

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 34.93

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

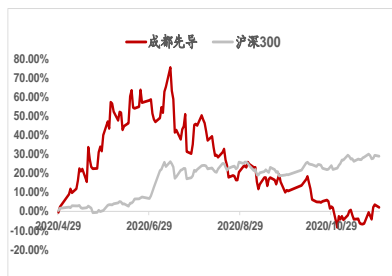
Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

研究助理: 崔少煜

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	400.68
流通股本(百万股)	36.75
市价(元)	34.93
市值(百万元)	13995.75
流通市值(百万元)	12.84

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

《成都先导 (688222) - 深度研究报告: 药筛技术领先, Biotech 属性凸显, 全程助力先导药物发现-买入- (中泰证券\_祝嘉琦\_江琦\_崔少煜)》2020.11.21

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	151.20	264.20	257.76	399.17	580.75
增长率 yoy%	184.10%	74.74%	-2.43%	54.86%	45.49%
净利润	44.96	120.27	68.22	104.18	185.03
增长率 yoy%	294.80%	167.49%	-43.28%	52.73%	77.60%
每股收益(元)	0.11	0.30	0.17	0.26	0.46
每股现金流量	0.13	0.42	0.10	0.18	0.43
净资产收益率	11.54%	23.50%	5.13%	7.27%	11.44%
P/E	311.29	116.37	205.17	134.34	75.64
PEG	1.06	0.69	-4.74	2.55	0.97
P/B	35.92	27.35	10.53	9.77	8.65

备注: 数据截止 2020.11.30

**投资要点**

- 事件: 2020年11月30日, 成都先导官网公布与 Cedilla Therapeutics 达成新药研发合作。公司成功应用其 DEL 技术研发出满足项目特定标准的化合物, Cedilla 已获得这些小分子化合物及其相关 IP 的排他性许可, 以用于进一步开发和商业化。我们认为, 随着项目的持续推进, 除项目研发费用外, 公司还有权取得里程碑款项和再许可收入, 有望持续获得新的增量。**
- 依托领先的 DEL 药物发现平台, 公司与北美蛋白降解疗法新锐成功联手。Cedilla 是美国一家专注蛋白降解疗法开发的生物科技公司, 于 2018 年获 Third Rock 5600 万美元的 A 轮融资, 2020 年 10 月获礼来、Casdin Capital 等机构 5760 万美元的 B 轮融资。近年来蛋白降解疗法研发如火如荼, Arvinas、Kymera Therapeutics、Nurix Therapeutics 及 C4 Therapeutics 更是先后登陆纳斯达克。但不同于传统利用人体蛋白降解机制(泛素化蛋白酶体途径)开发 PROTAC 药物的思路, Cedilla 更加注重靶蛋白信号通路的上游, 通过变构调节或干扰靶蛋白上游相关因子间接降解靶蛋白。凭借与公司先进的 DEL 药物筛选平台合作, 我们预计 Cedilla 能够加快大部分高价值难成药靶点的新药研发进度。**
- 项目合作已初见成效, 研发费用收入及后续里程碑有望加速业绩恢复。根据合作协议, 公司成功筛选出部分小分子满足项目特定标准, Cedilla 已获得这些小分子化合物及其相关 IP 的排他性许可, 以用于进一步开发和商业化。我们认为, 随着项目的持续推进, 除项目研发费用外, 公司还有权取得里程碑款项和再许可收入, 有望持续贡献新的增量, 带来业绩弹性的持续提升。**
- 盈利预测与投资建议: 我们预计 2020-2022 年公司收入 2.58、3.99 和 5.80 亿元, 同比增长-2.43%、54.86%、45.49%, 归母净利润 0.68、1.04 和 1.85 亿元, 同比增长-43.28%、52.73%、77.60%, 对应 EPS 为 0.17、0.26、0.46 元。公司以 DEL 技术为核心的 CRO 业务发展空间大、技术壁垒高、在手订单充足, 为新药权益转让业务带来持续的现金流。拟收购 SBDD/FBDD 技术先进的 Vernalis, 提供药物发现一站式服务, 巩固药筛领先地位。新药权益转让实现“零的突破”, 研发管线储备丰富, 有望持续转化带动业绩弹性提升, 2020 年前三季度业绩受新冠疫情影响较大, 我们预计随着疫情逐步恢复, 公司经营有望逐渐修复, 盈利能力回归快速增长, 维持“买入”评级。**
- 风险提示事件: Cedilla 新药项目失败的不确定风险、Vernalis 收购事项无法顺利完成及未来盈利的不确定性风险、新药项目对外转让的不确定性风险、业务单一的风险、“靶点排他机制”不利影响的风险、客户相对集中的风险、核心技术人员流失的风险。**

图表 1: 成都先导财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	487	1143	1307	1561	<b>营业收入</b>	264	258	399	581
现金	334	1002	1120	1343	营业成本	49	50	105	133
应收账款	33	33	53	76	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	8	0	0	0	营业费用	13	9	15	23
预付账款	3	4	9	10	管理费用	41	39	56	77
存货	13	15	31	39	财务费用	-9	-23	-46	-53
其他流动资产	96	90	95	93	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	148	278	257	236	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	64	195	175	155	<b>营业利润</b>	133	77	116	207
无形资产	15	15	15	15	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	69	68	67	66	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	635	1421	1563	1797	<b>利润总额</b>	133	77	116	207
<b>流动负债</b>	73	76	109	154	所得税	13	9	12	21
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	120	68	104	185
应付账款	11	12	25	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	62	64	84	122	<b>归属母公司净利润</b>	120	68	104	185
<b>非流动负债</b>	51	16	22	26	EBITDA	143	66	90	174
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.17	0.26	0.46
其他非流动负债	51	16	22	26					
<b>负债合计</b>	124	92	131	180	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	360	401	401	401	<b>成长能力</b>				
资本公积	43	795	795	795	营业收入	74.7%	-2.4%	54.9%	45.5%
留存收益	110	133	237	422	营业利润	172.0%	-42.1%	50.8%	78.1%
归属母公司股东权益	512	1329	1433	1618	归属于母公司净利润	167.5%	-43.3%	52.7%	77.6%
<b>负债和股东权益</b>	635	1421	1563	1797	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	81.5%	80.7%	73.8%	77.0%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	45.5%	26.5%	26.1%	31.9%
					ROE (%)	23.5%	5.1%	7.3%	11.4%
					ROIC (%)	42.0%	12.1%	16.3%	39.3%
<b>经营活动现金流</b>	168	41	72	171	<b>偿债能力</b>				
净利润	120	68	104	185	资产负债率 (%)	19.5%	6.5%	8.4%	10.0%
折旧摊销	20	13	20	20	净负债比率 (%)	1.72%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-9	-23	-46	-53	流动比率	6.68	15.05	11.96	10.14
投资损失	0	0	0	0	速动比率	6.50	14.85	11.68	9.89
营运资金变动	21	6	-12	14	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	17	-22	6	5	总资产周转率	0.46	0.25	0.27	0.35
<b>投资活动现金流</b>	-36	-144	0	0	应收账款周转率	9	8	9	9
资本支出	61	144	0	0	应付账款周转率	5.47	4.29	5.63	4.68
长期投资	-22	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	3	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.30	0.17	0.26	0.46
<b>筹资活动现金流</b>	-5	770	46	53	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	0.10	0.18	0.43
短期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.28	3.32	3.58	4.04
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	219	41	0	0	P/E	116.37	205.17	134.34	75.64
资本公积增加	-269	752	0	0	P/B	27.35	10.53	9.77	8.65
其他筹资现金流	45	-23	46	53	EV/EBITDA	95	206	153	79
<b>现金净增加额</b>	130	667	118	224					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。