

# 收购朗华方案 4 个超预期彰显信心，CFS 和 EFS 协同强化

## ——维亚生物 (1873.HK) 公告点评

公司简报

### ◆事件:

公司发布公告，公司计划以现金 25.6 亿元，收购朗华制药 80% 股权。其中，朗华 20 年承诺净利润 1.6 亿元，超预期。

### ◆点评:

**收购朗华方案 4 个超预期，彰显信心。**本次收购相比于之前公告的信息，有 4 个方面超预期，充分彰显公司信心：1) 朗华 20 年承诺净利润上调至 1.6 亿元，同比+75%，此前公告为 1.4 亿元；2) 本次计划收购 80% 股权，此前公告为 60%；3) 公司计划 5 年内推进朗华在 A 股上市；4) 公司将推进朗华管理层的股权激励计划。朗华制药是国内优秀的化药 CMO 公司，现有厂房已经通过 FDA 的 GMP 现场检查。虽然朗华总体估值从此前公告的 26.8 亿元上调至 32 亿元，但对应业绩承诺也有所上调，表明公司质地优质。若收购 80% 股权成功，假设朗华制药 2021 年利润在 2020 年的 1.6 亿基础上增长 20%，将增厚公司 21 年约 1.5 亿利润。

**CFS 和 EFS 协同强化，小 CRO 有大空间。**目前，公司 CFS 业务已经涵盖了靶点研究、化合物发现两大环节，随着客户管线推进，对公司 CMO 能力提出了需求，并且公司客户以 Biotech 为主，较容易导流。公司在中间衔接的 CMC 环节已经组建了团队，预计收购化药 CMO 后将有显著协同效应。值得注意的是，服务能力的延伸也将强化公司投资能力，延伸公司的 EFS 业务覆盖环节。更重要的是，由于其孵化的公司将由公司提供研发服务，公司 EFS 业务也将反哺 CFS 业务。依托 EFS 业务，后续 CFS 业务的服务能力将不断强化，导流效率将不断提高，公司有望持续突破成长天花板。

**◆盈利预测与投资评级：**公司作为全球领先的基于结构药物发现服务商 CFS+EFS 布局前瞻，业绩将持续较高增长。假设朗华 21 年并表，我们维持 20 年净利润预测为 3.8 亿元，上调 21-22 年净利润预测分别为 7.2/10.1 亿元，考虑到公司配股增加股本，我们调整公司 20-22 年 EPS 预测为 0.20/0.38/0.54 元（原为 0.27/0.39/0.56 元），分别同比增长 43%/89%/40%，对应 20-22 年 PE 为 47/25/18 倍，维持“买入”评级。

**◆风险提示：**疫情持续；药企研发投入不及预期；竞争加剧；汇率波动。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	210	323	492	2,101	2,942
营业收入增长率	41.68%	53.81%	52.40%	326.81%	40.00%
净利润 (百万元)	91	266	381	719	1,008
净利润增长率	18.74%	193.62%	43.12%	89.00%	40.13%
EPS (元)	0.05	0.14	0.20	0.38	0.54
ROE (归属母公司) (摊薄)	36.01%	14.96%	8.39%	13.99%	16.98%
P/E	195	67	47	25	18
P/B	41.0	7.5	3.9	3.5	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 7 日，汇率取“1 港元=0.9071 元”

### 买入 (维持)

当前价：10.48 港元

### 分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsecn.com](mailto:linxiaowei@ebsecn.com)

宋硕 (执业证书编号：S0930518060001)  
021-52523872  
[songshuo@ebsecn.com](mailto:songshuo@ebsecn.com)

### 市场数据

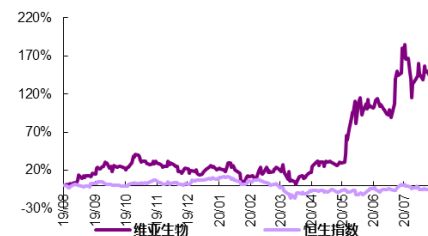
总股本(亿股)：18.76

总市值(亿港元)：196.64

一年最低/最高(港元)：3.15/11.00

近 3 月换手率：52.23%

### 股价表现(一年)



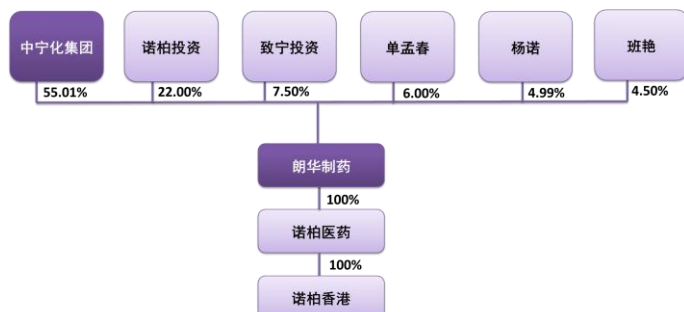
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.3	123.4	186.5
绝对	14.4	122.2	192.5

资料来源：Wind

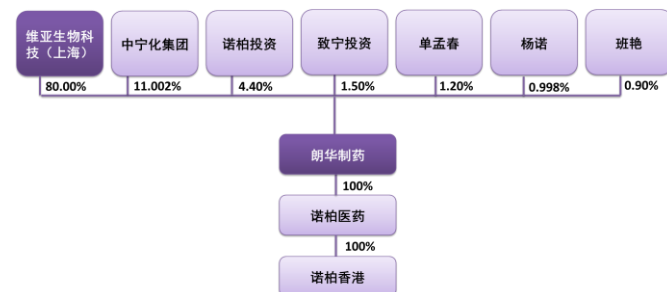
## 附录图表:

图 1: 本次收购前, 朗华股权结构



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 2: 本次收购后, 朗华股权结构



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

表 1: 朗华业绩

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年业绩承诺
收入 (亿元)	3.58	11.31	12.36	
利润总额 (亿元)	0.09	1.02	1.14	
净利润 (亿元)	0.08	0.81	0.91	1.60

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	210	323	492	2,101	2,942
营业成本	105	167	261	1,303	1,824
折旧和摊销	10	16	21	79	147
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	4	4	6	24	34
管理费用	50	69	98	336	447
研发费用	25	45	71	181	266
财务费用	1	2	-35	-52	-33
投资收益	28	43	60	100	160
营业利润	122	294	402	760	1,065
利润总额	106	281	402	760	1,065
所得税	15	15	22	41	57
净利润	91	266	381	719	1,008
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91	266	381	719	1,008
EPS(按最新股本计)	0.08	0.19	0.20	0.38	0.54

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12	36	92	300	465
净利润	91	266	381	719	1,008
折旧摊销	10	16	21	79	147
净营运资金增加	26	66	33	318	165
其他	-114	-311	-343	-817	-855
投资活动产生现金流	-70	-394	-1,200	-3,400	-540
净资本支出	-148	-485	-1,200	-3,500	-700
长期投资变化	5	4	0	0	0
其他资产变化	73	86	0	100	160
融资活动现金流	179	1,004	2,431	1,293	243
股本变化	0	317	476	0	0
债务净变化	-13	0	-1	1,194	342
无息负债变化	241	-156	73	700	366
净现金流	126	649	1,323	-1,807	168

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	50.2%	48.2%	47.0%	38.0%	38.0%
EBITDA 率	17.1%	16.8%	15.7%	16.0%	17.6%
EBIT 率	12.6%	11.8%	11.5%	12.3%	12.6%
税前净利润率	50.4%	87.0%	81.7%	36.2%	36.2%
归母净利润率	43.1%	82.3%	77.3%	34.2%	34.3%
ROA	17.1%	14.0%	8.0%	9.9%	11.5%
ROE (摊薄)	36.0%	15.0%	8.4%	14.0%	17.0%
经营性 ROIC	-30.5%	13.0%	3.4%	4.7%	6.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	52%	6%	4%	29%	32%
流动比率	5.68	15.00	19.01	0.63	0.65
速动比率	5.56	14.88	18.90	0.59	0.61
归母权益/有息债务	106.45	953.03	3386.15	4.30	3.86
有形资产/有息债务	224.11	1018.12	3383.10	5.47	5.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	529	1,899	4,731	7,231	8,731
货币资金	156	904	2,227	420	588
交易性金融资产	0	30	0	0	0
应收账款	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	0	0	0	0	0
存货	5	9	13	66	93
其他流动资产	76	147	197	680	932
流动资产合计	241	1,094	2,444	1,172	1,619
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	5	4	4	4	4
固定资产	67	106	463	1,649	2,197
在建工程	0	0	525	1,969	1,739
无形资产	0	0	198	689	873
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	71	160	160	160
非流动资产合计	288	804	2,288	6,059	7,111
总负债	278	121	194	2,089	2,796
短期借款	0	1	0	1,194	1,536
应付账款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	26	60	111	594	846
流动负债合计	42	73	129	1,862	2,486
长期借款	2	1	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	230	39	56	217	301
非流动负债合计	235	48	65	226	310
股东权益	251	1,777	4,537	5,142	5,934
股本	1,084	1,400	1,876	1,876	1,876
公积金	-982	27	1,969	2,041	2,141
未分配利润	150	350	692	1,226	1,917
归属母公司权益	251	1,777	4,537	5,142	5,934
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.87%	1.11%	1.14%	1.14%	1.14%
管理费用率	23.73%	21.40%	20.00%	16.00%	15.20%
财务费用率	0.27%	0.70%	-7.17%	-2.49%	-1.13%
研发费用率	12.02%	13.92%	14.33%	8.60%	9.03%
所得税率	14%	5%	5%	5%	5%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.11	0.16
每股经营现金流	0.01	0.03	0.05	0.16	0.25
每股净资产	0.23	1.27	2.42	2.74	3.16
每股销售收入	0.19	0.23	0.26	1.12	1.57

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	195	67	47	25	18
PB	41.0	7.5	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	283.1	229.9	203.0	56.5	37.3
股息率	0.0%	0.0%	0.6%	1.2%	1.7%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼