

2020年10月14日

业绩增长符合市场预期，CXO 业务增速趋势向上明确

睿智医药 (300149)

事件概述

公司发布 2020 年三季报业绩预告：Q3 单季度归母净利润为 0.40~0.48 亿元，同比增长 26.11%~51.53%；前三季度归母净利润为 0.81~0.89 亿元，同比增长 0%~10%。

分析判断：

► 业绩增长符合市场预期，CXO 业务增速趋势向上明确

根据业绩预告及历史数据测算，公司 CXO 业务 2020 年 Q1/Q2/Q3 收入规模分别为 2.2/3.1/3.3 亿元，分别同比增速为-9%/14%/19%，自 2018 年 6 月并表上市公司、及过去 2 年的业务和战略调整后，公司 CXO 业绩重新恢复快速增长，展望未来公司 CXO 业务有望恢复到 25%以上增长。公司 Q3 归母净利润为 0.40~0.48 亿元，同比增长 26%~52%，Q3 单季度恢复到高速增长；若扣除港股发行费用及汇率波动、及益生元业务及非经营性因素的影响，预期公司 CXO 业务 Q3 实现净利润在 6000 万元左右，实现显著业绩贡献。

► 生物药 CDMO 业务新产能投产在即，未来 3-5 年将 继续贡献业绩弹性

公司生物药 CDMO 业务江苏启东新产能已于 Q3 建设及调试完成，目前 4500L 新产能正在调试、试运行中，预期年底正式投入运营、2021 年将开始正式贡献业绩增量。受益于全球产业链的转移以及国内生物药 CDMO 需求快速增长，2019 年国内大分子 CDMO 市场规模为 47 亿元，且预期到 2023 年市场规模将达到 184 亿元，期间复合增长率为 40.8%，呈现超高速增长。展望未来，伴随江苏启东 13500L~18000L 的新产能逐渐投产，以及全球 BD 业务能力加强，预期未来 3-5 年将呈现高速增长，预期到 2025 年收入端规模将达到 9.9 亿元，期间复合增长率为 53.6%、未来将成为全球生物药 CDMO 业务的重要参与者之一。

► CXO 业务处于转折点上、正待扬帆起航

2018 年 6 月 26 日通过发行股份及支付现金的方式收购上海睿智的 90%的股权，实现了上海睿智的 100%并表，正式进军 CRO 和 CDMO 等医药研发和生产外包服务领域。

► 公司战略重视和引进多位副总裁完善技术能力、奠定转折基础：2019 年 6 月原上海睿智实际控制人惠欣成为上市公司董事长，从战略上把 CXO 业务作为公司未来发展的核心，且近年来陆续引进多位高层管理人员奠定上海睿智重

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	22.41
股票代码：	300149
52 周最高价/最低价：	24.16/10.84
总市值(亿)	112.00
自由流通市值(亿)	90.43
自由流通股数(百万)	403.55



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

研究助理：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 量子生物 (300149.SZ)：核心 CRO 业务处于转折点上，生物药 CDMO 业务放量在即

2020.08.31

新起航的基础。

- **CRO 业务和 CDMO 业务陆续有新产能投产：**随着公司金科医药创新中心投入使用、CRO 业务产能将提升 30%以上，同时随着江苏启东大分子 CDMO 业务将于 2020 年下半年逐步投产、上海奉贤的小分子 CDMO 产能将于 2021 年年底或 2022 年初逐渐投产。考虑到港股发行募投项目，以及未来将在广州进一步配套建设创新药研发服务和生产外包产能，进一步完善产能布局。

公司战略重心调整、新产能投产以及加强 BD 团队建设带来公司整体业务增速处于转折点上，展望未来 3-5 年，核心 CRO 业务（化学 CRO 和生物 CRO）将呈现 20%以上的快速增长、潜在核心业务生物药 CDMO 将呈现高速增长贡献业绩弹性，预期到 2025 年上海睿智营业收入达到 38.5 亿元，期间复合增长率为 23.3%，净利润达到 7.58 亿元，期间复合增长率为 25.9%。

投资建议

公司作为国内稀缺化学药和生物药 CRO&CDMO 标的，展望未来，随着内部整装完备、业务将再次扬帆起航，其 CRO 业务将呈现业务转折点、生物药 CDMO 业务将伴随新产能投产释放巨大业绩增量。维持前期业绩预测，即 2020-2022 年归母净利润分别为 1.90/2.90/3.92 亿元，同比增长 37.0%/52.2%/35.4%，对应 2020 年和 2021 年 PE 分别为 59/39 倍。考虑到业务分部估值，考虑到同类公司估值及潜在核心生物 CDMO 业务，给予其 CXO 业务 2021 年 60 倍估值，即对应 164.33 亿元；参考其历史估值情况，给予其微生态业务及总部费用 2021 年 30 倍估值，即对应 4.75 亿市值（已考虑总部管理费用、财务费用等拖累）。综上所述，给予公司合计市值为 169.08 亿市值，对应股价为 33.83 元/股，相对现价有 51%的上升空间，维持“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险；业务拓展的不确定性；新型冠状病毒疫情影响；商誉减值风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	997	1,328	1,572	1,943	2,420
YoY (%)	262.0%	33.2%	18.4%	23.6%	24.5%
归母净利润(百万元)	161	139	190	290	392
YoY (%)	178.6%	-13.8%	37.0%	52.2%	35.4%
毛利率 (%)	42.8%	38.2%	39.5%	39.9%	41.4%
每股收益 (元)	0.32	0.28	0.38	0.58	0.78
ROE	7.4%	6.1%	7.7%	10.5%	12.4%
市盈率	69.53	80.62	58.83	38.66	28.56

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,328	1,572	1,943	2,420	净利润	136	188	284	386
YoY (%)	33.2%	18.4%	23.6%	24.5%	折旧和摊销	121	76	86	81
营业成本	821	950	1,168	1,418	营运资金变动	-89	-110	7	-90
营业税金及附加	5	6	7	9	经营活动现金流	215	154	377	377
销售费用	58	69	85	105	资本开支	-254	-213	-173	-293
管理费用	182	225	272	342	投资	-29	0	0	0
财务费用	51	50	25	25	投资活动现金流	-255	-212	-172	-292
资产减值损失	-11	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	债务募资	251	20	30	60
营业利润	136	204	305	416	筹资活动现金流	48	20	30	60
营业外收支	8	0	0	0	现金净流量	8	-38	235	145
利润总额	144	204	305	416	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	8	16	21	31	成长能力				
净利润	136	188	284	386	营业收入增长率	33.2%	18.4%	23.6%	24.5%
归属于母公司净利润	139	190	290	392	净利润增长率	-13.8%	37.0%	52.2%	35.4%
YoY (%)	-13.8%	37.0%	52.2%	35.4%	盈利能力				
每股收益	0.28	0.38	0.58	0.78	毛利率	38.2%	39.5%	39.9%	41.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	10.2%	11.9%	14.6%	15.9%
货币资金	201	163	397	542	总资产收益率 ROA	3.7%	4.8%	6.5%	7.8%
预付款项	16	28	29	38	净资产收益率 ROE	6.1%	7.7%	10.5%	12.4%
存货	68	81	98	120	偿债能力				
其他流动资产	515	627	730	899	流动比率	1.01	1.14	1.40	1.58
流动资产合计	800	899	1,254	1,599	速动比率	0.91	1.01	1.26	1.42
长期股权投资	116	116	116	116	现金比率	0.25	0.21	0.44	0.53
固定资产	606	644	675	810	资产负债率	38.9%	37.8%	37.5%	36.8%
无形资产	192	267	295	346	经营效率				
非流动资产合计	2,968	3,103	3,190	3,401	总资产周转率	0.35	0.39	0.44	0.48
资产合计	3,768	4,002	4,444	5,000	每股指标 (元)				
短期借款	93	63	43	53	每股收益	0.28	0.38	0.58	0.78
应付账款及票据	91	111	133	163	每股净资产	4.59	4.97	5.55	6.33
其他流动负债	605	612	717	797	每股经营现金流	0.43	0.31	0.75	0.75
流动负债合计	789	786	894	1,014	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	612	662	712	762	估值分析				
其他长期负债	63	63	63	63	PE	80.62	58.83	38.66	28.56
非流动负债合计	675	725	775	825	PB	2.89	4.51	4.04	3.54
负债合计	1,464	1,511	1,669	1,839					
股本	500	500	500	500					
少数股东权益	11	9	4	-3					
股东权益合计	2,303	2,491	2,775	3,161					
负债和股东权益合计	3,768	4,002	4,444	5,000					

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

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

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。本公司及其所属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。

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。