

业绩符合预期

⑤ 2020年业绩符合预期

2020年公司实现营业收入31.92亿元，同比增长13.88%；归属母公司净利润为17.50亿元，同比增长107.9%；扣非后归母净利润为7.08亿元，同比增长26.89%；每股收益2.20元，业绩符合预期。利润分配方案为：每10股派发现金红利3元（含税）。

⑤ 在手订单充足，财务稳健

2020年公司新增合同金额55.36亿元，同比增长30.86%；累计待执行合同金额72.60亿元，同比增长44.88%，在手订单充足。公司自2010年以来，营业收入一直保持正增长，由2010年的1.23亿元增长到2020年的31.92亿元，年均复合增长率为38.51%，近三年收入基数变大，增速放缓，未来有望继续保持稳定增长。归母净利润2016年之后进入了高速发展期，2010-2020年年均复合增长率49.34%，高于收入年均复合增长率，这主要得益于公司对外投资取得了突破性进展。

⑤ 盈利预测及投资建议

我们预测2021-2023年营业收入分别为42.46亿元、54.35亿元和67.93亿元，同比增长分别为33%、28%和25%；归属母公司净利润分别为19.81亿元、23.24亿元和26.49亿元，同比增长分别为13.2%、17.3%和14.0%；每股收益分别为2.27元、2.66元和3.04元，对应PE分别为65倍、55倍和48倍，给予推荐评级。

⑤ 风险提示

1、医药行业政策风险；2、CRO行业资质风险；3、CRO市场竞争风险；4、对外投资失败的风险等。

图表：财务数据及估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	2,803.3	3,192.3	4,245.7	5,434.5	6,793.2
同比增长(+/-%)	21.8%	13.9%	33.0%	28.0%	25.0%
归母净利润（百万元）	841.6	1,749.8	1,980.7	2,324.1	2,648.7
同比增长(+/-%)	78.2%	107.9%	13.2%	17.3%	14.0%
每股收益（元）	0.96	2.01	2.27	2.66	3.04
PE	151.87	73.05	64.53	55.00	48.26
PB	30.25	7.93	7.20	6.50	5.85

推荐

市场表现 截至 2021.04.08



市场数据 2021-04-08

A股收盘价（元）	146.50
一年内最高价（元）	194.00
一年内最低价（元）	69.56
上证指数	3,482.55
市净率	7.9
总股本（万股）	87,248
实际流通A股（万股）	56,724
限售流通A股（万股）	18,212
流通A股市值（亿元）	831.0

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-85556193

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

目 录

一、2020 年业绩符合预期.....	4
二、在手订单充足，保障可持续发展.....	4
三、2020 年分产品来看毛利率变化情况.....	5
1、临床试验技术服务毛利率略有增长.....	5
2、临床试验相关服务及实验室服务毛利率略有下滑.....	6
四、财务稳健.....	7
五、盈利预测及投资建议.....	8
六、风险提示.....	9

图表目录

图表 1: 2019 年收入结构情况	4
图表 2: 2020 年收入结构情况	4
图表 3: 2015-2020 年新增合同金额及增速 (亿元、%)	5
图表 4: 2015-2020 年累计待执行合同金额及增速 (亿元、%)	5
图表 5: 公司临床试验技术服务内容	5
图表 6: 公司临床试验相关服务及实验室服务内容	6
图表 7: 营业收入变化情况	7
图表 8: 归母净利润变化情况	7
图表 9: 毛利率及净利率变化情况	8
图表 10: 三项费用率变化情况	8
图表 11: 无形资产变化情况	8
图表 12: 商誉变化情况	8

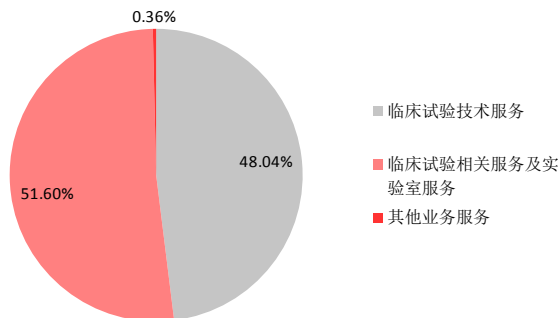
一、2020 年业绩符合预期

2020 年公司实现营业收入 31.92 亿元，同比增长 13.88%；归属母公司净利润为 17.50 亿元，同比增长 107.9%；扣非后归母净利润为 7.08 亿元，同比增长 26.89%；每股收益 2.20 元，业绩符合预期。利润分配方案为：每 10 股派发现金红利 3 元（含税）。

2020 年收入结构分产品来看：临床试验技术服务实现收入 15.19 亿元，占比 47.59%；临床试验相关服务及实验室服务实现收入 16.57 亿元，占比 51.91%；其他业务服务实现收入 0.16 亿元，占比 0.50%。

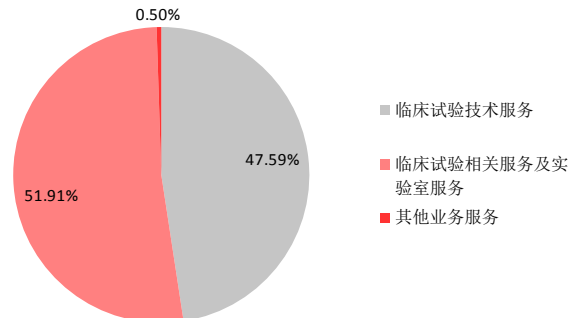
2019 年公司实现收入 28.03 亿元，同比增长 21.85%；归母净利润为 8.42 亿元，同比增长 78.24%。收入结构分产品来看：临床试验技术服务实现收入 13.47 亿元，占比 48.04%；临床试验相关服务及实验室服务实现收入 14.46 亿元，占比 51.60%；其他业务服务实现收入 0.10 亿元，占比 0.36%。

图表 1：2019 年收入结构情况



数据来源：WIND、华融证券整理

图表 2：2020 年收入结构情况



数据来源：WIND、华融证券整理

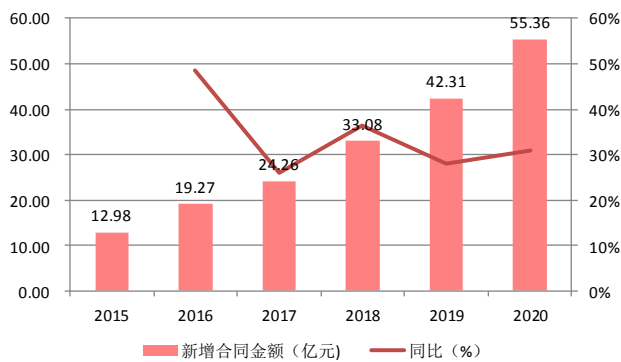
分地区来看，2020 年境外收入 12.86 亿元，占收入比重 40.27%；境内收入 19.07 亿元，占收入比重为 59.73%；2019 年境外收入比重为 42.92%；境内收入占比为 57.08%。新冠肺炎疫情全球蔓延，境内创新药临床试验业务发展较快，从而使境内收入占比得到进一步提升。

二、在手订单充足，保障可持续发展

2020 年公司新增合同金额 55.36 亿元，同比增长 30.86%；累计待执行合

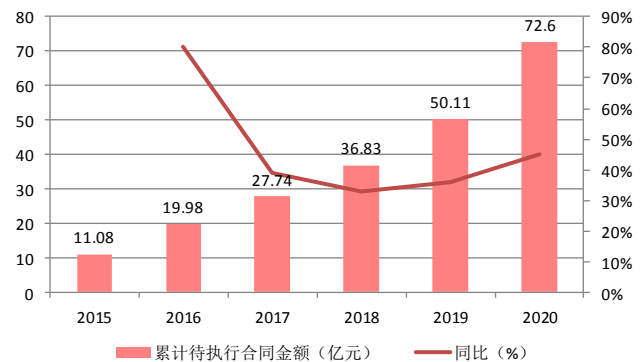
同金额 72.60 亿元，同比增长 44.88%。

图表 3: 2015-2020 年新增合同金额及增速 (亿元、%)



数据来源: 公司公告、华融证券整理

图表 4: 2015-2020 年累计待执行合同金额及增速 (亿元、%)



数据来源: 公司公告、华融证券整理

我们通过整理 2015-2020 年公司新增合同金额及每年末累计待执行合同金额情况发现，累计待执行合同金额的增速绝大多数年份高于新增合同金额增速，这也是保障公司快速发展的源泉。

三、2020 年分产品来看毛利率变化情况

1、临床试验技术服务毛利率略有增长

公司临床试验技术服务是提供创新药物、仿制药及医疗器械临床试验运作服务及与临床试验直接相关的配套服务，包括医学撰写、翻译、注册服务和药物警戒服务等。

图表 5: 公司临床试验技术服务内容

序号	服务项目	服务内容
1	药物临床研究服务	2020年公司覆盖138个国内服务网点和1200余家药物临床试验机构，超过230个创新药项目同步实施和运行。报告期内，公司在研项目中核查的16个产品及32家中心，均已通过核查。公司开展20余个国际多中心临床试验项目(MRCT)，项目覆盖北美、南美、亚太和欧洲等20多个国家地区；公司在海外运行和实施地区临床试验项目超过90个，主要在韩国和澳大利亚开展。
2	医学注册服务	报告期内，公司药品注册服务的客户数量同比增长34%，项目累计数量同比增长30%，其中IND（新药临床试验申请）项目数量同比增长160%，NDA（新药上市申请）项目数量同比增长33%，FDA IND项目数量同比增长300%，CTA（境外生产且境外已经上市品种在中国申请临床研究）项目数量同比增长125%，其他服务（包括注册咨询、

		原辅包备案、沟通交流会以及 BE 备案等) 项目数量同比增长 81%。
3	医疗器械服务	公司进一步扩大了 IVD 服务能力, 并创新开展医疗器械 RBM (Risk Based Monitoring) 对外服务能力, 扩大医疗器械检测领域, 已逐步覆盖医疗器械生物学评价、洁净室 (区)、灭菌设备、消毒技术规范、化学领域、电气检测、化妆品, 共 7 大类 304 个标准 (方法)。公司已搭建 60 余个国内服务网点, 覆盖全国超过 600 家医疗器械临床试验服务机构。
4	临床药理服务	2020 年公司收购上海谋思部分股权后其成为公司控股子公司, 上海谋思是国内首家提供临床药理服务的 CRO 公司, 专注于临床药理、建模与模拟、临床试验方案设计、PK 数据分析、数据管理等服务, 其核心技术为应用计算机建模与模拟以指导药物临床研发。
5	药物警戒服务	泰格益坦是一家具有国际化标准的药物警戒/药物安全方面的 CRO 公司, 致力于成为全球制药、生命科学以及 CRO 公司的战略合作伙伴。2020 年泰格益坦合同额同比增长 53%, 新增超过 20 家客户, 新增 100 余个项目。泰格益坦新增医学监查业务 (MM)。
6	医学翻译服务	2020 年公司合并北京雅信诚, 合并后公司医学翻译人员规模 300 余人, 年翻译量超过 6 亿汉字。
7	稽查和第三方培训服务	泰兰医药专注于独立第三方稽查服务和全方位培训服务, 专注于医药领域的质量管理。

数据来源: 2020 年年报, 华融证券整理

2020 年临床试验技术服务毛利率 50.13%, 同比增长了 6.33%。主要原因有: 临床试验过手费下降; 医学注册、药物警戒等业务受疫情影响较小, 增长快且毛利率更高; 新增合并子公司北京雅信诚和上海谋思的临床试验技术服务所致等。

2、临床试验相关服务及实验室服务毛利率略有下滑

公司提供在药物开发过程中其他的重要服务, 包括数据管理及统计分析、临床试验现场管理及受试者招募、医学影像以及子公司方达控股提供的实验室服务等。

图表 6: 公司临床试验相关服务及实验室服务内容

序号	服务项目	服务内容
1	实验室服务	实验室服务业务主要由公司子公司方达控股承担。
2	数据管理和统计分析服务	2020 年数据管理和统计分析业务客户数量同比增长超过 20%, 项目数量同比增长超过 30%, 全球数统专业人员超过 500 人。

3	临床试验现场管理和招募服务	公司拥有覆盖国内各个主要城市的临床试验现场管理组织 (SMO) 团队, SMO 业务涵盖 I-IV 期临床、真实世界研究及器械项目, 杭州思默已入选 50 余家临床试验机构的优选 SMO 名单, 为国内 1000 余家医院提供专业服务。2020 年 SMO 业务新增服务类型包括 CD47 单抗、BCL2 抑制剂、Pi3k 抑制剂、GLP 类治 (糖尿病药物治疗机制之一)、NTRK 罕见基因突变等。
4	影像分析服务	2020 年公司影像分析业务同比新增客户 18 家, 并助力 3 款新药及器械成功上市 (江苏豪森阿美替尼、萌蒂制药普拉曲沙、礼来制药和信达生物联合开发利妥昔单抗), 多个项目进入 NDA 申报。
5	临床试验信息化服务	嘉兴易迪希作为临床研究领域云解决方案领导者, 拥有多个核心技术及独家专利, 业务覆盖临床试验信息系统及专业服务等领域。2020 年度嘉兴易迪希大力开拓国际项目市场业务, 系统主要应用于欧洲、亚太、美国等多个国家地区的大型临床研究, 客户数量同比增长 30%, 项目数量同比增长 35%。

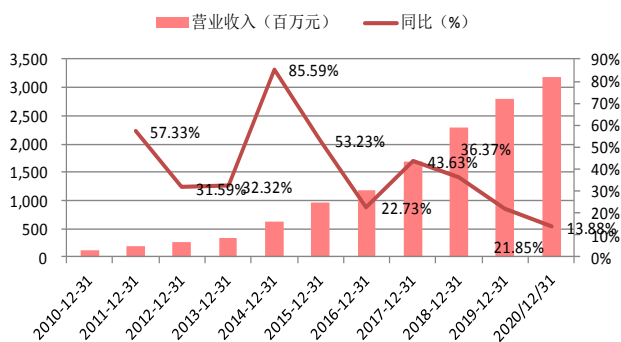
数据来源: 2020 年年报, 华融证券整理

2020 年临床试验相关服务及实验室服务毛利率 44.59%, 同比降低 4.06%。主要是由于受新冠肺炎疫情影响, 实验室服务和临床试验现场管理及患者招募服务等毛利率降低所致。

四、财务稳健

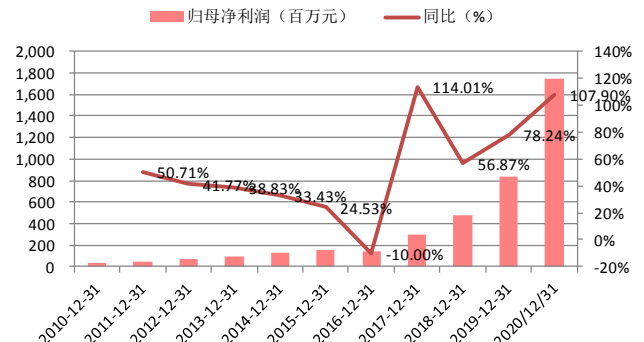
公司自 2010 年以来, 营业收入一直保持正增长, 由 2010 年的 1.23 亿元增长到 2020 年的 31.92 亿元, 年均复合增长率为 38.51%, 近三年收入基数变大, 增速放缓, 未来有望继续保持稳定增长。

图表 7: 营业收入变化情况



数据来源: WIND、华融证券整理

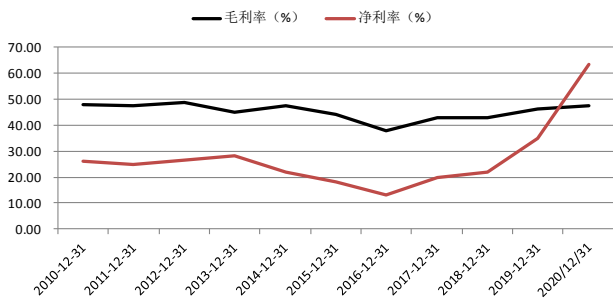
图表 8: 归母净利润变化情况



数据来源: WIND、华融证券整理

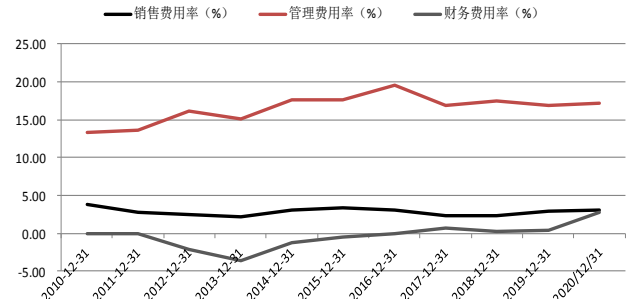
归母净利润 2016 年之后进入了高速发展期, 2010-2020 年年均复合增长率 49.34%, 高于收入年均复合增长率。这主要得益于公司对外投资取得了突破性进展, 属于其他非流动金融资产持有期间及处置的投资收益和其他非流动金融资产公允价值变动收益, 2020 年这部分收益高达 12.54 亿元, 这也是非经常性损益最大的部分, 最终非经常性损益合计为 10.42 亿元。

图表 9: 毛利率及净利率变化情况



数据来源: WIND、华融证券整理

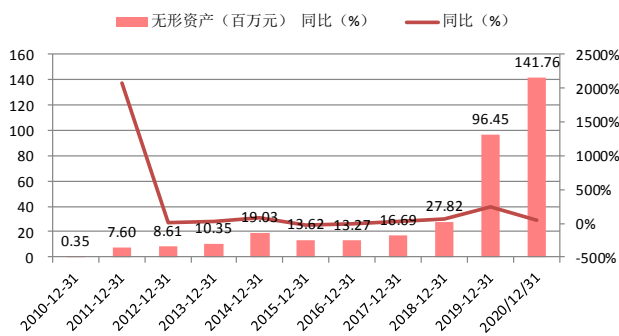
图表 10: 三项费用率变化情况



数据来源: WIND、华融证券整理

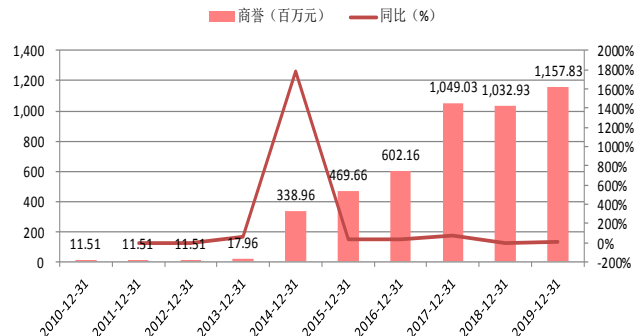
公司毛利率除 2016 年外一直维持在 40% 以上, 净利率变化较大, 主要是由于非经常性损益变化较大所致。公司经营稳健, 三项费用率一直控制较好, 维持在 20% 上下。

图表 11: 无形资产变化情况



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 12: 商誉变化情况



数据来源: WIND、华融证券整理

公司 2012 年 8 月 17 日登陆创业板之后开启对外并购之路, 商誉由 2010 年的 0.11 亿元增长到 2020 年的 14.45 亿元, 年均复合增长率 62.13%; 无形资产也由 2010 年的 35 万元增长到 2020 年的 1.42 亿元, 年均复合增长率 82.28%。

公司下属控股及参股子公司数量也出现较大波动, 由 2012 年的 7 家直接增长到 2020 年的 80 多家, 其中 2020 年对外投资额为 23.04 亿元, 同比大幅增长 218.53%。

五、盈利预测及投资建议

2020 年年报利润分配情况为每 10 股派发现金红利 3 元 (含税), 目前分配方案还未执行。我们预测 2021、2022 和 2023 年均不进行股份转增和股票公开或非公开发行, 2021-2023 年股本数量均为 8.72 亿股, 我们预测 2021-2023 年营业收入分别为 42.46 亿元、54.35 亿元和 67.93 亿元, 同比增长分别为 33%、28%和 25%; 归属母公司净利润分别为 19.81 亿元、23.24 亿元和 26.49 亿元, 同比增长分别为 13.2%、17.3%和 14.0%; 每股收益分别为 2.27 元、2.66 元和 3.04 元, 对应 PE 分别为 65 倍、55 倍和 48 倍, 给予推荐评级。

六、风险提示

- 1、医药行业政策风险
- 2、CRO 行业资质风险
- 3、CRO 市场竞争风险
- 4、对外投资失败的风险等

附表:
资产负债表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,370.0	11,646.0	14,012.4	16,427.9	19,302.4
现金	2,042.3	10,123.9	11,552.5	13,616.8	16,086.9
交易性投资	0.0	26.0	26.0	26.0	26.0
应收票据	5.7	4.8	0.0	5.2	7.6
应收款项	1,074.7	490.9	1,326.4	1,613.8	1,945.4
其他应收款	46.2	102.1	136.1	173.5	216.3
存货	1.2	4.7	2.5	3.9	5.7
其他	199.8	893.6	969.0	988.7	1,014.5
非流动资产	4,162.7	7,860.1	8,000.6	8,147.8	8,258.2
长期股权投资	109.7	60.3	60.3	60.3	60.3
固定资产	252.2	300.4	316.2	340.8	357.1
无形资产	96.4	141.8	197.5	248.2	296.3
其他	3,704.3	7,357.7	7,426.6	7,498.5	7,544.4
资产总计	7,532.7	19,506.1	22,013.0	24,575.7	27,560.5
流动负债	1,650.4	654.7	1,186.4	1,433.2	1,750.4
短期负债	863.8	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	75.2	101.3	147.8	158.1	214.4
预收账款	258.0	0.0	403.3	448.6	457.8
其他	453.5	553.4	635.3	826.5	1,078.2
长期负债	102.6	229.2	255.5	290.3	336.4
长期借款	36.5	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	66.1	229.2	255.5	290.3	336.4
负债合计	1,753.0	883.9	1,441.9	1,723.6	2,086.8
股本	749.5	872.5	872.5	872.5	872.5
资本公积金	1,708.3	11,998.2	11,998.2	11,998.2	11,998.2
留存收益	1,934.5	3,475.7	5,107.5	7,016.5	9,214.1
少数股东权益	1,296.2	1,739.9	2,057.0	2,429.1	2,853.1
母公司所有者权益	4,225.5	16,118.6	17,750.4	19,659.4	21,857.0
负债及权益合计	7,532.7	19,506.1	22,013.0	24,575.7	27,560.5

现金流量表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	506.4	943.9	493.4	1,141.5	1,511.5
净利润	975.3	2,029.0	2,297.8	2,696.1	3,072.7
折旧摊销	47.3	85.4	85.2	99.7	114.3
财务费用	34.1	197.9	-166.7	-201.4	-237.6
投资收益	-179.4	-282.9	-158.6	-184.9	-201.5
营运资金变动	-168.6	-41.0	-410.9	-109.6	-94.4
其他	-202.3	-1,044.5	-1,153.4	-1,158.4	-1,142.0
投资活动现金流	-638.2	-2,367.4	1,091.0	1,101.7	1,126.0
资本支出	312.6	-192.4	-206.5	-220.3	-213.4
其他投资	-950.7	-2,175.0	1,297.5	1,322.0	1,339.4
筹资活动现金流	907.2	9,740.7	-155.8	-179.0	-167.4
借款变动	294.0	-900.3	0.0	0.0	0.0
普通股增加	249.3	123.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	385.7	10,289.9	0.0	0.0	0.0
股利分配	-174.6	-208.2	-348.9	-415.1	-451.1
其他	152.8	436.3	193.0	236.1	283.7

利润表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,803.3	3,192.3	4,245.7	5,434.5	6,793.2
营业成本	1,500.4	1,678.0	2,462.5	3,097.7	3,872.1
营业税金及附加	11.0	10.9	17.0	21.7	27.2
营业费用	81.1	96.6	127.4	163.0	203.8
管理费用	349.6	390.6	551.9	679.3	849.1
财务费用	9.6	88.1	-166.7	-201.4	-237.6
资产减值损失	0.0	5.4	3.7	6.0	7.2
公允价值变动净收益	185.0	1,137.9	1,137.9	1,137.9	1,137.9
投资收益	179.8	283.8	159.0	185.4	202.0
营业利润	1,084.6	2,222.3	2,546.7	2,991.3	3,411.2
营业外收入	5.9	9.5	10.9	9.6	9.0
营业外支出	1.4	13.1	4.5	5.2	6.1
利润总额	1,089.2	2,218.7	2,553.1	2,995.7	3,414.2
所得税	113.8	189.7	255.3	299.6	341.4
净利润	975.3	2,029.0	2,297.8	2,696.1	3,072.7
少数股东权益	133.7	279.2	317.1	372.1	424.0
归属母公司所有者净利润	841.6	1,749.8	1,980.7	2,324.1	2,648.7
EPS (元)	0.96	2.01	2.27	2.66	3.04

主要财务比率

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
同比增长率					
营业收入	21.8%	13.9%	33.0%	28.0%	25.0%
营业利润	82.0%	104.9%	14.6%	17.5%	14.0%
净利润	78.2%	107.9%	13.2%	17.3%	14.0%
盈利能力					
毛利率	46.5%	47.4%	42.0%	43.0%	43.0%
净利率	34.8%	63.6%	54.1%	49.6%	45.2%
ROE	19.9%	10.9%	11.2%	11.8%	12.1%
ROIC	16.8%	12.7%	12.0%	12.6%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	8.4%	10.0%	10.1%	10.3%
流动比率	1.88	10.22	8.39	8.57	8.64
速动比率	1.84	10.19	8.34	8.53	8.60
营运能力					
资产周转率	0.37	0.16	0.19	0.22	0.25
存货周转率	1244.52	355.42	993.03	796.73	680.36
应收账款周转率	2.59	6.44	3.20	3.36	3.48
每股资料 (元)					
每股收益	0.96	2.01	2.27	2.66	3.04
每股经营现金	0.70	1.14	0.57	1.31	1.73
每股净资产	4.84	18.47	20.35	22.53	25.05
每股股利	0.20	0.24	0.40	0.44	0.44
估值比率					
PE	151.87	73.05	64.53	55.00	48.26
PB	30.25	7.93	7.20	6.50	5.85

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 11 层 (100020)

传真：010-85556155

网址：www.hrsec.com.cn