

强烈推荐-A (维持)

量子生物 300149.SZ

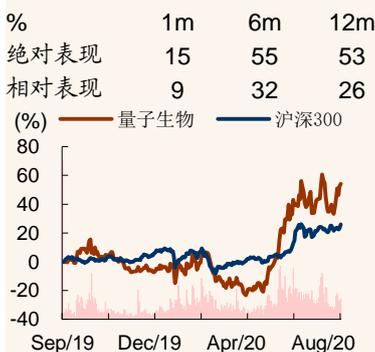
目标估值: NA-NA 元
当前股价: 21.8 元
2020年08月30日

CRO业务环比改善看好放量, CDMO业务蓄势待发

基础数据

上证综指	3404
总股本(万股)	49978
已上市流通股(万股)	40355
总市值(亿元)	109
流通市值(亿元)	88
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	5.6
资产负债率	41.0%
主要股东	云南八本健康产业有
主要股东持股比例	16.05%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《量子生物(300149)一拟发行H股股票, 双资本平台加速产能升级》2020-08-05
- 2、《量子生物(300149)一临床前CRO领先优势, CDMO一体化放量在即》2020-07-30

许菲菲

xufeifei@cmschina.com.cn
S1090520040003

孙炜

sunwei7@cmschina.com.cn
S1090520030002

公司发布2020年半年报: 上半年实现营业收入6.7亿元、归母净利润0.41亿、扣非归母0.31亿, 同比分别增长8.96%、减少16.94%、减少31.92%; 单二季度实现营收3.91亿、归母净利润0.55亿、扣非归母0.50亿, 同比分别增长23.25%、132.39%、134.62%。

□ **CXO业务(上海睿智)**上半年实现营业收入5.23亿元、归母净利润0.52亿, 同比分别增长3.18%、减少24.61%; 单二季度实现营收3.01亿、归母净利润0.31亿, 同比分别增长13.71%、73.12%。

CRO: 临床前CRO业内领先, 业绩环比改善。CRO业务上半年实现营业收入4.30亿元, 同比下降0.50%; 单二季度实现营收3.01亿, 同比增长13.71%, 业绩逐步恢复。随着金科医药创新中心、江苏启东动物房的投入使用, 公司研发效率得以进一步提升、巩固先发优势, 提升业绩; 同时公司加大BD力度, 上半年新增客户139家。

CDMO: 生物药CDMO江苏启东项目三季度投产, 化学药CDMO 2021年商业化。CDMO业务上半年实现营业收入0.93亿元, 同比增长13.32%; 单二季度实现营收0.49亿元, 同比增长2.1%。公司积极推进启东创新生物药一站式研发生产服务平台和奉贤全球原创药物cGMP生产基地二期项目的建设, 积极进行业务卡位, 有望后续放量。

□ **微生态业务回升:**上半年微生态营养及医疗业务收入1.46亿元、归母净利润0.36亿元, 同比分别增长47.83%、133.05%。今年疫情下“微生态平衡”受到重视, 预计全年继续呈现回升态势。

□ **盈利预测与投资建议:**我们看好公司CRO业务环比改善及CDMO产能逐步提升, 拟构建“A+H”股平台助力公司发展, 预计公司2020-2022年实现归母净利润1.94亿、2.92亿和3.95亿, PE分别为56X、37X和28X, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示:**药企研发投入降低、疫情影响、国际贸易争端、汇率波动、核心人员流失、产能扩张低于预期、商誉减值、安全生产及环保等风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	997	1328	1560	2047	2559
同比增长	262%	33%	17%	31%	25%
营业利润(百万元)	179	136	193	295	402
同比增长	149%	-24%	42%	53%	36%
净利润(百万元)	161	139	194	292	395
同比增长	173%	-14%	40%	51%	35%
每股收益(元)	0.32	0.28	0.39	0.58	0.79
PE	67.6	78.4	56.2	37.3	27.6
PB	5.0	4.8	4.4	4.0	3.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、CXO 业务恢复趋势显著，看好环比加速	3
1.1 CRO: 持续增强技术能力，巩固先发优势	3
1.2 CDMO: 产能有待释放，大分子 CDMO 快速增长	5
二、补充业务拓展短板，扩大客户基础	6
三、疫情提高益生元产品美誉度，微生态业务实现高增长	7
四、投资建议及风险提示	7

图表目录

图 1: 上海睿智业务范围	3
图 2: CXO 业务收入细分绝对值及增速 (百万元)	3
图 3: CXO 业务收入细分占比	3
图 4: CRO 业务收入细分绝对值及增速 (百万元)	4
图 5: CRO 业务收入细分占比	4
图 6 一图看懂上海睿智 CRO 技术平台	4
图 7: CDMO 业务收入细分绝对值及增速 (百万元)	5
图 8: CDMO 业务收入细分占比	5
图 9: 微生态业务收入及增速 (百万元)	7
表 1: CRO 业务分类	3
表 2: 上海睿智 CDMO 产能扩张计划	6
附: 财务预测表	9

一、CXO 业务恢复趋势显著，看好环比加速

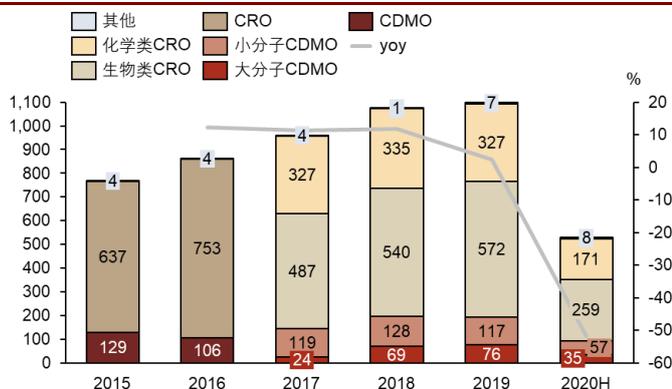
CXO 业务（上海睿智）上半年实现营业收入 5.23 亿元、归母净利润 0.52 亿，同比分别增长 3.18%、减少 24.61%；单二季度实现营收 3.01 亿、归母净利润 0.31 亿，同比分别增长 13.71%、73.12%。

图 1：上海睿智业务范围



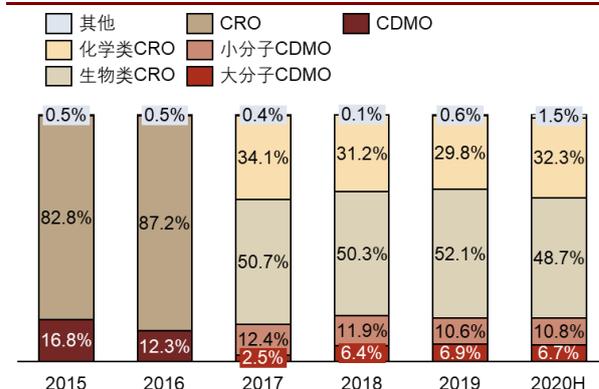
资料来源：公司公告，招商证券

图 2：CXO 业务收入细分绝对值及增速（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 3：CXO 业务收入细分占比



资料来源：公司公告，招商证券

1.1 CRO：持续增强技术能力，巩固先发优势

量子睿智的 CRO 业务为临床前 CRO，具体专业范围涵盖化学服务、生物制药服务、药代动力学服务、生物服务等，业务涉及肿瘤、神经系统疾病、免疫炎症、纳米抗体、代谢、ADC（抗体偶联药物）等多个前沿领域，可以为客户提供化学类和生物类药物开发临床前的整合服务，提升客户新药研发效率，降低新药研发风险和成本。

表 1：CRO 业务分类

分类	主要内容
化学类 CRO	化学药的设计、定制合成等，包括先导化合物的确证、优化，化合物库合成，小分子化合物和多肽合成等。
生物类 CRO	药物的体外筛选以及体内药代研究，药效学研究，生物药的研发、表达、纯化等。

资料来源：公司公告，招商证券

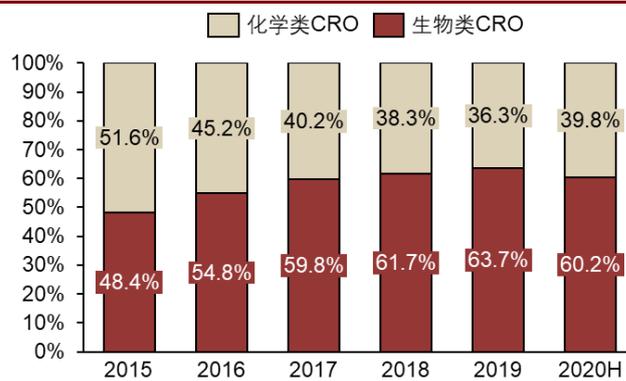
CRO 业务上半年实现营业收入 4.30 亿元，同比下降 0.50%；单二季度实现营收 3.01 亿，同比增长 13.71%，业绩逐步恢复。其中化学类 CRO 上半年实现收入 1.71 亿元、同比增长 7.95%，单二季度收入 0.96 亿元、同比增长 24.26%；生物类 CRO 上半年实现 2.59 亿元、同比下降 5.41%，单二季度收入 1.58 亿元、同比增长 9.05%。

图 4: CRO 业务收入细分绝对值及增速 (百万元)



资料来源：公司公告，招商证券

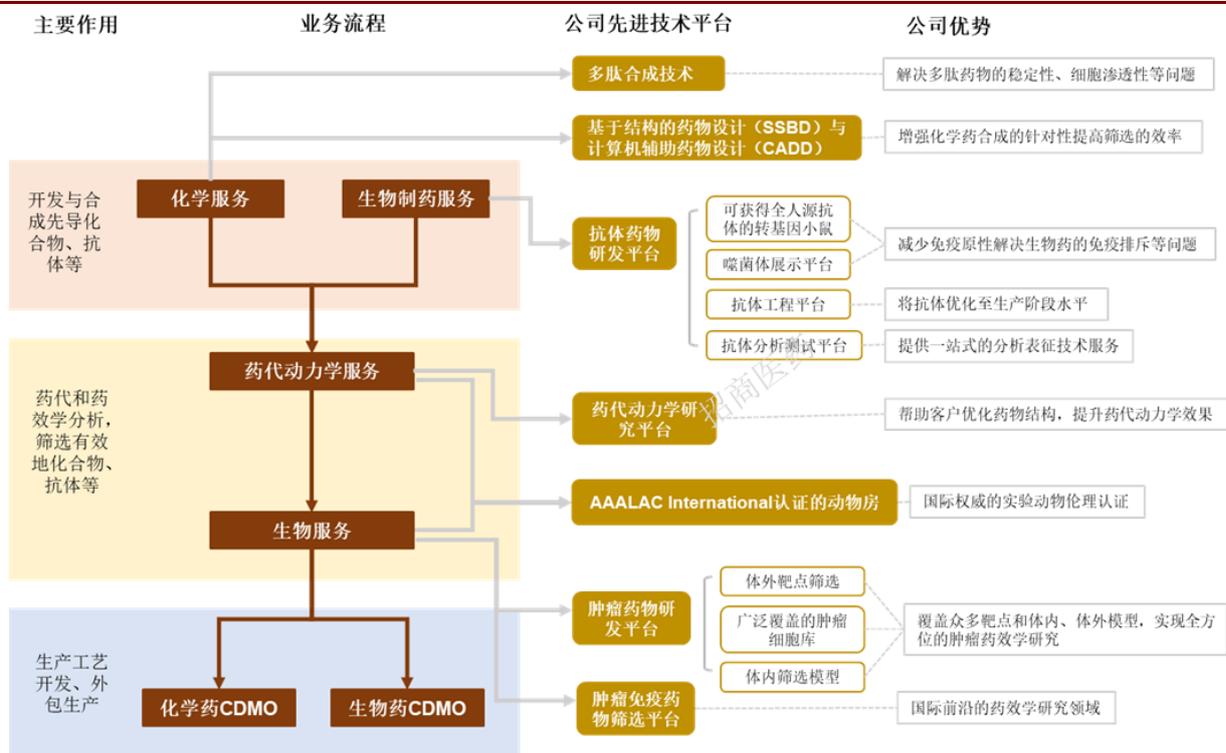
图 5: CRO 业务收入细分占比



资料来源：公司公告，招商证券

作为国内首批 CRO 弄潮儿,上海睿智经过近 20 年技术积累形成了多个先进技术平台,并持续加强技术能力:

图 6 一图看懂上海睿智 CRO 技术平台



资料来源：公司公告，招商证券

- 化学类 CRO: 上半年公司继续增强基于片段筛选 (FBS) 筛选的服务能力。与传统高通量筛选 (HTS) 相比, FBS 需要的化合物及靶标蛋白消耗更少, 具有更高

的候选化合物开发成功率和更低的成本，可以和 HTS 一起为先导化合物筛选业务发展提供稳固有力的支撑。

- **生物类 CRO:** 公司体外药理药效团队对新冠病毒 SARS-CoV-2 靶点进行了深入研究，逐步开发药筛实验，与海内外公司合作开展多个抗新冠病毒新药研发项目。2020 年上半年公司生物药研发部门与 Gladstone 研究所、美国西奈山医疗系统等多个美国顶级医院和研究所合作，研究开发与新冠肺炎的诊断与治疗相关的单抗药物。药代药动和早期毒理部门上半年新开发出 3 种新的体外筛选方法，提升了自动化实验内容的比例。

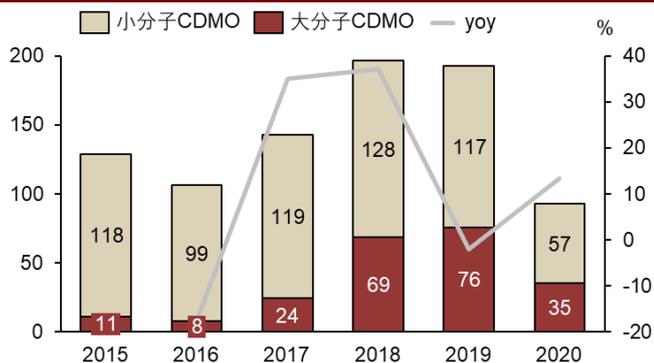
金科医药创新中心启用提升研发效率: 作为量子生物“巩固 CRO 先发优势,加速 CDMO 产能升级”战略落地的重要一步,2019 年金科医药创新中心已完成搬迁并投入使用。金科医药创新中心面积 24,000 平方米,拥有国际一流的实验室,包括药物化学实验室、生物类研发实验室及 2000 平方米的 AAALAC 认证动物设施。2020 年上半年按金科中心业务协同效应良好,研发效率大幅提高,也为下一步实验室新技术平台的进驻也预留了充裕空间

随着技术平台的持续升级和研发效率的提升,我们认为公司 CRO 业务将平稳增长,巩固市场优势。

1.2 CDMO: 产能有待释放, 大分子 CDMO 快速增长

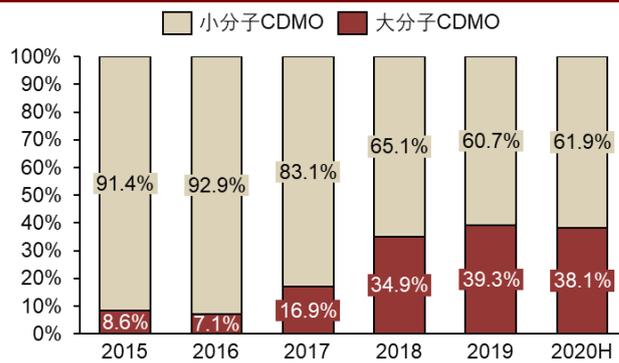
CDMO 业务上半年实现营业收入 0.93 亿元,同比增长 13.32%;单二季度实现营收 0.49 亿元,同比增长 2.1%。其中小分子 CDMO 上半年实现收入 0.57 亿元、同比增长 0.49%;大分子 CDMO 上半年实现 0.35 亿元、同比增长 43.03%,单二季度收入 0.21 亿元、同比增长 44.56%,增长迅速。

图 7: CDMO 业务收入细分绝对值及增速 (百万元)



资料来源:公司公告,招商证券

图 8: CDMO 业务收入细分占比



资料来源:公司公告,招商证券

公司生物药 CDMO 在原有的批次流加培养技术 (Fed-batch) 上,进一步拓展了新的生产技术领域,建立了健全连续流生产研发和生产技术平台。与传统的批次流加培养相比,连续流生产在生产不稳定性产品、提高特定产品表达量等方面拥有突出优势。截至 2020 年 6 月 30 日,公司已成功建立 3L 至 50L 体系的灌流平台并实现工艺控制,未来将逐步实现稳定中试生产。此外凯惠药业从软件硬件升级、高活性原料药等高端技术壁垒着手,创设技术品牌,为客户提升服务的附加价值和整体价值。

公司产能扩张计划有序开展，能力边界有望大幅拓展。2020 上半年上海睿智资本开支投入 1.97 亿元，与去年同期资本开支投入 0.88 亿元相比增长 123.9%。凯惠药业全球原创药物 cGMP 生产基地二期建设持续加快推进，一阶段的桩基工程已于 2020 年上半年完成，2020 年下半年将开始主体工程施工。

表 2: 上海睿智 CDMO 产能扩张计划

业务	项目	新增能力	计划
生物药 CDMO	位于江苏省启东市的创新生物药一站式研发生产服务平台建设	将建设 3 条 500 升和 6 条 2000 升的一次性生物反应器规模的单克隆抗体细胞培养和原液生产线以及相配套的下游纯化和制剂设备，将公司的生物药 CDMO 反应器规模由现有约 450 升提升至 13,950-18.450 升。	2020 年下半年，该项目将建设完成首批 1 条 500 升和 2 条 2000 升的原液生产线，配套 1 条无菌灌装线和冻干粉针剂线，可满足生物药临床 III 期及商业化生产的生产外包服务需求。
化学药 CDMO	上海市奉贤区“全球原创药物 cGMP 生产基地二期项目”	项目将新建三个 cGMP 国际化标准车间，形成原料药产能 16 吨/年、化学药的高级医药中间体产能约 28 吨/年、多肽原料药产能约 0.13 吨/年，提升现有的化学药 CDMO 产能，能力将拓展至 III 期及商业化生产	建设周期 2 年，一阶段将建造 1 个商业化原料药生产车间，该生产车间的桩基工程已于 2020 年 1 月份完成。

资料来源：公司公告，招商证券

CDMO 业务起步较晚、成长性较好，其中生物药基数虽小订单充足、技术人才和设备支撑，预计持续高速增长态势；化学药后端项目逐渐增多，预计随着项目的持续推进、业务放量，将迎来快速增长。

二、补充业务拓展短板，扩大客户基础

公司在 BD 方面布局较晚，2016 年才成立专业的 BD 团队部门，在市场营销上有较大提升空间。为弥补短板，上海睿智加大了国内及国际市场的开发力度，充分利用国内在新冠疫情防控取得的有效成果，积极开拓国内外新业务新模式。

在海外疫情肆虐的背景下，公司及时调整了市场推广策略以应对疫情带来的沟通阻碍。

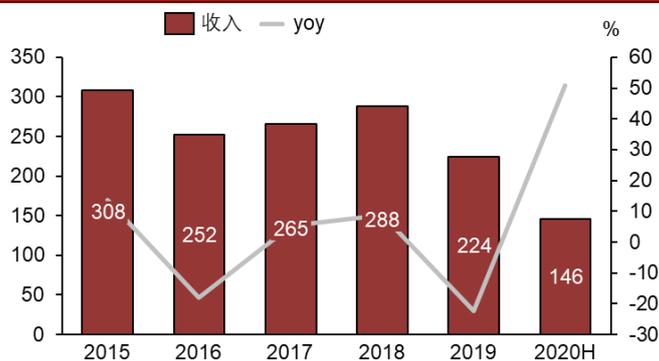
- **多渠道市场推广策略:** 公司的业务拓展重点从提高市场知名度转变为增强数字化影响力，以确保上海睿智的品牌和动态传递给客户和潜在客户。该策略通过更新维护上海睿智网站内容、增加社交媒体发布、创建 YouTube 频道、增加博客内容、增加视频广告、电子邮件广告系列等方式针对性地推广各项业务，合作伙伴可以在线上共同参与活动。
- **“远程销售”策略:** 全球业务拓展团队通过创造性的战术执行新的销售计划，成功克服了疫情下的沟通障碍，开发了新的业务机会。作为“远程销售”策略中的一项举措，“创新客户互动管理计划”通过使用多样化的交流平台增强了与客户之间沟通与联系。

通过有效的业务拓展策略，公司在夯实基石客户的基础上成功扩大了现有客户群。2020 年上半年 CXO 业务共服务客户 659 家（2019 年服务客户 877 家），其中新客户 139 家。

三、疫情提高益生元产品美誉度，微生态业务实现高增长

量子生物自创立以来一直从事低聚果糖、低聚半乳糖为代表的微生态营养制剂的研发、生产及销售，拥有国际领先的果糖转移酶生产高纯度粉状低聚果糖的核心技术，是全球范围内少数掌握酶工程、菌种选育、工艺开发、分析检测等全产业链核心技术的益生元企业。受益于疫情，市场对益生元的关注度提高，公司收入增速回升。2020年上半年微生态营养及医疗业务收入1.46亿元、归母净利润0.36亿元，同比分别增长47.83%、133.05%；单二季度实现收入0.86亿元、归母净利润0.24亿元，同比分别增长88.89%、311.24%。

图9：微生态业务收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

得益于国际市场开拓力度的加大，微生态营养及医疗板块国际业务实现收入0.28亿元，同比增长83.36%，占微生态营养及医疗业务收入的19%。此外，截至2020年6月30日，公司微生态营养业务服务客户数量超600家，较去年同期新增客户近40家。随着业务拓展力度的持续增强和产品需求的进一步提高，微生态业务呈现较大发展空间。

四、投资建议及风险提示

盈利预测与投资建议：我们看好公司CRO业务环比改善及CDMO产能逐步提升，拟构建“A+H”股平台助力公司发展，预计公司2020-2022年实现归母净利润1.94亿、2.92亿和3.95亿，PE分别为56X、37X和28X，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：

药企研发投入降低风险：药企研发投入是CRO收入的主要来源，若降低则会对CXO公司收入产生不利影响；

全球疫情影响导致业务暂停/下滑风险：新冠疫情存在不确定性，或导致药企客户或者CXO企业的业务暂停或下滑；

国际贸易争端风险：由于海外政策变化，或影响未来海外订单承接进度；

汇率波动风险：汇率波动会对以外币结算的海外收入产生影响；

核心人员流失风险：核心人员的流失或对公司产生不利影响；

减持风险：企业限制性股票解禁，或引起市场价格波动；

产能扩张低于预期风险：公司的启东项目和奉贤项目都是公司产能扩张的重要项目，若产能扩张或者 BD 低于预期，则公司业绩将受到影响；

商誉减值风险：公司收购上海睿智后确认了较大金额的商誉，若上海睿智未来经营业绩未达预期，本次交易形成的商誉将会存在减值风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	735	800	806	1199	1666
现金	191	201	146	353	627
交易性投资	0	64	64	64	64
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	336	409	458	601	751
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	50	68	70	92	113
其他	157	58	68	89	111
非流动资产	2612	2968	2868	2774	2683
长期股权投资	63	116	116	116	116
固定资产	553	606	653	695	731
无形资产	1829	1810	1689	1576	1471
其他	167	436	410	387	366
资产总计	3348	3768	3675	3973	4350
流动负债	355	789	503	554	604
短期借款	50	93	60	60	60
应付账款	70	91	105	137	170
预收账款	43	48	56	73	90
其他	191	557	283	283	284
长期负债	789	675	675	675	675
长期借款	580	612	612	612	612
其他	209	63	63	63	63
负债合计	1143	1464	1178	1229	1279
股本	500	500	500	500	500
资本公积金	1235	1231	1231	1231	1231
留存收益	455	561	755	1005	1336
少数股东权益	14	11	11	8	3
归属于母公司所有者权益	2190	2292	2486	2736	3067
负债及权益合计	3348	3768	3675	3973	4350

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	243	215	420	406	492
净利润	161	139	194	292	395
折旧摊销	78	129	229	225	221
财务费用	38	48	48	38	36
投资收益	(15)	(1)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(21)	(80)	(42)	(145)	(153)
其它	3	(20)	0	5	3
投资活动现金流	(940)	(255)	(119)	(119)	(119)
资本支出	(110)	(254)	(131)	(131)	(131)
其他投资	(831)	(1)	13	13	13
筹资活动现金流	594	48	(356)	(80)	(100)
借款变动	(590)	280	(308)	0	0
普通股增加	78	0	0	0	0
资本公积增加	1150	(4)	0	0	0
股利分配	(17)	(35)	0	(42)	(63)
其他	(26)	(193)	(48)	(38)	(36)
现金净增加额	(103)	8	(55)	207	274

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	997	1328	1560	2047	2559
营业成本	570	821	947	1239	1532
营业税金及附加	7	5	6	8	9
营业费用	44	58	68	89	111
管理费用	135	182	214	281	351
研发费用	55	63	74	97	121
财务费用	27	51	48	38	36
资产减值损失	(3)	(23)	(20)	(10)	(6)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	8	9	9	9	9
投资收益	14	1	1	1	1
营业利润	179	136	193	295	402
营业外收入	0	9	9	9	9
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	178	144	201	304	410
所得税	18	8	11	17	23
少数股东损益	(1)	(3)	(4)	(6)	(8)
归属于母公司净利润	161	139	194	292	395

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	262%	33%	17%	31%	25%
营业利润	149%	-24%	42%	53%	36%
净利润	173%	-14%	40%	51%	35%
获利能力					
毛利率	42.8%	38.2%	39.3%	39.5%	40.1%
净利率	16.2%	10.5%	12.4%	14.3%	15.4%
ROE	7.4%	6.1%	7.8%	10.7%	12.9%
ROIC	6.4%	5.4%	7.2%	9.2%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	34.1%	38.9%	32.1%	30.9%	29.4%
净负债比率	20.4%	26.0%	18.3%	16.9%	15.4%
流动比率	2.1	1.0	1.6	2.2	2.8
速动比率	1.9	0.9	1.5	2.0	2.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
存货周转率	15.3	13.9	13.7	15.3	15.0
应收帐款周转率	5.1	3.6	3.6	3.9	3.8
应付帐款周转率	14.9	10.2	9.7	10.2	10.0
每股资料 (元)					
EPS	0.32	0.28	0.39	0.58	0.79
每股经营现金	0.49	0.43	0.84	0.81	0.98
每股净资产	4.38	4.59	4.97	5.47	6.14
每股股利	0.07	0.00	0.08	0.13	0.17
估值比率					
PE	67.6	78.4	56.2	37.3	27.6
PB	5.0	4.8	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	40.5	39.5	22.3	18.8	15.9

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孙 炜 生物医药行业首席分析师

复旦大学金融学硕士，4年卖方研究经验，3年医疗咨询和PE投资经历。2020年2月加入招商证券，曾先后在国金证券、康桥资本担任分析师。

许菲菲 生物医药行业分析师

哥伦比亚大学运筹学硕士，3年卖方研究经验，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。