

经营业绩稳健增长，全球化业务布局深化

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年实现营业收入28亿元,同比增长21.9%;实现归母净利润8.4亿元,同比增长78.2%;扣非后归母净利润5.6亿元,同比增长56.3%。报告期内,公司产生非经常性损益2.8亿元,主要由于其他非流动资产处置和确认投资收益、公允价值变动收益及处置长期股权投资收益等。
- **两大业务板块稳步增长,盈利能力持续提升。**2019年,公司推动大临床服务能力完善,深化全球布局,整体业务规模稳健增长。临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务分别实现营业收入13.5亿元(+22%)、14.5亿元(+21%),毛利率43.8%(+5.2pp)、48.7%(+1.3pp);境内业务、境外业务分别实现收入16亿元(+29.6%)、12亿元(+12.8%)。公司整体毛利率46.5%,同比提升3.4pp。我们认为公司盈利能力的持续改善,主要源于项目向后期阶段推进、数统等高毛利业务占比提升和人员管理效率提高等;预计随着大临床业务拓展和深入,及人均效率提升,公司有望保持稳定较高的盈利水平。
- **人均创收不断提高,合同订单保障业绩增长。**公司始终走在研发服务一线,也通过技术创新和自主研发确保技术价值的持续输出,近年来人均创收总体提高,2019年约57万元/人,略有下降,对比国外龙头公司仍有提升空间。预计随着服务专业化与经验积累,公司人均效率和人均创收仍将提升。2019年,公司新增合同金额为42.3亿元(+27.9%),截至2019年底,公司累计待执行合同金额为50.1亿元(+36.1%)。新增合同金额保持增长,保障公司未来业绩稳中向好。
- **子公司方达控股实现H股上市,助力公司全球化业务扩张。**公司加速推进海外业务布局,目前亚太地区布局已具备承接多中心临床业务能力,韩国子公司DreamCIS上市工作稳步推进,欧美地区业务正在布局中。2019年,子公司方达控股实现H股上市,其营业收入与净利润分别为7.1亿元、1.3亿元,2015-2019年CAGR分别为29%、45%。方达在完成自身国内外产能扩充的同时,相继收购RMI、BRI以扩展全球服务布局,未来仍将为公司业绩作出重要贡献。预期公司全球化市场布局不断深化,将推动业务规模持续扩张。
- **盈利预测与投资建议。**公司不断拓展海内外市场,临床CRO国内龙头地位持续强化,盈利能力持续改善。预计2020-2022年EPS分别为1.46元、1.82元、2.17元,对应PE分别为53、42、35倍。首次覆盖,给予“持有”评级。
- **风险提示:** 海外经营的风险;疫情降低行业增速的风险;人才流失风险等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2803.31	3572.75	4376.10	5229.71
增长率	21.85%	27.45%	22.49%	19.51%
归属母公司净利润(百万元)	841.63	1090.98	1361.35	1623.97
增长率	78.24%	29.63%	24.78%	19.29%
每股收益EPS(元)	1.12	1.46	1.82	2.17
净资产收益率ROE	17.66%	19.18%	19.84%	19.68%
PE	68	53	42	35
PB	13.64	11.25	9.20	7.56

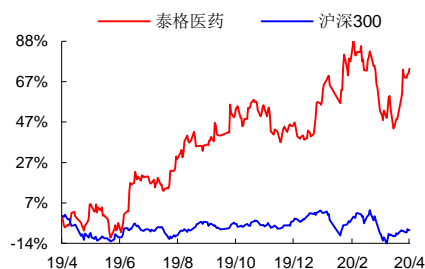
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	7.50
流通A股(亿股)	5.43
52周内股价区间(元)	49.79-82.93
总市值(亿元)	576.15
总资产(亿元)	75.33
每股净资产(元)	5.64

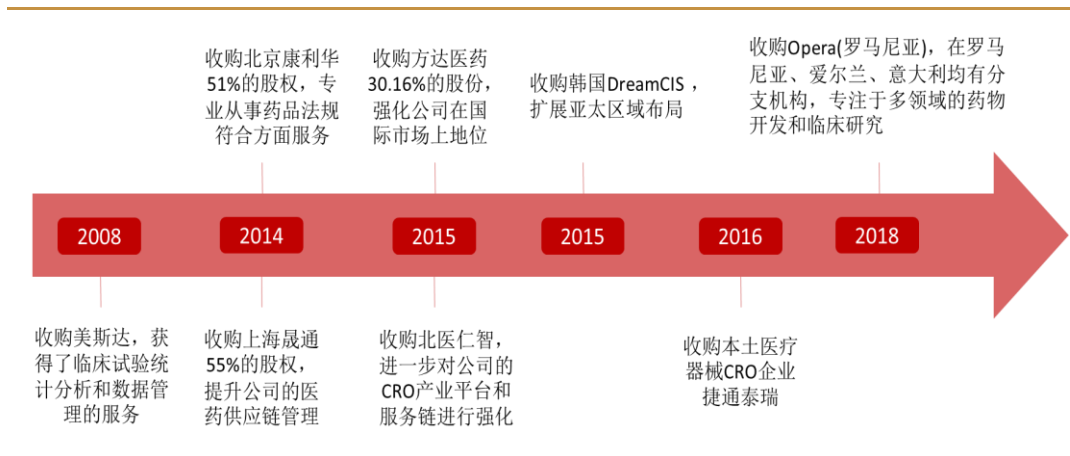
相关研究

1 泰格医药：国内临床 CRO 服务龙头企业

泰格医药成立于 2004 年，总部位于杭州，是一家专注于为新药研发提供临床试验全过程专业服务的合同研究组织 (CRO)，为全球医药和医疗器械创新企业提供临床研究一站式解决方案。目前已完成的研究项目覆盖肿瘤、感染疾病、心脑血管疾病、内分泌疾病、自身免疫疾病等多个医学领域，具备干细胞治疗、生物类似药等最新生物技术产品的临床研究经验。

公司通过一系列外延并购，不断强化新药研发临床研究服务和相关产业链，拓展国际市场布局。截至 2020 年 3 月，公司已开展 2000 多项临床研究项目，在亚太、东欧、美国等地区搭建超过 130 个全球化服务网点，帮助客户快速有效地开展全球多中心临床试验。

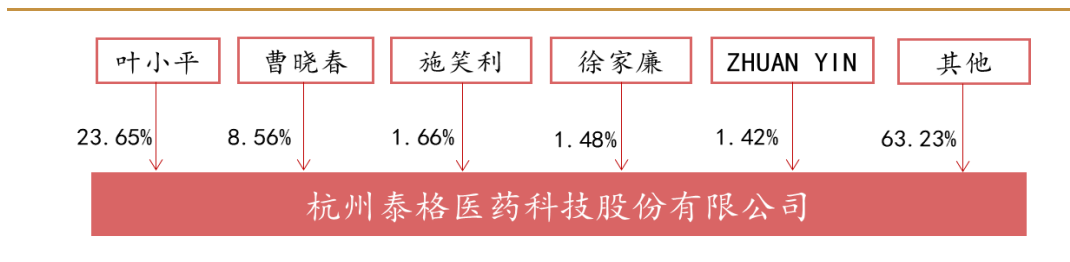
图 1：公司主要收购事件



数据来源：公司官网、Wind，西南证券整理

公司核心管理团队具有丰富的医药专业知识和药物临床研究经验，推动公司紧跟前沿科学技术变化与行业最新发展趋势。根据 2019 年度报告，董事长叶小平为公司第一大股东，持股比例 23.65%；总经理曹晓春持股比例 8.56%，与叶小平为一致行动人、本公司实际控制人。

图 2：公司股权结构情况



数据来源：公司 2019 年年报，西南证券整理

公司业务覆盖临床研究全产业链。在临床前阶段，公司可提供生物分析、CMC、BE 试验、PK/PD 分析等服务；在临床 I-IV 期临床试验阶段，公司可提供临床试验项目管理与实施、医学撰写、临床监查、数据管理与统计分析、中心影像和中心实验室、药物警戒、SMO 等服务；此外，公司还可以提供产品注册、医学翻译、GMP 认证、培训与稽查等服务，以及从临床前到上市后一体化的医疗器械临床服务。

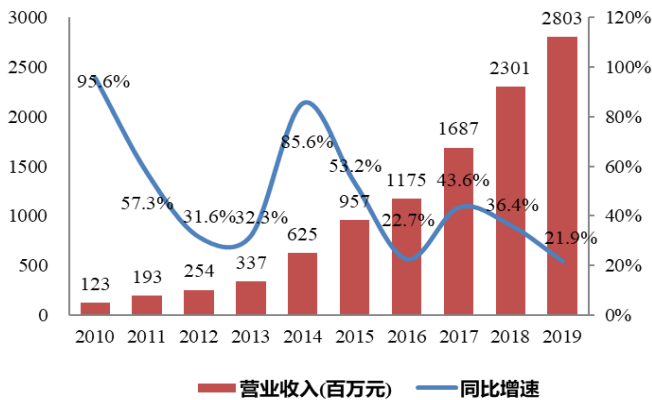
图 3：公司业务范围



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

营收与净利润总体保持稳定增长。总体来看，公司营业收入与净利润持续快速增长，2016 年较 2015 年利润端绝对值下降主要系 2015 年 CFDA 开展数据造假检查工作影响，导致公司临床试验技术订单有所延迟，后续很快步入业绩恢复阶段。2017-2019 年营收增速保持 20% 以上，净利润增速保持 56% 以上。2020 年 Q1 业绩预告预计实现归母净利润 2.3 亿元-2.7 亿元，同比增长 58%-88%；预计非经常性损益为 1.2 亿元-1.5 亿元，业绩增长强劲。

图 4：2010-2019 公司营业总收入情况



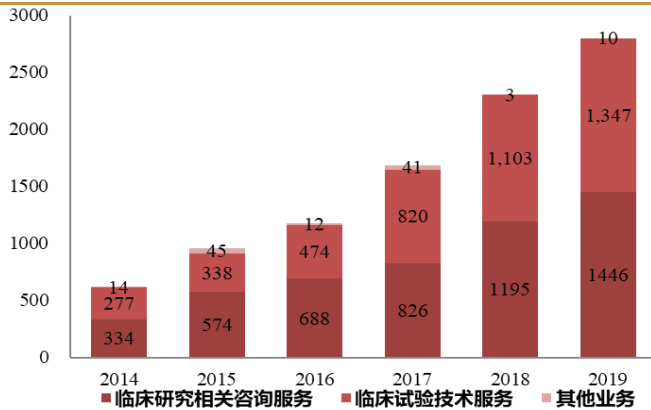
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2010-2019 归母净利润情况

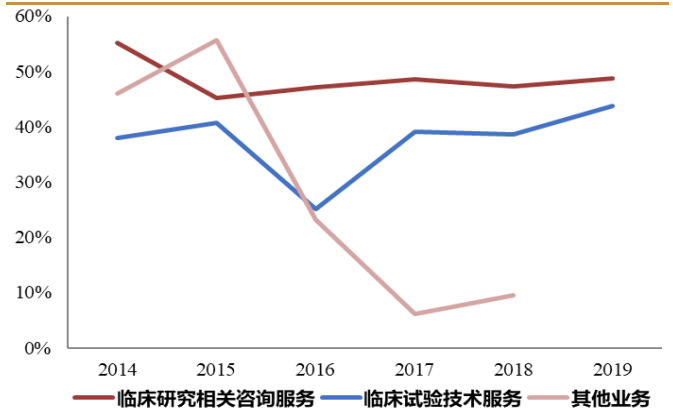


数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务可分为两大类，临床试验技术服务和临床研究相关咨询服务，2019 年收入分别为 13.5 亿元和 14.5 亿元，占比 48% 和 52%。临床研究咨询服务类系公司最大收入来源，近年来毛利率水平保持在 48% 左右，同其他类业务的毛利率相比最高。临床试验技术服务毛利率逐步上升，2019 年达到 43.8%。

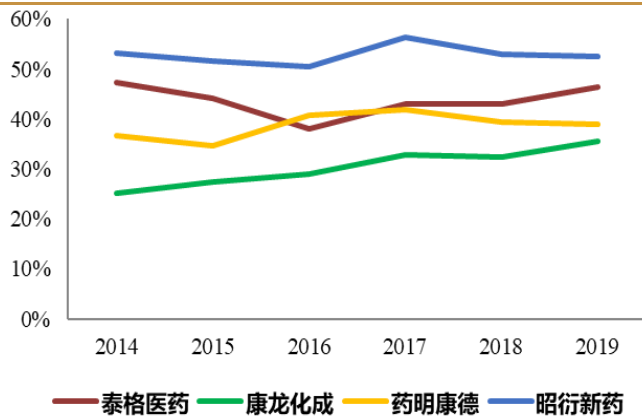
图 6: 2014-2019 年公司各类业务收入情况 (百万元)


数据来源: wind, 西南证券整理

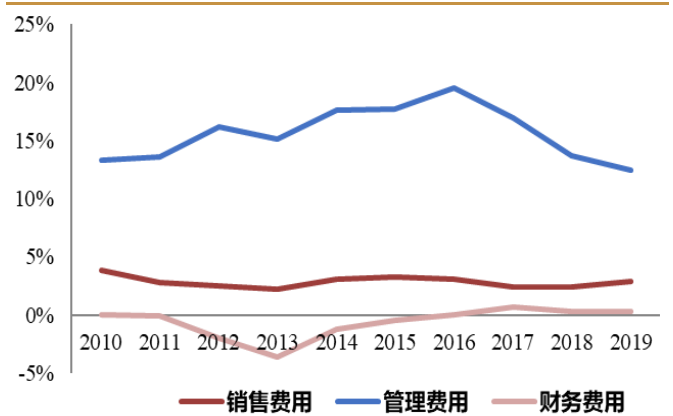
图 7: 2014-2019 年公司各类业务毛利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

毛利率水平有望进一步提升。CRO 企业的利润率较高, 公司整体毛利率处于行业中上水平, 未来通过进一步整合资源, 利用大数据服务平台, 毛利率水平有望进一步提升。近十年来, 公司三项费用率保持在较低水平, 2017-2019 年, 管理费用率进一步下降, 财务费用率略有上升系销售团队人员增加。2018、2019 年, 公司研发费用分别为 8803 万元、12405 万元, 占营业收入的比重分别为 3.8%、4.4%。

图 8: 2014-2018 年公司可与可比公司毛利率情况


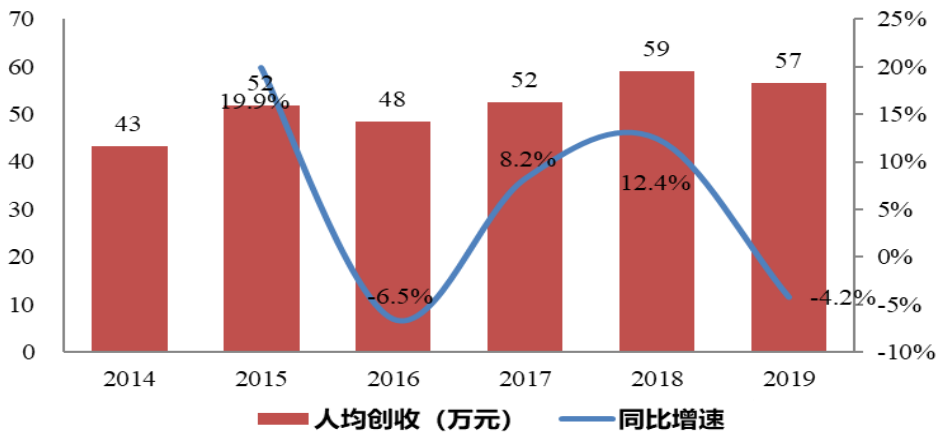
数据来源: wind, 西南证券整理

图 9: 2010-2019 三项费用率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

2 公司人均创收有望提高, 子公司方达加速全球化布局

公司始终坚持走在研发一线, 人均创收逐步提高。公司不断进行技术创新和自主研发核心技术, 以确保技术价值的持续输出。近五年来, 研发人数增加, 已应对不同的专业化服务; 研发投入金额不断提高, 用于研发人员工资、软件开发、系统使用等项目; 研发成果显著, 符合营收增长趋势。同时公司人均创收总体提高, 2018 年达 59 万元/人, 2019 年略降至 57 万元/人。CRO 企业是典型的人才密集型企业, 专业队伍保障公司未来业绩明朗。

图 10: 公司 2014-2018 年人均创收 (万元)


数据来源: WInd, 西南证券整理

表 1: 近 5 年公司研发投入情况

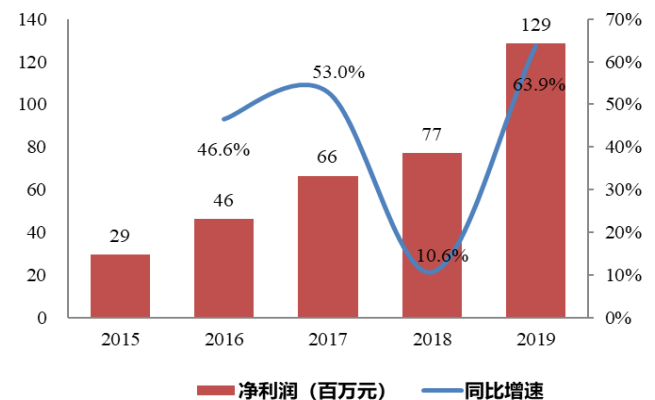
	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
研发人员数量 (人)	468	426	378	227	151
研发人员数量占比	9.44%	10.93%	11.76%	9.37%	8.18%
研发投入金额 (万元)	12404.93	8802.54	5861.38	4186.36	2753.87
研发投入占营业收入比例	4.43%	3.83%	3.47%	3.56%	2.88%

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

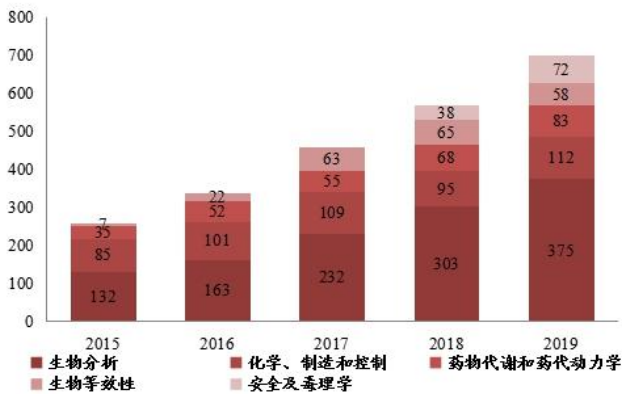
子公司 H 股上市, 经营表现亮眼。方达控股于 2019 年 5 月在港股上市, 其直接控股公司为香港泰格, 最终控股公司为杭州泰格, 主要业务为在药物研发过程中提供实验室相关服务及生物等效性研究等。公司营收和净利润稳步增长, 2019 年营业收入与净利润分别为 7.1 亿元、1.3 亿元, 2015-2019 年 CAGR 分别为 28.6%、44.6%; 核心业务生物分析服务的收入占比达到 53%; 业务布局中美两地, 美国、中国收入占比分别约 57.6%、29.6%。

图 11: 2015-2019 年公司营业收入情况

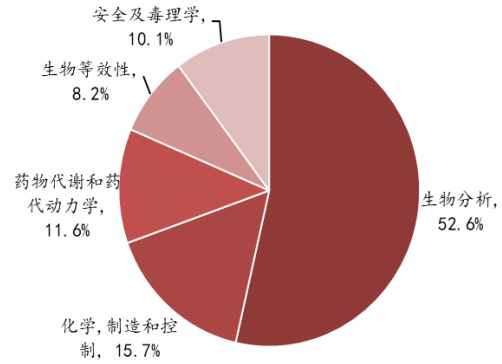

数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 2015-2019 年公司净利润情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 2015-2019 年公司各类业务收入情况 (百万元)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 14: 2019 年公司各类业务收入占比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

子公司自建产能与外延并购, 公司全球业务布局加强。2019 年期间, 方达已完成宾夕法尼亚埃克斯顿生物分析室的扩充, 以提供增强的生物标记物及生物制剂服务, 另外还在中国上海开设了新的实验室设施, 致力于小分子服务的生物分析工作和样品管理, 有效解决了服务能力的瓶颈。2019 年 11 月, 方达收购 RMI 全部股权, 拓展定量及定性药物代谢服务, 公司有望通过此项收购扩大产能及特定领域用户群。2019 年 12 月, 公司收购 BRI 全部股权, 其主要业务是为制药公司提供科学驱动的药物发现和提交研究性新药申请研究, 此项收购可将业务据点扩展到加拿大及北美西岸, 满足广泛客户的需求。我们认为, 子公司通过内生建设与外延并购, 不断拓展服务范围及全球业务布局, 将有利于增强公司在全球研发外包产业链上的综合竞争实力, 推动公司全球业务规模持续扩张。

3 盈利预测与估值

核心假设:

1) 创新药研发产业蓬勃发展, 全球临床研发外包服务的行业增速维持 10% 以上, 国内行业增速保持在 20% 左右。

2) 临床研究相关咨询服务、临床试验技术服务保持同步增长, 随着人均效率提升和高毛利业务拓展, 盈利能力提升。预计 2020-2022 年, 临床研究相关咨询服务的毛利率提升 0.3%、0.2%、0.1%, 为 49%、49.2%、49.3%; 临床试验技术服务的毛利率分别为 46.8%、47.8%、48.8%。

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	收入	2803.3	3572.8	4376.1	5229.7
	增速	21.8%	27.4%	22.5%	19.5%
	毛利率	46.5%	48.0%	48.6%	49.1%
临床研究相关咨询服务	收入	1446.5	1838.2	2244.1	2672.2
	增速	21.1%	27.1%	22.1%	19.1%
	毛利率	48.7%	49.0%	49.2%	49.3%
临床试验技术服务	收入	1346.7	1724.4	2121.9	2547.3

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	22.1%	28.1%	23.1%	20.1%
	毛利率	43.8%	46.8%	47.8%	48.8%
其他业务	收入	10.2	10.2	10.2	10.2
	增速	285.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 35.73 亿元、43.76 亿元和 52.30 亿元，归母净利润分别为 10.91 亿元、13.61 亿元、16.24 亿元，估算 2020-2022 年 EPS 分别为 1.46 元、1.82 元、2.17 元。公司作为国内临床 CRO 龙头企业，全面深化全球业务布局，随着创新药产业蓬勃发展，预计未来业绩延续较快增长。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603259.SH	药明康德	99.25	1.58	2.09	2.66	62.73	47.56	37.29
300759.SZ	康龙化成	65.02	0.97	1.30	1.74	67.05	49.98	37.37
603127.SH	昭衍新药	91.81	1.49	2.04	2.73	61.74	45.11	33.68
平均值						63.97	47.59	36.13

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 4 月 16 日），西南证券整理

4 风险提示

- 1) 疫情降低创新药产业发展增速的风险；
- 2) 海外经营的风险；
- 3) 人才流失的风险；
- 4) 医药行业政策变动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2803.31	3572.75	4376.10	5229.71	净利润	975.32	1264.27	1577.59	1881.92
营业成本	1500.41	1856.60	2249.54	2661.20	折旧与摊销	47.25	60.49	61.84	63.71
营业税金及附加	11.00	13.48	16.93	20.11	财务费用	9.56	10.72	13.13	15.69
销售费用	81.07	103.32	126.56	151.24	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	349.64	619.28	788.95	992.67	经营营运资本变动	-110.14	-235.98	-133.04	-170.38
财务费用	9.56	10.72	13.13	15.69	其他	-394.44	-501.52	-632.97	-776.16
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	527.56	597.98	886.56	1014.78
投资收益	179.83	376.47	489.93	636.79	资本支出	-160.66	-103.62	-120.56	-140.51
公允价值变动损益	185.00	125.05	145.03	138.37	其他	-477.49	470.64	603.15	736.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-638.15	367.01	482.59	595.75
营业利润	1084.65	1470.87	1815.96	2163.95	短期借款	260.94	-863.77	0.00	0.00
其他非经营损益	4.52	8.07	7.24	7.06	长期借款	33.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	1089.16	1478.94	1823.21	2171.02	股权融资	634.98	0.00	0.00	0.00
所得税	113.84	214.67	245.61	289.10	支付股利	-174.64	-168.33	-218.20	-272.27
净利润	975.32	1264.27	1577.59	1881.92	其他	679.95	-64.26	1.15	-1.09
少数股东损益	133.69	173.29	216.24	257.96	筹资活动现金流净额	1434.30	-1096.36	-217.04	-273.36
归属母公司股东净利润	841.63	1090.98	1361.35	1623.97	现金流量净额	1338.90	-131.36	1152.11	1337.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2042.31	1910.95	3063.06	4400.22	成长能力				
应收和预付款项	1152.70	1438.61	1754.14	2109.20	销售收入增长率	21.85%	27.45%	22.49%	19.51%
存货	1.21	1.49	-0.19	1.14	营业利润增长率	82.03%	35.61%	23.46%	19.16%
其他流动资产	173.75	115.07	140.95	168.44	净利润增长率	92.45%	29.63%	24.78%	19.29%
长期股权投资	109.71	109.71	109.71	109.71	EBITDA 增长率	71.79%	35.10%	22.62%	18.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	274.55	266.17	260.23	256.59	毛利率	46.48%	48.03%	48.59%	49.11%
无形资产和开发支出	1254.28	1307.76	1374.40	1456.82	三费率	15.71%	20.53%	21.22%	22.17%
其他非流动资产	2524.15	2553.06	2582.89	2619.82	净利率	34.79%	35.39%	36.05%	35.99%
资产总计	7532.65	7702.83	9285.20	11121.94	ROE	17.66%	19.18%	19.84%	19.68%
短期借款	863.77	0.00	0.00	0.00	ROA	12.95%	16.41%	16.99%	16.92%
应付和预收款项	568.18	656.08	816.30	978.01	ROIC	49.80%	56.16%	61.82%	66.31%
长期借款	36.50	36.50	36.50	36.50	EBITDA/销售收入	40.72%	43.16%	43.21%	42.90%
其他负债	542.55	418.96	481.71	547.09	营运能力				
负债合计	2011.00	1111.54	1334.51	1561.60	总资产周转率	0.47	0.47	0.52	0.51
股本	749.51	749.51	749.51	749.51	固定资产周转率	11.06	15.19	21.53	29.81
资本公积	1708.30	1708.30	1708.30	1708.30	应收账款周转率	3.02	2.99	2.99	2.95
留存收益	1934.52	2857.17	4000.32	5352.02	存货周转率	1740.10	1376.57	1363.62	1348.85
归属母公司股东权益	4225.46	5121.81	6264.96	7616.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.81%	—	—	—
少数股东权益	1296.19	1469.48	1685.72	1943.68	资本结构				
股东权益合计	5521.65	6591.29	7950.69	9560.34	资产负债率	26.70%	14.43%	14.37%	14.04%
负债和股东权益合计	7532.65	7702.83	9285.20	11121.94	带息债务/总负债	44.77%	3.28%	2.74%	2.34%
					流动比率	1.88	3.92	4.53	5.11
					速动比率	1.88	3.91	4.53	5.11
					股利支付率	20.75%	15.43%	16.03%	16.77%
					每股指标				
					每股收益	1.12	1.46	1.82	2.17
					每股净资产	5.64	6.83	8.36	10.16
					每股经营现金	0.70	0.80	1.18	1.35
					每股股利	0.23	0.22	0.29	0.36
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1141.46	1542.08	1890.93	2243.35					
PE	68.46	52.81	42.32	35.48					
PB	13.64	11.25	9.20	7.56					
PS	20.55	16.13	13.17	11.02					
EV/EBITDA	47.31	34.50	27.51	22.58					
股息率	0.30%	0.29%	0.38%	0.47%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn