



业绩拐点已现，有望迎来戴维斯双击

新开源 (300109)

评级:	增持	股票代码:	300109
上次评级:	首次覆盖	52 周最高价/最低价:	22.52/12.32
目标价格:		总市值(亿)	48.20
最新收盘价:	14.92	自由流通市值(亿)	17.52
		自由流通股数(百万)	117.39

事件概述

公司近期发布 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 37.54%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 29.8%，EPS0.41 元。其中 Q3 营业收入与归母净利润分别为 2.65 亿元、0.44 亿元，分别同比增长 54.44%、64.49%。

分析判断:

► 业绩拐点已现，将进入快速成长期。

公司 2015 年开始聚焦“消费类特种化学品”与“健康医疗服务”双主业发展平台，前三季度业绩保持快速增长主要因美国 BV 公司于 2019 年 6 月底开始并表，Q3 贡献利润约 2900 万元，同时双主业也保持稳健增长。公司 2018 年与 2019 年 H1 归母净利增速分别为-3.53%、12.5%，Q3 增速 64%已呈现向上拐点，我们预计业绩拐点趋势将持续，主要基于：1) 公司 PVP 系列产品位列全球第三，仍有极大发展空间，据公司 2018 年年报，公司 2018 年已与某国际知名制药企业签订重大销售协议，履行期限为 2020 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，预计将为公司带来收入约 1.9 亿元、净利润约 9964.50 万元；2) BV 将在研发、市场等方面与公司精准医疗业务产生显著协同效应，除自身业绩打开发展空间之外，BV 产品作为公司精准医疗板块三济生物与晶能生物所需的关键原料，也可大幅降低公司采购成本；3) 据公司 2019 年中报，精准医疗工作室已成立 40 余家，公司持股 51%，在串联起各业务平台及医疗资源方面意义重大，H1 收入 5752.26 万元已接近 2018 年全年收入 5941.53 万元，前三季度净利润同比增长约 1600 万元。

► 占据优势赛道，松江基地投产后成长空间巨大。

公司在不断巩固原有业务竞争优势之外，还通过持续战略投资打造新的利润增长点。公司 2018 年 5 月参股永泰生物，持有其 1.9% 股权，据永泰生物 9 月 2 日递交的港股主板上市申请资料，其核心产品 EAL 是国内唯一获准进入实体瘤治疗 II 期临床试验的免疫细胞产品，并预计在 2019 年 12 月在联交所挂牌交易。2019 年 7 月，公司投资 CAR-T 全产业链公司华道生物，持股 14.55%，华道生物已于 10 月 30 日收到国家药监局发布的临床试验通知书。公司 8 月公告的可研报告显示，新开源（上海）医疗科技有限公司松江基地项目将在精准医疗产业链投资加码，拟投资 16.67 亿元，建设期为两年，预计达产后每年可实现收入 20.1 亿元、净利润 3.05 亿元。

► 拟引入新股东，管理效率有望提升。

公司 10 月 25 日公告将引入战略股东，实际控制人及大股东将与嘉兴嘉闻签署战略合作协议，拟转让股份及委托表决权股份比例合计不低于总股本的 20%且不高于 29.99%，嘉兴嘉闻实控人为中央汇金投资有限责任公司。我们认为收购 BV 后公司股权比例较为分散，引入新股东、表决权集中有利于提升公司管理及运营效率。

投资建议

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 10.15/14.29/18.04 亿元，归母净利润分别为

1.78/3.19/4.18 亿元，EPS 为 0.55/0.99/1.29 元，目前股价对应 PE 分别为 27/15/12 倍。公司业绩向上拐点已现，随着业绩步入快速成长期，有望迎来戴维斯双击。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

PVP 原材料价格大幅上涨的风险；新项目建设进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	488.58	698.28	1015.04	1428.85	1803.83
YoY (%)	21.96%	42.92%	45.36%	40.77%	26.24%
归母净利润(百万元)	92.82	89.55	178.26	319.11	417.60
YoY (%)	15.97%	-3.53%	99.08%	79.01%	30.86%
毛利率 (%)	47.47%	45.33%	49.09%	52.56%	52.27%
每股收益 (元)	0.29	0.28	0.55	0.99	1.29
ROE	7.13%	7.03%	12.27%	18.01%	19.07%
市盈率	52.66	54.59	27.42	15.32	11.71

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	698.28	1015.04	1428.85	1803.83	净利润	90.58	189.48	341.15	458.60
YoY (%)	42.92%	45.36%	40.77%	26.24%	折旧和摊销	41.27	46.69	58.51	70.18
营业成本	381.75	516.77	677.78	861.05	营运资金变动	-127.90	-203.22	-103.92	-99.05
营业税金及附加	7.94	11.54	16.25	20.51	经营活动现金流	48.81	88.44	347.16	478.56
销售费用	46.49	63.95	87.16	106.43	资本开支	-124.16	-264.96	-269.11	-267.96
管理费用	62.17	90.34	108.59	119.05	投资	-237.43	0.00	0.00	0.00
财务费用	31.98	38.13	45.13	43.63	投资活动现金流	-361.17	-259.96	-264.11	-262.96
资产减值损失	17.31	20.58	8.67	7.56	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.65	5.00	5.00	5.00	债务募资	56.63	253.16	59.94	-78.75
营业利润	106.82	221.92	400.36	537.53	筹资活动现金流	129.98	212.12	11.20	-127.02
营业外收支	-1.51	1.00	1.00	2.00	现金净流量	-182.39	40.60	94.25	88.58
利润总额	105.32	222.92	401.36	539.53	主要财务指标				
所得税	14.73	33.44	60.20	80.93	成长能力 (%)				
净利润	90.58	189.48	341.15	458.60	营业收入增长率	42.92%	45.36%	40.77%	26.24%
归属于母公司净利润	89.55	178.26	319.11	417.60	净利润增长率	-3.53%	99.08%	79.01%	30.86%
YoY (%)	-3.53%	99.08%	79.01%	30.86%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.28	0.55	0.99	1.29	毛利率	45.33%	49.09%	52.56%	52.27%
资产负债表 (百万元)					净利率率	12.97%	18.67%	23.88%	25.42%
货币资金	252.88	293.48	387.74	476.32	总资产收益率 ROA	3.89%	6.76%	10.27%	11.72%
预付款项	35.45	57.50	71.26	92.29	净资产收益率 ROE	7.03%	12.27%	18.01%	19.07%
存货	139.37	179.60	233.20	297.26	偿债能力 (%)				
其他流动资产	238.63	249.44	347.58	430.78	流动比率	0.67	0.68	0.82	1.02
流动资产合计	666.34	780.03	1039.78	1296.64	速动比率	0.49	0.48	0.58	0.72
长期股权投资	336.20	336.20	336.20	336.20	现金比率	0.25	0.26	0.31	0.38
固定资产	372.33	456.93	533.42	598.24	资产负债率	44.59%	44.40%	41.86%	36.44%
无形资产	65.34	65.34	65.34	65.34	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1636.76	1856.04	2067.63	2267.41	总资产周转率	0.33	0.41	0.50	0.54
资产合计	2303.10	2636.06	3107.41	3564.05	每股指标 (元)				
短期借款	670.58	923.74	983.68	904.93	每股收益	0.28	0.55	0.99	1.29
应付账款及票据	86.34	104.42	137.77	174.68	每股净资产	3.95	4.50	5.48	6.78
其他流动负债	238.88	111.24	148.14	188.03	每股经营现金流	0.15	0.27	1.07	1.48
流动负债合计	995.79	1139.40	1269.59	1267.64	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	17.63	17.63	17.63	17.63	估值分析				
其他长期负债	13.46	13.46	13.46	13.46	PE	54.59	27.42	15.32	11.71
非流动负债合计	31.09	31.09	31.09	31.09	PB	3.49	3.36	2.76	2.23
负债合计	1026.88	1170.49	1300.69	1298.73					
股本	217.94	217.94	217.94	217.94					
少数股东权益	1.59	12.81	34.85	75.85					
股东权益合计	1276.22	1465.57	1806.73	2265.33					
负债和股东权益合计	2303.10	2636.06	3107.41	3564.05					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。