

维亚生物(1873.HK)

服务链拓展，小分子 CDMO 收购落地，新天花板打开
——维亚生物重要事件点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 孙建 021-80105900
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

评级

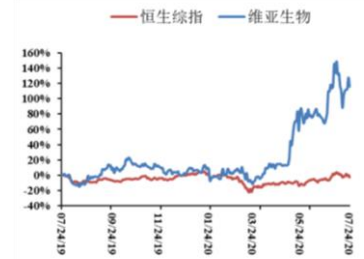
买入

上次评级 买入
当前价格 HKD 7.97

单季度业绩

元/股

| | |
|---------|-------|
| 1H/2020 | -0.38 |
| 2H/2019 | 0.15 |
| 1H/2019 | 0.04 |
| 2H/2018 | 0.03 |



公司简介

公司为全球生物科技及制药客户的临床前阶段的创新药物研发提供世界领先的基于结构的药物发现服务直到确定临床候选化合物。截至 2020 年上半年，公司已为全球逾 370 名生物科技及制药客户提供药物发现服务，涵盖超过 1,000 个独立药物靶标，交付约 9,500 种独立的蛋白结构。

相关报告

- 《医药 CXO+投资协同推进的一体化平台—维亚生物深度报告》2020.10.26
- 《服务延伸+投资孵化，药筛公司突破 CXO 天花板—从维亚生物看研发产业链早期公司商业模式》2020.08.04
- 《如何看待早期药筛 CRO 估值和空间？》2020.07.31

报告导读

我们对公司发展逻辑的认识：基于投资孵化及药筛技术拓展一体化服务平台，是公司做大做强必然选择。而收购管理成熟、产能合规的小分子 CMO 朗华制药，我们认为公司一体化平台拓展发展中迈出的重要一步。我们认为，公司此次收购不仅帮助维亚生物快速进入外包领域中最景气的细分赛道 CDMO，也将进一步放大投资孵化及 CRO 服务之间的协同作用，实现良性循环，有望提升公司市值天花板，打造自带导流的一体化服务平台。

投资要点

朗华制药 80%股权收购并表，管理半径从轻资产到重资产拓展

2020 年 11 月 13 日，公司发布公告，公布关于朗华制药 80%的股权收购正式落地，迈出公司一体化布局的第一步。维亚生物于 IPO 始，加快布局收购 CMO。2019 年 IPO 募集资金中预留 40%用于 CMO 产能建设及平台搭建；2020 年 5 月 20 日，公司发布公告拟收购朗华制药 60%股权，并于 8 月 9 日将收购比例提升至 80%，对价提升至 25.6 亿元，2020 年利润对赌提升至 1.6 亿元。国内 CDMO 赛道是我们持续强调的外包领域景气持续加速的赛道。全球订单向国内转移将成为 CDMO 业绩加速主驱动，中国区市场红利与产业升级也有望在长期贡献明显的业绩弹性。此次向下游拓展，不仅是拓展一体化平台的重要一步，也帮助公司迅速进入 CDMO 赛道，尽享行业景气度，随着公司 CMC 能力建设及 CDMO 自身客户持续拓展及维亚生物整合顺利推进，2021-2023 年 CDMO 业务和维亚投资孵化客户有望逐步形成协同效应，对于 CDMO 业务的良性增长及自身商业模式拓展提供现金流、整合经验支撑。

朗华制药本身质地如何？

朗华制药为一家主要从事小分子原料药、中间体生产和 CDMO 业务的小分子研发制造公司，已获得包括 GMP 等多项全球生产质量认证，并购后将成为维亚生物小分子药及中间体的唯一 CDMO 平台。2017-2020H1 朗华制药营业收入迅速提升，收入分别为 0.89 亿，11.22 亿，12.38 亿及 8.09 亿，净利率由 1.51% 提升至 11.94%，主要受到有较高附加值的 CDMO 订单增加的带动，显示出较好的成长性。我们认为，朗华制药已经具备基本的合规性产能、工艺开发能力，而作为维亚生物的产能补充，对于维亚生物服务客户能力的提升，以及最大程度提升“朋友圈”价值，或有非常好的助力，我们也将持续关注公司收购后管理整合的推进节奏。

“投资孵化”+“一体化服务平台”是公司做大做强的必然选择

目前市场上由于公司商业模式疑虑，导致公司估值持续显著低估。我们认为，市场忽略了药筛+投资孵化业务所奠定新商业模式基础，这种基础对于服务链拓展具有天然的“导流”作用，这也奠定了公司不同于一般医药 CXO 的发展路径。公司作为差异化技术平台的医药 CXO，依靠药筛技术平台起家，靠单一技术平台做大，我们认为难度较大（并非不可行），最终低集中度也就造成天花板较低，而一体化拓展是其必然选择。EFS 商业模式对投资孵化项目的较强话语权将极大助力新业务拓展加速落地，快速发展。因此我们认为，公司迅速收购

小分子 CMO 朗华制药、药物化学 CRO 信实生物及在杭州打造孵化基地，均是为了进一步加强 CFS 与 EFS 之间的协同效应，是公司商业模式的优势所在，也是必然选择。

□ 盈利预测及估值

基于公司核心业务板块分析，不考虑 CDMO 业务并表影响，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45, 0.32 及 0.36 元/股。如前次报告观点，我们预计 CRO 业务 2020 年净利润有望达到 1.78 亿，对应合理市值 133.5 亿元。为了减少投资收益年度波动，我们采用 DCF 法测算了 EFS 部分市值，在中性假设下约为 135.67 亿。考虑朗华制药 2020 年利润对赌及 2020H1 公司的业绩情况，我们认为朗华制药的业务结构正在逐步向 CDMO 方向转型，保守估计对应市值为 87.5 亿元。因此我们认为，公司总合理市值约为 354.67 亿，处于显著低估状态，给予“买入”评级。

□ 风险提示

新服务平台拓展必然带来整合的风险，CFS 向下游业务导流效果不达预期；市场投融资景气度下滑及 EFS 投资回报率不达预期。

财务摘要

| (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 323.09 | 518.23 | 784.13 | 1147.12 |
| (+/-) | 53.79% | 60.40% | 51.31% | 46.29% |
| 净利润 | 265.87 | 787.17 | 548.21 | 630.03 |
| (+/-) | 193.62% | 196.07% | -30.36% | 14.92% |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.45 | 0.32 | 0.36 |
| P/E | 24.00 | 15.70 | 22.54 | 19.62 |

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 1094.43 | 1020.50 | 962.50 | 1154.50 |
| 现金 | 904.09 | 500.00 | 300.00 | 300.00 |
| 交易性金融资产 | 29.63 | 100.00 | 80.00 | 50.00 |
| 应收账款 | 57.51 | 270.50 | 470.50 | 670.50 |
| 其它应收款 | 83.15 | 60.00 | 80.00 | 100.00 |
| 预付账款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 存货 | 8.53 | 10.00 | 12.00 | 14.00 |
| 其他 | 11.52 | 80.00 | 20.00 | 20.00 |
| 非流动资产 | 804.36 | 1495.70 | 2021.07 | 2522.08 |
| 金额资产类 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 4.23 | 4.23 | 4.23 | 4.23 |
| 固定资产 | 106.35 | 174.83 | 185.54 | 199.12 |
| 无形资产 | 50.64 | 50.64 | 50.64 | 50.64 |
| 在建工程 | 0.00 | 80.00 | 90.67 | 108.09 |
| 其他 | 643.14 | 1186.00 | 1690.00 | 2160.00 |
| 资产总计 | 1898.79 | 2516.20 | 2983.57 | 3676.58 |
| 流动负债 | 72.96 | 118.50 | 118.50 | 118.50 |
| 短期借款 | 0.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付款项 | 7.55 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| 预收账款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 64.89 | 111.50 | 111.50 | 111.50 |
| 非流动负债 | 48.43 | 803.16 | 103.10 | 103.10 |
| 长期借款 | 1.34 | 1.34 | 1.34 | 1.34 |
| 其他 | 47.09 | 801.82 | 101.76 | 101.76 |
| 负债合计 | 121.39 | 921.66 | 221.60 | 221.60 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东权益 | 1777.39 | 1594.54 | 2761.97 | 3454.98 |
| 负债和股东权益 | 1898.78 | 2516.20 | 2983.57 | 3676.58 |
| 现金流量表 | | | | |
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 46.01 | 1104.95 | 575.71 | 421.39 |
| 净利润 | 265.87 | 787.17 | 548.21 | 630.03 |
| 折旧摊销 | 34.04 | 9.07 | 11.96 | 13.44 |
| 财务费用 | 2.26 | -36.45 | -27.40 | -6.93 |
| 投资损失 | 1.91 | 3.11 | 4.94 | 6.84 |
| 营运资金变动 | -40.99 | -13.26 | 40.00 | -20.00 |
| 其它 | -217.09 | 355.30 | -2.00 | -202.00 |
| 投资活动现金流 | -290.06 | -417.03 | -22.27 | 8.71 |
| 资本支出 | -39.45 | -192.55 | -28.33 | -14.44 |
| 长期投资 | 1.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -251.66 | -224.48 | 6.06 | 23.16 |
| 筹资活动现金流 | 984.86 | 3706.65 | 27.34 | 6.93 |
| 短期借款 | 0.03 | -0.53 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | -0.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 985.36 | 3707.18 | 27.34 | 6.93 |
| 现金净增加额 | 740.81 | 4394.57 | 580.78 | 437.03 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 323.09 | 518.23 | 784.13 | 1147.12 |
| 营业成本 | 167.18 | 259.11 | 392.06 | 573.56 |
| 营业税金及附加 | 0.00 | 15.55 | 23.52 | 34.41 |
| 营业费用 | 3.57 | 5.75 | 8.70 | 12.73 |
| 管理费用 | 51.22 | 93.28 | 125.46 | 183.54 |
| 研发费用 | 44.95 | 50.00 | 80.00 | 80.00 |
| 财务费用 | 2.26 | -36.45 | -27.40 | -6.93 |
| 资产减值损失 | 0.00 | -0.50 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 271.60 | 500.00 | 200.00 | 300.00 |
| 投资净收益 | -1.91 | -3.11 | -4.94 | -6.84 |
| 其他经营收益 | 0.00 | 0.23 | 0.23 | 0.23 |
| 营业利润 | 54.35 | 328.60 | 377.07 | 463.19 |
| 营业外收支 | 215.66 | 500.00 | 200.00 | 200.00 |
| 利润总额 | 280.93 | 828.60 | 577.07 | 663.19 |
| 所得税 | 15.05 | 41.43 | 28.85 | 33.16 |
| 净利润 | 265.87 | 787.17 | 548.21 | 630.03 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 265.87 | 787.17 | 548.21 | 630.03 |
| EBITDA | 317.23 | 799.22 | 559.63 | 667.70 |
| EPS (最新摊薄) | 0.18 | 0.45 | 0.32 | 0.36 |
| 主要财务比率 | | | | |
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 53.79% | 60.40% | 51.31% | 46.29% |
| 营业利润 | 7.09% | 504.60% | 14.75% | 22.84% |
| 归属母公司净利润 | 193.62% | 196.07% | -30.36% | 14.92% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 48.26% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 净利率 | 82.29% | 151.90% | 69.91% | 54.92% |
| ROE | 26.21% | 46.69% | 25.17% | 20.27% |
| ROIC | 14.68% | 31.31% | 18.16% | 17.47% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 6.39% | 36.63% | 7.43% | 6.03% |
| 净负债比率 | 1.54% | 0.15% | 0.60% | 0.60% |
| 流动比率 | 15.00 | 8.61 | 8.12 | 9.74 |
| 速动比率 | 14.88 | 8.53 | 8.02 | 9.62 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.27 | 0.23 | 0.29 | 0.34 |
| 应收帐款周转率 | 5.93 | 8.13 | 11.20 | 16.39 |
| 应付帐款周转率 | 27.32 | 35.62 | 56.01 | 81.94 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.18 | 0.45 | 0.32 | 0.36 |
| 每股经营现金 | 0.03 | 0.64 | 0.33 | 0.24 |
| 每股净资产 | 1.33 | 0.92 | 1.59 | 1.99 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 24.00 | 15.70 | 22.54 | 19.62 |
| P/B | 0.00 | 7.75 | 4.47 | 3.58 |
| EV/EBITDA | -2.22 | 15.72 | 21.59 | 18.14 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>