



## 估值和业绩有望同步提升的 CRO 行业新秀

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 一致性评价推进+国内新药研发需求释放+国外新药研发产业转移, 预计 2020 年国内 CRO 市场将达 600 亿元, 2017-2020 年复合增速达 24.5%; 2) 新高峰为国内创新药 CRO 龙头, 特色的“政产学研”商业模式和 GRDP 服务管理体系保障公司高成长性, 2016-2018 年业绩承诺大概率超额完成; 3) 积极调整产品结构, 从抗生素向非抗业务发展, 再向高估值高盈利能力的 CRO 发展, 业绩和估值有望同步提升。
- **监管转变+产业转移, 2020 年国内 CRO 行业有望达到 600 亿元。** CRO 行业处于医药研发产业链核心位置, 新药研发不可或缺。受益于新药审批速度加快和审批服务质量提高, 新药研发需求将得到充分释放, 从而极大提升 CRO 市场容量和优化竞争格局, 我们认为 2020 年国内 CRO 市场有望达 600 亿元, 2017-2020 年复合增速达到 24.5%。同时, 海外研发需求不断向国内转移, 国内 CRO 龙头将享有全球资金和研发资源, 从而进一步加速国内 CRO 企业服务优化升级。
- **全资收购新高峰, 战略切入 CRO 行业。**在医药工业增速明显放缓的背景下, 公司 2015 年底全资收购上海新高峰, 战略转型 CRO 行业。最新定增方案中公司实际控制人家族大比例增持+新高峰高管认购绑定公司长期利益, 彰显公司发展信心。2016 年 CRO 业务将成公司主要利润来源, 已成公司战略主业。
- **独特商业模式+创新型服务管理模式的一站式 CRO 企业。**新高峰可提供一站式服务, 承诺 2016-2018 年期间营收年增超 25%, 成立初期以临床前研究为主, 2015 年临床占比超 20%。“政产学研”商业模式整合政(政府主导的生物科技园区)、产(健康医疗企业)、医(临床医院)、研(研究机构)四大资源, 畅享医药全产业链资源的同时, 确保订单来源。GRDP 管理体系将 CRO 业务模块化和流水线化, 公司重点转移至质量监管, 极大提升服务质量和效率, 为公司核心竞争力。
- **非抗已成制剂业务主力, 两大在研新品增添发展潜力。**公司限抗令后一直推动非抗生素业务发展, 2015 年非抗收入已超抗生素业务, 毛利贡献已达抗生素业务 2.5 倍, 非抗已成制剂业务主力。同时公司还有多个品种报批, 在研品种中右旋酮洛芬缓释贴片和埃索美拉唑镁肠溶微丸胶囊两大新剂型格局好、空间大, 或将带动非抗生素业务快速增加。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2016-2018 年公司收入和归母净利润复合增速分别为 41.4%和 73.2%。我们认为公司从抗生素到非抗生素转型, 再向估值高且盈利能力强的 CRO 转型, 公司业绩和估值有望同步提升, 考虑到公司向 CRO 转型态度坚决, 或存外延发展预期。我们给予公司半年内 120 亿目标市值, 对应目标价 44.8 元, 维持“买入”评级。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	463.15	924.37	1098.26	1308.98
增长率	23.31%	99.59%	18.81%	19.19%
归属母公司净利润(百万元)	55.50	142.62	221.96	288.15
增长率	36.81%	156.98%	55.63%	29.82%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.53	0.83	1.08
净资产收益率 ROE	7.12%	6.26%	9.13%	11.05%
PE	167	65	42	32
PB	11.65	4.03	3.78	3.53

数据来源: Wind、西南证券

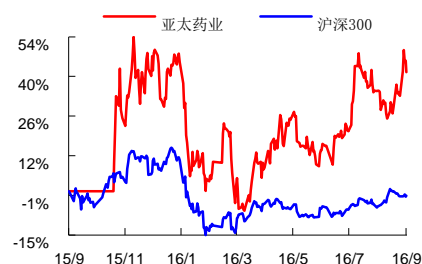
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.04
流通 A 股(亿股)	2.04
52 周内股价区间(元)	22.78-37.6
总市值(亿元)	70.34
总资产(亿元)	19.34
每股净资产(元)	4.06

### 相关研究

1. 亚太药业 (002370): 财务费用拖累本部业绩, CRO 全年业绩或超预期 (2016-08-28)
2. 亚太药业 (002370): 估值和业绩有望同步提升的 CRO 新秀 (2016-07-19)

## 投资要件

### 关键假设

1、制剂业务：近两年新中标顺利执行，2017 年开始制剂业务销量增速在 15%左右，价格保持稳定，非抗和抗生素制剂毛利率分别维持在 58%和 25%左右；

2、CRO 业务：新高峰业绩承诺 2016-2018 年度净利润不低于 1.06 亿元、1.33 亿元和 1.66 亿元，考虑新药品政策的实施，CRO 行业快速发展，毛利率维持在 40%，每年业绩超承诺 2000 万元左右；

3、期间费用：假设募集资金四季度前顺利到位，2017 年财务费用大幅降低到 1%左右。

### 我们区别于市场的观点

1、市场对新高峰业务模式认识不充分或认为模式不可持续或持续增长乏力。我们认为：  
1) 公司临床前研究中药理毒理等部分外包比例很高，与传统 CRO 企业相比，除了对项目本身需要深刻理解以及模块化和流水线化任务，同时也需要对具体实施单位有充分认识和较强的掌控力，公司通过自身特色的 GRDP 管理系统实现了不低于传统 CRO 企业的项目效果；  
2) 公司 CRO 订单主要来源于科技园内和国外引进的创新药项目，承担了 100 多项国家重大创新药项目，创新能力显著，科研机构 and 中小企业是新药研发的生力军，公司“政产学研”服务模式可整合全医药产业链资源，保障新药研发订单源源不断；  
3) 公司业务已覆盖临床前试验和临床试验全过程，公司在客户启动新药临床前试验时就接入，客户粘性极强，目前公司已与很多家医院建立深度合作关系，可为新药研发提供持续服务，随着项目推进，未来公司临床试验业务或将成公司另一主要业绩增长点。

2、市场忽略了公司 CRO 业务正在积极变化。我们认为：1) 募投项目包含新药研发服务中心建设，公告披露该项目可将原先外包业务转化为自营，将大大充实自身实施临床前研究能力和接单能力；2) 年报显示公司已将 CRO 作为战略发展方向，将通过产业与资本双轮驱动，增强公司整体竞争力和持续盈利能力，未来 CRO 业务或将有进一步的产业整合。

### 股价上涨的催化因素

CRO 订单数量或金额超预期、外延式发展落地、国内临床试验机构认证政策放开。

### 估值和目标价格

我们预计公司 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.53 元、0.83 元和 1.08 元，对应 PE 分别为 65 倍、42 倍和 32 倍。我们采取分部估值法，认为公司制剂业务可给予 25-33 亿市值，CRO 业务可贡献 85.5-97.5 亿市值，合计市值在 110.5-130.5 亿元，考虑增发后对应股价在 41.2-48.7 元。我们认为公司 CRO 业务的可拓展性强和公司向 CRO 转型态度坚决，或存外延发展预期。我们给予公司半年内摊薄后 120 亿目标市值，对应目标价 44.8 元，维持“买入”评级。

### 投资风险

募投项目或低于预期；国内药品政策变化的风险；CRO 业务整合进度或低于预期的风险；CRO 国内外订单拓展或低于预期的风险。

## 目 录

<b>1 全资控股上海新高峰，锐意进取的 CRO 新秀 .....</b>	<b>1</b>
1.1 战略收购新高峰，坚定转型 CRO 行业 .....	1
1.2 家族增持+高管认购绑定公司长期利益 .....	1
1.3 限抗影响已渐消除，非抗已成母公司主要毛利来源.....	2
1.4 新高峰 CRO 已成公司战略主业和净利润主要来源.....	3
<b>2 CRO 新药研发不可或缺，2020 年国内 600 亿可期.....</b>	<b>4</b>
2.1 CRO 位于产业链核心地位，新药研发不可或缺.....	4
2.2 全球 CRO 市场趋于成熟，国内市场空间巨大.....	7
2.3 监管转变+产业转移，国内 CRO 喜迎发展良机.....	9
<b>3 新高峰为创新药 CRO 龙头，轻资产模式潜力巨大.....</b>	<b>12</b>
3.1 新高峰为一站式服务 CRO 企业，业绩有望超承诺完成.....	12
3.2 GRDP 管理体系打造专业、高效和轻资产运营模式 .....	13
3.3 “政产医研”结合商业模式畅享订单“绿色通道” .....	14
3.4 募投项目助力运营模式升级，有望大幅增强 CRO 服务能力 .....	16
<b>4 非抗已成制剂业务主力，两大在研新品增添发展潜力 .....</b>	<b>18</b>
4.1 抗生素行业触底企稳，非抗已成收入和毛利贡献主力 .....	18
4.2 在研品种丰富，两大新药成潜在增长点 .....	18
<b>5 盈利预测与估值.....</b>	<b>21</b>
5.1 盈利预测基本假设 .....	21
5.2 绝对估值 .....	22
5.3 相对估值 .....	23
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>24</b>

## 图 目 录

图 1：公司股权结构（定增实施前） .....	1
图 2：公司营业收入与扣非后净利润情况 .....	2
图 3：公司抗生素和非抗生素收入和增速情况 .....	2
图 4：2010-2015 年公司除 CRO 业务外分产品收入占比 .....	3
图 5：2015 年公司收入构成情况 .....	3
图 6：2015 年全年母公司与 CRO 业务收入占比 .....	3
图 7：2015 年全年母公司与 CRO 业务毛利占比 .....	3
图 8：临床前和临床 CRO 主要业务 .....	4
图 9：CRO 处于医药研发产业链的核心地位 .....	5
图 10：全球新药研发投入不断增加(亿美元) .....	5
图 11：1965-2014 年期间新药研发周期（年） .....	5
图 12：历年每千个分子获 FDA 批准进入临床试验的数量 .....	6
图 13：药企选择研发外包服务的原因 .....	6
图 14：CRO 可缩短临床试验时间 .....	6
图 15：不同规模药企对外包服务的积极态度 .....	7
图 16：不同地区企业对外包服务的积极态度 .....	7
图 17：全球 CRO 市场增长趋于稳定 .....	7
图 18：国内 CRO 市场延续快速增长 .....	7
图 19：全球 CRO 市场份额分布 .....	8
图 20：全球 CRO 市场格局情况 .....	8
图 21：国内临床前试验 CRO 竞争格局 .....	8
图 22：国内临床试验 CRO 竞争格局 .....	8
图 23：历年全球医药研发费用支出情况 .....	9
图 24：全球 CRO 市场渗透率情况 .....	9
图 25：国内规模以上医药企业研发投入收入占比情况 .....	9
图 26：2015-2016 年药品政策法规 .....	10
图 27：新高峰 CRO 一站式服务 .....	12
图 28：新高峰主营业务收入结构 .....	12
图 29：新高峰营业收入情况 .....	12
图 30：新高峰净利润情况 .....	12
图 31：新高峰全资子公司新生源高效的 GRDP 管理体系 .....	14
图 32：新高峰全资子公司新生源的“政产学研”商业模式 .....	15
图 33：公司分产品营业收入情况 .....	18
图 34：公司分产品营业毛利情况 .....	18
图 35：右旋酮洛芬重点城市医院用药 .....	19
图 36：右旋酮洛芬主要医院用药市场格局 .....	19
图 37：埃索美拉唑重点城市医院用药 .....	20
图 38：埃索美拉唑主要医院用药市场格局 .....	20

## 表 目 录

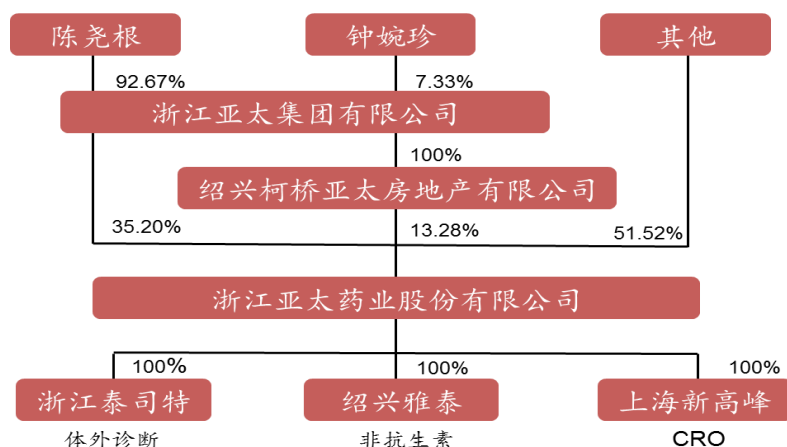
表 1：公司定增前后股权变动情况 .....	2
表 2：国际医药巨头纷纷在中国建立研发中心 .....	10
表 3：两种类型 CRO 公司对比 .....	13
表 4：新高峰与政府合作共建特色项目 .....	15
表 5：上海新高峰项目汇总 .....	16
表 6：定增募集资金的使用规划 .....	17
表 7：亚太药业在研品种 .....	18
表 8：公司在审批品种进展 .....	19
表 9：公司收入结构拆分及盈利预测 .....	21
表 10：公司期间费用情况 .....	22
表 11：绝对估值假设条件 .....	23
表 12：FCFF 估值敏感性分析 .....	23
表 13：非专科制剂业务可比公司估值情况 .....	24
表 14：CRO 业务可比上市公司估值情况 .....	24
附表：财务预测与估值 .....	25

# 1 全资控股上海新高峰，锐意进取的 CRO 新秀

## 1.1 战略收购新高峰，坚定转型 CRO 行业

浙江亚太药业成立于 2002 年，原以抗生素业务起家，后大力发展非抗生素业务，2012 年限抗令后公司非抗生素业务快速发展，现已超过抗生素业务。在医保控费、招标缓慢等因素导致医药行业增速下滑的背景下，公司 2015 年底通过收购上海新高峰 100% 股权，战略性切入高景气的 CRO 行业，延伸公司产业链布局。目前陈尧根夫妇为公司实际控制人，直接加间接持股达 48.73%。目前公司有三个全资子公司，其中浙江泰司特主要经营体外诊断试剂业务，绍兴雅泰主要生产非抗生素产品，目前暂未有收入，上海新高峰的子公司新生源则为公司 CRO 业务主体。

图 1：公司股权结构（定增实施前）



数据来源：公司年报、西南证券整理

## 1.2 家族增持+高管认购绑定公司长期利益

近日公司非公开发行股票获证监会核准批文。公司拟向亚太医药实际控制人，上海新高峰实际控制人及其主要管理人员非公开发行股票不超过 6394 万股，发行价格 20.71 元/股，募集资金不超过 13.24 亿，用于收购上海新高峰公司（9 亿），建设武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台项目（2.73 亿）以及 CRO 商务网络项目（1.24 亿）。定增后陈尧根家族持股比例达 63.05%，增加 1.07%，实际控制人家族大比例认购定增表明非常看好公司战略性切入的 CRO 行业；此外定增后新高峰原实际控制人和高管合计将持有公司股票比例达 8%，并对新高峰业绩做出承诺，新高峰管理层持股与公司长期利益绑定，表明 CRO 业务不会因实际控制人变动而发生经营上的大幅波动。



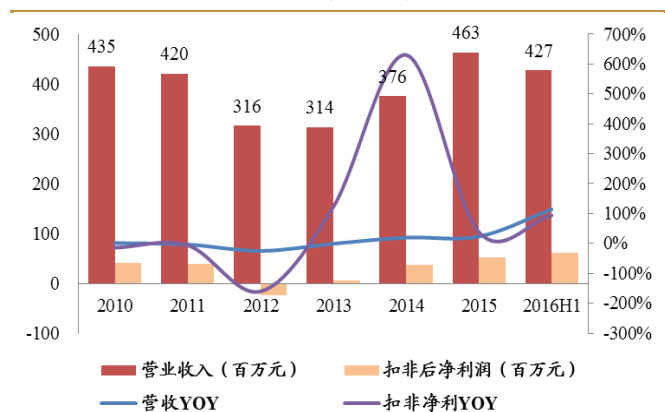
**表 1：公司定增前后股权变动情况**

股东名称	定增前		定增后	
	持股数量(万股)	占总股本比例(%)	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
陈尧根夫妇	9941	48.73	12290	45.87
陈奕琪（女儿）	1000	4.90	1000	3.73
陈佳琪（女儿）	1000	4.90	1000	3.73
钟建富（胞弟）	704	3.45	704	2.63
吕旭幸（女婿）	0	0.00	1000	3.73
沈依伊（女婿）	0	0.00	900	3.36
<b>大股东家族合计</b>	<b>12645</b>	<b>61.98</b>	<b>16895</b>	<b>63.05</b>
任军（新高峰原实际控制人）	0	0.00	545	2.03
曹蕾（任军妻子）	0	0.00	315	1.18
拟设立的华富资管-富鼎 6 号专项资产管理计划 （新高峰高管）	0	0.00	1284	4.79
<b>新高峰管理层合计</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>2144</b>	<b>8.00</b>

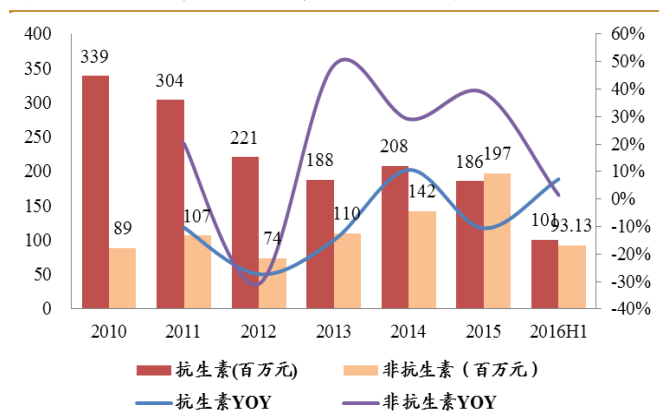
数据来源：公司公告、西南证券整理

### 1.3 限抗影响已渐消除，非抗已成母公司主要毛利来源

2011 年以前，公司主要以头孢氨苄、罗红霉素等抗生素品种为主，收入占比达 72.3%，受国家限抗令政策和“铬超标胶囊事件”影响，2012 年公司营业收入下跌 24.8%，扣非后净利润下跌 160.5%，经营业绩首次出现亏损。公司积极调整产品结构，大力发展非抗生素业务。目前抗生素业务已经企稳，非抗生素业务快速发展，2012-2015 年复合增速达 38.7%，扣除 CRO 业务后，2015 年收入和毛利占比分别达 48.1%和 69.4%，远超抗生素业务毛利占比 28.1%。

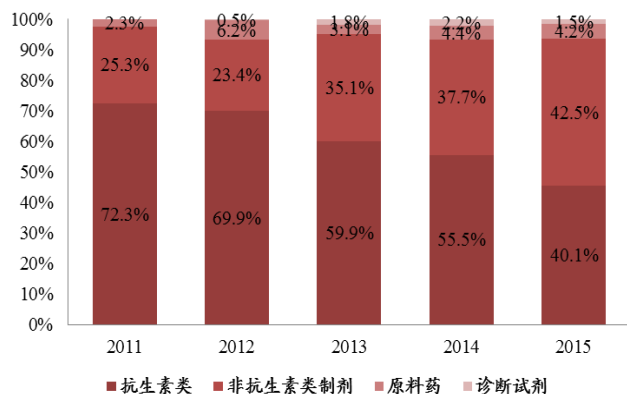
**图 2：公司营业收入与扣非后净利润情况**


数据来源：Wind、西南证券整理

**图 3：公司抗生素和非抗生素收入和增速情况**


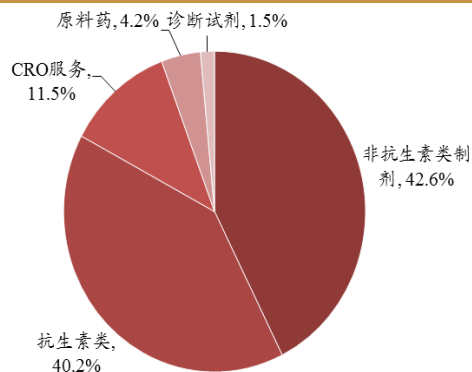
数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：2010-2015 年公司除 CRO 业务外分产品收入占比



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：2015 年公司收入构成情况

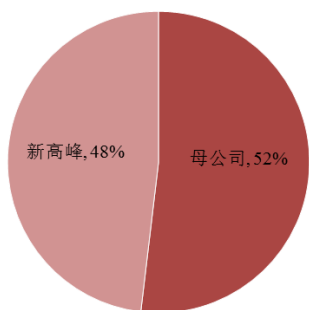


数据来源：wind、西南证券整理

## 1.4 新高峰 CRO 已成公司战略主业和净利润主要来源

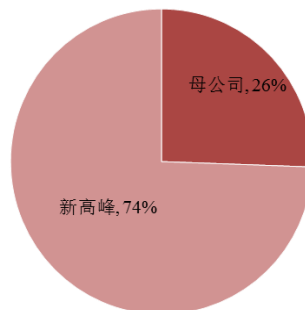
2015 年收购 CRO 行业领导者上海新高峰公司，2015 年新高峰实现营业收入和净利润分别达 3.80 亿元和 1.20 亿元，同比增速达 50.20%和 157.14%。若新高峰 2015 年全年并表，2015 年 CRO 业务营收占比 48%，净利润占比 74%。考虑到 CRO 行业增速远超抗生素及普通制剂产品，我们认为 CRO 业务已成公司战略主业和公司未来主要利润来源。

图 6：2015 年全年母公司与 CRO 业务收入占比



数据来源：Wind、西南证券整理（注：假设 2015 年新高峰全年并表）

图 7：2015 年全年母公司与 CRO 业务毛利占比



数据来源：Wind、西南证券整理（注：假设 2015 年新高峰全年并表）



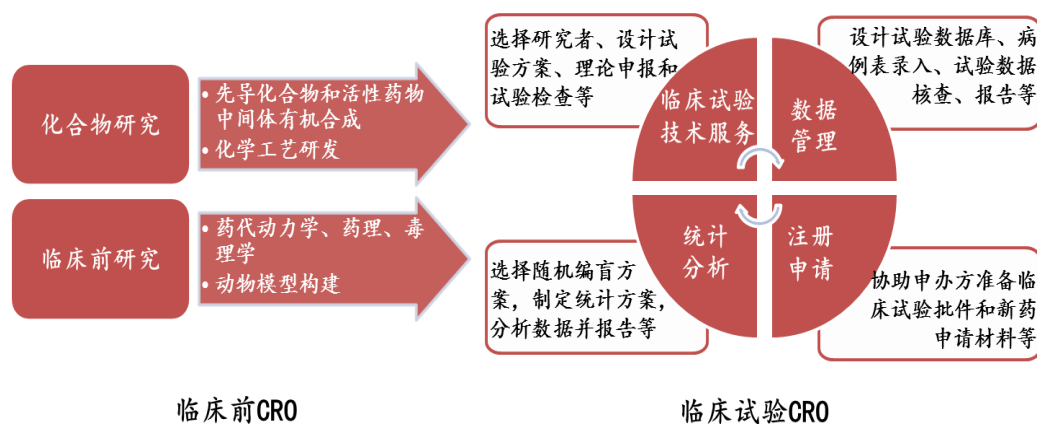
## 2 CRO 新药研发不可或缺，2020 年国内 600 亿可期

### 2.1 CRO 位于产业链核心地位，新药研发不可或缺

#### 2.1.1 CRO 位于新药研发产业链核心地位

合同研究组织（CRO，Contract Research Organization）是代表客户在药物研究开发过程中负责全部或部分的科学或医学试验的学术性或商业性组织。目前 CRO 行业的服务范围基本涵盖了新药研发的各个阶段和领域，根据提供不同阶段的新药研发服务，CRO 企业分为两大类：临床前 CRO 和临床试验 CRO。临床前 CRO 主要从事化合物研究和临床前研究服务；临床试验 CRO 主要以临床研究服务为主，包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等。

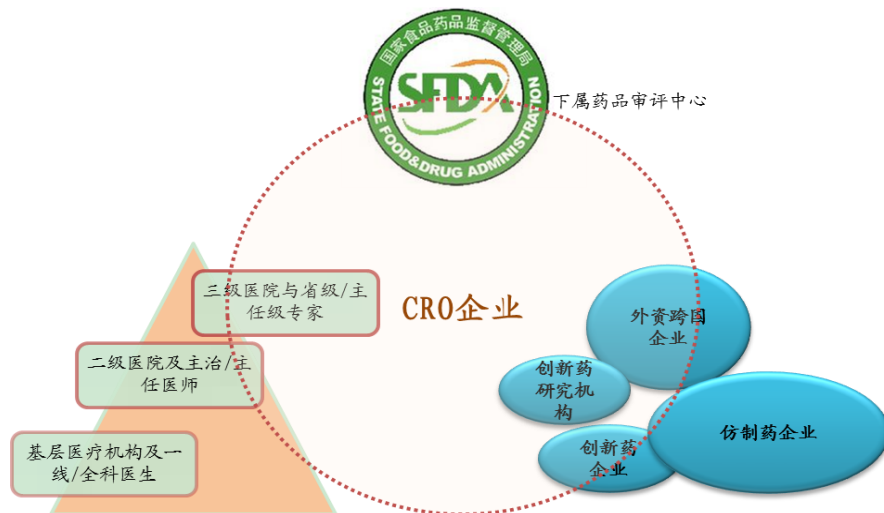
图 8：临床前和临床 CRO 主要业务



数据来源：西南证券

CRO 处于医药研发产业链的核心地位：**上游对接**各类临床研究服务所需的专业人员（即全国各领域顶级医生专家资源）和具备药物临床试验资格的医疗机构（即国内主要的三级医院资源）；**下游对接**国内创新药企业、和国内仿制药企业和其他新药研究机构；**中间环节**对接药物监管机构（即国内外顶尖药物研发机构或企业），直接并深度接触国家药物审评中心（即深度对接新药研发最核心的审批机构）。

图 9：CRO 处于医药研发产业链的核心地位

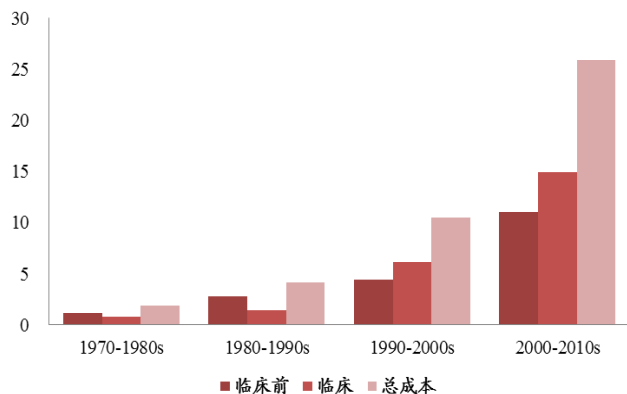


数据来源：西南证券

## 2.1.2 CRO 新药研发不可或缺

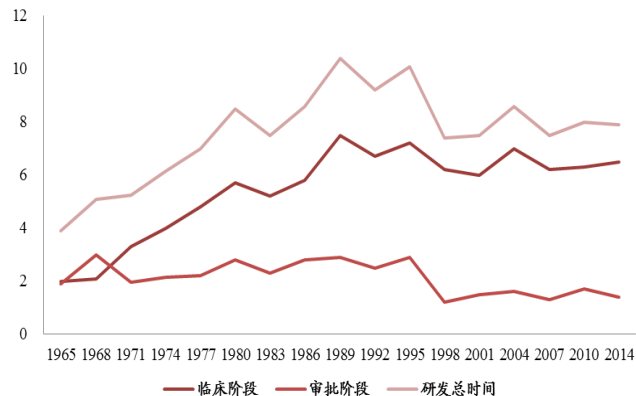
自上世纪 70 年代以来，药品研发成本不断攀升，新药研发周期加长且研发成功率下降，给药企带来巨大经营压力。

图 10：全球新药研发投入不断增加(亿美元)



数据来源：Tufts Center for the Study of Drug Development、西南证券整理

图 11：1965-2014 年期间新药研发周期（年）



数据来源：R&D in the Pharmaceutical Industry、西南证券整理

此外，由于监管的日益严格以及疾病的复杂度越来越高，新药的研发成功率正在不断降低：平均每 1000 个分子有 3.05 个获批进入临床试验，而进入药物开发管道的 5000 至 10000 个先导化合物中，大概只有一个能最终获批上市。

图 12：历年每千个分子获 FDA 批准进入临床试验的数量



数据来源：Evaluate Pharma World Preview、西南证券整理

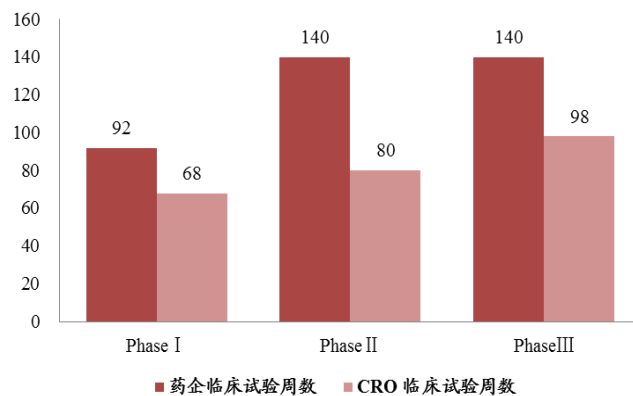
CRO 凭借其高度专业化的研究网络和新药注册团队，可以使新药研发的资金投入和潜在风险在 CRO 行业的整条产业链上得到分散，降低新药研发成本，并提高上市速度。据统计，与药企自己进行临床试验相比，选择 CRO 研发外包往往可缩短 20-30% 的时间，若以年销售 10 亿美元的药物为例，每提前上市一月即可新增 1 亿美元的潜在收入。

图 13：药企选择研发外包服务的原因



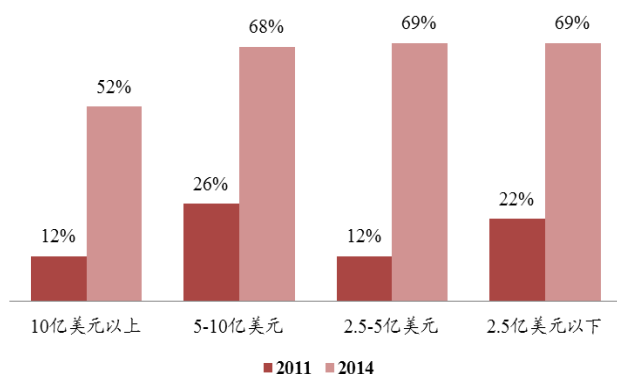
数据来源：西南证券整理

图 14：CRO 可缩短临床试验时间

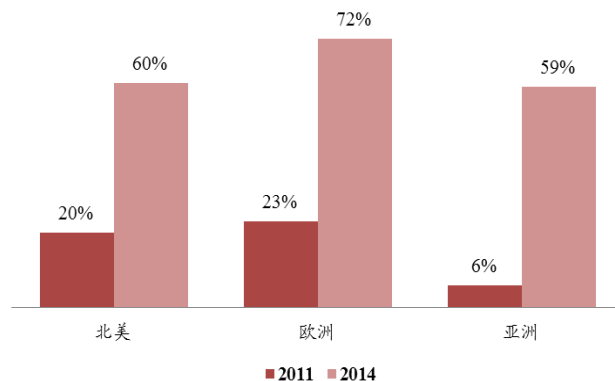


数据来源：Frost&amp;Sullivan、西南证券整理

一项对多家医药公司高管的调查研究显示药企对外包效用的积极态度大幅增加。从规模上看，过半企业对外包服务持积极态度，10 亿美元规模以下药企对 CRO 的态度最为积极。从区域上看，在欧美成熟地区，CRO 的认可度非常高，随着 CRO 企业的发展，在亚洲地区药企对 CRO 的积极态度大大提高。

**图 15：不同规模药企对外包服务的积极态度**


数据来源：PAREXEL、西南证券整理

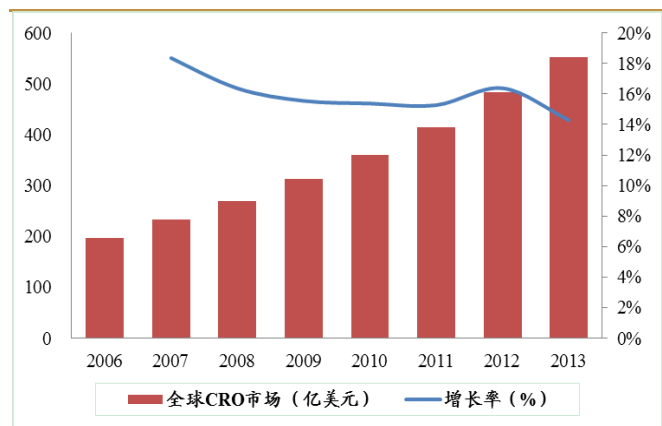
**图 16：不同地区企业对外包服务的积极态度**


数据来源：PAREXEL、西南证券整理

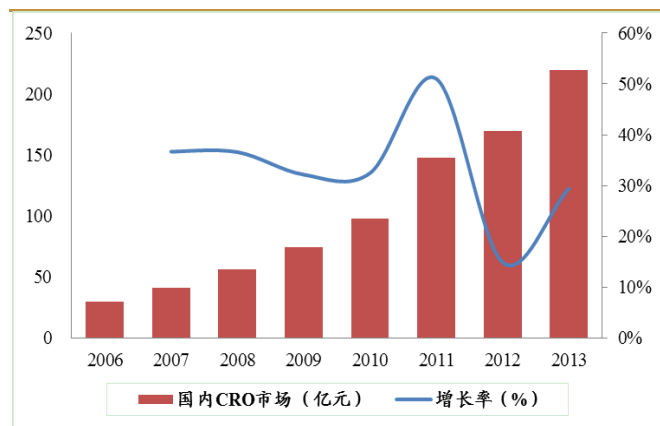
我们认为：随着 CRO 行业在新药研发中重要性的不断凸显以及药企对外包行业的认可度的不断提升，CRO 行业经将加速深入新药研发各个环节。

## 2.2 全球 CRO 市场趋于成熟，国内市场空间巨大

得益于全球药物研发费用的增加和外包渗透率的提速，2006 年全球 CRO 市场约 200 亿美元，2013 年达 550 亿美元，期间复合增速达 16%。中国 CRO 行业处于起步的阶段，增长迅速。据 Frost&Sullivan 统计，2013 年国内 CRO 市场达 220 亿元，期间复合增速近 33%，远高于国际市场同期增速。

**图 17：全球 CRO 市场增长趋于稳定**


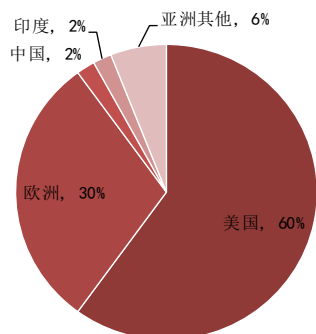
数据来源：Frost&Sullivan、西南证券整理

**图 18：国内 CRO 市场延续快速增长**


数据来源：Frost&Sullivan、西南证券整理

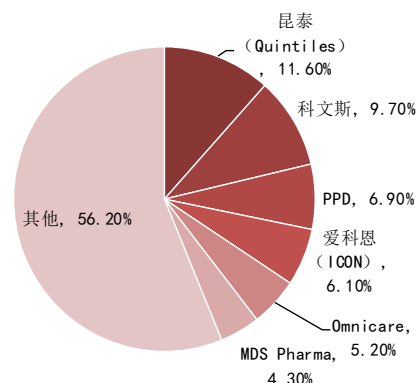
目前美国与西欧的 CRO 企业占据了行业绝大部分的市场份额。前六位公司昆泰、科文斯、PPD、爱科思(ICON)、Ominicare 和 MDS Pharma 占据全球 CRO 市场接近一半的份额。随着全球 CRO 行业的国际化发展，CRO 企业逐步从北美、西欧等市场成熟国家向新兴市场国家转移。

图 19：全球 CRO 市场份额分布



数据来源：昆泰年报、西南证券整理

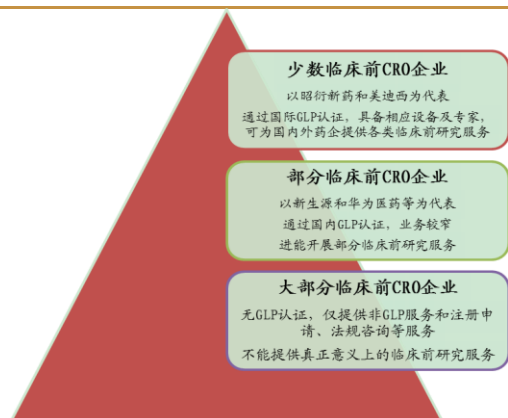
图 20：全球 CRO 市场格局情况



数据来源：昆泰年报、西南证券整理

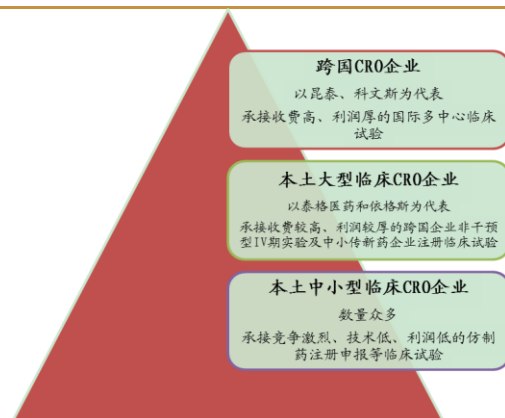
国内市场跨国 CRO 企业位于国内临床 CRO 行业顶端，具有强大服务能力与品牌优势。国内本土大型临床试验 CRO 企业虽达到一定规模，但和跨国 CRO 仍有很大差距。随着在国内临床试验及相关业务的快速增长，国内大中型临床试验 CRO 企业逐渐与国际各类大型制药企业建立合作，并积累了较多的优质客户资源，服务水平正逐渐靠近国际先进水平。

图 21：国内临床前试验 CRO 竞争格局



数据来源：西南证券整理

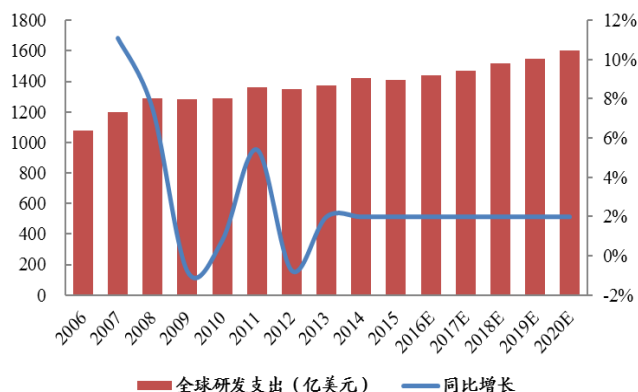
图 22：国内临床试验 CRO 竞争格局



数据来源：西南证券整理

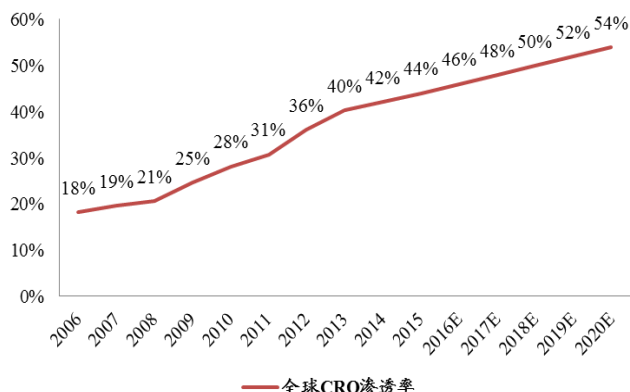
2014 年全球医药研发费用 1400 亿美元，我们估算 CRO 渗透率约 42%，考虑到全球药品整体增速趋于平缓，预计未来医药研发投入将维持 2% 左右。由于在专业分工、提高效率 and 分担风险的驱动下，我们预计到 2020 年 CRO 渗透率有望达到 54%，则全球 CRO 市场有望超过 800 亿美元，2013-2020 年复合增速预计在 5.5% 左右。

图 23：历年全球医药研发费用支出情况



数据来源：Frost &amp; Sullivan、西南证券整理

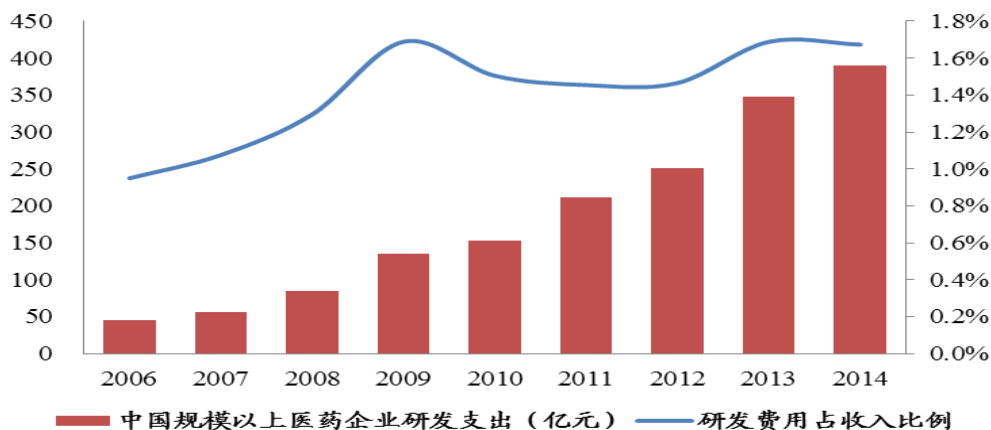
图 24：全球 CRO 市场渗透率情况



数据来源：Frost &amp; Sullivan、西南证券整理

2014 年国内规模以上医药企业研发投入近 400 亿元，2006-2014 年复合增速达 31%，但研发收入占比不到 2%，远低于欧美 15% 以上的占比。2015 年临床试验数据核查后，国内临床 CRO 业务进度缓慢，导致 2016 年 CRO 行业下滑，由于缺乏相关具体统计，我们通过草根调研和 Frost&Sullivan 相关数据，预计 2016 年国内 CRO 业务市场规模约 250 亿元量级。考虑国内研发收入占比和 CRO 渗透率的提高，以及仿制药一致性评价等工作带来的 300-500 亿市场增量（参见我们 CRO 行业专题报告预测），我们预计 2020 年中国 CRO 市场规模有望过 600 亿元，即 2017-2020 年国内 CRO 市场复合增速有望达 24.5%。

图 25：国内规模以上医药企业研发投入收入占比情况



数据来源：国家统计局、西南证券整理

## 2.3 监管转变+产业转移，国内 CRO 喜迎发展良机

### 2.3.1 药审监管全面向欧美靠齐，CRO 行业生态迎来剧变

近年来，政府及 CFDA 不断改进与完善审批制度，特别是 2015 年 CFDA 医药审批新政策的推出，极大希望逐步解决药品注册申请积压问题，提升审批速度，预计 2-3 年的新药审批时间缩短为 1 年。同时，国家严格规范新药申请门槛，强化对仿制药的管理，对公司的创新能力提出了更高的要求，从而加速提升公司和整个行业的创新能力。



**图 26：2015-2016 年药品政策法规**


数据来源：药智网、西南证券整理

我们认为密集出台的政策对整个药物研发市场的影响主要体现在两个方面：

#### ➤ 提高药品质量

针对历史已上市品种进行仿制药一致性评价；

对正在报批品种进行临床数据核查；

对未来报批品种实行新分类改革，强化对创新研发的支持与仿制药一致性评价。

#### ➤ 加快审批速度

具有临床价值的新药和临床急需仿制药的优先审评审批。

我们认为：审批速度的加快和审批服务质量的提高有利于新药研发需求的释放，从而极大提升整个 CRO 行业的专业服务和收入水平。长期来看，药品新政必将带来我国 CRO 行业市场容量的扩大和竞争格局的优化。

### 2.3.2 海外研发需求不断向国内转移加速国内 CRO 服务优化升级

随着医药人才队伍不断壮大和医药技术提升，我国成为国际制药企业转移研发业务的首选之地。2001 年施维雅首先在北京创立研发中心以来，诺华，阿斯利康，辉瑞等国际医药巨头纷纷在北京、上海建立研发中心从事创新型药物研发工作。

**表 2：国际医药巨头纷纷在中国建立研发中心**

公司	研发中心成立时间	成立地点	项目简介
施维雅	2001.1	北京	致力于肿瘤、脑老化、代谢性疾病治疗以及血管、血液保护等领域药物的研发
诺和诺德	2002.1	上海	2010 年 10 月起五年将投资 1 亿美元扩建北京研发中心，其研究领域将从糖尿病前期扩展到药理学研究，同时扶持炎症性疾病领域的新药研发
阿斯利康	2007.3	上海	专注于中国多发癌症领域的转化科学研究，探究中国及亚洲病患与西方人对药物作用机制的差异，研发出符合个性化治疗需求的靶向药及生物标记物

公司	研发中心成立时间	成立地点	项目简介
诺华	2007.5	上海	以及天然药物的生物医药研究为主的创新药研发
葛兰素史克	2007.7	上海	利用全球研发资源完成从靶点确认、生物学基础研究、临床研究到报批的整个过程
赛诺菲-安万特	2008.1	上海	成立以来已与中国顶尖的科研机构建立十多项战略合作项目,与中科院上海生命科学研究院已联合研发一种前景看好的癌症药物,与中科学院天津血液学研究所携手抗急性骨髓性白血病干细胞单克隆抗体的研究
雅培	2009.4	上海	着重开发癌症、免疫以及抗病毒领域的药物等各种研究
默克	2009.11	北京	亚洲药品研发, 生物治疗领域, 生物标识和基因方面; 肿瘤、风湿病以及神经变性疾病
默沙东	2011.12	北京	主要负责进行药物研发、转化性研究、临床开发、注册事务及外部研发项目

数据来源：西南证券整理

**我们认为：**面对逐步增加的医药巨头研发服务需求，国内 CRO 龙头企业将优先获得与跨国制药公司合作的机会，逐步成为跨国制药公司在华的优先供应商和重要战略合作伙伴，并将获得强大的资金支持和全球研发资源，从而大大加速国内 CRO 企业服务升级优化。

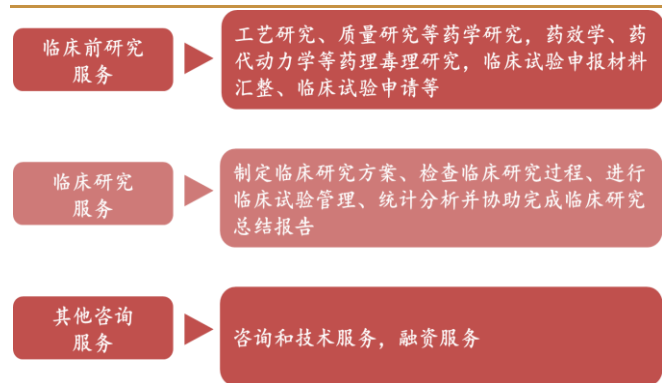
### 3 新高峰为创新药 CRO 龙头，轻资产模式潜力巨大

新高峰总部位于上海张江高科技园区，与国家高新区与开发区合作建立新药孵化链式公共服务平台，为新药全过程研发提供专业的技术服务和项目投资，为一家提供涵盖临床前研究、临床研究的全产业链研究服务的合同研发服务机构（CRO）。

#### 3.1 新高峰为一站式服务 CRO 企业，业绩有望超承诺完成

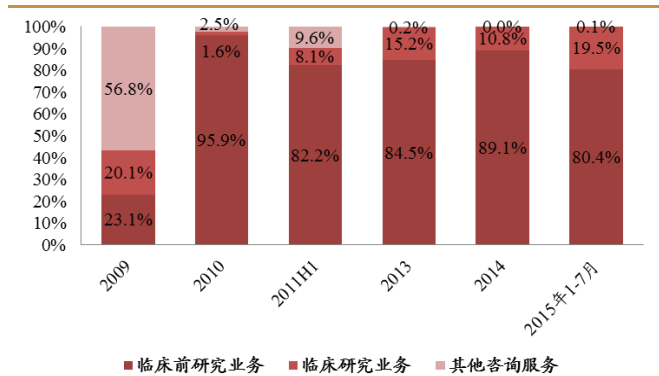
新高峰业务覆盖临床前研究服务（包括药学研究、药理毒理研究、临床试验申报等）、覆盖 I-IV 期的临床试验和其他咨询服务（在经营过程中为客户提供的咨询和技术服务项目）。从收入结构上看，新高峰主要收入来源为临床前研究服务，收入占比超过 80%。同时近年来，临床研究服务占比逐年增加，目前占比近 20%。

图 27：新高峰 CRO 一站式服务



数据来源：西南证券整理

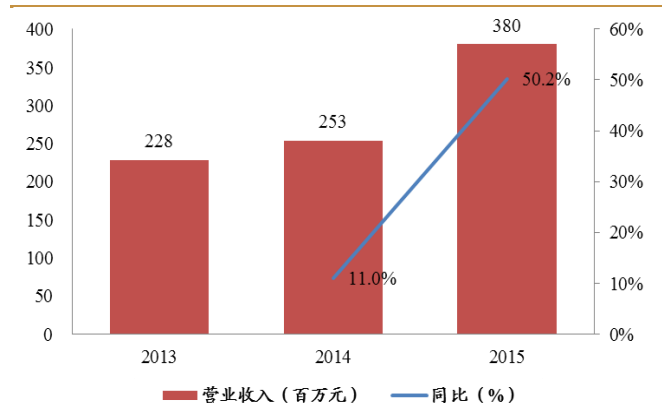
图 28：新高峰主营业务收入结构



数据来源：公司公告、西南证券整理

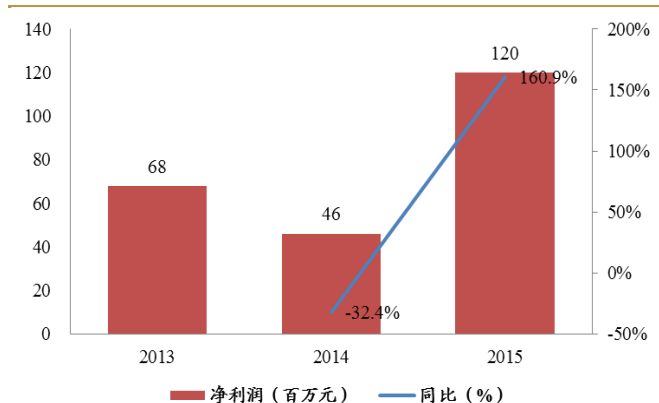
2013-2015 年新高峰主营业务收入分别为 2.28 亿、2.53 亿、3.8 亿，净利润分别为 0.68 亿、0.46 亿、1.2 亿。2015 年收入和净利润同比增速分别为 50% 和 161%。2014 年公司归母净利润下降的原因在于与 2013 年相比，投资收益减少约 1292 万元，并且资产减值损失增加 1273 万元所致。新高峰承诺 15-18 年扣非净利润分别为 8500 万、1.06 亿、1.33 亿、1.66 亿，考虑到新高峰 2015 年已完成 1.2 亿净利润，扣非净利润 1 亿，远超 2015 年承诺。我们认为在新药政下，CRO 行业将快速发展，新高峰未来大概率超额完成业绩承诺。

图 29：新高峰营业收入情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 30：新高峰净利润情况



数据来源：Wind、西南证券整理

## 3.2 GRDP 管理体系打造专业、高效和轻资产运营模式

相比药明康德、昭衍新药等传统 CRO 公司，公司业务运营模式独特，主要体现在公司临床前 CRO 业务外协采购劳务比例高，即 CRO 外包业务较多。公司承揽订单后，将 CRO 业务订单通过 GRDP 管理体系模块化，分派到具备相应资质的执行型 CRO 公司和科研单位。

我们认为公司 CRO 业务与传统 CRO 有如下差异和特点：新高峰：以非常早期的创新药研发为主，上游客户主要集中于医院医生、科研院所和少数微小创新药企；传统 CRO：以创新药或仿制药研发为主，经过了比较充分的实验室研究和临床前研究准备，主要客户集中于创新药药企、大中型药企等；订单和客户性质的不同决定了两类业务发展路径的不一样。

- 新高峰订单多属于早期创新药研发项目，风险性高，客户看重的是公司项目管理能力，将新药研发风险有效控制的同时顺利推进，需要轻资产运营，整合全国各地的研发资源，单人产出很高。
- 传统 CRO 订单多属研究已比较充分的项目，风险相对较低，客户看重的是公司项目执行能力，能又快又好的完成相应研究服务。传统 CRO 公司为劳动密集型企业，劳动力成本高，有单人产出限制。

**表 3：两种类型 CRO 公司对比**

		项目管理型 CRO	项目执行型 CRO
代表性公司		新高峰	药明康德、昭衍新药
临床前业务	运营模式	项目承揽后，将项目外包给具有资质的执行型 CRO 公司或科研单位	具体执行各个试验，收取服务费，注重试验操作的规范性和经验
	优点	相对轻资产模式、可承接大量项目、单人产出高	标准 CRO 模式，全程质量和进度的掌控力强
	缺点	实验进度和质量掌控力较弱	相对重资产且有单人产出限制
临床业务	均与医疗机构签订合同，向其采购临床研究劳务		

数据来源：西南证券整理

**我们认为：**项目管理型 CRO 公司需要对各产品所处于领域及其机制必须有非常深刻的理解，同时对临床前研究的各个关键节点有深刻认识并能找到能胜任的其他 CRO 单位或机构。同时在执行过程中，还需要对阶段性结果要有预判且出问题时需要及时调整方案推动项目研发，即项目管理型 CRO 公司需要深刻理解 CRO 业务并对其进度要有极强的管理能力。

### 创新型 GRDP 体系确保 CRO 服务规范且高效实施

为提高服务效率，提升新药研发的成功率，新高峰创新性地开发出了 GRDP 的服务管理体系。GRDP，即新药研究开发和新药注册申报综合技术管理体系（Good Research and Development Practice of New Drug），是公司的核心竞争力之一。

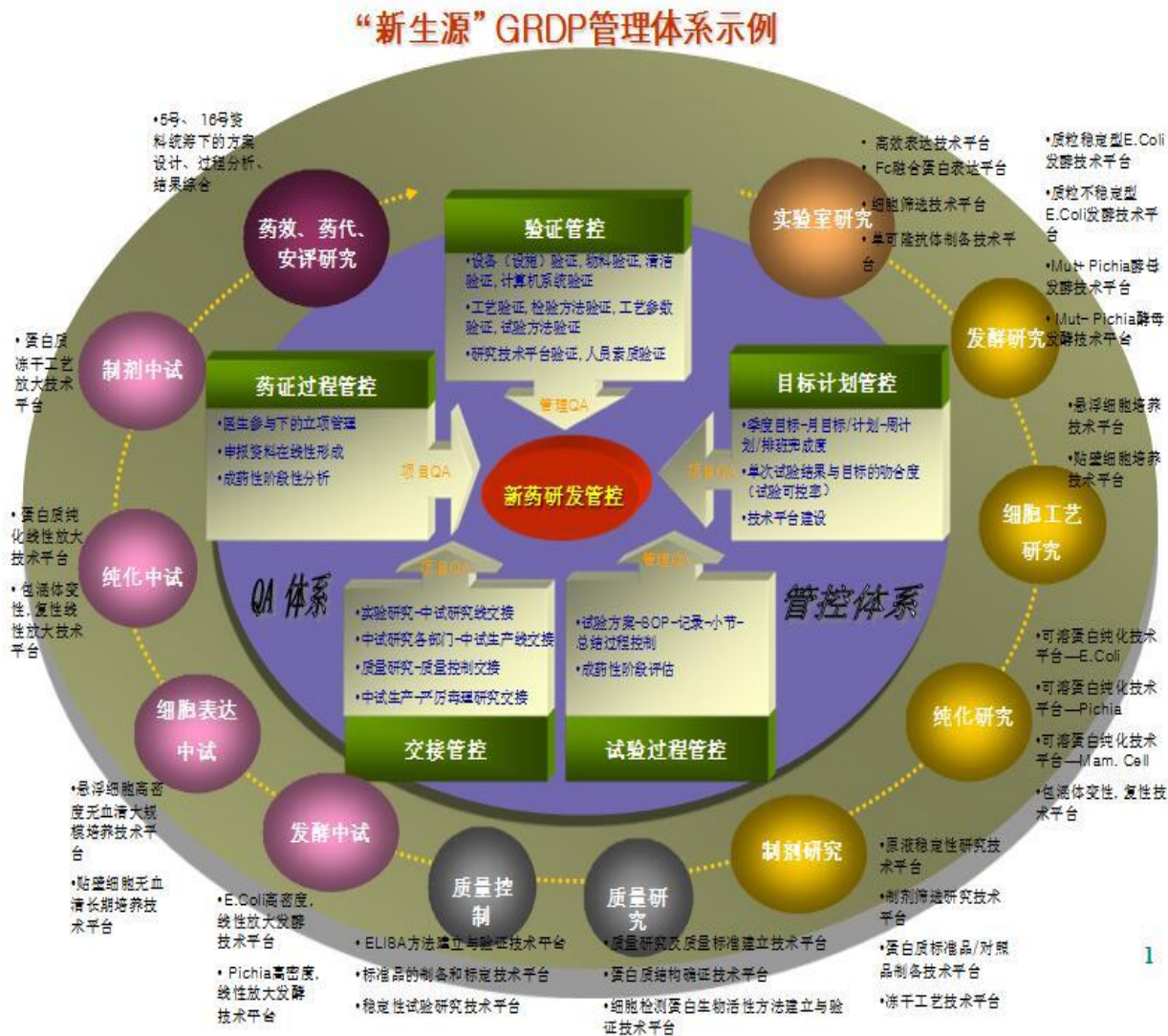
GRDP 以国家颁布的《药物非临床研究质量管理规范》（GLP）、《药物临床试验质量管理规范》（GCP）和《药品生产质量管理规范》（GMP）为指导，将复杂的新药研发活动拆分成相对简单的、可组合的模块，然后将模块中的业务进行标准化，模块中的人员专业化（只负责各自模块内相对应的工作），这样就可以最终达成流水化作业且追溯性强的效果。

公司与客户签订 CRO 服务合同后，会通过 GRDP 体系将客户委托的业务分解到已有的模块中去，以完成药物的药学、药效学和药理毒理研究（如果自己现有的实验条件不能支撑，



则再分包给有资质的供应商完成）或是临床研究等业务，业务完成后，再将相关的技术成果和资料移交客户，并协助客户申请临床试验批件或药品生产批件。

图 31：新高峰全资子公司新生源高效的 GRDP 管理体系



数据来源：公司公告、西南证券整理

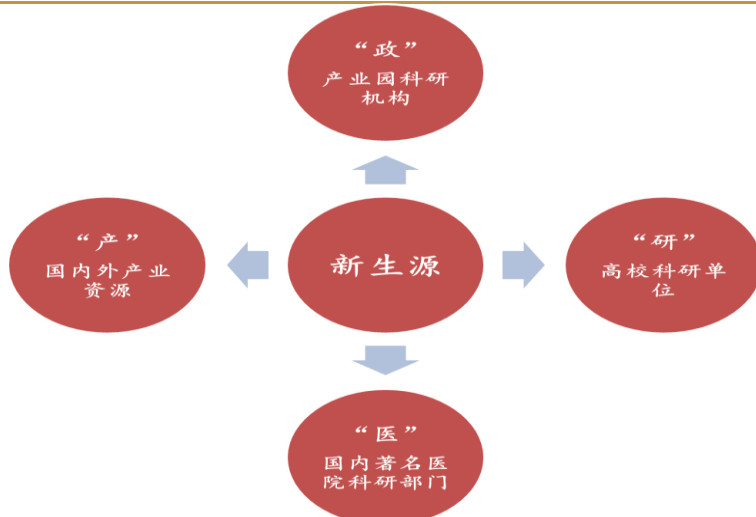
我们认为：GRDP 管理体系以新药研发和生产的管理规范（GLP、GCP、GMP）为准则确保服务环节科学性和规范性实施；此外将复杂的新药研发模块化和标准化，模块中内容由相应的专业化人员完成，形成流水式作业模式，极大提高了服务效率。

### 3.3 “政产学研”结合商业模式畅享订单“绿色通道”

新高峰一直致力于“政产学研”的创新型商业模式的建设，暨整合政（主要为政府主导的生物科技园区）、产（健康医疗企业）、医（临床医院）、研（研究机构）四大块资源，共同推进生物医药产业的发展。在国内，目前公司已通过与五大国家级生物产业园合作，整合上下游供应链，建立新药孵化链式公共服务平台。在国外，公司也通过同全球创新科技园区

以及研发机构的合作，建立中国创新药物国际化双向通路（Dual Gateway），吸收国际技术和项目，开拓国际市场，实施生物医药产业的国际化发展。

图 32：新高峰全资子公司新生源的“政产学研”商业模式



数据来源：西南证券整理

**“政”-与政府主导的产业园区合作共建平台。**新高峰分别与上海张江生物医药基地开发有限公司、武汉国家生物产业创新基地有限公司、泰州医药高新技术产业园区管理委员会合作并建立了上海张江生物医药国际孵化合作平台、武汉光谷国家级科技企业孵化器、泰州中国医药城国家新药创制新药产业化基地等研究平台，并运用平台的影响力来吸引客户，需求合作机会。三家企业均获高新技术企业称号，享有三年 15% 的税率红利。

表 4：新高峰与政府合作共建特色项目

地点	合作方	项目名称
武汉光谷	卫生部医药卫生科技发展研究中心	国际临床医学研究基地（临床试验 / 询证医学 / 转化 医学）
	昆泰、IBM	国际临床试验中心
	武汉政府	投资 1.36 亿元人民币建设新药研究中试孵化基地
上海张江	抗体药物与靶向治疗国家重点实验	共同投入 15 亿元建设国家（上海）抗体新药研发产业化基地
	上海张江生物医药基地	
	英国家医学研究院科技部 （ MRCt ）人源化抗体人源化抗体	
泰州	泰州政府	出资 1.71 亿元建设科技大楼，符合 cGMP 标准的新药 CRO-CMO 产业化基地，抗体药物临床研究工程中心
大连双 D 港产业园区	政府相关部门	投资 1.08 亿元建设生物医学工程基地和产业化基地
沈阳棋盘山开发区	政府相关部门	出资 4,500 万元人民币建立医疗器械诊断试剂研发公共服务平台

数据来源：西南证券整理

**“产”-丰富的国内外产业资源。**国内外优秀健康医疗企业建立了长期合作关系，包括霍尼韦尔（Honeywell）、罗氏诊断、贝克曼、迪安诊断、东软安德、安科生物园等。



**“医”临床医院资源雄厚。**新高峰与复旦大学附属中山医院、复旦大学附属华山医院、上海交通大学附属瑞金医院、中国人民解放军总医院（301 医药）、广东省人民医院、西安四军大附属西京医院、居斯塔夫肿瘤中心(IGR)、德国 Charite 大学医院病理研究中心等国内外知名临床医院合作开展国内外创新产品临床试验等临床研究项目。

**“研”国内外知名科研机构建立合作关系。**新高峰与中科院动物研究所、北京大学、复旦大学、上海交通大学、中国药科大学、英国国家医学研究院科技部（MRCT）、英国诺丁汉大学等国内外知名科研机构也已建立了合作关系。

**从结果上看：**公司 10 年间累计服务了 550 多个 CRO 项目，涵盖了国内外客户 230 多家，已完成临床批件申报的项目 40 多项。其中累计服务了 450 多个创新药 CRO 项目，已成为创新药 CRO 服务领域的行业领先者之一。目前新高峰正在实施技术服务的项目 379 项。其中药品类项目 28 项，属于国家创新药物的项目 158 项，医疗器械类项目 90 项。

**表 5：上海新高峰项目汇总**

项目成果汇总	项目细分领域	具体项目名称
国家创新药物项目 158 项	生物制品创新药物 81 项	治疗卵巢癌的重组抗 AGR2 单克隆抗体 18A4 注射液、治疗大肠癌的重组抗人 MUC1 单克隆抗体注射液、治疗非霍奇金淋巴瘤的重组新型人肿瘤坏死因子衍生物、治疗耐药性结核病注射用结核分枝杆菌 Ag85A 质粒 DNA、治疗头颈部肿瘤的重组人肿瘤靶向基因-病毒（ZD55 ZD55-IL24）注射液等
	创新性化学药 67 项	治疗肝癌的 AF122 注射液、治疗胰腺癌的 WB 哌啶分散片、治疗胃癌的 CF 活性因子、治疗高血脂症的华菱宁分散片、治疗阿尔茨海默病的琥珀八氢氮吡啶片、治帕金森氏 2,3-吡啶酮
	创新中药与天然药 10 项	辅助用于终止妊娠的紫草胶囊、治疗神经退行性疾病黄芩寡糖、治疗尖锐湿疣的差参软膏等
医疗器械类项目 90 项	医疗器械 29 项	用于实时监测透析血液中尿素含量的微型芯片、术间脑神经功能区定位仪等
	体外诊断试剂 61 项	用于实时监测透析血液中尿素含量的微型芯片、术间脑神经功能区定位仪等医疗器械 29 项，用于肺部感染、脑膜炎结核病快速诊断的 MICROARRAY 系统和结核菌诊断试剂盒

数据来源：西南证券整理

**我们认为：**公司业务主要来源于科技园内和国外引进的创新药项目，科研机构 and 中小企业是新药研发的生力军，公司“政产学研”服务模式整合全医药产业链资源同时提高客户粘性，保障新药研发订单源源不断。

### 3.4 募投项目助力运营模式升级，有望大幅增强 CRO 服务能力

公司拟非公开发行募集资金总额不超过人民币 13.24 亿元，扣除相关发行费用后的募集资金净额不超过 12.97 亿元，拟全部用于如下项目：1) 9 亿元收购上海新高峰（已完成）；2) 2.73 亿用于武汉光谷新药研发服务平台建设；3) CRO 商务网络项目。目前公司已获证监会正式批文，定增资金即将到位。

表 6：定增募集资金的使用规划

项目	所需资金（亿元）	募集资金投资额（亿元）
收购上海新高峰全部股权项目	9 亿元	9 亿元
武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目	4.06 亿元	2.73 亿元
CRO 商务网络项目	1.26 亿元	1.24 亿元
总计	14.31 亿元	12.97 亿元

数据来源：公司公告、西南证券整理

### 武汉光谷项目：将提升公司服务能力并提高综合毛利率

武汉光谷项目包含新药产业化服务中心、新药研发服务中心、健康医疗产业服务中心三大中心。其中新药产业化服务中心是对上海新高峰现有产业链的补充和延伸。**我们认为：项目达成有两大意义：**

**（1）将完善产业服务链，提升综合毛利率：**公司可以通过建立新药研发服务平台将原先以“外包形式”运营的化药、中药制剂、部分质量研究和复核（如：结构分析、晶型分析等）等业务转为自行运营，大大减少外包比例，可提高公司提供服务的附加值。由于将原先外包业务转化为自营，可实现外部成本内部化，进而减少与外包平台合作所需要的直接成本和间接成本，公司可提高综合毛利率。

**（2）提升公司技术平台的业务能力和承接能力：**新药研发服务平台目标为一个符合 CFDA 相关的注册申报要求，能够高通量的服务于新药申报项目以及能够标准化、规范化运行项目的技术平台，该项目的落地能解决公司现有平台无法有效解决业务需求大的瓶颈，可满足多样化的项目服务需求，需要进一步的增加公司技术平台服务能力，为多种类别的项目提供满足新药 IND（临床前研究申请）标准的服务。

### CRO 商务网络项目：可进一步扩大业务规模，打响国际知名度

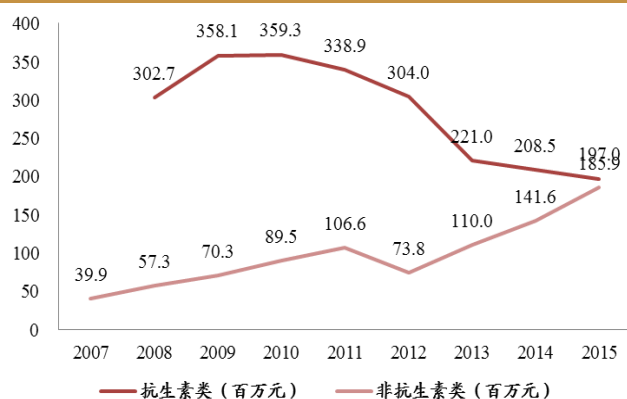
目前公司 CRO 项目主要以上海、武汉、泰州园区自身服务的企业为主，部分来自于园区所在省市，对三地以外的地区辐射效应相对较弱。新增的 CRO 商务网络将重点增加国际知名客户以及领先的创新项目，有助于扩大公司业务规模，提升业务的综合性，并打响国际知名度。

## 4 非抗已成制剂业务主力，两大在研新品增添发展潜力

### 4.1 抗生素行业触底企稳，非抗已成收入和毛利贡献主力

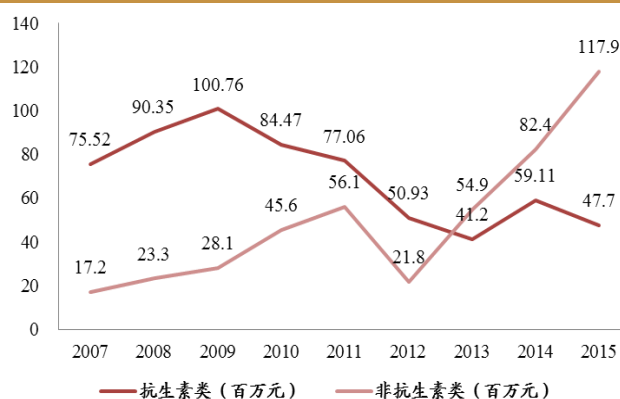
受限抗令影响，我国抗生素行业元气大伤，目前市场已触底企稳。2010-2015 年期间，公司抗生素产品营收由 3.39 亿元降至 1.97 亿元。为应对抗生素行情变动，公司积极调整产品结构，加速布局非抗生素产品。近年来非抗生素业务发展迅速，2013 年开始，非抗毛利贡献超过抗生素业务，2015 年毛利贡献近抗生素业务近 2.5 倍，同时收入贡献也超过抗生素业务，即非抗业务已成公司制剂业务主力。

图 33：公司分产品营业收入情况



数据来源：公司年报、西南证券整理

图 34：公司分产品营业毛利情况



数据来源：公司年报、西南证券整理

### 4.2 在研品种丰富，两大新药成潜在增长点

公司制剂产品线较为丰富，但大部分产品生产厂家众多，市场竞争非常激烈，因此公司积极调整制剂发展战略，大力发展格局好、利润高的制剂品种，其中新剂型、新给药途径和首仿药是主要发展目标。目前在研产品丰富，主要包含非甾体类抗炎药、消化系统药物、抗菌药物和心血管药物等。其中，两大在研品种右旋酮洛芬缓释贴片和埃索美拉唑镁肠溶微丸胶囊格局好、空间大，或将带动非抗生素业务快速增加。

表 7：亚太药业在研品种

类别	在研产品	治疗领域	注册分类	申请类型	研发阶段
非甾体类抗炎药	右旋酮洛芬缓释贴片	类风湿性关节炎、骨性关节炎等	化药 2	新药	获批临床
	扎托布洛芬	风湿性关节炎	化药 3.1	新药	在审批
	注射用氯诺昔康	手术后急性中度疼痛	化药	复审	在审批
消化系统用药	埃索美拉唑镁肠溶微丸胶囊	食管炎治疗、十二指肠溃疡	化药 5	新药	获批临床
	埃索美拉唑镁	食管炎治疗、十二指肠溃疡	化药 3.1	新药	获批临床
	奥美拉唑肠溶胶囊	消化道溃疡、粘膜病变等	化药	补充申请	批准补充
	注射用泮托拉唑钠	消化道溃疡、粘膜病变等	化药	补充申请	批准补充
抗感染用药	头孢泊肟酯胶囊	细菌感染	化药	补充申请	批准补充
	头孢克肟胶囊	细菌感染	化药 6	仿制	获批临床

类别	在研产品	治疗领域	注册分类	申请类型	研发阶段
	头孢地尼胶囊	细菌感染	化药 6	仿制	在审批
	注射用头孢美唑钠	细菌感染	化药 6	仿制	在审批
	注射用头孢孟多酯钠	细菌感染	化药 6	仿制	获批生产
	利奈唑胺	细菌感染	化药 3.1	新药	获批临床
	利奈唑胺片	细菌感染	化药 6	仿制	获批临床
心血管系统用药	缬沙坦氨氯地平片	原发性高血压	化药 6	仿制	获批临床
其他	瑞格列奈片	2 型糖尿病辅助治疗	化药 6	仿制	获批临床
	复方雌二醇贴片	用于治疗与绝经期有关的雌激素缺乏引起的症状	化药	补充申请	在审批

数据来源：药智网、西南证券整理

**表 8：公司在审批品种进展**

在研品种	报批状态	竞争格局	市场空间
右旋酮洛芬缓释贴片	获批临床，2 类新药	无其他在审公司	5 亿元
埃索美拉唑镁肠溶微丸胶囊	仿制及改剂型申请在审	雅集制药，烟台鲁银在审	5-10 亿元

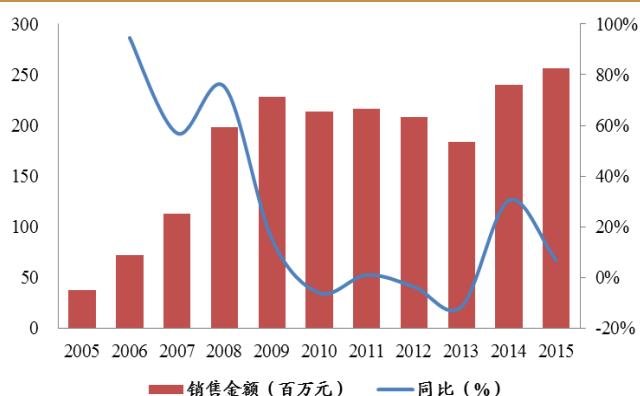
数据来源：药智网、西南证券整理

### 右旋酮洛芬缓释贴片

目前市场上销售的右旋酮洛芬主要为片剂和胶囊剂，公司在研的 2 类申报产品右旋酮洛芬缓释贴片是国内外均未上市的新的给药途径，且只有公司一家在报临床，主要用于缓解轻中度疼痛，用途广泛。改变给药途径且做成缓释以后，具有药效持续时间更长，降低副作用，给药方便等特点。

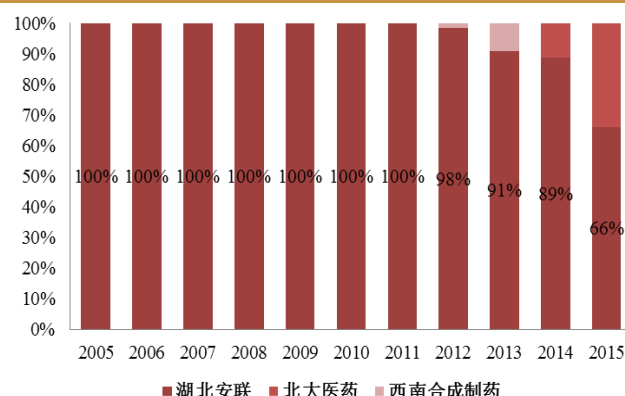
从重点城市医院用药情况看，右旋酮洛芬年销售额在 2.5 亿元左右，放大后市场规模应在 10 亿元左右，市场主要由湖北安联，北大医药和西南合成制药占据。目前公司右旋酮洛芬缓释贴片若顺利上市，有望实现 5 亿左右销售规模。

**图 35：右旋酮洛芬重点城市医院用药**



数据来源：PDB、西南证券整理

**图 36：右旋酮洛芬主要医院用药市场格局**



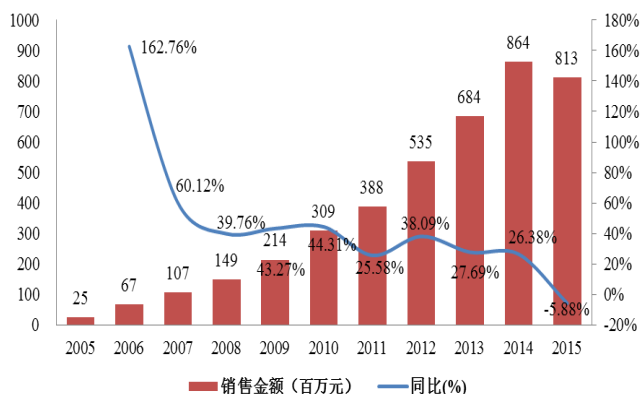
数据来源：PDB、西南证券整理

### 埃索美拉唑镁肠溶微丸胶

目前市场上的埃索美拉唑以片剂和注射剂为主，公司在研的埃索美拉唑镁肠溶微丸胶囊属于仿制改剂型研究，目前国内仅 3 家企业报批，公司与烟台鲁银药业在今年 5 月同时获批临床。

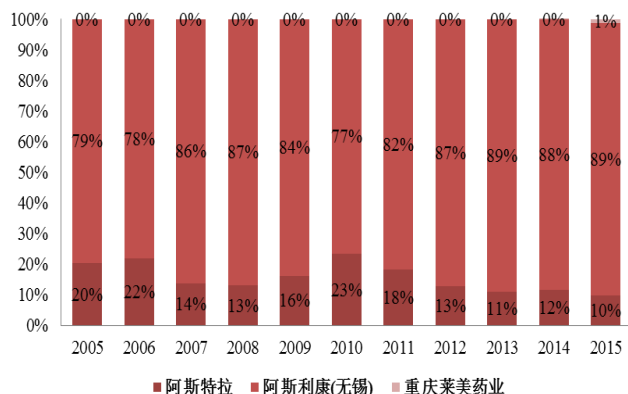
从重点城市医院用药情况看，埃索美拉唑年销售额在 8 亿元左右，放大后市场规模应在 32 元左右，阿斯利康一家独大，占据近 90% 的医院用药市场。另外 2015 年重庆莱美开始生产销售埃索美拉唑的胶囊剂产品，市场份额约占 1%。若公司产品顺利获批，我们认为有望成为超 5-10 亿的重磅品种，与阿斯利康和莱美药业等分享市场。

图 37：埃索美拉唑重点城市医院用药



数据来源：PDB、西南证券整理

图 38：埃索美拉唑主要医院用药市场格局



数据来源：PDB、西南证券整理

**我们认为：**在研品种右旋酮洛芬缓释贴片属 2 类新药且治疗优势明显，埃索美拉唑镁肠溶微丸胶囊竞争格局良好，国内仅 3 家企业报批，两大新产品上市后有望成为年销售额超 5 亿元重磅产品，保障制剂收入稳健持续提升。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测基本假设

根据公司调研和基本面分析，我们对公司 2016-2018 年主营业务的预测如下：

（1）随着公司产品结构调整和新中标的执行，我们预计 2016 年非抗制剂业务销量 10% 增长，2017-2018 年恢复到 15% 以上增长，价格保持平稳，毛利率维持在 58% 左右；

（2）随着抗生素行业企稳，我们预计公司 2016-2018 年抗生素业务，销量维持 10% 左右平稳增长，价格保持平稳，毛利率维持 25% 左右；

（3）根据新高峰 2015 年和 2016H1 的收入和净利润完成情况以及公司业绩承诺，我们预计 2016 年收入可达 4.75 亿元，2017-2018 年可确认收入订单金额增速维持在 25% 左右，毛利率维持在 40% 左右。

**表 9：公司收入结构拆分及盈利预测**

单位：百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计：营业收入	316.04	313.64	375.60	463.15	924.37	1,098.26	1,308.98
yoy	-24.81%	-0.76%	19.76%	23.31%	99.59%	18.81%	19.19%
合计：营业成本	247.77	216.63	231.62	272.79	552.95	654.67	777.92
毛利率	21.60%	30.93%	38.33%	41.10%	40.18%	40.39%	40.57%
<b>化学制剂</b>							
收入	294.85	297.76	350.12	382.81	421.09	474.03	533.89
yoy	-28.2%	1.0%	17.6%	9.3%	10.00%	12.57%	12.63%
成本	222.11	201.65	208.59	217.23	244.32	273.30	305.87
毛利率	24.67%	32.28%	40.42%	43.25%	41.98%	42.34%	42.71%
<b>其中：非抗生素类制剂</b>							
收入	73.82	110	141.64	196.96	216.66	249.15	286.53
yoy	-30.7%	49.0%	28.8%	39.1%	10.00%	15.00%	15.00%
成本	52	55.07	59.21	79.09	91.00	104.64	120.34
毛利率	29.56%	49.94%	58.20%	59.84%	58.00%	58.00%	58.00%
<b>其中：抗生素类</b>							
收入	221.04	187.76	208.48	185.85	204.44	224.88	247.37
yoy	-27.3%	-15.1%	11.0%	-10.9%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	170.11	146.58	149.37	138.15	153.33	168.66	185.52
毛利率	23.04%	21.93%	28.35%	25.67%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>CRO 服务</b>							
收入				53.37	475.04	593.80	742.25
yoy						25.00%	25.00%
成本				32.83	285.02	356.28	445.35
毛利率				38.49%	40.00%	40.00%	40.00%



单位：百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>原料药</b>							
收入	19.52	9.81	16.57	19.53	20.51	21.53	22.61
yoy	100.9%	-49.8%	69.0%	17.8%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	25.1	12.54	19.48	19.92	20.51	21.53	22.61
毛利率	-28.59%	-27.83%	-17.56%	-2.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>诊断试剂</b>							
收入	1.44	5.53	8.41	6.73	7.74	8.90	10.24
yoy	0.0%	283.2%	52.2%	-20.0%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	0.57	2.44	3.5	2.68	3.10	3.56	4.09
毛利率	60.42%	55.88%	58.38%	60.18%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源：wind、西南证券

基于上述假设，我们预测公司 2016-2018 年营收增速分别为 99.6%、18.8%和 19.2%，毛利率分别为 40.2%、40.4%和 40.6%。

#### 关于公司期间费用率的预测：

（1）考虑到 CRO 销售费用率和管理费用率较低，并表后，随着 CRO 业务占比的提高，我们认为销售费用率和管理费用率有望稳中有降。预计 2016-2018 年销售费用率维持在 7%、6%和 5%；管理费用率则分别为 10%、9%和 9%；

（2）随着募集资金的到位，2016 年下半年并购贷款对财务费用的影响有望消除，我们预计 2016-2018 年财务费用率分别为 6%、1%和 1%。

**表 10：公司期间费用情况**

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售费用	44.77	45.53	58.26	60.08	65.90	65.45
销售费用率	14%	12%	13%	7%	6%	5%
管理费用	45.71	49.45	66.54	87.82	98.84	111.26
管理费用率	15%	13%	14%	10%	9%	9%
财务费用	-3.76	-3.57	-1.32	52.84	11.99	8.36
财务费用率	-1%	-1%	0%	6%	1%	1%
期间费用	86.72	91.41	123.48	200.74	176.73	185.08
期间费用率	28%	24%	27%	22%	16%	14%

数据来源：Wind、西南证券

## 5.2 绝对估值

关键假设如下：

- （1）永续期增长率为 3%；
- （2） $\beta$  系数 0.58；
- （3）税率：保持 15%稳定税率。

表 11：绝对估值假设条件

绝对估值假设项目	参数
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	12.00%
无杠杆 $\beta$	0.58
有杠杆 $\beta$	0.62
债务资本比重 Wd	7.19%
债务资本成本 Kd	5.00%
有效税率 Tx	15.00%

数据来源：Wind、西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 23.18 元。

表 12：FCFF 估值敏感性分析

	5.83%	6.33%	6.83%	7.33%	7.83%	8.33%	8.83%
1.5%	25.15	22.98	21.15	19.59	18.25	17.08	16.05
2.0%	27.00	24.47	22.37	20.60	19.10	17.80	16.67
2.5%	29.27	26.26	23.82	21.79	20.08	18.62	17.36
3.0%	32.12	28.46	25.55	<b>23.18</b>	21.22	19.57	18.16
3.5%	35.79	31.21	27.68	24.86	22.57	20.67	19.07
4.0%	40.70	34.77	30.34	26.92	24.20	21.98	20.15
4.5%	47.63	39.52	33.78	29.50	26.19	23.56	21.42

数据来源：Wind、西南证券

## 5.3 相对估值

公司业务可拆分为传统化学制剂业务和 CRO 业务进行估值。

**非专科制剂业务板块：**我们选取行业内可比的莱美药业、福安药业、现代制药和华北制药。上述 4 家公司 wind 一致预期对应 2016-2018 年 PE 均值分别为 76 倍、47 倍和 34 倍。我们预计公司 2017 年净利润 2.2 亿元，其中非专科制剂业务贡献 7000 万，若按制剂行业 2017 年估值的均值 47 倍算，可给予 33 亿市值。若按最低的现代制药 36 倍估值算，则可贡献 25 亿市值，即公司制剂业务可贡献 25-33 亿市值。

**表 13：非专科制剂业务可比公司估值情况**

代码	公司	股价	EPS（元）			PE（倍）		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
300006.SZ	莱美药业	8.63	0.13	0.20	0.30	65.33	42.87	29.12
300194.SZ	福安药业	21.96	0.44	0.62	0.80	49.89	35.38	27.43
600420.SH	现代制药	29.92	0.67	0.82	1.01	44.90	36.47	29.60
600812.SH	华北制药	6.46	0.04	0.09	0.13	144.20	74.17	50.16
非专科制剂行业均值						76.08	47.22	34.08

数据来源：wind、西南证券整理（股价更新截至日期:2016 年 9 月 2 日收盘）

**CRO 业务板块：**我们选取 CRO 行业内可比的泰格医药、ST 百花和博济医药。三家公司 wind 一致预期对应 2016-2018 年 PE 均值分别为 213 倍、65 倍和 44 倍。新高峰承诺 2017 年贡献 1.33 亿元，基于公司 2015 年业绩完成情况及 CRO 喜迎一致性评价行业机会，我们认为新高峰业绩大概率超业绩承诺，预计 2017 年可贡献净利润可达 1.5 亿元。若给予 CRO 行业 2017 年均值 65 倍估值则公司 CRO 业务可贡献 97.5 亿市值，若按 2017 年估值最低的泰格医药 57 倍算，公司 CRO 业务可贡献 85.5 亿市值。则 CRO 业务估值应在 85.5-97.5 亿市值。

综合上述分析，我们认为公司制剂业务可给予 25-33 亿市值，CRO 业务可贡献 85.5-97.5 亿市值，即合计市值在 110.5-130.5 亿元。考虑到增发后总股本到 2.68 亿股，对应合理股价在 41.2-48.7 元。我们认为公司 CRO 业务的可拓展性强和公司向 CRO 转型态度坚决，或存外延发展预期。我们给予公司半年内摊薄后 120 亿目标市值，对应目标价 44.8 元，维持“买入”评级。

**表 14：CRO 业务可比上市公司估值情况**

代码	公司	股价	EPS（元）			PE（倍）		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
300347.SZ	泰格医药	32.95	0.41	0.58	0.73	80.64	57.28	45.01
300404.SZ	博济医药	43.90	0.09	0.56	1.12	485.62	78.80	39.23
600721.SH	*ST 百花	20.16	0.27	0.34	0.42	74.72	59.29	48.15
CRO 行业均值						213.66	65.13	44.13

数据来源：wind、西南证券整理（股价更新截至日期:2016 年 9 月 2 日收盘）

## 6 风险提示

- （1）募投项目开展或低于预期；
- （2）国内药品注册审批政策或发生重大不利变化的风险；
- （3）新高峰业绩实现或不及承诺的风险；
- （4）CRO 业务整合进度或低于预期的风险；
- （5）CRO 国内外订单拓展或低于预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	463.15	924.37	1098.26	1308.98	净利润	56.49	143.34	223.08	289.60
营业成本	272.79	552.95	654.67	777.92	折旧与摊销	32.62	57.03	67.95	79.75
营业税金及附加	2.71	5.40	6.42	7.65	财务费用	-1.32	52.84	11.99	8.54
销售费用	58.26	60.08	65.90	65.45	资产减值损失	1.56	2.00	3.00	4.00
管理费用	66.54	87.82	98.84	111.26	经营营运资本变动	162.58	-106.83	52.10	38.26
财务费用	-1.32	52.84	11.99	8.54	其他	-150.99	-1.44	-3.28	-3.95
资产减值损失	1.56	2.00	3.00	4.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>100.93</b>	<b>146.94</b>	<b>354.84</b>	<b>416.19</b>
投资收益	0.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	-701.16	-300.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	113.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-587.87</b>	<b>-300.00</b>	<b>-200.00</b>	<b>-200.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>62.97</b>	<b>163.28</b>	<b>257.44</b>	<b>334.17</b>	短期借款	238.75	-238.75	0.00	0.00
其他非经营损益	3.02	2.43	2.68	2.65	长期借款	513.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>65.99</b>	<b>165.71</b>	<b>260.12</b>	<b>336.82</b>	股权融资	0.00	1389.00	0.00	0.00
所得税	9.50	22.37	37.05	47.22	支付股利	-20.40	-27.91	-71.72	-111.62
净利润	56.49	143.34	223.08	289.60	其他	-8.18	-59.75	-11.99	-8.54
少数股东损益	0.99	0.72	1.12	1.45	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>723.17</b>	<b>1062.59</b>	<b>-83.71</b>	<b>-120.15</b>
归属母公司股东净利润	55.50	142.62	221.96	288.15	<b>现金流量净额</b>	<b>236.26</b>	<b>909.53</b>	<b>71.13</b>	<b>96.04</b>
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	461.27	1370.80	1441.93	1537.97	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	272.98	483.32	588.00	705.94	销售收入增长率	23.31%	99.59%	18.81%	19.19%
存货	116.82	236.22	280.07	332.80	营业利润增长率	38.04%	159.30%	57.67%	29.80%
其他流动资产	1.30	2.60	3.09	3.69	净利润增长率	39.25%	153.75%	55.63%	29.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.29%	189.78%	23.51%	25.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	298.01	563.53	718.14	860.96	毛利率	41.10%	40.18%	40.39%	40.57%
无形资产和开发支出	760.68	751.00	741.33	731.65	三费率	26.66%	21.72%	16.09%	14.15%
其他非流动资产	149.89	137.01	124.12	111.24	净利率	12.20%	15.51%	20.31%	22.12%
<b>资产总计</b>	<b>2060.95</b>	<b>3544.50</b>	<b>3896.68</b>	<b>4284.24</b>	ROE	7.12%	6.26%	9.13%	11.05%
短期借款	238.75	0.00	0.00	0.00	ROA	2.74%	4.04%	5.72%	6.76%
应付和预收款项	449.27	608.00	784.85	965.38	ROIC	6.35%	14.23%	14.69%	17.47%
长期借款	513.00	513.00	513.00	513.00	EBITDA/销售收入	20.35%	29.55%	30.72%	32.27%
其他负债	66.78	132.20	156.18	185.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1267.79</b>	<b>1253.21</b>	<b>1454.03</b>	<b>1663.61</b>	总资产周转率	0.32	0.33	0.30	0.32
股本	204.00	268.00	268.00	268.00	固定资产周转率	1.83	2.75	2.34	2.17
资本公积	342.32	1667.32	1667.32	1667.32	应收账款周转率	3.78	4.34	3.71	3.63
留存收益	233.16	347.87	498.12	674.65	存货周转率	2.56	3.13	2.53	2.54
归属母公司股东权益	785.77	2283.19	2433.43	2609.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.45%	—	—	—
少数股东权益	7.39	8.10	9.22	10.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>793.15</b>	<b>2291.29</b>	<b>2442.65</b>	<b>2620.64</b>	资产负债率	61.52%	35.36%	37.31%	38.83%
负债和股东权益合计	2060.95	3544.50	3896.68	4284.24	带息债务/总负债	59.30%	40.93%	35.28%	30.84%
					流动比率	1.13	2.83	2.46	2.25
					速动比率	0.98	2.51	2.16	1.96
					股利支付率	36.76%	19.57%	32.31%	38.74%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.21	0.53	0.83	1.08
					每股净资产	2.96	8.55	9.11	9.78
					每股经营现金	0.38	0.55	1.32	1.55
					每股股利	0.08	0.10	0.27	0.42
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	94.26	273.16	337.38	422.45					
PE	166.50	64.79	41.63	32.07					
PB	11.65	4.03	3.78	3.53					
PS	19.95	10.00	8.41	7.06					
EV/EBITDA	77.48	30.61	24.57	19.40					
股息率	0.22%	0.30%	0.78%	1.21%					

数据来源：Wind、西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn