

行业研究/深度研究

2019年04月07日

行业评级:

医药生物 增持 (维持)

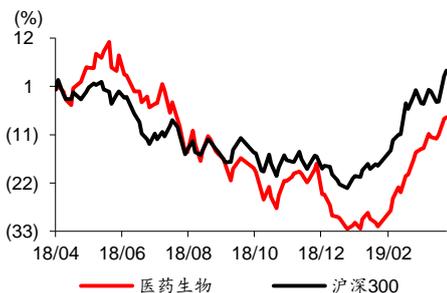
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

高鹏 021-28972068
联系人 gaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《医药生物: 赛诺医疗: 国产心脏支架及球囊供应商》2019.04
- 2 《乐普医疗(300003,买入): 业绩增长稳健, 符合预期》2019.03
- 3 《医药生物: 特宝生物: 重组蛋白与长效制剂先锋》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

美迪西: 临床前 CRO 综合服务商

科创投资手册系列

美迪西: 深耕临床前 CRO 领域

美迪西专注于临床前 CRO 领域, 主要业务包括药物发现与药学研究服务、和临床前研究服务, 2018 年收入占比分别为 56%和 44%。根据招股说明书, 美迪西满足科创板上市条件, 本次拟发行股票不超过 1550 万股 (不含采用超额配售选择权发行的股票数量), 不低于发行后总股本的 25%。本次募集资金主要用于现有业务药物发现与药学研究、临床前研究的平台新建项目投资及补充流动资金。当前, 公司业绩增长强劲, 2018 年实现收入 3.24 亿元, 同比增长 30.6%, 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比增长 46.8%。

CRO 行业增长稳健, 驱动因素较多

全球 CRO 市场 2017 年规模为 396.3 亿美元, 同比增长 11.9%, 其中临床前 CRO 市场 2017 年规模为 156 亿美元 (占比约 39.4%), 同比增长 9.1%, 驱动因素包括: 1) 全球创新研发持续加码, 在研新药数量快速增长; 2) 医药研发成本提升, 难度加大, 促进外包渗透率逐渐提高; 3) 全球中小型生物科技公司蓬勃发展。中国 CRO 市场 2017 年规模为 559 亿元, 同比增长 21.0%, 其中临床前 CRO 市场 2017 年规模约为 284 亿元, 同比增长 18.6%, 驱动因素包括: 1) 政策利好创新, 促进医药外包服务市场扩容; 2) 国内低成本优势促进订单跨境转移; 3) 国内创新产业的崛起。

美迪西: 业务布局完善, 主营业务处于快速成长期

公司当前业务涵盖临床前新药研发的全过程, 可提供临床前研究的一站式外包服务。公司质量控制体系优秀 (已通过中国 NMPA 的 GLP 认证, 同时达到美国 FDA 的标准), 且客户资源丰富 (包括武田、强生、葛兰素史克、罗氏等国际客户和恒瑞医药、扬子江药业、石药集团等国内客户)。公司主要业务当前处于快速成长期, 其中, 药物发现与药学研究服务 2018 年实现收入 1.81 亿元, 同比增长 32.1%, 临床前研究服务 2018 年实现收入 1.42 亿元, 同比增长 28.6%。

美迪西: 当前体量较小、增速较快、毛利率较低、人均单产较低

与行业主要竞争对手药明康德、康龙化成和昭衍新药相比, 美迪西当前收入体量较小 (2018 年为 3.2 亿元 VS 药明康德的 96.1 亿元、康龙化成的 29.1 亿元和昭衍新药的 4.1 亿元)、增速较快 (2018 年的 30.6% VS 药明康德的 23.8%、康龙化成的 26.8%、昭衍新药的 35.7%)、毛利率较低 (2017 年的 33.79% VS 药明康德的 41.83%、康龙化成的 32.74%、昭衍新药的 56.27%)、人均单产较低 (2017 年的 35 万元/人 VS 药明康德的 53 万元/人、康龙化成的 44 万元/人、昭衍新药的 45 万元/人), 仍有较大提升空间。公司目前已有相对稳定的盈利, 建议采用 PE 估值结合 DCF 估值较合理。

风险提示: 科创板未能成功上市风险, 政策实施进程不达市场预期风险, 市场竞争加剧风险。

正文目录

临床前 CRO 一站式服务商	4
CRO 市场蓬勃发展，驱动因素较多	6
全球 CRO 市场：成熟行业，平稳增长	6
中国 CRO 市场：朝阳行业，快速增长	9
美迪西：布局全面的临床前 CRO 服务商	11
行业竞争对手和估值	14
风险提示	15
附录：公司经营指标概览	16

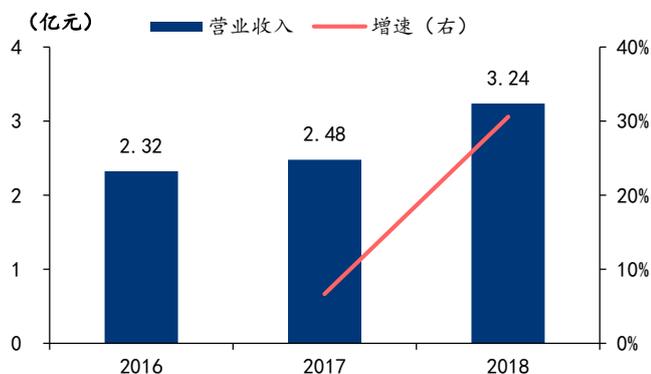
图表目录

图表 1: 2016-2018 年公司收入及增速	4
图表 2: 2016-2018 年公司归母净利润及增速	4
图表 3: 2016-2018 年公司收入拆分	4
图表 4: 2016-2018 年公司毛利拆分	4
图表 5: 公司股权结构 (截至公司招股书披露)	5
图表 6: 公司本次募集资金用途	5
图表 7: 医药外包行业产业链	6
图表 8: 全球 CRO 市场规模及增速	6
图表 9: 全球临床前 CRO 市场规模及增速	6
图表 10: 2004-2017 年全球医药研发投入及增速	7
图表 11: 2013-2017 年全球在研新药 (分子) 数量	7
图表 12: 2004-2017 年全球创新药专利到期后对销售额的影响	7
图表 13: 全球新药从研发到批准上市平均费用变化	8
图表 14: 全球新药研发临床 I 期至 III 期的累计成功率	8
图表 15: 全球 CRO 行业渗透率变化	8
图表 16: 2015-2017 年全球不同规模企业在研药物数量占比	8
图表 17: 2016 年全球 CRO 市场竞争格局	9
图表 18: 中国 CRO 市场规模及增速	9
图表 19: 中国临床前 CRO 市场规模及增速	9
图表 20: 2015 年至今国家鼓励药品创新及 MAH 政策汇总	9
图表 21: 2013 年各国平均时薪比较	10
图表 22: 中国医药研发生产具有成本优势	10
图表 23: 恒瑞医药研发管线 (截至 2019 年 4 月 4 日)	10
图表 24: 美迪西业务领域一览	11
图表 25: 公司主要盈利模式	11
图表 26: 公司主要客户一览	11
图表 27: 2016-2018 年公司药物发现与药学研究收入及增速	12
图表 28: 2016-2018 年公司临床前研究收入及增速	12
图表 29: 各公司业务领域对比	12
图表 30: 2018 年各公司收入对比	13
图表 31: 2018 年各公司收入增速对比	13
图表 32: 2017 年各公司人均单产对比 (总收入/员工总数)	13
图表 33: 2017 年各公司毛利率对比	13
图表 34: 2014-2018 年药明康德收入及增速	14
图表 35: 2014-2018 年药明康德归母净利润及增速	14
图表 36: 2014-2018 年康龙化成收入及增速	14
图表 37: 2014-2018 年康龙化成归母净利润及增速	14
图表 38: 2014-2018 年昭衍新药收入及增速	15
图表 39: 2014-2018 年昭衍新药归母净利润及增速	15
图表 40: 可比公司估值表	15
图表 41: 公司各项业务毛利率	16
图表 42: 公司整体毛利率及净利率	16
图表 43: 公司各项费用率	16
图表 44: 公司 ROE 和 ROA	16
图表 45: 公司资产负债率	16

临床前 CRO 一站式服务商

业绩增长强劲。美迪西成立于 2004 年，致力于为客户提供专业、高效的医药临床前研究服务。公司业绩增长强劲，2018 年实现收入 3.24 亿元，同比增长 30.6%，实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 46.8%。

图表1：2016-2018 年公司收入及增速



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表2：2016-2018 年公司归母净利润及增速



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

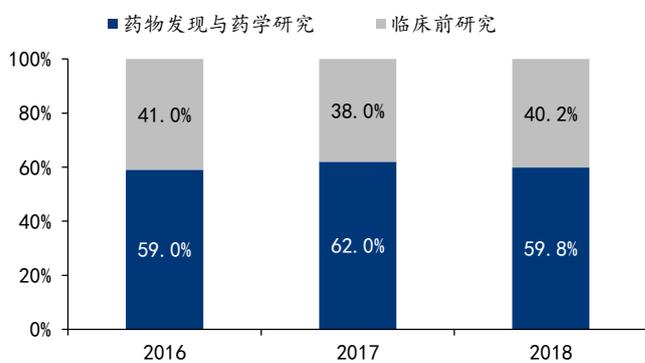
专注于临床前 CRO 服务。公司深耕临床前 CRO 领域，主要业务包括药物发现与药学研究服务、和临床前研究服务。2018 年，公司药物发现与药学研究服务收入占比为 56.0%，毛利占比为 59.8%，为公司第一大业务。临床前研究服务为公司第二大业务，2018 年收入和毛利占比分别为 44.0%和 40.2%。

图表3：2016-2018 年公司收入拆分



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

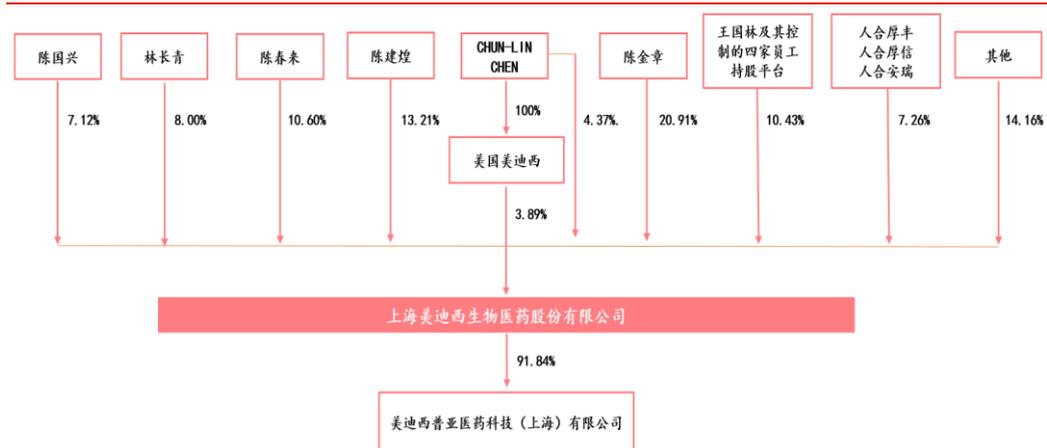
图表4：2016-2018 年公司毛利拆分



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

高管持股，股权相对集中。截至公司招股说明书披露，CHUN-LIN CHEN(董事兼总经理)、陈金章(董事长)、陈建煌(董事)三人为公司共同实际控制人(三人为一致行动人)，合计持有公司 42.37%的股份，股权相对集中。

图表5： 公司股权结构（截至公司招股书披露）



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

满足科创板上市要求，募集资金主要用于现有业务平台建设。根据招股说明书，美迪西满足科创板上市条件（预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元），本次拟发行股票不超过 1550 万股（不含采用超额配售选择权发行的股票数量），不低于发行后总股本的 25%。本次募集资金主要用于现有业务药物发现和药学研究、临床前研究的平台新建项目投资及补充流动资金。

图表6： 公司本次募集资金用途

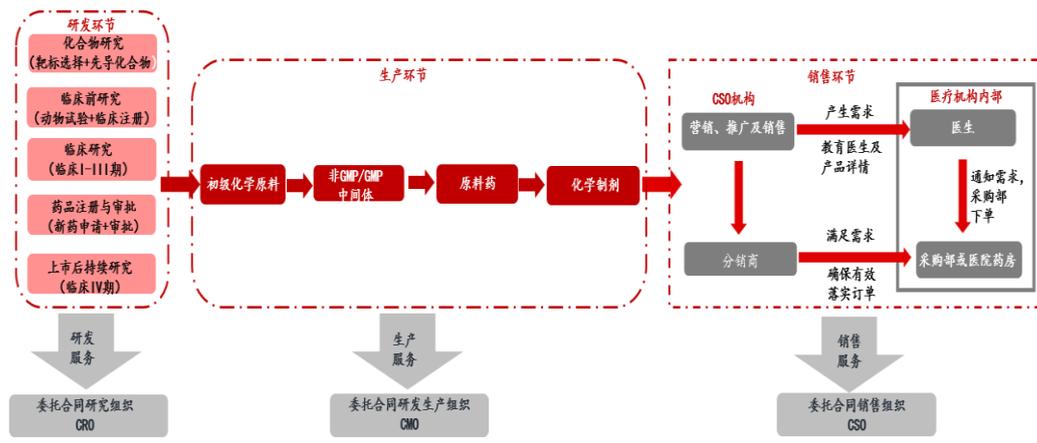
项目名称	适用募集资金投入金额(亿元)	金额占比
创新药研究及国际申报中心之药物发现和药学研究及申报平台新建项目	1.50	43%
创新药研究及国际申报中心之临床前研究及申报平台新建项目	0.97	28%
补充流动资金	1.00	29%
合计	3.47	100%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

CRO 市场蓬勃发展，驱动因素较多

医药 CRO：社会化、专业化分工的必然产物。随着全球新药研发和销售市场竞争日益激烈，药物研发的时间成本及支出不断提高。为缩短新药研发周期、降低研发成本和研发风险，国内外大型制药企业逐渐聚焦核心业务，而将其它业务环节委托给专业的医药研发生产服务企业。自此，医药外包行业应运而生。医药外包行业涉及药品生命周期的各个主要阶段，按照服务内容的不同主要分为 CRO（Contract Research Organization）、CMO（Contract Manufacturing Organization）和 CSO（Contract Sales Organization）三类，其中 CRO 又分为临床前 CRO 和临床 CRO。

图表7：医药外包行业产业链



资料来源：药明康德招股说明书，康哲药业招股说明书，华泰证券研究所

全球 CRO 市场：成熟行业，平稳增长

全球市场增长平稳，驱动因素较多。根据 Frost & Sullivan 数据，全球 CRO 市场 2017 年规模为 396.3 亿美元，同比增长 11.9%，其中临床前 CRO 市场 2017 年规模为 156 亿美元（占比约 39.4%），同比增长 9.1%。全球 CRO 市场近年增长的主要驱动因素如下：

图表8：全球 CRO 市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

图表9：全球临床前 CRO 市场规模及增速



资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

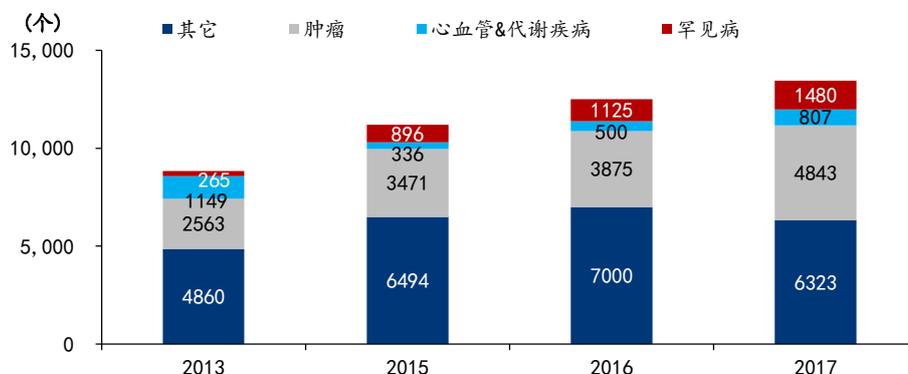
1) 创新研发持续加码。全球创新研发投入近年呈现平稳增长态势，已从 2009 年全球经济危机的低谷中复苏。Evaluate Pharma 数据显示，2017 年全球医药研发投入约 1470 亿美元，2011-2017 年复合增速约 2%。分析在研新药数量可发现，2017 年全球在研新药共 13454 个，相比 2013 年的 8837 有显著增长，研发创新明显提速。另外，近年全球大量创新药专利到期，销售额的断崖式下滑倒逼药企加速创新研发，利于外包市场扩容。

图表10： 2004-2017 年全球医药研发投入及增速



资料来源：Evaluate Pharma，华泰证券研究所

图表11： 2013-2017 年全球在研新药（分子）数量



资料来源：Evaluate Pharma，华泰证券研究所

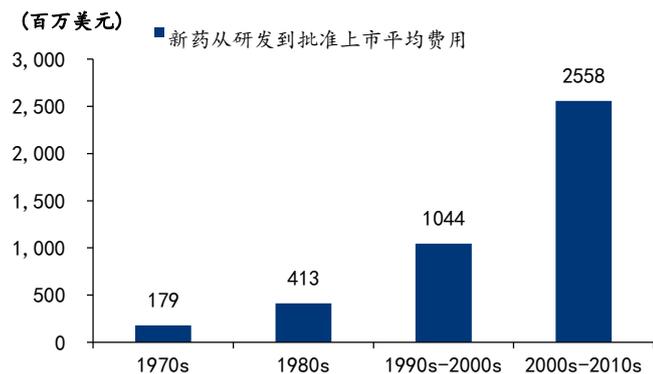
图表12： 2004-2017 年全球创新药专利到期后对销售额的影响



资料来源：Evaluate Pharma，华泰证券研究所

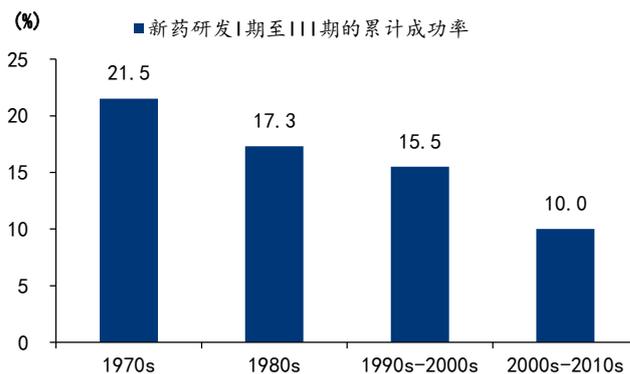
2) 医药研发成本提升，难度加大，促进外包渗透率逐渐提高。近年来，由于大部分发现的可以用药的蛋白质已开发殆尽，新药研发日益困难。Evaluate Pharma 数据显示，全球新药开发的平均成本从 20 世纪 70 年代的 1.8 亿美元上涨到 90 年代的 10 亿美元，近些年更是接近 26 亿美元，但新药研发的累计成功率却不断下降。在此背景下，药企外包诉求不断提升，CRO 行业的渗透率不断提高（从 2006 年的 18% 提升到 2015 年的 44%）。

图表13: 全球新药从研发到批准上市平均费用变化



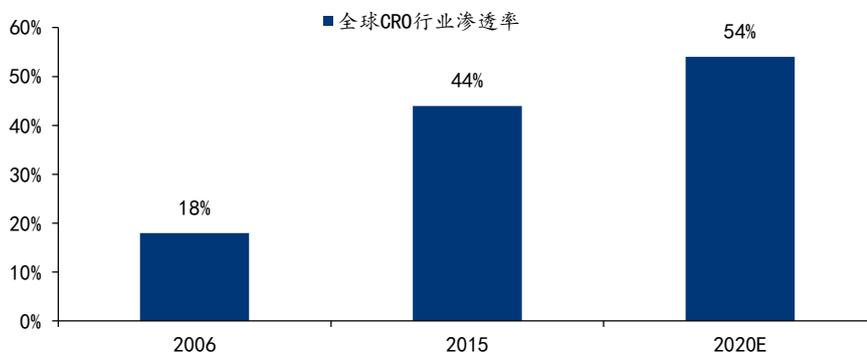
资料来源: Pharma Projects (2017.1), Evaluate Pharma, 华泰证券研究所

图表14: 全球新药研发临床I期至III期的累计成功率



资料来源: Pharma Projects (2017.1), Evaluate Pharma, 华泰证券研究所

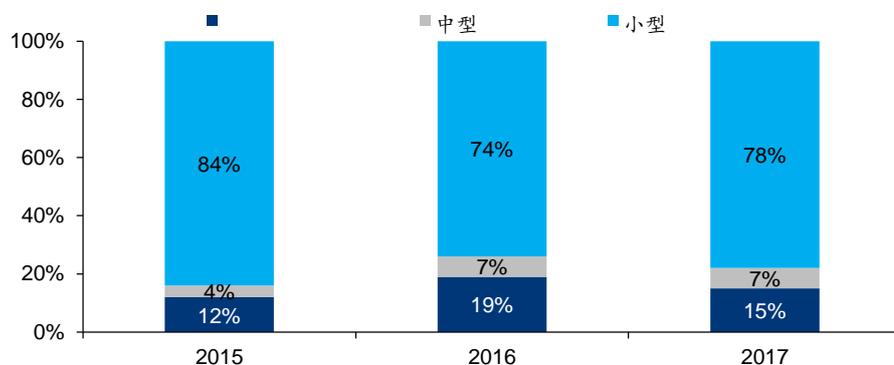
图表15: 全球CRO行业渗透率变化



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

3) 全球中小型生物科技公司蓬勃发展。近年来, 全球中小型生物科技类公司蓬勃发展。2015-2017年, 全球在研的新药项目中, 来自中小型药企的比例分别为84%、74%和78%。与传统药企不同, 中小型生物科技类公司一般规模较小、资金较少, 不具备全流程自主研发的设备与资金条件, 一般更倾向于与CRO公司进行合作。

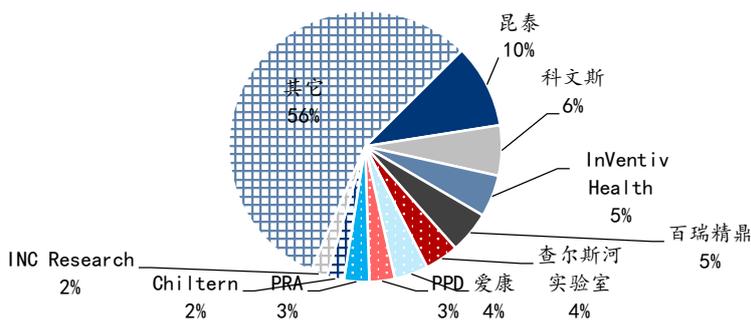
图表16: 2015-2017年全球不同规模企业在研药物数量占比



资料来源: Syneos 官网, 华泰证券研究所

全球市场相对分散。2016年, 全球CRO市场前十名企业合计占有约44%的份额, 其中排名第一的昆泰仅占有约10%的份额, 行业相对分散。

图表17: 2016年全球CRO市场竞争格局



资料来源: NMPA, 南方所, 华泰证券研究所

中国CRO市场: 朝阳行业, 快速增长

中国市场快速增长, 驱动因素多样。根据南方所数据, 中国CRO市场2017年规模为559亿元, 同比增长21.0%, 其中临床前CRO市场2017年规模约为284亿元, 同比增长18.6%。国内CRO市场近年增长的主要驱动因素如下:

图表18: 中国CRO市场规模及增速



资料来源: 南方所, 国家统计局, 全国医药技术市场协会, 华泰证券研究所

图表19: 中国临床前CRO市场规模及增速



注: 根据每年的美元兑人民币平均汇率计算 (原始数据单位为美元)

资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

1) 政策利好创新, 推动医药外包服务市场扩容。国家近年鼓励创新, 发布多项文件加速优先审评、药品上市许可持有人制度(MAH)等政策落地, 这些政策对医药外包市场的扩容有较大正向影响。

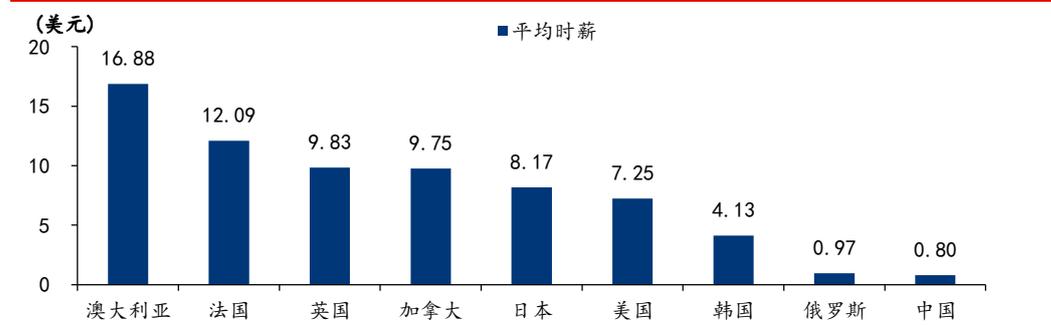
图表20: 2015年至今国家鼓励药品创新及MAH政策汇总

时间	部门	政策或事件	主要内容
2015.8	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	优化药品审评审批流程, 加快药品审评审批速度
2017.6	ICH	中国成为ICH (人用药物注册技术要求国际协调会) 成员	CFDA正式与国际标准接轨, 参与到全球的药品审批和监管体系, 有助于促进中国药物研发的创新, 提高药品质量和标准
2017.8	CFDA	《关于推进药品上市许可持有人制度(MAH)试点工作有关事项的通知》	药品的所有者与生产者得以合法分离, 持有药品上市许可的企业可以自行生产, 也可将产品委托给具备GMP条件的生产商生产
2017.10	国务院	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	鼓励支持中国创新药品和器械的发展
2017.12	CFDA	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围、程序和工作要求

资料来源: 各政府网站, 华泰证券研究所

2) 低成本优势促进订单跨境转移，中国有望优先获益。根据 Converg Ex 集团 2013 年发布的关于各国平均时薪的报告，中国的平均时薪为 0.80 美元，远低于澳大利亚（16.68 美元）、英国（12.09 美元）、美国（7.25 美元）的水平。上海医药研究临床中心的数据显示，相比西方发达国家，我国医药企业在研发生产上具有明显成本优势（低约 30%-60%），有望促进 CRO 订单跨境转移。

图表21： 2013 年各国平均时薪比较



资料来源：Converg Ex 集团报告，华泰证券研究所

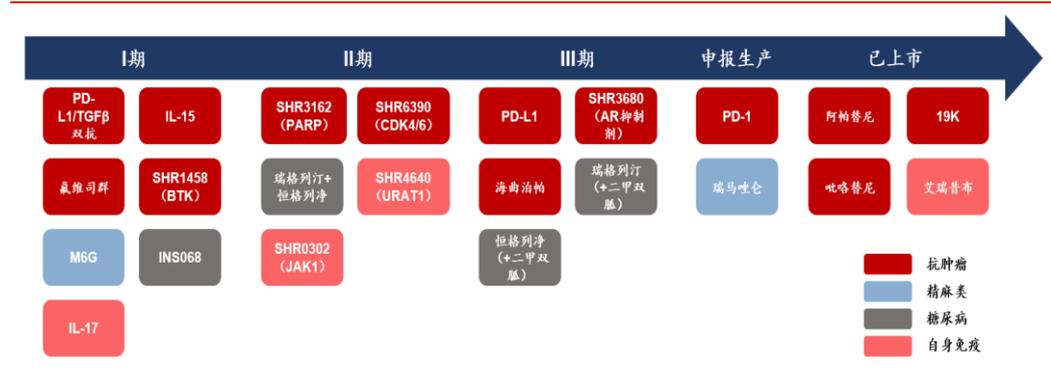
图表22： 中国医药研发生产具有成本优势

试验阶段	试验项目	中国试验成本低于西方发达国家比例
临床前试验	化合物筛选	30%-60%
	毒理实验	30%
	药物实验	30%
临床试验	I 期临床	30%-60%
	II-III 期临床	30%-60%
CMO	研发生产	30%-50%

资料来源：上海医药研究临床中心，Frost & Sullivan，华泰证券研究所

3) 国内创新产业的崛起。从“me too”到“me better”，再到“best/first in class”，我国的医药创新已经迎来了崭新的时代，恒瑞医药、石药集团、百济神州等公司通过研发构建了强大的研发管线。

图表23： 恒瑞医药研发管线（截至 2019 年 4 月 4 日）

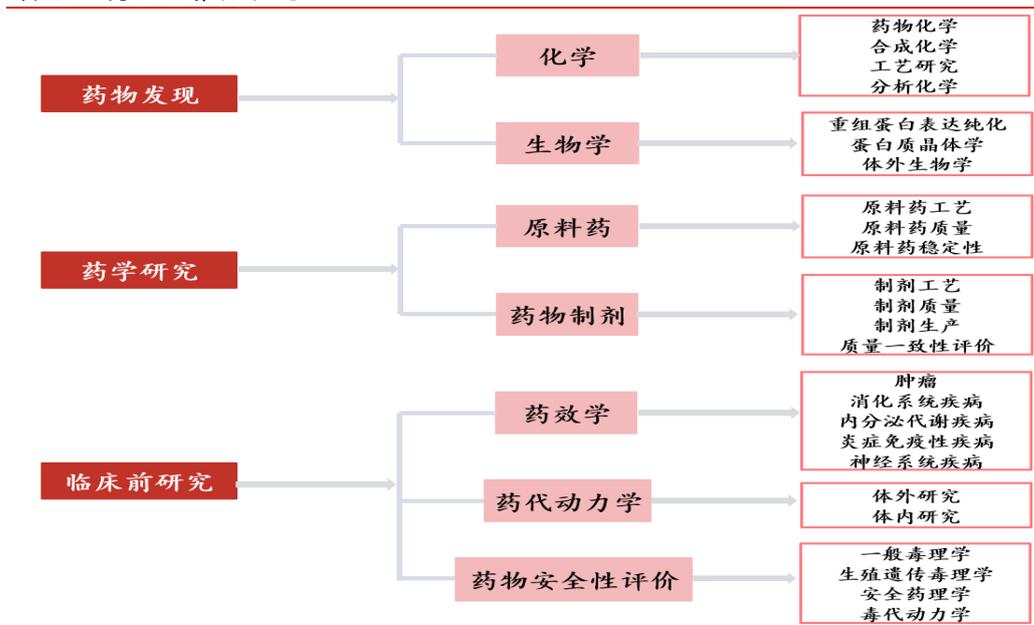


资料来源：恒瑞医药公司官网，恒瑞医药公司公告，华泰证券研究所

美迪西：布局全面的临床前 CRO 服务商

专注临床前 CRO，业务布局全面。公司当前业务涵盖医药临床前新药研究的全过程，主要包括药物发现、药学研究和临床前研究。其中药物发现研发服务包括蛋白靶标验证、构生物学、化学合成、化合物活性筛选及优化；药学研究包括原料药与制剂工艺研究、质量标准 and 稳定性研究；临床前研究包括药效学、药代动力学、毒理学安全性评价研究等。公司业务布局全面，可提供临床前一站式研发服务。

图表24：美迪西业务领域一览



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

包含 FTE 和 FFS 两种盈利模式。公司接受客户委托，依据客户需求开展新药研究服务，当前的盈利模式主要有两种，包括按照工作时间收费的 FTE 模式（全职人力工时结算模式）和按照服务成果收费的 FFS 模式（按服务成果结算模式）。

图表25：公司主要盈利模式

收费模式	全称	主要特点
FTE 模式	全职人力工时结算模式	按当月提供的 FTE 个数和约定的 FTE 价格计算，1 个 FTE 指一个人员全部法定工作时间都用于本项目
FFS 模式	按服务成果结算模式	根据客户对最终试验结果的要求拟定具体的试验方案，或者按照客户的要求或初步的实验方案进行实验，并将试验的结果在约定的研发周期内递交给客户。收取的费用取决于具体实验的类别、方法和待测化合物数量等

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

质量控制体系优秀，客户资源丰富。GLP 认证是药物安全性评价领域重要壁垒。公司目前已通过了中国 NMPA 的 GLP 认证，同时达到美国 FDA 的标准，为国内极少数能够承担 8 类研究项目并达到美国 FDA 标准的 GLP 研究机构。经过多年积累，公司已具备丰富的客户资源，包括武田、强生、葛兰素史克、罗氏、吉利德等国际客户和恒瑞医药、扬子江药业、石药集团等国内客户。

图表26：公司主要客户一览

分类	名单
国内客户	恒瑞医药、扬子江药业、石药集团、华海药业、众生药业、济民可信等国内著名大型药企，以及广州百奥泰、信达生物、杭州多禧、北京思路迪、亚盛医药等生物科技公司
国际客户	武田制药、强生制药、葛兰素史克、罗氏制药、吉利德科学公司、路德维希癌症研究所等

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

主营业务处于快速成长期。公司主要业务包括药物发现与药学研究服务、和临床前研究服务,当前都处于快速成长期。其中,药物发现与药学研究服务2018年实现收入1.81亿元,同比增长32.1%,临床前研究服务2018年实现收入1.42亿元,同比增长28.6%。

图表27: 2016-2018年公司药物发现与药学研究收入及增速

图表28: 2016-2018年公司临床前研究收入及增速



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

美迪西: 当前体量较小、增速较快、毛利率较低、人均单产较低。与行业主要竞争对手药明康德、康龙化成和昭衍新药相比,美迪西当前收入体量较小(2018年为3.2亿元 VS 药明康德的96.1亿元、康龙化成的29.1亿元和昭衍新药的4.1亿元)、增速较快(2018年的30.6% VS 药明康德的23.8%、康龙化成的26.8%、昭衍新药的35.7%)、毛利率较低(2017年的33.79% VS 药明康德的41.83%、康龙化成的32.74%、昭衍新药的56.27%)、人均单产较低(2017年的35万元/人 VS 药明康德的53万元/人、康龙化成的44万元/人、昭衍新药的45万元/人),但业务涉及范围基本不输主要竞争对手。

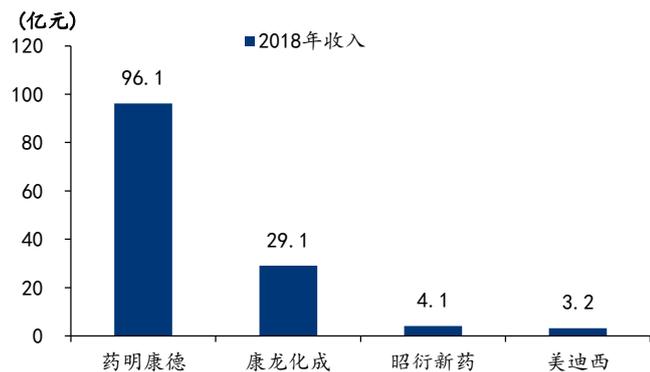
图表29: 各公司业务领域对比

公司名称	临床前CRO					临床CRO				
	药物发现	药学研究	药代动力学研究	药效学研究	安全性评价	I期	II期	III期	中心实验室	IV期
药明康德										
康龙化成										
昭衍新药										
美迪西										

注: 灰色区域代表公司业务涉及该领域

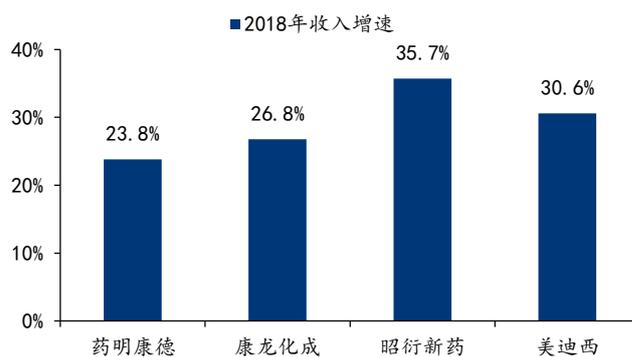
资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

图表30： 2018年各公司收入对比



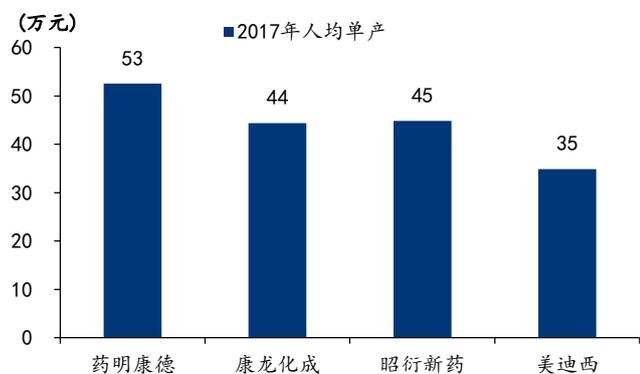
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表31： 2018年各公司收入增速对比



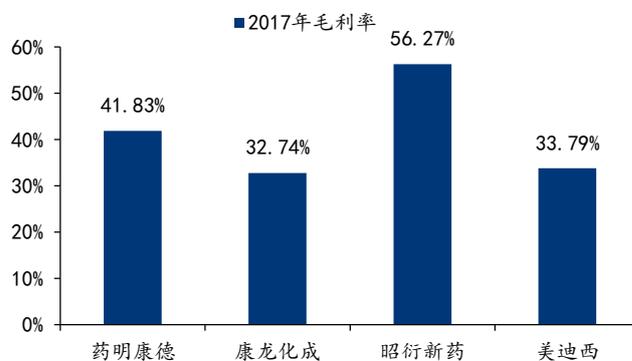
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表32： 2017年各公司人均单产对比 (总收入/员工总数)



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表33： 2017年各公司毛利率对比



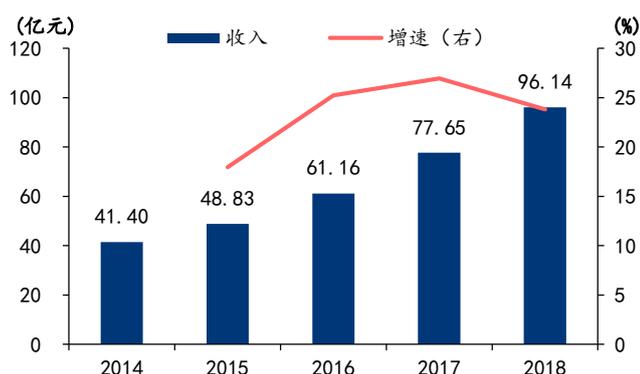
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

行业竞争对手和估值

聚焦临床前 CRO 领域。公司当前业务主要聚焦临床前 CRO 领域，行业主要竞争对手包括药明康德、康龙化成、昭衍新药等：

药明康德：药明康德 2000 年成立，2018 年在上交所上市，可提供小分子化学药物的发现、研发及生产的全方位、一体化平台服务，并在境外提供医疗器械检测及境外精准医疗研发生产服务，是全球领先的医药 CRO 服务商。2018 年，药明康德实现收入 96.14 亿元，同比增长 23.80%，实现归母净利润 22.61 亿元，同比增长 84.24%。

图表34： 2014-2018 年药明康德收入及增速



资料来源：药明康德公司公告，华泰证券研究所

图表35： 2014-2018 年药明康德归母净利润及增速



资料来源：药明康德公司公告，华泰证券研究所

康龙化成：康龙化成成立于 2004 年，2019 年于深交所上市，主要业务包括药物发现与研究、药物开发及生产等，是国内领先的临床前 CRO 服务商。2018 年，康龙化成实现收入 29.08 亿元，同比增长 26.76%，实现归母净利润 3.39 亿元，同比增长 46.94%。

图表36： 2014-2018 年康龙化成收入及增速



资料来源：康龙化成公司公告，华泰证券研究所

图表37： 2014-2018 年康龙化成归母净利润及增速



资料来源：康龙化成公司公告，华泰证券研究所

昭衍新药：昭衍新药成立于 1998 年，2017 年于上交所上市，主要从事药物安全性评价及实验动物饲养和销售业务，是国内药物安全性评价细分领域龙头企业。2018 年，昭衍新药实现收入 4.09 亿元，同比增长 35.69%，实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 41.72%。

图表38: 2014-2018年昭衍新药收入及增速



资料来源: 昭衍新药公司公告, 华泰证券研究所

图表39: 2014-2018年昭衍新药归母净利润及增速



资料来源: 昭衍新药公司公告, 华泰证券研究所

可比公司估值: 公司目前已有相对稳定的盈利, 建议采用 PE 估值结合 DCF 估值较合理。根据 Wind 一致预期, 美迪西的 A 股可比公司 2018-2020 年的 PE 估值均值为 68x/52x/39x, 2018-2020 年的 EPS 平均复合增速约 29.1%, 对应 PEG 均值为 1.83。

图表40: 可比公司估值表

公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS CAGR (%)	P/E(x)			PEG
			2018-2020E	2018E	2019E	2020E	
药明康德	94.22	1,091	23.2	49x	48x	38x	2.06
康龙化成	42.46	279	37.8	83x	57x	42x	1.52
昭衍新药	68.28	79	26.4	73x	51x	36x	1.91
平均		483	29.1	68x	52x	39x	1.83

盈利预测均来自 Wind 一致预期, PEG=2018E PE/EPS CAGR (2018-2020E) *100; 定价日是 2019 年 4 月 3 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1) 科创板未能成功上市风险:** 公司存在未能在科创板成功上市的可能性。
- 2) 政策实施进程不达市场预期风险:** CRO 行业受政策影响较大, 近年行业利好政策较多, 促进 CRO 市场逐渐扩容, 但存在利好政策实施进程不达市场预期风险。
- 3) 市场竞争加剧风险:** 国内 CRO 行业参与者较多, 未来可能存在市场竞争加剧的风险。

附录：公司经营指标概览

图表41： 公司各项业务毛利率



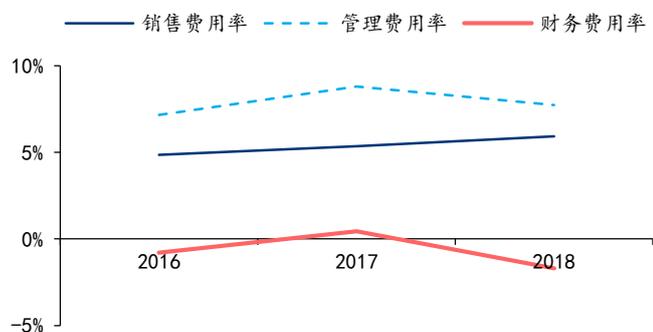
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表42： 公司整体毛利率及净利率



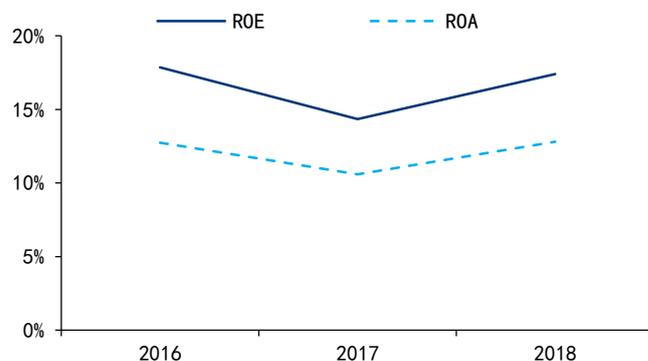
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表43： 公司各项费用率



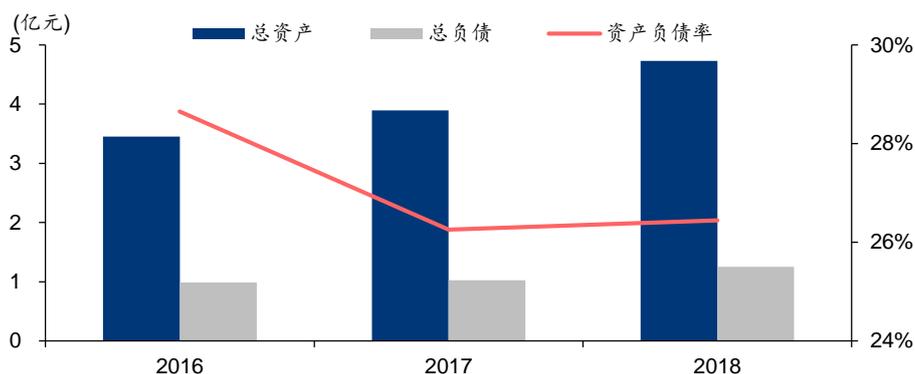
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表44： 公司 ROE 和 ROA



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表45： 公司资产负债率



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com