	542	614	667
其它应收款	195	187	299	381	财务费用	75	62	55	59
预付账款	25	43	34	48	投资损失	-308	-400	-300	-200
存货	680	702	888	1,202	营运资金变动	179	-1,116	-951	-1,196
其他	3,166	2,580	3,323	4,148	其它	7	-26	42	46
非流动资产	9,745	10,143	10,797	11,233	投资活动现金流	-5,258	109	-1,391	-1,212
长期投资	453	453	453	453	资本支出	-2,364	-1,334	-1,227	-1,072
固定资产	3,923	4,684	5,260	5,671	长期投资	-172	0	0	0
无形资产	693	624	561	505	其他	-2,722	1,443	-164	-140
其他	3,302	2,908	2,949	2,980	筹资活动现金流	3,661	290	20	-323
资产总计	18,389	20,646	23,557	27,076	短期借款	4,136	606	606	606
流动负债	2,982	3,475	4,039	4,702	长期借款	624	561	561	561
短期借款	422	466	511	555	其他	-326	709	-647	353
应付账款	316	355	452	588	现金净增加额	461	1575	824	1335
其他	751	751	751	751	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
非流动负债	5,112	5,487	6,122	6,693	成长能力				
长期借款	956	1,517	2,079	2,640	营业收入	45.0%	32.0%	28.1%	27.4%
其他	689	503	576	586	营业利润	44.6%	30.5%	29.3%	27.7%
负债合计	8,094	8,962	10,161	11,395	归属母公司净利润	41.7%	30.3%	29.0%	27.7%
少数股东权益	166	117	63	-7	获利能力				
归属母公司股东权益	10,129	11,567	13,333	15,688	毛利率	36.0%	37.1%	38.1%	39.2%
负债和股东权益	18,389	20,646	23,557	27,076	净利率	21.8%	21.5%	21.7%	21.8%
					ROE	16.1%	18.5%	20.8%	22.7%
					ROIC	15.6%	16.2%	18.1%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率	44.0%	43.3%	43.0%	42.4%
					净负债比率	55.3%	52.3%	50.7%	47.2%
					流动比率	2.9	3.0	3.2	3.4
					速动比率	2.7	2.8	2.9	3.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
					应收账款周转率	6.5	6.0	5.4	5.6
					应付账款周转率	18.8	18.4	19.3	18.7
					每股指标(元)				
					每股收益	2.09	2.72	3.51	4.49
					每股经营现金	2.77	1.48	2.77	3.61
					每股净资产	12.75	14.56	16.79	19.75
					估值比率				
					P/E	54.88	42.13	32.67	25.58
					P/B	9.00	7.88	6.84	5.81
利润表 (百万元)									
	2021	2022E	2023E	2024E					
营业收入	7,444	9,827	12,587	16,029					
营业成本	4,765	6,179	7,787	9,744					
营业税金及附加	44	73	88	107					
营业费用	156	187	227	272					
研发费用	152	197	227	289					
管理费用	867	1,081	1,322	1,683					
财务费用	23	62	55	59					
资产减值损失	-4	-4	-4	-4					
公允价值变动收益	120	200	150	100					
投资净收益	308	200	150	100					
营业利润	1,914	2,498	3,230	4,124					
营业外收入	6	6	6	6					
营业外支出	9	9	9	9					
利润总额	1,911	2,495	3,227	4,121					
所得税	291	380	491	627					
净利润	1,620	2,115	2,736	3,494					
少数股东损益	-41	-49	-55	-70					
归属母公司净利润	1,661	2,164	2,791	3,564					
EBITDA	2,419	3,099	3,896	4,846					
EPS (元)	2.09	2.72	3.51	4.49					

## 分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，6年证券卖方从业经历，9年医药行业研究经历，“慧眼”量化评选2020最佳分析师医药生物第二名。

王斌，医药行业资深分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于2019年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第5名，公募榜单第4名；于2020年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第3名，公募榜单第2名。

周贤珮，医药行业分析师，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，曾就职于信达证券，卖方分析师水晶球奖2021年加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确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，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
		行业投资评级
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现