

**增持（首次）**

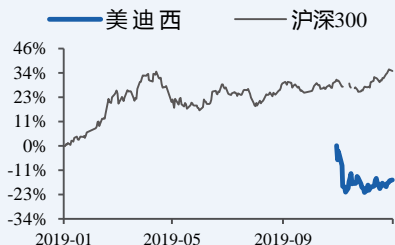
# 美迪西 (688202.SH)

## 专注临床前研发服务，打造国内领先 CRO

 所属行业：医药生物  
 当前价格(元)：62.20  
 合理区间(元)：65-77

**证券分析师**
**傅涛**

 资格编号：S0120513080002  
 电话：021-68761616-8682  
 邮箱：futao@tebon.com.cn

**联系人**
**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.61	-10.12	43.76
相对涨幅(%)	1.80	-14.70	34.51

**投资要点**

**公司是国内领先的 CRO 企业，提供一站式临床前研发服务。**公司为全球的医药企业和科研机构提供全方位的符合国内及国际申报标准的新药研发服务。公司的服务涵盖医药临床前新药研究的全过程，主要包括药物发现、药学研究及临床前研究。

**公司临床前研发业务布局完善，主营收入处于快速成长期。**公司2016年至2018年分营收复合增长率为18.26%。2019年前三季度实现营业收入3.13亿元，增长率达到35.37%，归母净利润4669万元，同比增长7.53%。

**全球创新研发持续加码，驱动 CRO 行业稳健增长。**全球创新在研新药数量快速增长，医药研发成本提升，难度加大，促进外包渗透率逐渐提高。全球 CRO 行业的渗透率由2006年的18%提高到2015年的44%，预计到2020年将达54%。国内创新药的崛起，CRO 市场政策利好创新，促进医药外包服务市场扩容，国内低成本优势促进订单跨境转移。公司提供药物发现、药学研究及临床前研究的服务，预计未来三年将分别保持20%左右复合增长。

**公司符合国际认证标准的质量体系，确保研发项目的通过。**公司业务涵盖临床前新药研发的全过程，已建立与国际接轨的操作流程和质量体系，能同时符合国内外研发标准及监管要求，已通过中国 NMPA 的 GLP 认证，同时达到美国 FDA 的标准。公司是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。2015 年以来，已有超过 50 个通过 NMPA 批准进入 I 期临床试验，同时参与的多个新药项目通过美国 FDA、澳大利亚药品管理局的审批进入临床 I 期试验。

**公司积极布局免疫肿瘤领域，紧跟国际免疫肿瘤药物研发趋势。**当前公司已建立了约 300 多个药效评价模型，配备了 PET-CT 等高端仪器设备，长期为国内外大型医药企业提供抗肿瘤药物研发服务。公司成功完成多个 ADC 整套临床前研究，其中 2 个进入临床试验阶段。公司在免疫肿瘤药物和抗体及抗体偶联领域具有明显竞争优势。公司抓住中国医药企业向国际市场扩张、在创新药方向发展的机遇。

**投资建议：**首次覆盖给予“增持”评级。预计公司2019-2021年主营收入为3.97、4.84、5.81亿，同比增长22.1%、22%、20%，归母净利润为0.73、0.89、1.09亿，同比增20.5%、21.2%、22.5%。EPS为1.18、1.43、1.75元。考虑到随着创新药政策的宽松、国际 CRO 需求转移等宏观环境变化而快速增长，我们认为公司合理估值对应 PS12-14 倍，PE55-65倍，对应目标价格65-77元。

**股票数据**

总股本(百万股):	62.00
流通 A 股(百万股):	12.62
52 周内股价区间(元):	55.44-71.00
总市值(百万元):	3,698.92
总资产(百万元):	518.07
每股净资产(元):	6.36

资料来源：公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	249	325	397	484	581
(+/-)YOY(%)	7.3%	30.4%	22.1%	22.0%	20.0%
净利润(百万元)	42	61	73	89	109
(+/-)YOY(%)	-4.1%	46.0%	20.5%	21.1%	22.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.98	1.18	1.43	1.75
毛利率(%)	34.3%	36.7%	37.3%	37.2%	37.2%
净资产收益率(%)	14.5%	17.5%	7.3%	8.1%	9.1%

资料来源：公司年报 (2017-2018)，德邦证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

1. 美迪西：布局全面的临床前 CRO 服务商.....	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 股权结构：家族企业，致力于临床前 CRO.....	5
1.3 公司经营业绩持续增长，主营业务盈利能力良好.....	6
1.3.1 公司营业收入与归母净利率.....	6
1.3.2 公司主营业务：药物发现与药学研究及临床前研究服务.....	7
1.3.3 药物发现和药学研究、临床前研究两大板块毛利占比.....	7
1.3.4 公司境内收入持续增长，国外收入规模较为平稳.....	9
1.3.5 2016 年至 2018 年公司毛利率及期间费用率.....	10
2. 全球创新研发巨大的需求，促进 CRO 市场快速增长.....	11
2.1 新药研发是一项漫长的、精细化的系统性工程.....	11
2.2 新药研发成本快速上升，医药企业借助 CRO 提升效率.....	12
2.3 全球创新研发持续加码，驱动 CRO 行业稳健增长.....	13
2.4 我国 CRO 市场处于快速成长阶段.....	15
3. 国内临床前新药研究 CRO 领先企业.....	16
3.1 国内临床前新药研究一站式综合性 CRO.....	16
3.2 公司拥有众多海内外客户资源，在业内具有良好的口碑.....	19
3.3 公司与可比公司的业务、技术特点的比较.....	20
3.4 美迪西与可比公司经营情况比较.....	20
4. 募集资金用途.....	21
5. 盈利预测与估值.....	22
5.1 核心假设和业绩拆分.....	22
5.2 可比公司估值.....	22
6. 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1 发行前公司股权结构 .....	5
图 2 董事、监事及核心技术人员亲属关系 .....	6
图 3 2016-2019 年 1-9 月公司营业收入及增速 (亿元) .....	7
图 4 2016-2019 年 1-9 月公司归母净利润及增速 (亿元) .....	7
图 5 2016-2019 年药物发现与药学研究营收及增速 (亿元) .....	7
图 6 2016-2019 年临床前研究营收及增速 (亿元) .....	7
图 7 2016-2019 年公司收入及拆分 .....	8
图 8 2016-2019 年公司毛利拆分 .....	8
图 9 药物发现与药学研究收入 (亿元) .....	8
图 10 药物发现与药学研究毛利率 .....	8
图 11 临床前研究收入及增速 (亿元) .....	9
图 12 临床前研究毛利率 .....	9
图 13 公司国内 CRO 业务收入及增速 (亿元) .....	9
图 14 公司国外 CRO 业务收入及增速 (亿元) .....	9
图 15 国内各地区 CRO 收入占比 .....	9
图 16 公司销售毛利率 .....	10
图 17 公司销售净利率 .....	10
图 18 公司 2016-2018 年业务期间费用率 .....	10
图 19 单个新药的平均研发成本 (亿美元) .....	12
图 20 大型医药企业新药研发回报率 .....	12
图 21 全球前十 CRO 份额 .....	12
图 22 围绕新药研发流程延伸的 CRO 产业链 .....	13
图 23 全球在研各类疾病药物数量 .....	14
图 24 全球临床前 CRO 规模及增速 .....	14
图 25 2015-2021 年全球 CRO 市场规模预测 .....	14
图 26 2015-2021 年全球分地区 CRO 市场规模预测 .....	14
图 27 中国 CRO 市场规模及增速 .....	15
图 28 2011-2016 年全球不同地区 CRO 市场规模复合增长率 .....	15
图 29 2017 年 CRO 企业营业收入规模 .....	16
图 30 美迪西主要业务覆盖示意图 .....	18
图 31 2016-2018 年美迪西与可比公司营业收入 (百万元) .....	21

---

图 32 2016-2018 年美迪西与可比公司归母净利润（百万元） .....	21
图 33 公司与同行业上市公司主营业务毛利率对比情况 .....	21
表 1 公司快速发展的三个阶段 .....	5
表 2 中国药物研发试验成本与西方发达国家对比 .....	13
表 3 国内 CRO 行业主要领先公司及业务 .....	17
表 4 公司下属普亚公司具备的行业资质 .....	17
表 5 FTE 和 FFS 两种盈利模式 .....	18
表 6 公司具备的创新性平台及相应特色 .....	19
表 7 2016-2018 公司前五大客户 .....	19
表 8 公司与可比公司的业务、技术特点的比较 .....	20
表 9 美迪西募投项目及投入计划 .....	21
表 10 分产品拆分 .....	22
表 11 盈利预测 .....	22
表 12 可比公司估值 .....	22

## 1. 美迪西：布局全面的临床前 CRO 服务商

上海美迪西生物医药股份有限公司，成立于 2004 年，是一家专业的生物医药临床前综合研发服务 CRO。公司较早进入医药研发外包服务领域，建立了领先的行业地位。目前，公司为国内外医药企业和其他新药研发机构的新药研发提供包括药物探索与发现、药学研究及临床前研究全方位服务，协助客户快速、高效地完成新药研发临床前研究的各个阶段。公司创新发展了新药临床前研究、评价的多个研发平台，使得综合临床前研究服务能力进一步完善；公司抓住跨国药企在中国扩张、国内医药行业由仿制药向创新药方向发展的良好外部机遇，提供的新药研发技术服务满足了诸多国内外各类客户的需求。

### 1.1 公司发展历程

公司自设立以来，经历了构建药物发现平台初期阶段、完善临床前研究服务平台阶段和快速发展阶段，各阶段发展情况如下：

**表 1 公司快速发展的三个阶段**

阶段	发展历程
第一阶段： 2004-2008	发展早期。构建了基于结构生物学的药物发现平台； 2008 年开始拓展药物非临床安全性评价研究（GLP）服务。
第二阶段： 2009-2014	公司重点完善药学研究、临床前研究的关键技术及服务平台，陆续建立抗体药物综合研发产业化平台、非人灵长类动物实验研究技术服务平台等，扩展基于同位素的药物代谢研究服务，成功为国内外客户开发新药并进行临床前申报； 普亚医药动物实验设施通过 AAALAC 验证、获得 CFDA 的 GLP 认证、同时符合美国 GLP 法规标准，为客户提供满足 CFDA 和 FDA 要求的 IND 申报材料。
第三阶段： 2015 年至今	公司加大资源投入，引进先进仪器设备，强化科研团队建设，创新发展了肿瘤免疫服务平台、抗体药物偶联物(ADC) 临床前服务平台、生物技术药物非人灵长类安全评价专业技术服务平台、吸入和眼科药物临床前评价平台等，使得一站式临床前研究服务能力进一步完善，并在免疫癌症药物、抗体及抗体偶联物研发领域形成一定优势； 公司抓住中国 CRO 企业在国际市场上扩张、国内医药行业由仿制药向创新药方向发展的良好外部机遇，提供的新药研发技术服务满足了诸多国内外各类客户的需求。

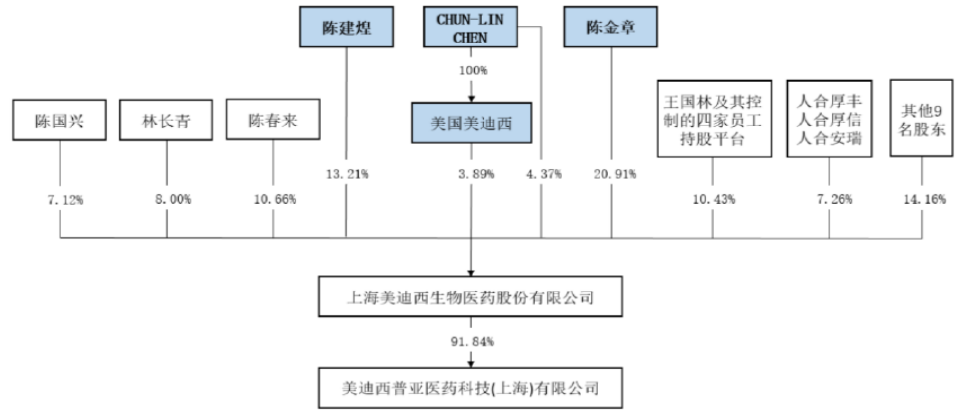
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

### 1.2 股权结构：家族企业，致力于临床前 CRO

公司实际控制人：公司创始人、核心技术带头人 CHUN-LIN CHEN 直接持有公司 4.37% 的股份，通过美国美迪西间接持有公司 3.89% 的股份，陈金章直接持有公司 20.91% 的股份，陈建煌直接持有公司 13.21% 的股份，三人分别担任公司董事兼总经理、董事长、董事，直接和间接合计持有公司 42.37% 的股份。

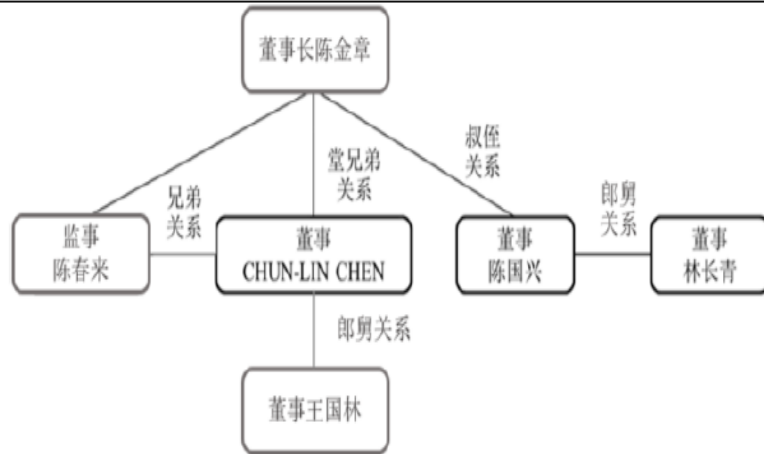
本次发行前公司总股本 4,650 万股。本次拟公开发行股份不超过 1,550 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%。

**图 1 发行前公司股权结构**



资料来源：德邦研究所

图 2 董事、监事及核心技术人员亲属关系



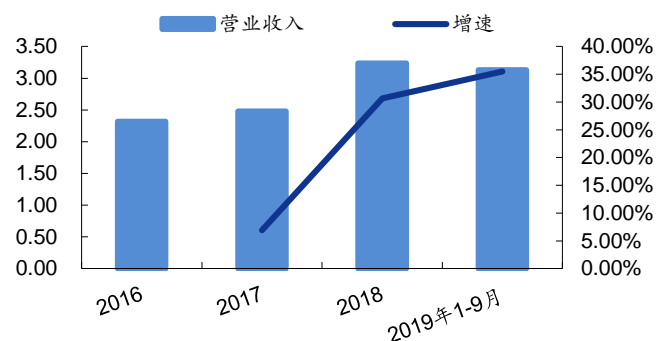
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

## 1.3 公司经营业绩持续增长，主营业务盈利能力良好

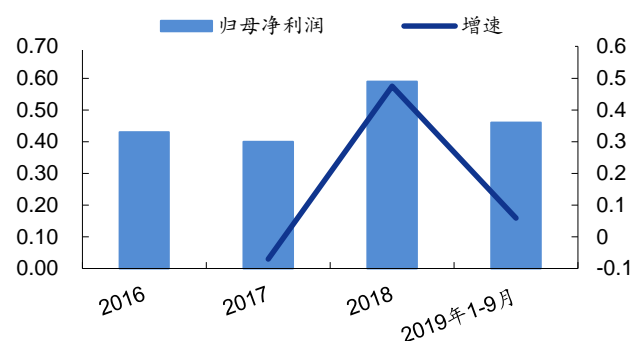
### 1.3.1 公司营业收入与归母净利率

近三年公司收入和利润总体保持增长态势。医药研发CRO行业快速发展，公司抓住良好发展机遇，医药研发业绩显著增长，2016 - 2018年营业收入分别为2.32亿元、2.49亿元、3.25亿元，复合增长率为18.26%。2017年、2018年公司分别实现营业收入同比增长7.32%、30.57%；分别实现归母净利润 4000万、5898 万元，同比增长-6.9%、46.8%。2019年1-9月营业收入3.13亿元，同比增长35.50%，实现归母净利润4669万元，同比增长7.53%。



**图 3 2016-2019 年 1-9 月公司营业收入及增速 (亿元)**


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

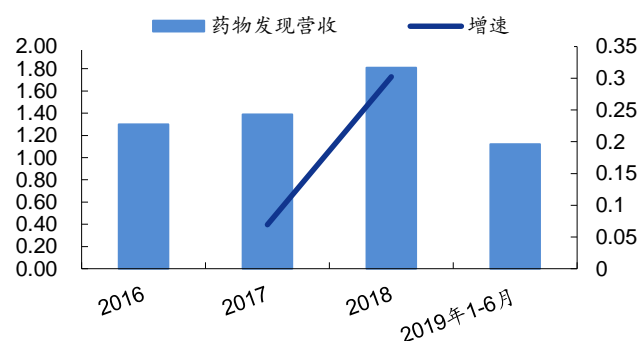
**图 4 2016-2019 年 1-9 月公司归母净利润及增速 (亿元)**


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

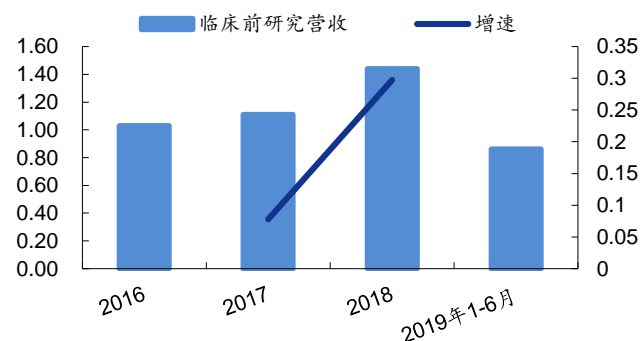
### 1.3.2 公司主营业务：药物发现与药学研究及临床前研究服务

公司业务包括药物发现与药学研究、临床前研究服务。药物发现与药学研究服务主要包括：靶点的选择、化合物合成及筛选、原料药及制剂工艺研究等服务。2016-2019年1-6月，药物发现与药学研究服务的主营业务收入分别为1.30亿元、1.39亿元、1.81亿元和1.12亿元，2016年至2018年年复合增长率为18.22%，2018年同比增长30%；药物发现与药学研究服务的营业收入增长速度基本与公司整体营业收入持平，占主营业务收入的比例分别为55.84%、55.58%、55.80%和56.64%，占比相对稳定。

临床前研究服务主要包括药效学研究、药代动力学研究、毒理研究、安全评价等服务。2016-2019年1-6月，临床前研究服务的主营业务收入分别为1.03亿元、1.11亿元、1.44亿元和8,598万元。2016年至2018年年复合增长率为18.32%，相关业务稳步增长。

**图 5 2016-2019 年药物发现与药学研究营收及增速 (亿元)**


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

**图 6 2016-2019 年临床前研究营收及增速 (亿元)**


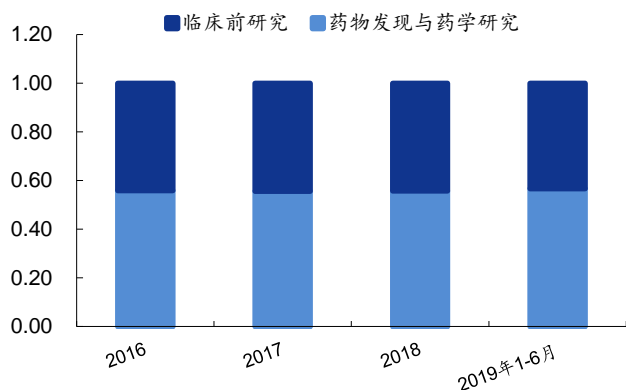
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

### 1.3.3 药物发现和药学研究、临床前研究两大板块毛利占比

公司主营业务药物发现药学研究以及临床前研究两部分。2016年至2018年公司药物发现与药学研究及临床前研究收入增速与与公司整体营业收入持平。2018年两大板块分别贡献营业收入1.81、1.44亿元，收入占比分别为56%、

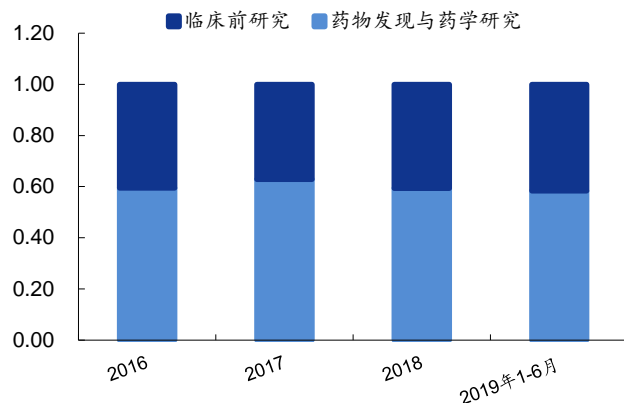
44%。两大板块收入占比变动幅度很小。毛利方面，2018年药物发现与药学研究毛利占总毛利 59.83%；临床前研究毛利占总毛利 40.17%。近三年公司整体毛利率波动不大。

图 7 2016-2019 年公司收入及拆分



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

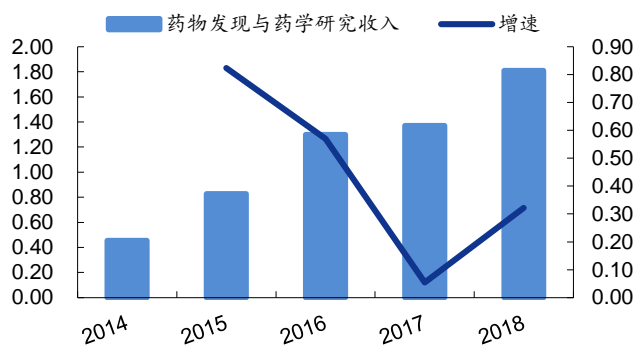
图 8 2016-2019 年公司毛利拆分



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

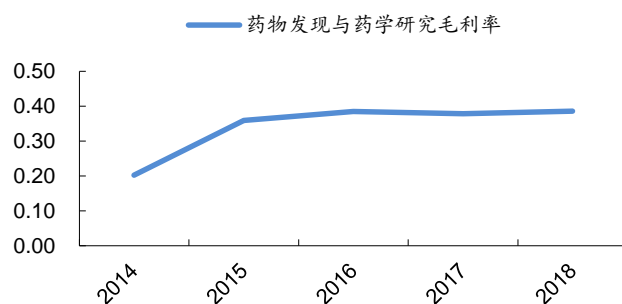
2016年到2018年，公司药物发现与药学研究业务毛利率分别为 38.55%、38.79%、39.04%，临床前研究业务毛利率分别为33.22%、28.70%、33.70%，均较为平稳，与公司综合毛利率变化一致。2016年到2018年，公司净利率分别为19.12%、17.12%、19.21%，略高于康龙化成，较为接近龙头公司药明康德。

图 9 药物发现与药学研究收入（亿元）



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 10 药物发现与药学研究毛利率

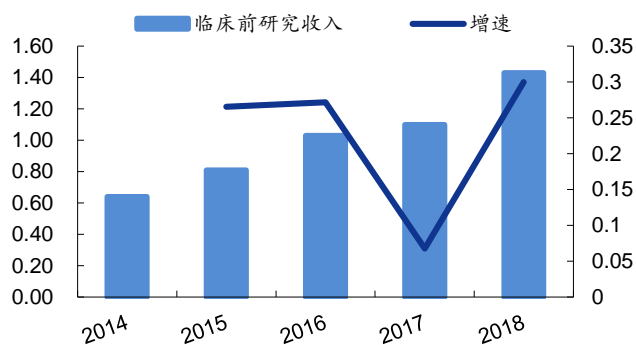


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

临床前研究服务主要包括药效学研究、药代动力学研究、毒理研究等服务。2018年临床前研究实现毛利率 33.70%，2016年至2018年小幅波动，其中2017年毛利率下降为 28.78%。这主要是因为2017年因改造扩建实验室，实验设备等固定资产和长期待摊费用增加，公司固定成本上升，同时人工成本上升。

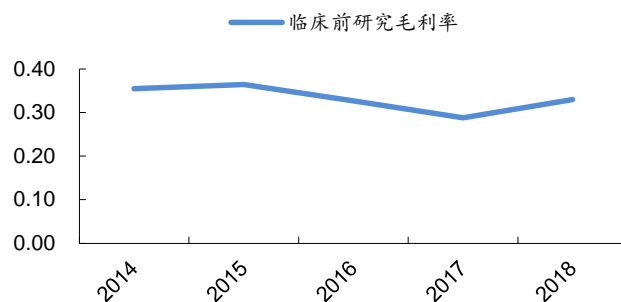


图 11 临床前研究收入及增速 (亿元)



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 12 临床前研究毛利率



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

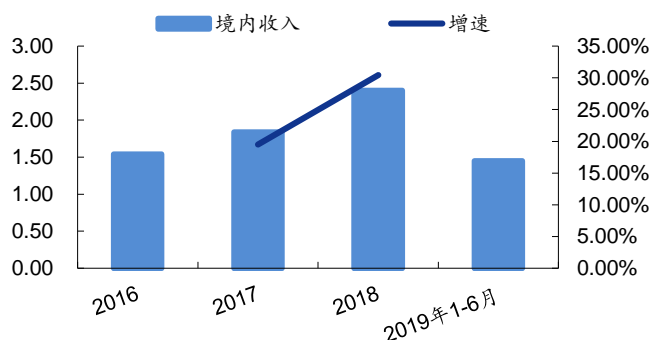
### 1.3.4 公司境内收入持续增长，国外收入规模较为平稳

随着国内新药发展环境的积极变化和仿制药一致性评价的大量展开，公司境内的业务占比呈现上升趋势，与此同时，公司境外的业务收入规模变动不大。

国内业务规模逐步增长。2018 年公司国内业务收入为 2.40 亿元，2016 年到 2018 年复合增长率为 11.29%，2018 年同比增长 31.38%。随着国内创新药以及仿制药市场快速发展，公司境内业务增速明显加快。在境内市场中，公司地处上海，优秀人才聚集，同时周边地区经济发达、且医药研发企业众多，使得公司在华东地区的营业收入在总营业收入中的占比较高，收入分布区域化明显。

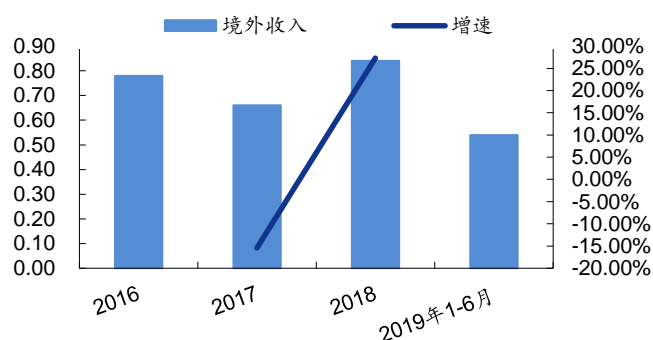
国外业务规模占比低、变动小。2018 年公司国外业务收入为 8447 万元，同比增长 28.61%。此外，公司与海外客户采用美元结算，2016 年、2018 年人民币兑美元出现贬值，使得公司出现汇兑收益；2017 年人民币升值，使得公司出现汇兑损失。公司境外收入相比药明康德、康龙化成等公司在整体营收中占比相对较低，且存在一些波动，除了 2017 年收入略有下滑，基本历年维持在 20-30% 的增速。

图 13 公司国内 CRO 业务收入及增速 (亿元)



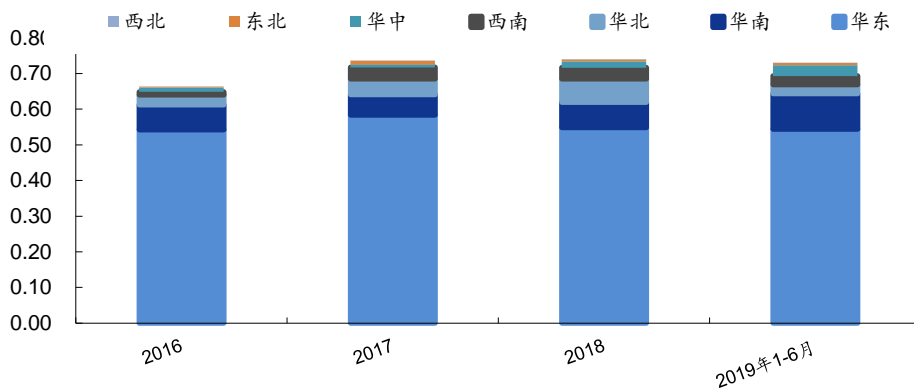
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 14 公司国外 CRO 业务收入及增速 (亿元)



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 15 国内各地区 CRO 收入占比

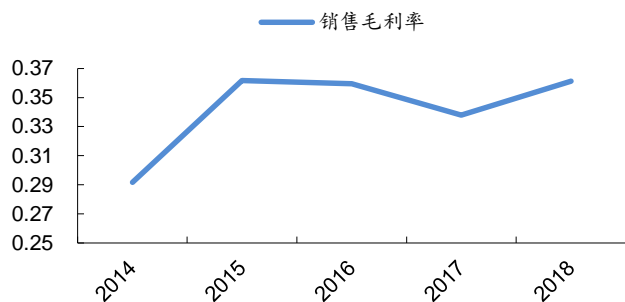


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

### 1.3.5 2016年至2018年公司毛利率及期间费用率

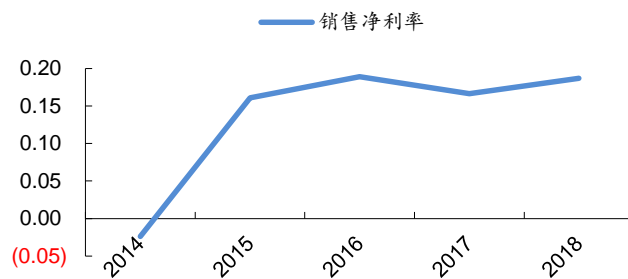
2016年到2018年，公司的综合毛利率分别为35.94%、33.79%和 36.13%，2017年有所下降。2017年，公司对部分实验室进行了装修改造并扩建了部分实验室，增加了实验设备、使得固定资产和长期待摊费用增加，导致公司固定成本有所上升；同时，人工成本有所上升，使得 2017年公司综合毛利率较 2016年下降2.15个百分点。但2018年公司毛利率恢复到正常水平。2016年到2018年，公司净利率分别为19.12%、17.12%、19.21%，较为稳定。

图 16 公司销售毛利率



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

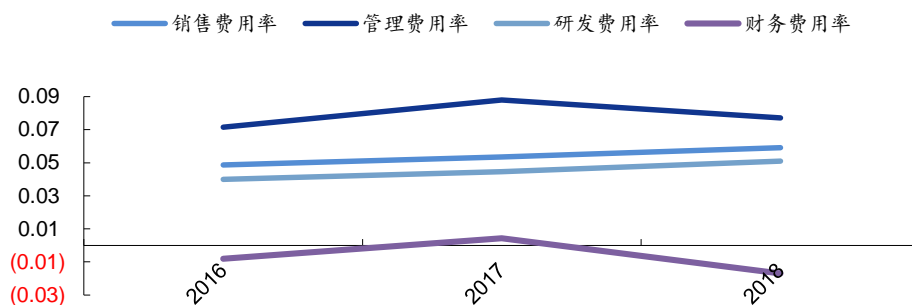
图 17 公司销售净利率



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

公司业务规模逐渐扩大，期间费用率基本稳定。2018年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为5.91%、7.7%和 -1.68%。销售费用率的上涨主要由于职工工资增加以及销售扩张所致。管理费用率则出现下降趋势，主要由于公司营业收入增长较快。财务费用的变化主要受到汇率的影响。

图 18 公司 2016-2018 年业务期间费用率



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

研发费用增长较快。研发费用率分析：2016年到2019年1-6月，公司研发费用分别为 929.78万元、1,107.71万元、1,651.57万元和1115.00万，占营业收入比例分别为4.00%、4.47%、5.10%和5.62%。

2018年公司研发费用同比增长49.10%，2016年至2018年公司研发费用复合增长率为33.28%。公司研发投入逐年增长，但公司营业收入增长较快，公司研发费用率保持总体平稳趋势；2016年至2018年销售费用率、管理费用率以及财务费用率总体变化不大。

## 2、全球创新研发巨大的需求，促进 CRO 市场快速增长

研发是医药企业的未来生存、发展的重要因素，创新药的研发存在较高的研发失败风险，医药企业既要提高成功率、降低风险，又要缩短新药研究的时间，还要降低研发成本。在这样的背景下，专注于新药研究的 CRO 公司凭借其专业化和规模化的优势很好地满足了医药企业的需求，医药企业则通过 CRO 获取了来自战略、经济、技术以及质量等方面的利益，使其保持在研发方面的优势。

作为医药企业可借用的一种外部资源，可以提高药企的研发效率。CRO 公司可以在短时间内迅速组织起一支具有高度专业化和具有丰富经验的研究队伍，符合客户研发的需求，缩短新药研发时间，降低新药研发费用，有助于医药企业在新药研发过程中实现高质量的研究和低成本投入。部分龙头CRO在与药企的长期合作中，逐渐与药企建立一种战略性的合作关系，增强彼此商业合作的契合度，实现产业分工联合竞争、协作竞争的双赢，比如里程碑的分成。

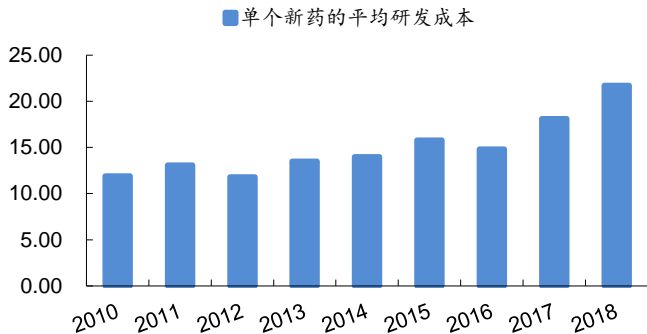
### 2.1 新药研发是一项漫长的、精细化的系统性工程

药物研发是一项高风险、高技术、高投入、长周期和精细化的系统性工程。以化学药为例，一款创新药的研发流程包括药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究、药品审批与药品上市等阶段。创新药的研发周期更是长达数十年，投入资金高达几十亿美金。德勤的研究报告显示，一款新药的平均研发成本已经从2010 的 11.9 亿美元增长至 2018 年的 21.7 亿美元。从药物研发阶段开始到 FDA 批准上市平均需要14年。

由于新药专利的保护期一般为20年，新药研发期的不断延长不仅会增加医药企业的研发投入成本，其上市后享有的专利销售期变短也会降低药物上市后可能带来的收益。德勤对12家大型医药企业的研究表明，新药研发的投资回报率

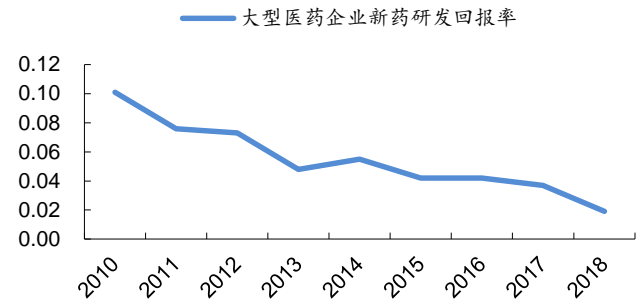
从 2010 年的 10.1% 下降至 2018 年的 1.9%。创新药的研发存在较高的研发失败风险，医药企业既要缩短新药研究开发的时间，还要控制研发成本、降低风险。

图 19 单个新药的平均研发成本（亿美元）



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

图 20 大型医药企业新药研发回报率



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

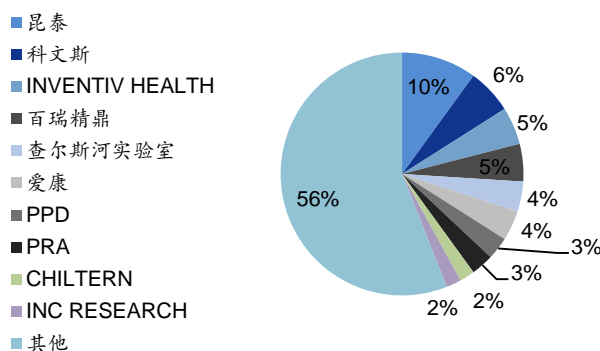
## 2.2 新药研发成本快速上升，医药企业借助 CRO 提升效率

医药企业借助 CRO 获取来自战略、管理、经济、技术以及质量等方面的利益，使其得以保持竞争优势。经过多年的成熟发展，全球 CRO 市场中发展出一批大型的跨国 CRO 企业，如世界排名前列的昆泰 (IQVIA)、科文斯、查尔斯河实验室、百瑞精鼎、爱康 (Icon)、PPD 等。这些大型 CRO 企业在全世界 CRO 行业占据了较大的市场份额，收入规模平均达到 10 亿美元以上水平。

根据 NMPA 南方医药经济研究所的数据，2016 年全球前十 CRO 公司占据 44.43% 市场份额。随着 InVentiv Health 和 INC Research 的合并，全球 CRO 市场进一步集中，前十大服务商市场份额约占据 50% 左右。

CRO 企业占据的研发投入环节是创新药整个生命周期中投入最大、介入较早的阶段，因此其业务具有较强的拓展性。CRO 企业在某一细分领域完成客户资源积累后，随着客户研发管线的推进，承接新的研发需求，由此将业务延伸到其他细分领域，如研发项目前期咨询、药物生产、药物销售等。

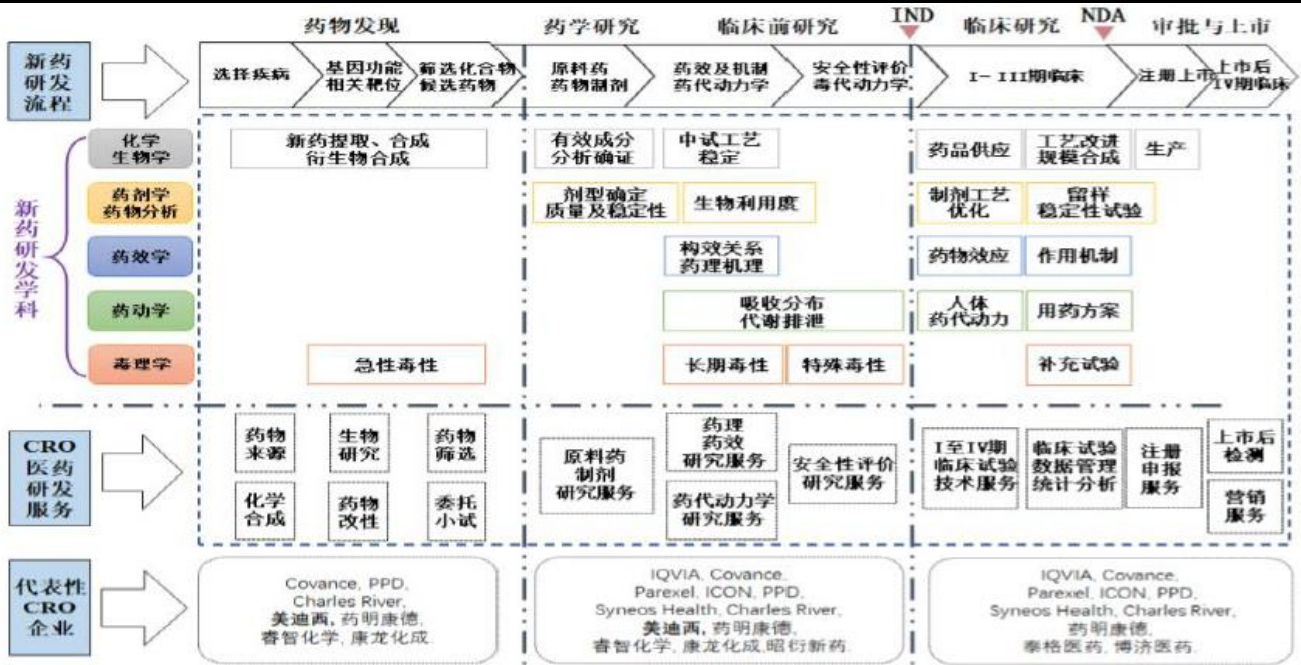
图 21 全球前十 CRO 份额



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

中国 CRO 行业兴起较晚，但近年来发展势头强劲，随着创新药政策宽松、国际 CRO 需求转移等宏观环境变化而快速增长，成立较早的药明康德、睿智化学、泰格医药、博济医药、美迪西等本土 CRO 公司在国内市场具有较强的市场竞争力。在临床前阶段，药明康德、康龙化成、昭衍新药、美迪西等主要临床前 CRO 企业具备直接参与国际竞争的较强实力。

图 22 围绕新药研发流程延伸的 CRO 产业链



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

CRO 已成药物研发环节重要的一环。医药企业选择 CRO 机构合作研发时，除考虑研究质量、研究效率、服务价格外，还需兼顾科研人员及技术资源、研发资源等。以中国、印度为代表的新兴国家市场，凭借低廉的原材料价格、高素质的科研人员、全面的病人疾病谱资源等诸多优势，正在逐渐承接发达国家的 CRO 业务，是全球 CRO 行业增长最快的地区。

表 2 中国药物研发试验成本与西方发达国家对比

试验阶段	试验项目	中国试验成本占西方发达国家比例
试验阶段	化合物筛选	30%-60%
临床前试验	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床试验	I 期临床	30%-60%
临床试验	II-III 期临床	30%-60%

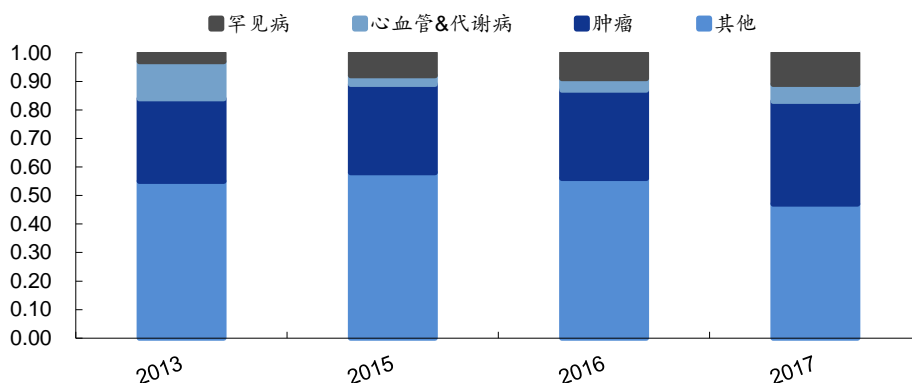
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

### 2.3 全球创新研发持续加码，驱动 CRO 行业稳健增长

全球创新在研新药数量快速增长，医药研发成本提升，难度加大，促进外包渗透率逐渐提高。Evaluate Pharma 数据显示，2013 至 2017 年间，全球在研新药数量保持增长态势，截至 2017 年全球在研各类疾病药物数量共计 13453 个药物项目处在研发过程中，其中肿瘤药物的项目达 4843 个，占在研新药各类疾病药物数量的 36.0%，明显高于心血管&代谢病的药物项目，新药研发市场整体规模增速亦高于同期全球 GDP 增速。



图 23 全球在研各类疾病药物数量

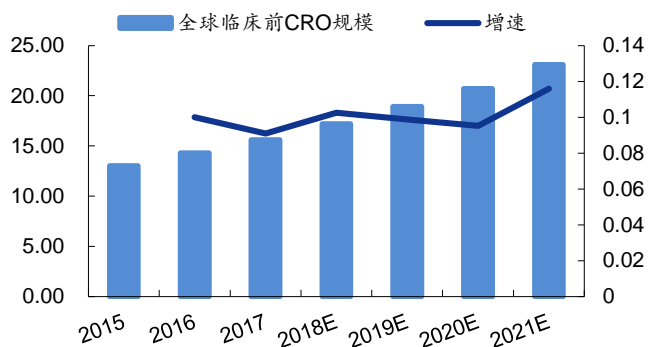


资料来源: Evaluate Pharma, 招股说明书, 德邦证券研究所

药物研发数量持续增加, CRO 参与新药研发的渗透率同步提升。药物研发是医药行业向前发展的重要驱动因素, 基于 CRO 企业在新药研发中的独特优势, 全球 CRO 行业渗透率也在稳步提高。

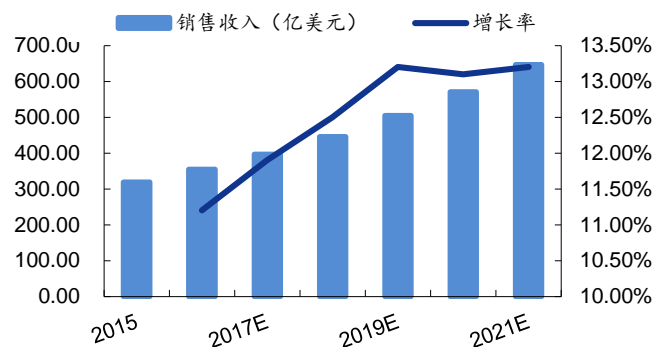
据 Frost&Sullivan 统计, 全球 CRO 行业的渗透率由 2006 年的 18% 提高到 2015 年的 44%, 预计到 2020 年将达 54%。意味着届时将有一半以上的研发工作委托给 CRO 公司。全球 CRO 行业规模将快速扩张, 预计 2015 年至 2021 年, 全球 CRO 市场规模将从 318.5 亿美元增长到 645.8 亿美元, 预计年复合增长率为 12.8%, 增长稳健。

图 24 全球临床前 CRO 规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan、德邦证券研究所

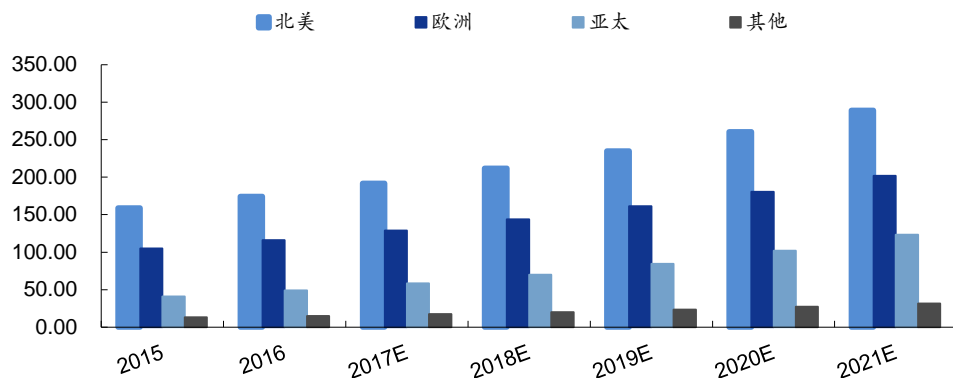
图 25 2015-2021 年全球 CRO 市场规模预测



资料来源: Frost&Sullivan、德邦证券研究所

亚太地区正在逐渐承接发达国家的 CRO 业务, 是全球 CRO 行业增长最快, 增速明显高于全球其他地区。以中国、印度为代表的新兴国家市场, 得益于其凭借低廉的原材料价格、高素质的科研人员、全面的病人疾病谱资源、人口和成本等诸多优势, 正逐渐承接发达国家的市场份额, 是全球 CRO 行业增长最快的地区。预计, 亚太地区到 2021 年市场规模将达到 123 亿美元; 对应年复合增长率增速达 20.3%, 远高于全球市场 12.8% 的增长率。

图 26 2015-2021 年全球分地区 CRO 市场规模预测



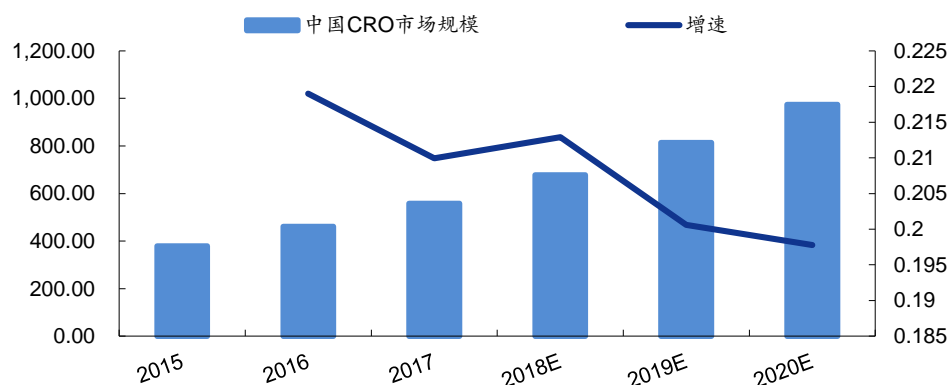
资料来源：Frost&Sullivan、德邦证券研究所

## 2.4 我国 CRO 市场处于快速成长阶段

在新一轮药政改革的背景下，我国医药行业研发投入增幅较快，国内医药企业研发投入保持了较高的增幅水平。根据国家统计局数据和《全国科技经费投入统计公报》，我国规模以上医药制造业企业的研发投入自 2011 年的 211.2 亿元增长至 2017 年的 534.2 亿元。预计 2016-2020 年间增速将继续保持在 20% 左右，持续带动 CRO 行业快速发展。相比全球 CRO 市场，我国 CRO 行业基数较小，在医药需求持续增长以及全球化趋势的影响下，我国 CRO 市场处于高速增长阶段。

根据国家统计局和南方所数据，我国 CRO 市场规模快速增长。2017 年我国 CRO 市场规模达到 559 亿元，同比增长 21.0%，预计 2020 年将达到 975 亿元左右。2015 至 2020 年间，市场规模复合增长率达 20.80%，我国 CRO 市场复合增长率高于全球其他国家及地区。未来随着国内对创新药研发的需求加速释放，CRO 行业将迎来持续增长的行业发展黄金机遇。

图 27 中国 CRO 市场规模及增速

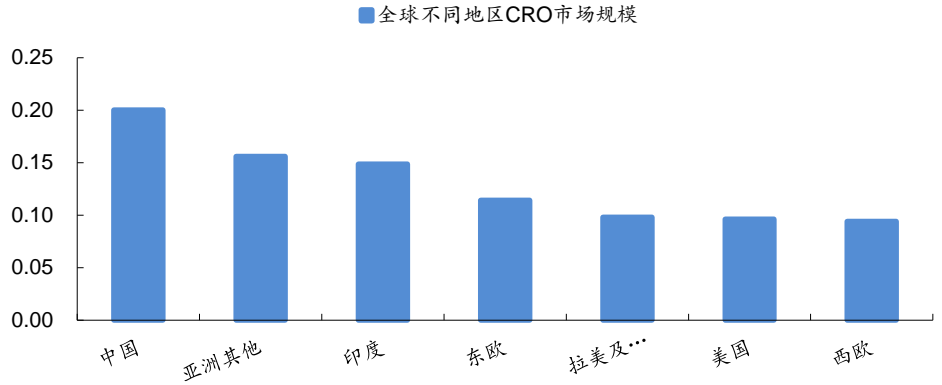


资料来源：国家统计局和南方所数据、德邦证券研究所

2011 年至 2016 年间，我国 CRO 市场复合增长率达到 20.00%，高于印度 14.85% 以及亚洲其他地区 15.60%；明显高于美国及欧洲等地区的 CRO 市场。

图 28 2011-2016 年全球不同地区 CRO 市场规模复合增长率



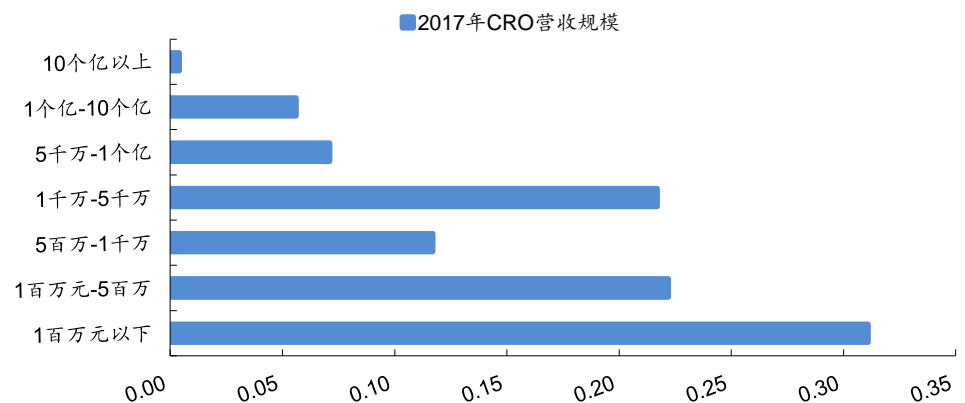


数据来源：BusinessInsight，招股说明书，德邦证券研究所

中国加入 ICH 与国际接轨，改善国际药企委托中国 CRO 的监管环境。该制度引导跨国药企积极来中国申请新药早期临床试验和创新药物上市，为国内 CRO 行业带来国际需求。CDE 受理的化药临床试验申请中，2016 年受理的国际多中心临床申请数量为 89 件，到 2017 年迅猛增长至 133 件，增长 49.44%。

国内 CRO 行业起步较晚，行业集中度较低，优质企业有望脱颖而出。目前国内 CRO 行业整体呈现多、小、散的格局。从国际经验来看，国际 CRO 巨头在发展过程中积极拓展核心业务往一站式 CRO 服务发展。国内 CRO 龙头企业有望形成多家规模较大、技术水平高、服务能力强的综合性 CRO 公司。同时，缺乏核心竞争力的小型 CRO 企业将被市场淘汰，行业集中度将逐步得到加强。2017 年 CRO 企业 100-500 万营业收入规模的占 53.3%；500-5000 万 33.4%；5000 万以上 13.1%。

图 29 2017 年 CRO 企业营业收入规模



资料来源：Frost&Sullivan、德邦证券研究所

### 3. 国内临床前新药研究 CRO 领先企业

#### 3.1 国内临床前新药研究一站式综合性 CRO

公司与药明康德、康龙化成、昭衍新药均为国内 CRO 领先企业。药明康德：中国规模最大、全球排名前列的小分子化学药的发现、研发及生产的全方位、一体化服务平台，医药研发服务企业，在国内处于行业领军地位。康龙化

成：核心业务，药物发现、药物开发两个阶段的全流程一体化药物研究、开发及生产的 CRO 服务。昭衍新药：药物临床前研究服务（安评）和实验动物的繁殖，销售，国内领先的临床前安全性评价 CRO 公司。

**表 3 国内 CRO 行业主要领先公司及业务**

公司名称	主营业务
药明康德	小分子化学药的发现、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。
康龙化成	药物发现、药物开发两个阶段的全流程一体化药物研究、开发及生产
昭衍新药	药物临床前研究服务（安评）和实验动物的繁殖、销售
美迪西	包括药物发现、药学研究及临床前研究，涵盖医药临床前研究的全过程

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

公司是国内少有的一站式综合性 CRO。公司是国内少有的,能提供从先导化合物筛选、优化、原料药制备、制剂工艺开发、药效学研究到临床前药代动力学及药物安全性评价等一系列服务的综合性 CRO。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、质量标准和稳定性研究；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。

公司研究质量控制体系达到国际先进水平。GLP 认证是药物安全性评价领域重要壁垒，公司已通过了中国 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。

**表 4 公司下属普亚公司具备的行业资质**

序号	普亚公司	认证类型	认证机构	认证日期
1	普亚公司	GLP 认证 (GLP11009037)	NMPA	2011.11.16
2	普亚公司	GLP 认证 (GLP12005043)	NMPA	2012.6.15
3	普亚公司	GLP 认证 (GLP15004072)	NMPA	2015.2.10
4	普亚公司	GLP 认证 (GLP16008088)	NMPA	2016.12.9
5	普亚公司	AAALAC 认证	AAALAC	2009.10.20

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

专业的人才队伍。2019 年 6 月公司员工 1054 人中，硕士及博士共 322 人占 30.55%；杰出的核心管理团队带领公司持续向好。公司创始人 CHUN-LINCHEN 先生，药学博士，“千人计划”国家特聘专家,现担任上海药理学学会药物代谢专业委员会委员等职。

公司的盈利模式包括 FTE 模式及 FFS 模式。公司接受客户的委托，依据其研究需求和行业规范，开展新药研究服务，并按照合同约定将研究成果和数据等资料移交给客户，公司主要通过向客户收取研究服务费来实现盈利。

按照工作时间收费的全职人力工时结算模式（Full-Time Equivalent, FTE）。按客户要求，在一定的服务期间内，配置不同级别的研发人员提供服务。以一个工作人员在一定时期内全部法定工作时间的计算单位为基础，把非全时工作人员数折算为全时工作人员的相等数量。1 个 FTE 指该人员全部法定工

作时间都用于本项目。FTE 模式收费按当月提供 FTE 个数和约定的 FTE 价格计算。

按照服务成果收费的服务成果结算模式（Fee For Service, FFS）。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拟的实验方案进行实验，并将试验的结果（一般为化合物或试验报告）在约定的研发周期内递交给客户。FFS 模式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。

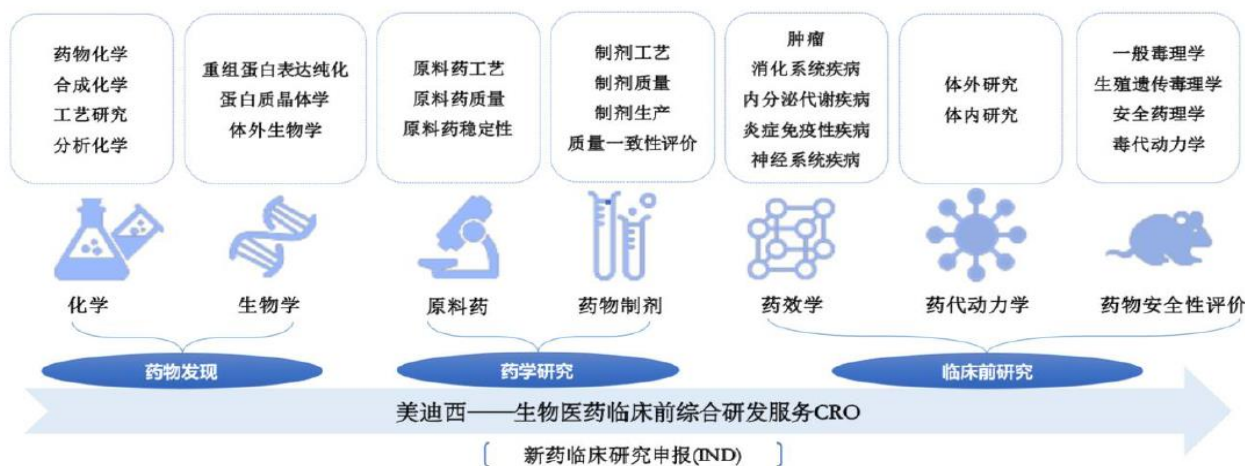
表 5 FTE 和 FFS 两种盈利模式

收费模式	全称	主要特点
Full-Time Equivalent	全职人工工时结算模式	按客户要求，在一定的服务期间内，配置不同级别的研发人员提供服务。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
Fee For Service	按服务成果结算模式	按客户对最终试验结果的要求拟定具体的试验方案，或者按初拟的实验方案进行实验，在约定的研发周期内将试验的结果递交给客户。按具体实验的类别、方法等收取的费用。

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

公司业务主要聚焦于临床前领域，覆盖大分子、小分子药物的临床前开发服务。美迪西可以为临床前药物开发提供一体化的服务，公司业务覆盖了大小分子药物的药物发现到临床前测试环节，较为全面。作为国内临床前 CRO 业务领先的企业之一，美迪西的项目积累和经验较为丰富，公司目前拥有约 300 种药效模型的成熟建模技术，2015 年以来，已有超过 58 个通过 NMPA 批准进入 I 期临床试验，同时参与的多个新药项目通过美国 FDA、澳大利亚药品管理局的审批进入临床 I 期试验。

图 30 美迪西主要业务覆盖示意图



资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

公司注重在研究设备领域的投入，搭建了多种创新型研究平台，能够提供从药学研究到临床前研究的综合性服务。公司持续加大在购置设备方面的投入，买入大量先进研发设备，2018 年投入金额达到 4267 万元，同时研发金额也不断增长，总收入占比持续提高。以此为依托，公司搭建了一系列专业化研究平台，具备全面的临床前新药研发能力，成为国内少有的能够以一站式生物医药临床前研发服务平台，完成从先导化合物筛选优化到新药临床批件申报的新药研发流程的综合性 CRO。

公司具有先进的抗体及抗体药物偶联物研究平台。公司已帮助客户完成数个抗体及抗体药物偶联物(ADC)的整套临床前研究,其中 2 个 ADC 药物的整套药代和安全性评价研究已通过 NMPA 技术审评并进入临床试验阶段。

在免疫肿瘤药物、抗体及抗体药物偶联物研发领域具有相对优势。公司积极布局免疫肿瘤领域,紧跟国际免疫肿瘤药物研发趋势,推进国内外客户新药研发进程,拓宽其在创新药物热点领域的发展布局。

**表 6 公司具备的创新性平台及相应特色**

创新性平台	平台特色
蛋白质/抗体药物药代动力学研究平台	国内较早引进国际高端精密仪器设备开展药代动力学与生物分析(DMPK)服务,每年完成上千种化合物的 DMPK 筛选,支持了百余种新药的 FDA/NMPA/TGA 临床试验申请(IND)。
抗体药物一站式研发外包产业化平台	运用单克隆抗体的人源化改造技术降低异源抗体对人体的免疫副反应,运用高表达稳定性细胞株技术构建良好稳定的细胞株,运用非人灵长类实验动物研究平台完成抗体药物临床前安全性评价
平行合成技术和新药筛选技术平台	在手性药物、糖化学、抗体及抗体药偶联物领域中有突出的技术经验,拥有蛋白、细胞水平的筛选技术、SPR 药物筛选技术的筛选平台并通过计算机生物学和分子模型构建技术进行虚拟筛选
基于蛋白质晶体学的药物发现与筛选平台	基于蛋白质晶体学开展药物发现及筛选,是国外新药开发前沿技术,入选上海市专业技术服务平台或上海研发公共服务平台
同位素药物代谢研究专业技术平台	通过同位素进行追踪研究难以用现代仪器分析的部分药物及其代谢产物,入选上海市专业技术服务平台或上海研发公共服务平台
基于动物疾病模型的药理学研究平台	针对抗肿瘤药物药效评价,建立了 200 多种肿瘤评价模型;还建立了包括神经系统、心血管及代谢系统、炎症和免疫系统、消化系统及其他疾病系统等近 100 种非肿瘤靶点新药研究评价动物模型
符合国际标准的新药安全评价平台	实验研究遵循 ICH、CFDA、FDA 和 OECD 指导原则,2012 年至今,已经成功地帮助近 50 家客户向 CFDA、FDA 和 TGA 递交符合新药注册要求的申报资料,已接受并通过 100 多次核查
新型药物制剂及质量一致性评价平台	建立可以研发 cGMP 原料药的平台,已成功地为超过 20 家药企研发了创新药的原料药或者用于一致性评价的仿制药的原料药

资料来源:招股说明书,德邦证券研究所

### 3.2 公司拥有众多海内外客户资源,在业内具有良好的口碑

公司已深入中国市场,拥有众多优质的客户资源。公司前瞻性地布局中国本土创新药市场机遇,加强国内医药研发市场的开拓力度,在全国多个重要城市建立了专业服务网络;为众多国内药企提供高质量、高效率、高标准的医药研发服务,相关客户包括恒瑞医药、扬子江药业、石药集团、华海药业等国内著名大型药企,以及信达生物、亚盛医药、广州百奥泰、海和生物、再鼎生物等众多新兴的知名创新生物医药技术企业。

公司与海外多家知名医药企业与科研机构建立了深厚的合作关系。海外客户覆盖了美国、欧洲、日本、韩国等地区,至今已积累了众多国际知名医药企业及科研机构客户,包括武田制药、强生制药、葛兰素史克、吉利德、路德维希癌症研究所等。公司在业内具有良好的口碑,获得多个著名医药企业颁发的奖项。

**表 7 2016-2018 公司前五大客户**

	客户	贡献收入(万元)	当前占比
2016	EnnovaThera	1493	6.42%
	武田制药	1315.81	5.66%
	扬子江药业	1147.42	4.94%
	葛兰素史克	1056.3	4.55%
	上海海和	707.03	3.04%
	合计	5719.58	24.61%



2017	强生制药	1444.83	5.83%
	武田制药	1187.67	4.79%
	葛兰素史克	1089.92	4.40%
	奥华集团	1067.78	4.31%
	EnnovaThera	738.84	2.98%
	合计	5529.03	22.31%
2018	武田制药	1679.61	5.19%
	华东医药	1561.44	4.82%
	苏州信诺维	997.91	3.08%
	杭州多禧	966.01	2.98%
	罗欣药业	918.65	2.84%
	合计	6123.62	18.91%

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

### 3.3 公司与可比公司的业务、技术特点的比较

公司与药明康德、康龙化成、昭衍新药均为国内 CRO 领先企业。药明康德是中国规模最大、全球排名前列的小分子医药研发服务企业，在国内处于行业领军地位；康龙化成的核心业务药物发现 CRO 服务；昭衍新药是国内领先的民营 CRO 机构。公司处于行业领先梯队，拥有全面的临床前新药研发能力及丰富的研发经验，在免疫癌症药物、抗体及抗体药物偶联物研发领域具有相对优势。

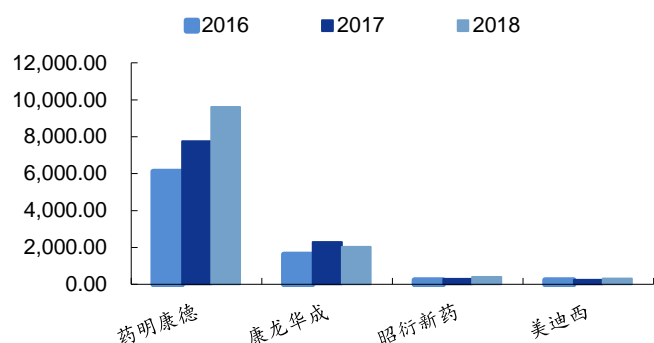
表 8 公司与可比公司的业务、技术特点的比较

可比公司	主营业务	业务侧重	优势
药明康德	小分子化学药的发现、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	侧重于临床前新药研究一站式服务：业务涵盖药物发现、药学研究、临床前研究（安全性评价）	正在实施数十个重点自主研发项目，主要集中于“新药生产工艺研究及技术升级”、“关键中间体的制备路径及工艺研究”、“原料药产率提升的工艺研究”等方向
康龙化成	药物研究、开发及生产 CRMO 服务，分为药物发现和药物开发研发服务两部分	侧重于药物发现与药学研究	核心技术在于提供客户整合全面的药物研发平台技术，如“贯穿整个新药研发过程的全面化学技术”、“贯穿新药研发整个阶段，决定新药研发成功性和时间进程的 药物代谢动力学研发服务平台”、“提供完整临床申报解决方案”
昭衍新药	药物临床前研究服务和实验动物的繁殖、销售，其中临床前研究为公司的核心业务，主要包括药物非临床安全性评价、药效学研究、动物药代动力学研究	侧重于临床前研究（药效学研究、药代动力学研究及临床前安全性评价研究）	“临床前研究质量管理体系（标准操作规程系统，简称 SOP 系统）”、“动物饲养管理及动物福利管理体系”、“药物临床前研究技术体系”等
美迪西	包括药物发现、药学研究及临床前研究，涵盖医药临床前研究的全过程。发行人利用其一体化研发平台及研究资源，可根据国际及国内大中型制药企业、初创型药物研发企业和科研机构等各类客户的需求，为其提供符合国内及国际 IND 申报标准的一站式临床前研究服务	侧重于临床前新药研发一站式服务：业务涵盖药物发现、药学研究、临床前研究（药效学研究、药代动力学研究及临床前安全性评价研究）	基于掌握的一系列新药研发关键技术及评价模型，围绕药物发现与药学研究领域、临床前研究领域及医药创新发展的需求，提升新药研发各环节的研究效率，建立了基于共享、公用机制的新药研究平台。“同位素药物代谢研究专业技术服务平台”、“基于蛋白质晶体学的药物发现与筛选技术服务平台”、“生物技术药物非人灵长类安全评价专业技术服务平台”、“非人灵长类动物实验研究技术服务平台”已入选为上海市专业技术服务平台或上海研发公共服务平台。公司在免疫肿瘤药物、抗体及抗体药物偶联物研发领域具有相对优势

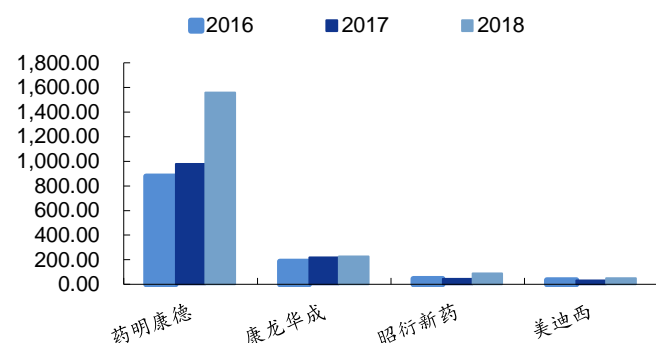
资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

### 3.4 美迪西与可比公司经营情况比较

财务数据上看，公司正处于快速成长期。从营收以及净利润变化率可以发现，公司营业收入和净利润正在加速增长。2018 年公司营业收入为 3.24 亿元，远小于药明康德，康龙化成以及昭衍新药。营业收入增速较快，2018 年增速为 30.6%，高于药明康德 23.8% 和康龙化成 26.8%。2018 年公司归母扣非净利润为 5100 万元，远小于药明康德 15.59 亿元，康龙化成 2.28 亿元。

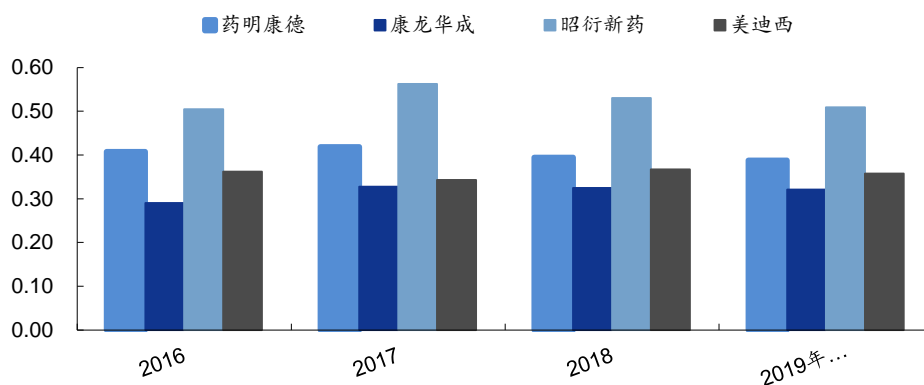
**图 31 2016-2018 年美迪西与可比公司营业收入（百万元）**


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

**图 32 2016-2018 年美迪西与可比公司归母净利润（百万元）**


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

2016 年度至 2019 年 1-6 月，公司毛利率分别为 36.20%、34.30%、36.68%和 35.74%，略高于康龙化成，较为接近药明康德；同时公司毛利率略低于行业平均水平。公司 2018 年毛利率为 36.13%，低于昭衍新药 53.02%和药明康德 39.45%。

**图 33 公司与同行业上市公司主营业务毛利率对比情况**


资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

## 4. 募集资金用途

募投项目：扩大产业规模，完善服务能力。美迪西是首批科创板申请上市的 CRO 公司，其计划发行不超过 1550 万股，募集资金分别用于药物发现和药学研究及申报平台新建项目、临床前研究及申报平台新建项目及补充流动资金。本次公司的募投项目还是主要以提升临床前药物发现和药物试验的业务能力为主，目前公司已经在上海凯龙南汇商务园购置房产，如果后续项目顺利进行，对于公司的业务规模扩大和竞争力提升将有较大帮助。

**表 9 美迪西募投项目及投入计划**

募投项目名称	项目总投资 (万元)	预计使用募集资金 (万元)
药物发现和药学研究及申报平台新建项目	20301	15000
临床前研究及申报平台新建项目	9690	9690
补充流动资金	10000	10000
合计	39991	34690

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 核心假设和业绩拆分

国内 CRO 行业兴起相对较晚，但近年来发展势头强劲，大概20%的增长，远高于国际CRO的增速。随着创新药政策宽松、国际 CRO 需求转移等宏观环境变化而快速增长。目前国内CRO 行业整体呈现多、小、散的格局。现阶段行业的快速增长使得中小企业能够获益，美迪西等能享受行业快速增长带来的益处。由于美迪西提供药物发现、药学研究及临床前研究，涵盖医药临床前研究的全过程。我们预计美迪西这两个板块未来三年分别保持20%左右的复合增长，与未来我国CRO行业复合增速相一致。

**表 10 分产品拆分**

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
药物发现与药学研究	收入	138.53	181.3	222.99	272.04	326.44
	增速	6.78%	30.87%	23.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	38.79%	39.04%	38.90%	39.00%	38.50%
临床前研究	收入	110.73	143.62	173.78	212.01	254.41
	增速	7.95%	29.70%	21.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	28.70%	33.70%	35.20%	35.50%	35.50%
总收入		249.27	324.93	396.77	484.05	580.85
增速		7.30%	30.35%	22.11%	22.00%	20.00%
毛利率		34.30%	36.68%	37.28%	37.19%	37.19%

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

**表 11 盈利预测**

主要财务数据和预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	249	325	397	484	581
(+/-)YoY(%)	7.30%	30.4%	22.1%	22.0%	20.0%
净利润(百万元)	42	61	73	89	109
(+/-)YoY(%)	-4.10%	46.0%	20.5%	21.1%	22.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.98	1.19	1.46	1.79
毛利率(%)	34.3%	36.7%	37.3%	37.2%	37.2%
净资产收益率(%)	14.5%	17.50%	7.30%	8.30%	9.20%

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所

### 5.2 可比公司估值

**表 12 可比公司估值**

证券简称	总市值 亿元	营收 亿元	归母净利润 亿元	营收增 速%	归母净利 润增速%	市销率 PS	预测 PE 2019 倍
药明康德	1,450.51	96.14	22.61	23.80	84.22	11.97	66.02
康龙化成	384.69	29.08	3.39	26.76	46.94	10.70	79.84
昭衍新药	94.68	4.09	1.08	35.69	41.72	20.30	61.08
美迪西	38.56	3.25	0.61	30.35	46.02	8.59	52.01

资料来源：招股说明书，德邦证券研究所



国内 CRO 企业形成多家规模较大、技术水平高、服务能力强的、综合性的，以药明康德、康龙化成、昭衍新药为代表的 CRO 公司。药明康德是国内规模最大的 CRO，在国际市场上也是排名前十的 CRO。公司提供小分子化学药的发现、研发及生产的全方位、一体化平台服务，外资客户占收入较大的比例。康龙化成比药明康德的规模小，服务内容主要限于药物发现、药物开发两个阶段的全流程一体化研究。昭衍新药着重于提供药物临床前研究服务（安评）和实验动物的繁殖、销售服务。而美迪西和康龙化成提供的服务内容相似，但规模较小，可以看成缩小版的康龙化成。

在可比公司中，药明康德体量最大，后面三家公司体量都较小。估值方面，我们选用 PE 和 PS 对公司进行估值。就收入和净利润的增速而言，美迪西增速比较快，但 PS 和 PE 在可比公司中都是最低的，总市值最小，仅为药明康德的 1/40。目前国内 CRO 市场处于高速增长阶段，未来随着国内对创新药研发的需求加速释放，公司将迎来持续增长的黄金机遇，未来发展的潜力和空间巨大。我们选用可比公司 PS 平均 14.3，PE 平均 69。公司合理估值对应 PS12-14 倍，PE55-65 倍，对应目标价格 65-77 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

## 6. 风险提示

- 技术风险：新药研发与上市风险、知识产权相关风险；
- 经营风险：产业政策变化风险、国家医保目录调整风险、市场竞争风险、医药行业研发投入下降的风险、资质或认证失效带来经营风险；
- 内控风险：质量控制风险、经营规模扩大带来的管理风险；
- 财务风险：税收优惠变化及政府补助减少的风险、汇率变动风险、应收账款回收风险、资产结构变化带来的风险；
- 法律风险：研发试验基地未取得权属证书的风险、经营资质续期风险

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)				
每股收益	0.98	1.18	1.43	1.75
每股净资产	5.61	16.15	17.58	19.33
每股经营现金流	1.15	1.36	1.74	2.17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	0.00	46.95	38.77	31.65
P/B	0.00	3.43	3.15	2.87
P/S	7.93	8.66	7.10	5.92
EV/EBITDA	-2.11	28.14	22.63	18.55
股息率%	—	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.7%	37.3%	37.2%	37.2%
净利润率	18.7%	18.5%	18.3%	18.7%
净资产收益率	17.5%	7.3%	8.1%	9.1%
资产回报率	12.7%	6.4%	7.0%	7.7%
投资回报率	27.3%	29.4%	30.8%	32.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	30.4%	22.1%	22.0%	20.0%
EBIT 增长率	48.7%	34.8%	22.0%	18.8%
净利润增长率	46.0%	20.5%	21.1%	22.5%
偿债能力指标				
资产负债率	26.0%	12.2%	13.3%	14.0%
流动比率	2.5	7.2	6.4	5.9
速动比率	2.3	7.0	6.2	5.8
现金比率	1.5	6.2	5.4	4.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	79.3	86.7	87.9	86.0
存货周转天数	13.3	12.6	13.1	13.0
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4
固定资产周转率	3.1	2.9	3.1	3.3

现金流量表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	61	73	89	109
少数股东损益	2	1	2	2
非现金支出	22	16	19	23
非经营收益	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-11	-6	-1	2
经营活动现金流	71	84	108	134
资产	-64	-55	-56	-61
投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-64	-55	-56	-61
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	580	0	0
其他	0	0	0	0
融资活动现金流	0	580	0	0
现金净流量	7	609	52	74

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 9 日

资料来源：公司年报（2018），德邦证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	325	397	484	581
营业成本	206	249	304	365
毛利率%	36.7%	37.3%	37.2%	37.2%
营业税金及附加	0	0	0	0
营业税金率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	19	25	31	38
营业费用率%	5.9%	6.2%	6.4%	6.5%
管理费用	25	28	33	40
管理费用率%	7.7%	7.0%	6.8%	6.9%
研发费用	17	17	20	24
研发费用率%	5.1%	4.2%	4.1%	4.1%
EBIT	58	79	96	114
财务费用	-5	0	0	0
财务费用率%	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	71	85	103	126
营业外收支	0	1	1	1
利润总额	72	86	104	128
EBITDA	79	95	115	137
所得税	9	11	14	17
有效所得税率%	12.8%	13.2%	13.1%	13.1%
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司所有者净利润	61	73	89	109

资产负债表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	167	776	828	902
应收账款及应收票据	76	94	117	137
存货	8	9	11	13
其它流动资产	22	25	29	33
流动资产合计	273	903	984	1085
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	122	147	169	188
在建工程	17	32	47	67
无形资产	5	5	6	7
非流动资产合计	205	245	283	322
资产总计	478	1148	1267	1407
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	45	38	48	57
预收账款	44	62	75	88
其它流动负债	21	26	31	38
流动负债合计	110	125	154	183
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	14	14	14
负债总计	124	140	168	197
实收资本	47	62	62	62
普通股股东权益	348	1001	1090	1199
少数股东权益	6	7	9	11
负债和所有者权益合计	478	1148	1267	1407

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%一下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。