

2019年05月31日

## 诺康达拟登陆科创板，专注于新药创制药物研发，赛道有望高增长？

### ■深度挖掘：近几年，诺康达为何发展迅速？

- ✓ 诺康达自 2013 年成立以来，一直专注于药物制剂研究，主营业务包括提供药学技术研发服务业务和自主研发产品的开发业务。依托药物输送系统与自主研发的独家创新产品，立足于行业领先地位。**营收与盈利能力增长迅速**，17/18 年营业收入为 0.75/1.85 亿元，同比增长 239.96%/147.51%，17/18 年归母净利润为 0.35/0.77 亿元，同比增长 482.41%/121.38%。
- ✓ 发行人被中华全国工商业联合会医药业商会评选为“2017 年度中国医药研发公司二十强”。参与了国家“十三五”新药创制重大专项课题研究，积极参与国际第三代创新制剂技术的研究开发。
- ✓ **主营收入主要来源于药学研究服务为主的技术服务业务**，2018 年药学研究服务收入，占主营业务收入比达 94.59%；主要面向境内市场经营，2018 年华北地区收入占比近 40%。
- ✓ **拟公开发行股票不超过 2052 万股，融资 4.4 亿元，全部投入药学研究平台建设项目与临床综合服务平台建设项目。**

### ■中观思维：技术不断发展，药物制剂行业如何转型突破？

- ✓ 2014 年、2015 全球分别有 326 项、293 项药物基本化合物专利期满。受益于专利到期的利好，据预测，2020 年全球仿制药市场规模约可达 1,660 亿美元，2010~2020 年间年增长率为 9~11%。
- ✓ 我国一直以仿制药市场为主导力量，国产仿制药市场规模由 2015 年的 6,064 亿元增长至 2017 年的 6,969 亿元，占化学药市场的 75%-78%。
- ✓ 各大制药企业和药物研发机构越来越重视药物制剂的研究。新型高端制剂的研究开发是中国医药产业发展和转型的必由之路，是我国医药产业升级的关键。

### ■横纵分析：对比国内可比上市公司，诺康达有何优势？

- ✓ 公司对毛利率进行比较分析时，选择华威医药和新领先作为可比公司。对于其他财务指标，选择药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药及博济医药作为可比公司。
- ✓ 在成本管理角度：诺康达的销售费用率基本持平可比公司，管理费用率较低
- ✓ 在财务角度：诺康达的毛利率基本持平于可比公司水平，偿债能力优于可比公司
- ✓ 在研发角度：公司研发费用率明显高于同行业可比公司
- ✓ 在营运能力角度：公司的应收账款周转率逐年下降，存货周转率低于行业均值

### ■风险提示：公司面临药物研发行业研发投入下降、毛利率下降、应收账款持续增长的风险

## 新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

### 相关报告

先锋科技—噬啶产品量价齐升，公司 18 年归母净利达 6599 万元

视联动力拟科创板上市，将占据视频通信市场一席之地？

新三板文化传媒 TOP15：逆境之下，脱颖而出

拉卡拉正式登陆 A 股市场，第三方支付行业未来发展怎么看？

第六、第七家携带“三类股东”过会案例——新化股份、朗进科技 IPO 点评

## 内容目录

1. 写在前面：专注于药物研发业务，诺康达有望继续高增长？	4
2. 资料挖掘：近几年，诺康达为何发展迅速？	5
2.1. 深入核心技术：药物制剂研究为主，以药物传输系统为核心基础	5
2.1.1. 核心技术：药物传输系统有效助力辅料创新，满足临床需求	5
2.1.2. 主要产品：药学研究服务+自主研发产品，药学研究服务 2018 年收入占比约 94.6%	6
2.2. 细析业绩表现：公司营业收入逐年上升，2018 年归母净利润达 0.77 亿元	7
2.2.1. 营收情况：营业收入快速逐年上升，毛利率略有下降	7
2.2.2. 地区结构：面向境内经营，2018 年华北地区收入占比近 40%	8
2.2.3. 期间费用：期间费用逐年增长，管理+研发费用占比超 90%	8
2.3. 剖析竞争优势：自主研发+高标准研发体系，承担国家重大课题研究	9
2.4. 分析募集方案：拟公开发行股票不超过 2052 万股，融资 4.4 亿元	10
3. 中观思维：技术不断发展，药物制剂行业如何转型突破？	11
3.1. 行业现状：技术不断升级，国内外仿制药市场规模持续扩大	11
3.1.1. 全球药物制剂行业发展现状：产品不断升级，市场规模持续稳定扩大	12
3.1.2. 我国药物制剂行业发展现状：以仿制药市场为主导，占比超 75%	13
3.2. 发展趋势：国内政策利好，促进技术升级与行业成功转型	13
3.2.1. 国内发展机遇：研发政策利好，助推转型新型高端制剂	14
3.2.2. 国内外发展趋势：药剂新技术+新型辅料，促进制剂研发行业整体发展	14
3.3. 竞争格局：华威医药+新领先，国内两大直接竞争对手	15
4. 横纵分析：对比国内可比上市公司，诺康达有何优势？	15
4.1. 财务角度：毛利率与可比公司一致，偿债能力优于可比公司	15
4.2. 营运能力角度：应收账款周转率大幅下降，存货周转率低于行业均值	16
4.3. 成本管理角度：销售费用率与可比公司一致，管理费用率偏低	16
4.4. 研发角度：研发费用率高于可比公司	17
5. 潜在风险：资金实力不足，内生性现金流较弱	17

## 图表目录

图 1：诺康达在药物研发流程中的位置	5
图 2：诺康达股权结构	5
图 3：药物输送系统构建流程	6
图 4：2016-2018 年公司主营业务收入构成	6
图 5：2016-2018 年营业收入及增长率	7
图 6：2016-2018 年归母公司净利润及增长率	7
图 7：2016-2018 年公司毛利率变动情况	8
图 8：2016-2018 年公司分区域的主营业务收入构成	8
图 9：2016-2018 年销售费用及占营业收入比重	9
图 10：2016-2018 年管理费用及占营业收入比重	9
图 11：2016-2018 年研发费用及占营业收入比重	9
图 12：2016-2018 年财务费用变动	9
图 13：2016-2018 年期间费用及占营业收入比重	9
图 14：药物剂型的种类	12
图 15：国际上新型制剂研发的演进历程	12

图 16: 2010-2020 年全球仿制药市场规模及增速.....	13
图 17: 2015-2017 年我国公立医疗机构化学药及国产化学仿制药市场规模 (亿元) .....	13
图 18: 2016-2018 公司与可比上市公司毛利率.....	15
表 1: 制剂研究步骤.....	7
表 2: 诺康达核心技术人员介绍.....	10
表 3: 公司拟投资项目 .....	11
表 4: 国内外制剂技术水平对比.....	13
表 5: 我国药物制剂国家工程研究中心近十年研究成果.....	14
表 6: 国内外辅料数量与标准对比.....	14
表 7: 预测我国 2025 年药品与新型制剂市场规模.....	14
表 8: 2016-2018 年与可比上市公司偿债能力指标的对比.....	16
表 9: 与可比公司营运能力指标对比.....	16
表 10: 销售费用率与可比公司对比情况.....	16
表 11: 管理费用率与可比上市公司对比情况.....	17
表 12: 研发费用率与可比上市公司对比情况.....	17

## 1. 写在前面：专注于药物研发业务，诺康达有望继续高增长？

诺康达有限成立于 2013 年 7 月 23 日，是专注于药物制剂研究的药学研发高新技术企业。主营业务包括提供药学技术研发服务业务和自主研发产品的开发业务。在技术服务领域，发行人依托自有药物输送系统技术平台，为国内多家企业提供仿制药开发及一致性评价业务。在自主研发产品领域，发行人研发的多个创新制剂为国内独家品种。

发行人被中华全国工商业联合会医药业商会评选为“2017 年度中国医药研发公司二十强”，处于行业领先地位。2016-2018 年，公司的营业收入分别为 0.22 亿元、0.75 亿元及 1.85 亿元，2018 年营业收入增幅为 147.51%。2018 年公司归母净利润为 7,757.77 万元，同比增长 121.38%。公司在自主研发水平和完善的研发体系上有优势，同时也存在行业研发投入下降、毛利率下降、应收账款持续增长的问题。

发行人主要从事药学研发中的制剂研发业务，属于药物研发行业。药物制剂研发在我国起步较晚，目前整个国内市场并未存在绝对的行业领跑者，国内竞争对手较少，公司直接竞争对手主要为南京华威医药和北京新领先。随着国家政策利好，药物技术不断进步的进步，人民生活水平提高，人们对于新型药物治疗的需求旺盛，行业发展迎来了新机遇。

对比分析诺康达与国内药物研发的可比上市公司，在成本管理角度，诺康达的销售费用率基本持平可比公司，管理费用率较低；在财务角度，诺康达的毛利率基本持平于可比公司水平，偿债能力优于可比公司；在研发角度，公司研发费用率明显高于同行业可比公司；在营运能力角度，公司的应收账款周转率逐年下降，存货周转率低于行业均值。

综上所述，我们认为，药物制剂研发市场伴随着技术的成熟与需求的增多，迎来新的发展机遇，药物研发行业未来前景广阔。我们对医药研发行业的发展情况进行了分析，对诺康达做出了如下思考：

- 近几年，诺康达为何发展迅速？
- 技术不断发展，药物制剂行业如何转型突破？
- 对比国内可比上市公司，诺康达有何优势？

## 2. 挖掘：近几年，诺康达为何发展迅速？

诺康达是一家专注于药物制剂研究的药学研发高新技术企业。主营业务包括为各大制药企业、药品上市许可持有人提供药学研究等技术研发服务业务和以创新制剂、医疗器械及特医食品为主的自主研发产品的开发业务。

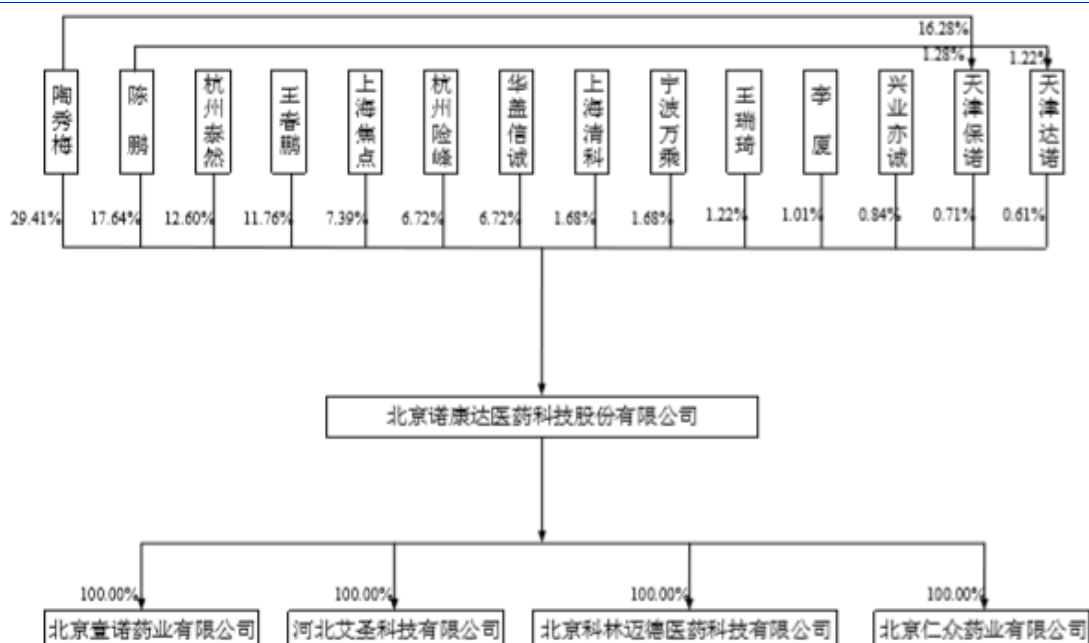
图 1：诺康达在药物研发流程中的位置



资料来源：招股书、安信证券研究中心

根据招股说明书，公司控股股东和实际控制人为陶秀梅、陈鹏夫妇，其中，陶秀梅女士直接持有发行人 29.41% 的股份，陈鹏先生直接持有发行人 17.64% 的股份，陶秀梅、陈鹏合计直接持有发行人 47.05% 的股份。

图 2：诺康达股权结构



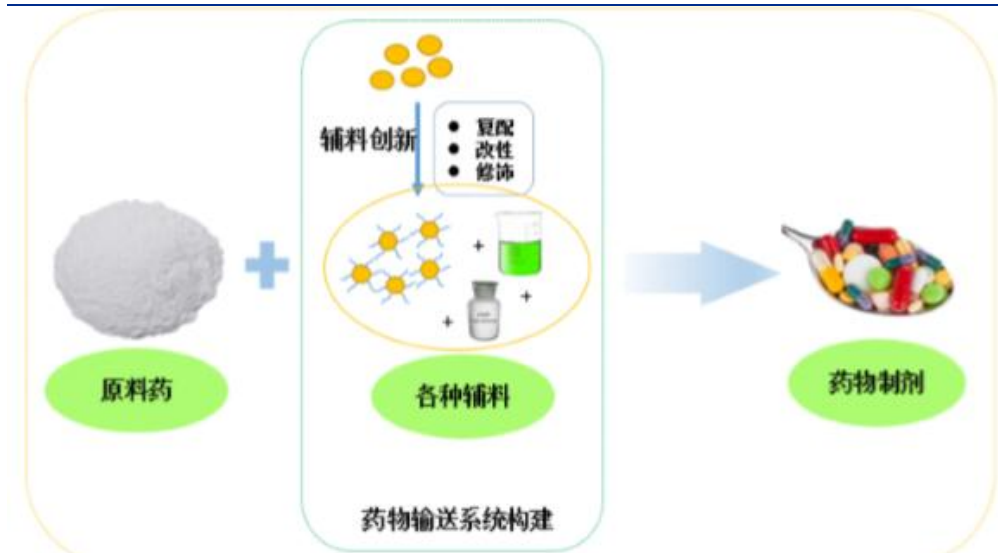
资料来源：招股书、安信证券研究中心

### 2.1. 深入核心技术：药物制剂研究为主，以药物传输系统为核心基础

#### 2.1.1. 核心技术：药物传输系统有效助力辅料创新，满足临床需求

发行人核心技术基础是基于**辅料创新的药物输送系统平台**。药物输送系统指使用不同类型的药物辅料、器械等将活性药物制备成所需要缓释、控释、靶向等药物释放方式后，将必要量的活性药物分子输送到病灶部位。随着科学技术的进步，药物制剂研究已经进入药物输送系统研究新时代。发行人辅料创新主要依托该平台与原料药结合制作药剂，满足临床需求。

图 3：药物输送系统构建流程

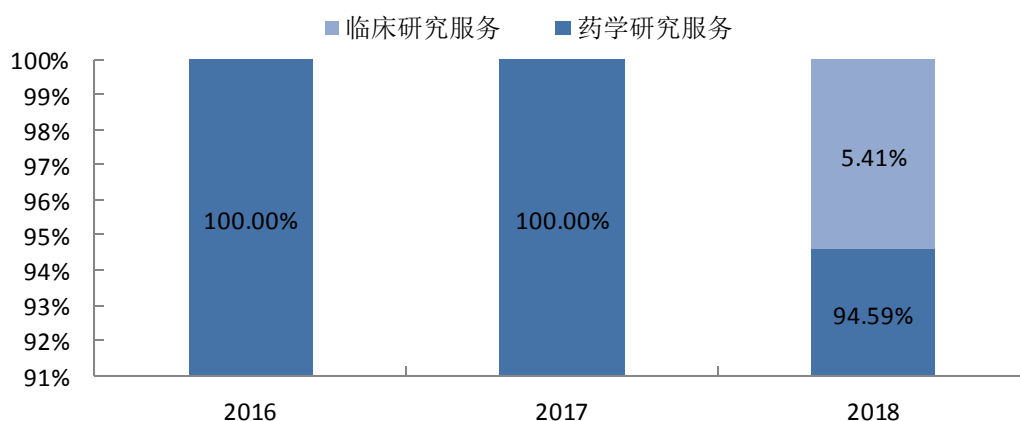


资料来源：招股书、安信证券研究中心

### 2.1.2. 主要产品：药学研究服务+自主研发产品，药学研究服务2018年收入占比约94.6%

发行人主要从事药学研发业务，侧重于制剂研发，主要产品为：药学研发服务与创新制剂等自主研发产品。发行人目前收入主要来源于药学研究服务为主的技术服务业务，自主研发产品尚未产生收入。

图 4：2016-2018 年公司主营业务收入构成



资料来源：招股书、安信证券研究中心

#### ◇ 药学研究服务

药学研究是药物研发的重要内容，是开展药物有效性及安全性研究的基础。药学研究主要分为原料药研究和制剂研究，发行人重点从事药学研究中的制剂研究业务。制剂研究通常包括剂型的选择确认、参比制剂研究（仿制药）、辅料研究、处方工艺研究、药包材相容性、中试放大研究、质量研究等。

**表 1：制剂研究步骤**

剂型确认	剂型选择确认一般要满足医疗、预防的需要，结合原料药的溶解性、稳定性和刺激性等，同时根据服用、携带、生产、运输、贮藏要求来选择适当的剂型。
参比制剂研究	参比制剂研究是对药品制备过程的再现，是对目标药品进行逆向分析研究，从而演绎出该药品的处方信息、原料特性、辅料特性、体外溶出等要素，以制备出质量和疗效与参比制剂一致的目标产品
辅料研究	药用辅料是保证药物制剂生产和发展的物质基础，在制剂剂型和生产中起着关键的作用。辅料研究一般解决制剂的成型性、有效性、稳定性、安全性等问题
处方工艺研究	根据仿制药和创新药剂型的特点进行制剂处方工艺研究，是指结合药物理化性质和稳定性等情况，考虑生产条件和设备，初步确定实验室制剂样品的制备工艺，并建立相应的过程控制指标的研究活动。
药包材相容性研究	药包材相容性实验是药物包装生产出来必要的过程，药品装在包装材料之后，可能发生迁移、渗透、腐蚀、吸附等诸多情况，进而影响药物质量。而相容性实验正是为了考察药包材与药物之间是否发生这些现象，其目的在于保证药物的安全性、有效性和均一性。
工艺放大研究	发行人在实验室研究工艺基本成熟之后，需要进行初步工艺放大，此过程可以实现对设计工艺及参数的验证，同时可以为未来生产中试工艺技术转移提供参考。
质量研究	质量研究是药物制剂研究的重点，质量研究主要包含质量研究项目的选择及方法初步确定、质量标准的方法学验证、质量对比研究、质量标准的制定四个方面。

资料来源：招股书、安信证券研究中心

◇ 创新制剂、创新医疗器械及特医食品等自主研发产品

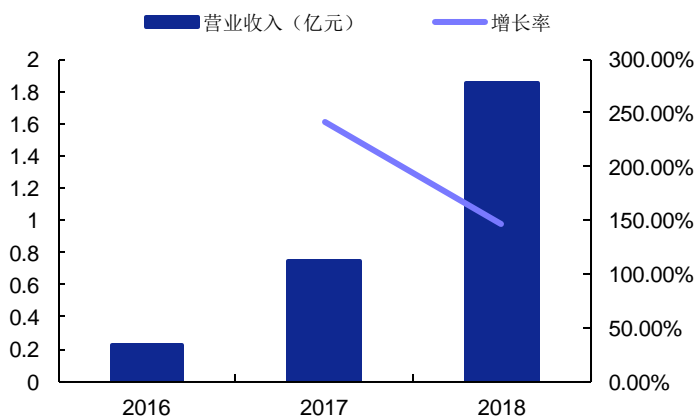
发行人依托辅料创新的药物输送系统这一核心技术平台，紧密跟踪医药市场需求，以临床需求为导向，自主研发创新制剂、医疗器械及特医食品，并已经形成主要产品线

**2.2. 细析业绩表现：公司营业收入逐年上升，2018 年归母净利润达 0.77 亿元**

**2.2.1. 营收情况：营业收入快速逐年上升，毛利率略有下降**

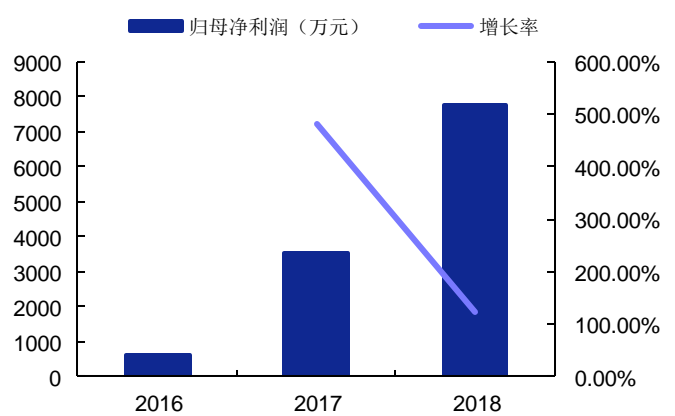
2016-2018 年，公司的营业收入分别为 0.22 亿元、0.75 亿元及 1.85 亿元，公司营业收入逐年上升，2017 年、2018 年营业收入增幅分别为 239.96%、147.51%。2016-2018 年公司归母净利润分别为 601.69 万元、3,504.28 万元和 7,757.77 万元，增长趋势显著。2016-2018 年度，公司综合毛利率分别为 74.57%、70.52%及 71.89%，毛利率有所下降。

**图 5：2016-2018 年营业收入及增长率**



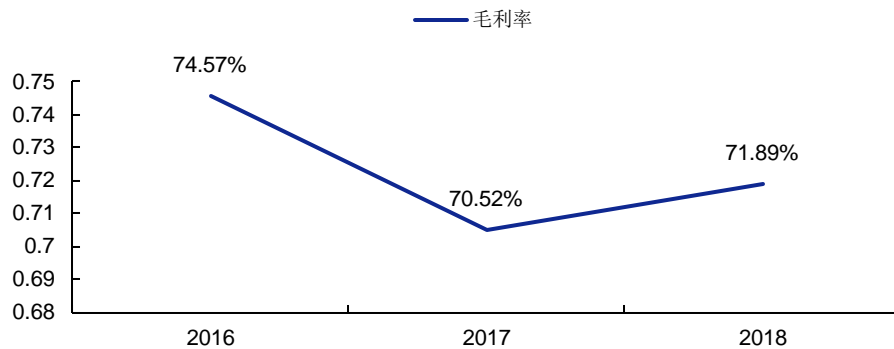
资料来源：招股书，安信证券研究中心

**图 6：2016-2018 年归母公司净利润及增长率**



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 7：2016-2018 年公司毛利率变动情况

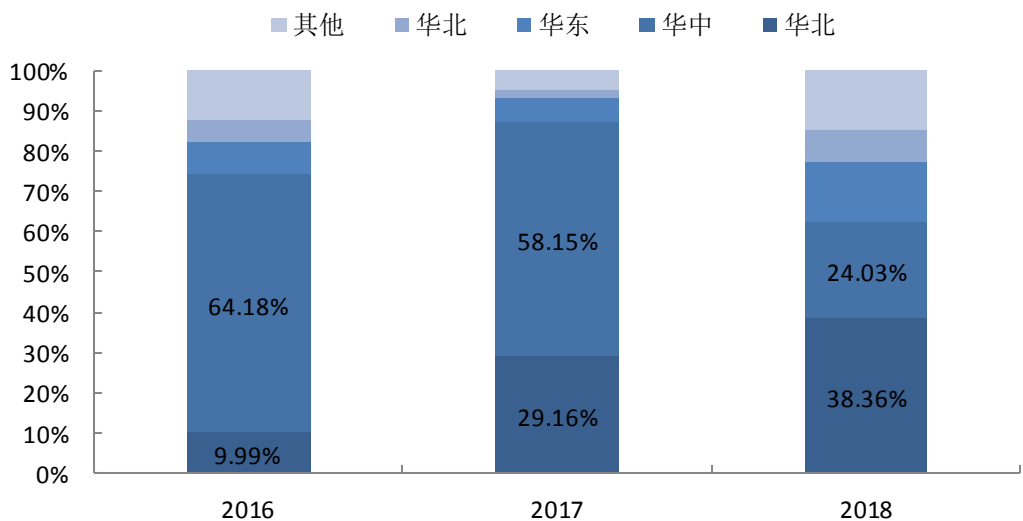


资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 2.2.2. 地区结构：面向境内经营，2018 年华北地区收入占比近 40%

公司面向境内市场经营，无境外经营业务。2016-2018 年公司在华北的主营业务收入分别为 9.99%、29.16%、38.36%，快速增长。同时华中的业务收入逐年递减，2018 年仅为 24.03%，主要收入大头地区被华北所替代。

图 8：2016-2018 年公司分区域的主营业务收入构成



资料来源：招股书，安信证券研究中心

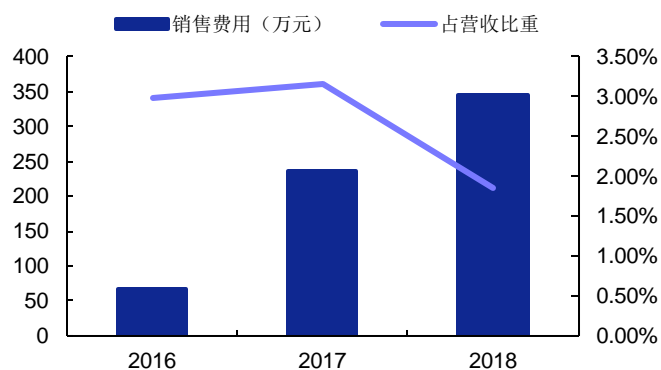
### 2.2.3. 期间费用：期间费用逐年增长，管理+研发费用占比超 90%

2016 年度、2017 年度及 2018 年度，公司期间费用合计分别为 993.47 万元、1863.55 万元及 4308.69 万元，占营业收入的比例分别为 45.10%、24.88%及 23.27%。

2016-2018 年公司期间费用增长较快，2017 年及 2018 年期间费用增长率分别为 87.58%及 131.21%，同收入的增长趋势相符。其中，管理费用和研发费用在期间费用中的占比较大，三年的占比均在 90%以上。

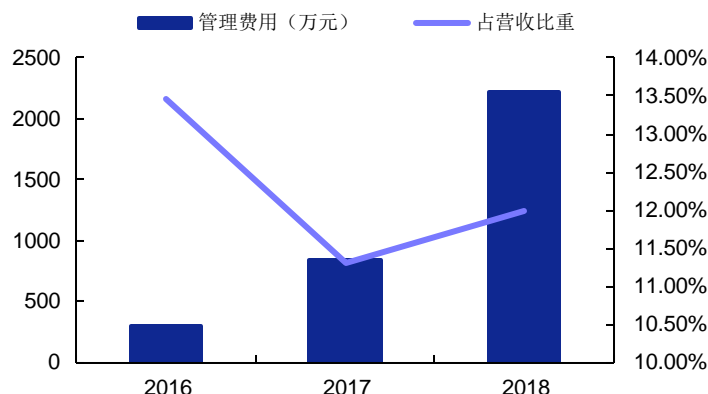


图 9：2016-2018 年销售费用及占营业收入比重



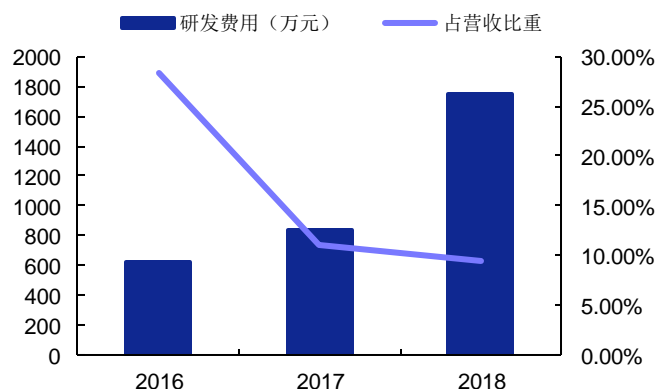
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 10：2016-2018 年管理费用及占营业收入比重



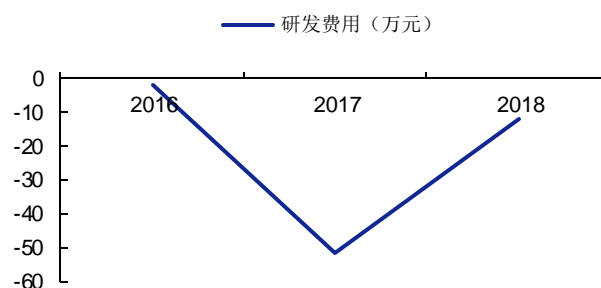
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 11：2016-2018 年研发费用及占营业收入比重



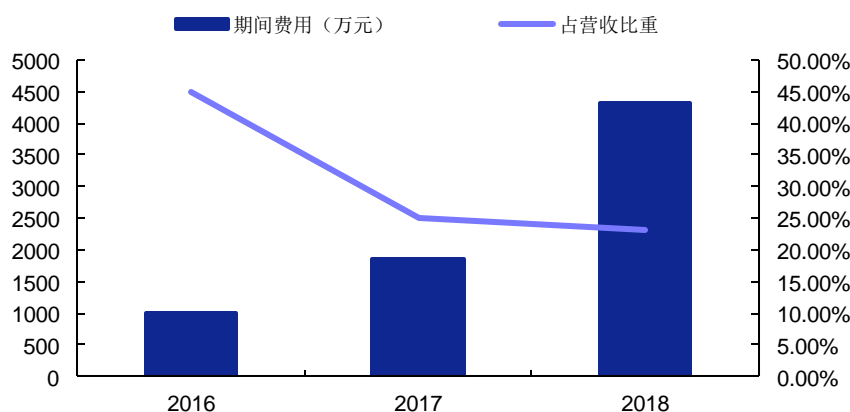
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 12：2016-2018 年财务费用变动



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 13：2016-2018 年期间费用及占营业收入比重



资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 2.3. 剖析竞争优势：自主研发+高标准研发体系，承担国家重大课题研究

#### ◇ 技术优势：多项专业技术专利，承担国家重大课题

发行人是国内少有的，能够提供专业化辅料创新药物输送系统药学研发服务的高新技术企业。经过多年的专业积累，发行人目前在制剂研发领域、器械领域与特医食品领域均拥有已经拥

有多项专业技术与专利。

发行人承担了国家“十三五”新药创制重大专项课题“新辅料关键技术研究及产业化生产”子课题的研究，引领国内第三代创新制剂技术开发；与沈阳药科大学合作参与国家“十三五”新药创制重大专项课题行业标准的研究制定，充分体现了发行人的技术研发实力。

#### ◇ **研发体系优势：质量管理体系严谨，走在行业前列**

发行人注重质量管理体系的建设，组建了一支中科院博士后领衔的专业化质量管理团队，建立了国内领先的研究操作流程和质量控制体系，符合国家研发标准及监管要求，可以极大的提高项目完成效率，保证项目进度，进而为客户提供高标准、严要求的研发服务。

截止2018年12月31日，发行人拥有一支243人的团队规模，可以为客户同时进行超过170个项目的研发，同时开展自研产品12项。发行人承担了较多的具有较高技术壁垒的研发项目，截止2019年3月31日，发行人正在研发的品规中有47%目前市场上没有企业申报；有16%的品规国内只有1家企业申报，其中超过30%为发行人研发成功。

#### ◇ **人才优势：研发团队专业互补，拥有丰富经验**

自2013年成立以来，发行人研发团队迅速壮大，截止2018年12月31日，一线研发人员由成立之初的5人快速发展到198人，占员工总人数81.48%。

其中，发行人创始人陶秀梅女士是国家中组部“万人计划”、国家科技部“科技创新创业人才”、北京经济技术开发区第二批“亦麒麟”人才，一生致力于“创新药物输送系统的理论及转化”研究，具有丰富的新药和仿制药研发实战经验。公司其它核心人才专业互补，在各自领域均有着丰富的经验。

**表 2：诺康达核心技术人员介绍**

姓名	学历背景	职务	科研成果	具体贡献
陶秀梅	博士研究生	总经理	参与发明专利 16 项，完成专著 1 部，发表论文 13 篇	发行人核心研发技术人员，公司技术总负责人，带领团队创建所有的技术平台，是发行人的核心人物
尚丽霞	硕士研究生	副总经理	参与发明专利 8 项	带领团队进行创新制剂的研究开发，对公司口服控释技术、脂质微球技术等多个品种有实质性贡献
刘培岩	博士研究生	合成总监	参与发明专利 4 项，发表论文 5 篇	在原料药工艺研发、创新辅料做出重要贡献
王娟	硕士研究生	项目总监	参与发明专利 3 项，发表论文 2 篇	在载药脂肪乳、口服缓释混悬液、口服固体制剂、口服液、注射液等项目有实质性贡献
张俊	博士研究生	注册总监	参与发明专利 4 项，发表论文 3 篇	保证团队研发过程和质量符合法律法规及各项技术指导原则要求，在药品研发和注册规范化、科学化、标准化等方面做出贡献

资料来源：招股书、安信证券研究中心

#### ◇ **客户资源优势：客户数量增多，粘性较高**

自成立以来，发行人累计为超过 50 家国内大型药企提供药学研发服务。报告期内，发行人客户数量复合增长率超过 50%，客户粘性较高。发行人不断通过各种方式开拓新的客户，同时不断提升自身研发能力，提升客户满意度，提升客户粘性。

#### ◇ **硬件优势：硬件设备完善先进，保障业务顺利开展**

发行人拥有 3,600 平方米的研发大楼，实验室硬件设施完善，能够保证公司向客户提供高效优质的技术研发服务。在药物制剂研发方面，发行人是国内少数几家全面拥有实验室研究级别的先进设备的机构，保障了公司制剂研发业务的开展。

## 2.4. 分析募集方案：拟公开发行股票不超过 2052 万股，融资 4.4 亿元

公司本次拟公开发行不超过 2,052 万股股票，不低于本次发行完成后股份总数的 25%。公司

新股发行募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于与公司主营业务相关的项目。

表 3：公司拟投资项目

项目名称	总投资金额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
药学研究平台建设项目	39003.3	39003.3
临床综合服务平台建设项目	4735.49	4735.49

资料来源：招股书、安信证券研究中心

#### ◇ 药学研究平台建设项目

为了顺应我国医药工业的发展趋势，响应国家相关政策号召，在公司现有的基于辅料创新药物输送系统平台上，通过扩大研发实验室规模、引进专业人才，解决现有场地、研发人员不足的困境，使公司有更多精力投入仿制药在药效和质量上的表现，进一步提升创新制剂研发能力，满足人民日益增长的对高质量药品的需求。

#### ◇ 临床综合服务平台建设项目

伴随我国医药产业升级，国内客户逐渐将高品质药品的需求转向国内，带动了我国药品研发需求提升，建设临床服务管理中心和数据管理与统计中心，有效拓展公司服务范围与业务承揽能力，提高公司的盈利能力，成为公司新的增长点。

### 3. 中观思维：技术不断发展，药物制剂行业如何转型突破？

发行人主要从事医药药学研究开发，药学研发行业属于战略新兴产业，符合国家经济发展战略，是产业结构调整鼓励类的行业。并且其从事的药物制剂研发服务业务集中在仿制药及仿制药一致性评价领域，与仿制药市场密切相关。

#### 3.1. 行业现状：技术不断升级，国内外仿制药市场规模持续扩大

剂型是药物制剂的具体存在形式，与临床用药的安全性、患者顺从性密切相关。随着科学的进步与生活水平的提高，传统的药物制剂例如片剂、胶囊剂、颗粒剂等已满足不了临床治疗的需要，需要开发新的药物释放途径及改良释放效率。新型剂型主要包括缓控释制剂、吸入剂、透皮制剂、植入剂等。

图 14：药物剂型的种类

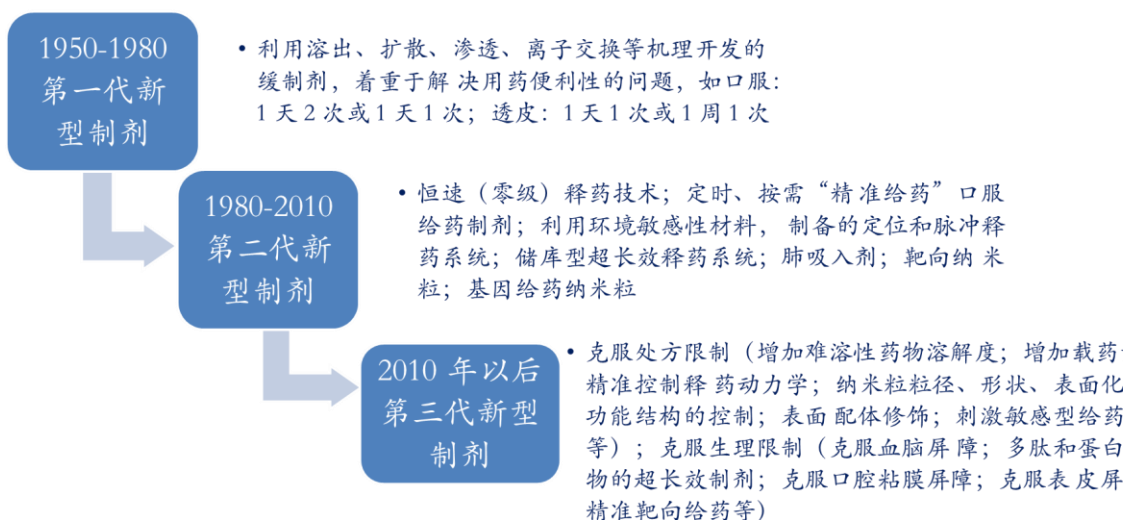


资料来源：招股书

### 3.1.1. 全球药物制剂行业发展现状：产品不断升级，市场规模持续稳定扩大

早期药物开发工作的重点是，发现一种能治疗特定疾病的化合物，在得到具有理想的理化性质和药理作用的化合物后，为了迅速回收成本，制药厂商会推出第一代普通制剂，但有很多问题，有巨大的改进空间。第二代在第一代药物便利性的基础上，注重按需“精准给药”。第三代新型制剂在克服处方限制和生理限制，超过第二代产品。

图 15：国际上新型制剂研发的演进历程



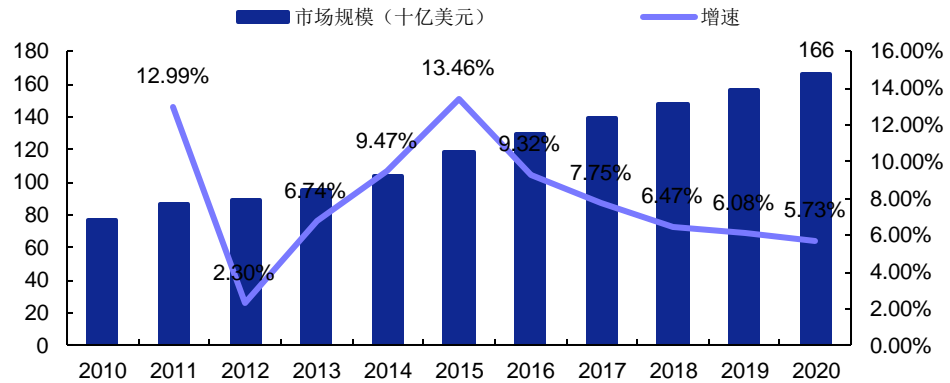
资料来源：招股书、安信证券研究中心

### 巨大的仿制药市场为药物制剂研发服务企业提供了广泛的业务机会：

全球市场方面，根据 FDA 数据，2014 年全球有 326 项药物基本化合物专利期满，达到历年到期专利数量的巅峰，2015 年还将有 293 种原研药迎来专利期的结束。受益于专利到期的

利好，仿制药企的市场占比在专利悬崖期间将迅速达到 50%。据预测，2020 年全球仿制药市场规模约可达 1,660 亿美元，2010~2020 年间年增长率为 9~11%。

图 16: 2010-2020 年全球仿制药市场规模及增速



资料来源：招股书、安信证券研究中心

### 3.1.2. 我国药物制剂行业发展现状：以仿制药市场为主导，占比超 75%

近年来，虽然我国成为原料药生产和出口第一大国，但是与药物传递系统相关的药物制剂研究仍然技术水平较低，与国外存在明显差距。并且我国部分在用药用辅料长期没有国家统一规范的质量标准，药用辅料存在规格单一的现状，难以满足药物制剂的开发和应用。

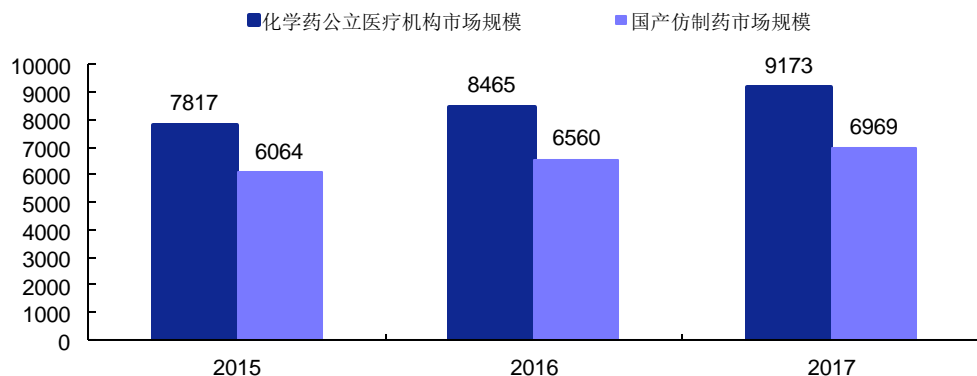
表 4: 国内外制剂技术水平对比

	医药产品的原料与制剂的比价差	药物制剂相对于原料药的附加值
国际	1: 10	>10 倍
我国	1: 3	>3 倍

资料来源：招股书、安信证券研究中心

虽然我国医药工业增长迅速，但一直以来，我国都是以仿制药市场为主导力量。在我国公立医疗机构市场中，化学药市场规模由 2015 年的 7,817 亿元增长至 2017 年的 9,173 亿元，其中国产仿制药市场规模由 2015 年的 6,064 亿元增长至 2017 年的 6,969 亿元，占化学药市场的 75%-78%。

图 17: 2015-2017 年我国公立医疗机构化学药及国产化学仿制药市场规模 (亿元)



资料来源：招股书、安信证券研究中心

## 3.2. 发展趋势：国内政策利好，促进技术升级与行业成功转型

### 3.2.1. 国内发展机遇：研发政策利好，助推转型新型高端制剂

伴随医药工业的整体发展和国家各类医药研发政策的推出，各大制药企业和药物研发机构越来越重视药物制剂的研究。新型高端制剂的研究开发是中国医药产业发展和转型的必由之路，是我国医药产业升级的关键。巨大的国际市场，以及“十二五”、“十三五”重大创新专项以及一系列的配套政策，都为我国制药业新型高端制剂的研究开发和产业化带来发展的机遇。

**表 5：我国药物制剂国家工程研究中心近十年研究成果**

药品名称	状态	生产企业
紫杉醇脂质体	已发批件	金远药业、天江制药、南京思科、南京康海
注射用前列地尔脂质体	已发批件	石药集团、现代制药、燕京药业
盐酸伊立替康脂质体注射液	已发批件	绿叶制药、科伦药业、恒瑞、齐鲁、奥赛康
尼麦角林缓释片	已发批件	昆山龙灯瑞迪制药
注射用右旋兰索拉唑	已发批件	南京优科、湖南赛隆、苏州特瑞、南京优科、奥赛康、山东罗欣等

资料来源：招股书

### 3.2.2. 国内外发展趋势：药剂新技术+新型辅料，促进制剂研发行业整体发展

**国际药物制剂技术未来将结合生物新技术，研发新辅料：**随着生物大分子药物近年来的爆发式增长，国际药物制剂新技术的研发越来越受到一些生物新技术的影响。未来，药物制剂研发结合材料科学、生物学、机电学等多个学科的协同支持，进一步提升药物的安全性、有效性，降低药物开发成本。新药物制剂未来发展的另一个目标就是研究新的辅料，同时实现两种或多种药物的释放。

#### 我国药物制剂行业未来将大力研发药剂技术与辅料：

➤ **辅料研究将成为药物制剂研发的重要内容：**

新型辅料的研发应用与剂型开发紧密联系，围绕着新型药物制剂展开，总体趋势是向功能性更强、杂质残留更少、稳定性更好方面发展。目前，我国新辅料的研发还处于起步阶段，除了少数研究所和大型制药企业的中心实验室对某些新药用辅料进行了一部分研究外，全国大多数制药企业对新药用辅料的应用研究还是空白。未来，国内制药企业及研发机构将更为重视辅料研究，从而促进药物制剂研发的整体发展。

**表 6：国内外辅料数量与标准对比**

	正使用的药用辅料数量	收纳的辅料标准
我国	540	270
美国	1500	750
欧洲	3000	1500

资料来源：招股书，安信证券研究中心

➤ **药物新剂型与制剂新技术研发成为我国医药产业升级的关键：**

2016年3月，国家发布一致性评价政策，同年12月，国家发改委发布《“十三五”生物产业发展规划》，共同推动我国制剂研发向高端领域进军。借鉴发达国家发展思路，目前我国医药行业的发展正在同时走新化合物研发与创新制剂并重的道路，加大对新型制剂新药的支持与投入，有利于增强我国新药在国际市场上的竞争力。

**表 7：预测我国 2025 年药品与新型制剂市场规模**

年份	药品市场（亿元）	新型制剂占比	预计市场规模（亿元）
2014	12457	3.80%	473
2025	27600	10%	2760

资料来源：招股书

预计我国 2025 年新型制剂占药品市场比例能达到 10%，2025 年药品市场规模达 27,600 亿元，预计新型制剂市场规模达 2,760 亿元。

### 3.3. 竞争格局：华威医药+新领先，国内两大直接竞争对手

诺康达主要从事药学研究等技术研发服务及自主研发产品的研发业务，收入来源主要为药学研究服务业务，国内竞争对手较少，公司直接竞争对手主要为南京华威医药和北京新领先。

#### ◇ 南京华威医药科技股份有限公司（华威医药）

南京华威医药科技股份有限公司，成立于 2000 年，是专业从事药物发现、研究、技术服务的高科技企业。可以提供从药物发现、CMC、临床 CRO、药品注册、CMO/API 供应等新药开发全流程的服务及一体化的解决方案。

#### ◇ 北京新领先医药科技发展有限公司（新领先）

北京新领先医药科技发展有限公司，成立于 2005 年，面向全球医药行业提供药物临床前研究、药物注册、临床研究、医药市场、项目评估、研发投融资管理等一体化专业技术服务。

## 4. 横纵分析：对比国内可比上市公司，诺康达有何优势？

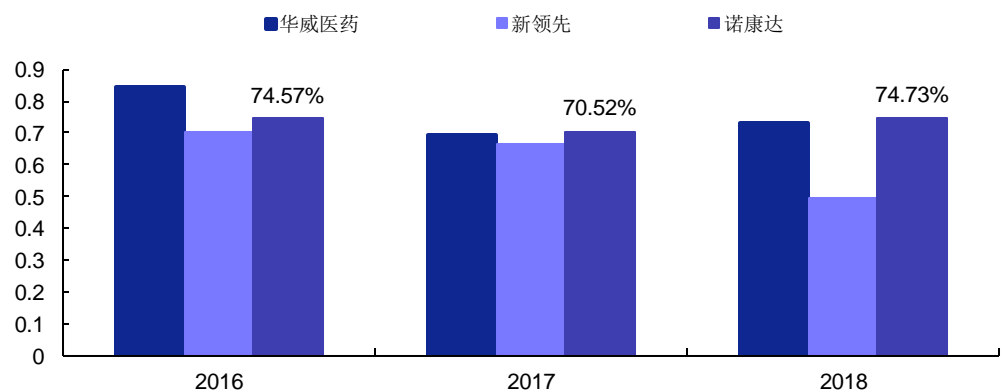
发行人同行业可比公司主要为华威医药和新领先，发行人的技术研发外包服务与华威医药和新领先的 CRO 业务模式相同，因此在毛利率这一指标上具有可比性。为进一步了解公司财务数据与行业内企业的比较情况，公司对其他财务指标进行比较分析时选择药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药及博济医药等其提供医药研发服务的上市公司作为可比公司。

### 4.1. 财务角度：毛利率与可比公司一致，偿债能力优于可比公司

2016-2018 年度，诺康达综合毛利率分别为 74.57%、70.52%和 74.73%，毛利率和同行业相比较为接近，且变动趋势和同行业保持一致。

新领先 2018 年由于临床检测成本支出增大，同时加大了技术人员储备、增加了场地及设备，导致其毛利率下降，公司 2018 年度毛利率同华威医药较为接近。

图 18：2016-2018 公司与可比上市公司毛利率



资料来源：招股书，安信证券研究中心

报告期内诺康达公司采取稳健经营方针，保持较低负债水平，2017 年及 2018 年资产负债率分别为 25.34%、20.11%，低于同行业平均水平。2017 年及 2018 年公司流动比率和速动比率高于同行业平均水平，且稳步上升，呈现良好的态势。

**表 8：2016-2018 年与可比上市公司偿债能力指标的对比**

可比公司	2016/12/31			2017/12/31			2018/12/31		
	流动比率	速动比率	资产负债率	流动比率	速动比率	资产负债率	流动比率	速动比率	资产负债率
药明康德	1.44	1.04	42.76%	1.18	0.89	46.44%	3.14	2.89	19.86%
康龙化成	1.66	1.52	37.12%	1.15	1.05	48.71%	-	-	-
昭衍新药	0.96	0.7	56.42%	1.92	1.62	40.72%	1.69	1.41	42.92%
泰格医药	2.51	2.51	22.97%	1.88	1.88	21.33%	-	-	-
博济医药	3.85	2.97	17.16%	2.11	1.65	27.90%	-	-	-
行业平均	<b>2.08</b>	<b>1.75</b>	<b>35.29%</b>	<b>1.65</b>	<b>1.42</b>	<b>37.02%</b>	-	-	-
发行人	0.33	0.26	74.28%	2.17	2	25.34%	3.15	2.76	20.11%

资料来源：招股书、安信证券研究中心

#### 4.2. 营运能力角度：应收账款周转率大幅下降，存货周转率低于行业均值

2016-2017 年公司应收账款周转率高于同行业平均水平，主要系公司业务与同行业公司存在差异。2018 年公司应收账款周转率为 7.53，略高于同行业平均水平，是由于随着公司研发效率的提升及项目的进展加快，公司应收账款回收情况良好。

由于泰格医药的存货及成本相应的会计政策与同行业存在差异，计算行业平均值时不包括泰格医药。近三年，公司存货周转率低于同行业平均水平，系于公司主要为客户提供药学研究服务，研发服务的周期同其他公司有所差异，因此存货周转率同行业平均水平存在差异。

**表 9：与可比公司营运能力指标对比**

可比公司	应收账款周转率			存货周转率		
	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
药明康德	4.26	5.16	5.28	9.2	7.16	6.84%
康龙化成	4.96	4.86	-	15.87	15.99	-
昭衍新药	14.27	11.77	10.82	2.06	1.68	1.86
泰格医药	2.64	2.91	-	2928.27	26049.03	-
博济医药	0.85	1.4	-	0.61	1.24	-
行业平均	5.4	5.22	-	6.94	6.52	-
发行人	119.08	40.44	7.53	0.99	2.3	2.99

资料来源：招股书、安信证券研究中心

#### 4.3. 成本管理角度：销售费用率与可比公司一致，管理费用率偏低

**销售费用：**2016-2018 年公司销售费用率分别为 2.99%、3.16% 和 1.86%，公司与同行业上市公司的销售费用率无重大差异。2018 年的销售费用率有所下降，主要是因为公司 2018 年收入规模增长较多所致，

**表 10：销售费用率与可比公司对比情况**

可比公司	2016	2017	2018
药明康德	3.28%	3.75%	3.51%
康龙化成	1.96%	2.06%	-
昭衍新药	1.81%	1.91%	1.62%
泰格医药	3.05%	1.68%	-
博济医药	6.65%	4.64%	-
行业平均	3.35%	2.80%	-
发行人	2.99%	3.16%	1.86%

资料来源：招股书、安信证券研究中心

**管理费用：**2016-2018 年公司的管理费用率分别为 13.74%、11.30%、8.09%，管理费用率偏低系于公司实行精简管理，各管理、行政部门职能划分清晰，人员效率较高，因此相对于



业务规模的增长，公司管理费用的增长幅度较小。

**表 11：管理费用率与可比上市公司对比情况**

可比公司	2016	2017	2018
药明康德	13.46%	12.41%	11.76%
康龙化成	15.19%	14.18%	-
昭衍新药	19.95%	17.21%	18.78%
泰格医药	15.95%	13.49%	-
博济医药	32.18%	23.68%	-
行业平均	19.35%	16.19%	-
发行人	13.74%	11.30%	8.09%

资料来源：招股书、安信证券研究中心

#### 4.4. 研发角度：研发费用率高于可比公司

报告期内，公司的研发费用占收入的比重接近或达到 10% 以上，高于同行业平均水平，主要是因为公司的研发费用主要用于自有产品开发，而同行业公司主要提供药学研究服务，自研产品的投入较少，因此公司的研发投入占收入的比重高于同行业其他公司。

**表 12：研发费用率与可比上市公司对比情况**

可比公司	2016	2017	2018
药明康德	3.50%	3.94%	4.54%
康龙化成	-	-	-
昭衍新药	5.72%	1.91%	1.62%
泰格医药	3.56%	3.47%	-
博济医药	8.25%	7.94%	-
行业平均	5.26%	4.32%	-
发行人	28.44%	11.11%	9.46%

资料来源：招股书、安信证券研究中心

## 5. 潜在风险：资金实力不足，内生性现金流较弱

医药行业研发投入下降的风险。国家从 2018 年开始陆续出台推动药品带量采购的相关政策，如“4+7”城市药品集中采购试点政策，导致药品价格下降。上述相关政策的出台可能会影响到医药企业的研发投入积极性，发行人存在因药品研发投入增长放缓或减少而导致公司承接研究服务规模及经营业绩下降的风险。

毛利率下降的风险。发行人属于技术密集型企业，依靠关键技术和核心团队向客户提供药学研发服务。报告期内，公司药学研究服务业务毛利率均保持在 70% 以上，处于较高水平。未来，随着行业内竞争格局的变化，公司有可能在扩大业务规模的同时难以保持现有的毛利率水平，进而将会面临毛利率下降的风险。

应收账款持续增加的风险。2017-2018 年，公司应收账款账面余额分别 370.40 万元和 4,554.05 万元，占各期末流动资产的比例分别为 2.41% 和 24.22%。虽然公司应收客户主要为国内各大制药企业，信用情况良好，但如果公司主要客户的信用状况发生不利变化，则可能导致应收账款不能按期收回或无法收回，从而对公司的经营成果产生不利影响。

## ■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	北京联系人	温鹏	010-83321350
姜东亚		010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034