

美迪西(688202)

规模效应体现的国内临床前一体化 CRO

——美迪西深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：孙建 021-80105933
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

2020年上市首年的美迪西以其亮眼的业绩及市场表现吸引了投资者们的注意。作为高景气赛道的涨幅领跑者，美迪西的业绩确定性、未来的可持续性及其公司的短中长期的支撑点是我们本篇报告中重点讨论的问题。我们认为立足国内的CRO企业的快速发展本质是创新药企对高效创新能力的的需求升级，因此也将在CDE政策与国际的逐步接轨中进一步受益。

投资要点

□ 是什么成就了美迪西？

美迪西自上市后以其1.5年814%的涨幅领跑CXO，我们认为这与公司的优秀业绩及新签订单高速增长带来的短期确定性密不可分。而作为成立了超17年的老牌CXO，除去行业高景气外，上市后的耀眼表现也是公司明确平台化发展策略、目标客户差异化选择叠加品牌力的体现。在分析客户结构时我们发现，公司以境内客户为主（超70%），与我们理解的具有较强离岸属性业务的客户构成具有明显差异。我们认为公司目标客户的不同决定了公司发展节奏的不同，也决定了公司更受国产创新药研发以及自身规模扩张节奏的影响，2020年开始公司业绩加速也开始验证我们这种判断。

□ 需求市场分析：中小公司渐成主力，国内景气度远超海外

- (1) 中小公司渐成主力：**据Pharmaproject的统计数据来看，全新药管线愈发分散，中小型药企占比逐渐增长。我们认为，对于外包行业的意义主要体现在三方面：①随着研发外包需求主体Biotech的管线增加，CRO行业有望景气度持续上升。②随着大药企创新药研发回报率的降低，CRO外包率持续上升。③随着Biotech等管线研发进度的持续推进，为CRO向CDMO拓展一体化平台提供了更强的可能。
- (2) 国内景气度远超海外：**从IND申报数据来看，2017-2020国内CAGR 41.73%，美国FDAIND CAGR 15.77%。我们发现无论从市场研发投入、投融资景气度角度及IND申报数来看，国内景气度远超海外，国产创新药有望在未来3-5年迎来爆发。
- (3) 政策推动创新升级，成就CXO最好的时代：**2015年以来，包括722临床数据核查、加入ICH、集采医保控费及2021年7月2日，CDE发布的新指导原则均显示着国内监管的积极变化。坚持国际接轨、创新升级，将资源聚焦高投入、高风险、高回报的真创新是大势所趋。这也决定了在创新升级背景下，企业的研发投入及外包率均有望提升，而如美迪西一样的深耕国内17载的临床前CRO龙头有望在政策助推下迎来最好的时代。

□ 外包市场分析：工程师红利+一体化成就中国CRO

- (1) 全球外包率提升带动CRO行业高速发展。**全球新药研发外包率已经从2015年的23.8%提升至2020年31.4%，奠定了CRO行业长期高景气度的基础。

评级

增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥406.31

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.76
4Q/2020	0.91
3Q/2020	0.48
2Q/2020	0.53



公司简介

公司是一家专业的生物医药临床前综合研发服务CRO，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一站式新药研发服务。公司的CRO服务涵盖药物发现、药学研究以及临床前研究。公司拥有全面的临床前新药研发能力及丰富的研发经验，公司创始人CHUN-LIN CHEN先生是“千人计划”国家特聘专家，各业务板块主要管理人员都在医药研发领域经验丰富，公司的研究质量控制体系达到国际先进水平。

相关报告

(2) 中国 CXO 的更高景气因为工程师红利，更因为于一体化升级。我们不可否认国内 CXO 起步晚但高速发展的重要切入点来源于大量高素质人才的低成本支撑。但我们认为，近年来中国的头部公司的增长及在二级市场享受比海外更高估值的主要原因来源于两方面：①一体化的商业模式对行业中其他的公司是降维打击。②在规模化中突破市占率瓶颈。

因此我们认为，已经拓展了较强的临床前一体化服务平台的美迪西有望在未来国际化市场拓展中享受更高的市场份额，而公司准备积极拓展的小分子 CDMO 方向也将为公司未来带来较大弹性。

□ 美迪西：临床前一体化 CXO

专注临床前研究的一站式外包服务商。美迪西成立于 2004 年，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，药学研究和临床前研究。公司深耕临床前 17 载，逐渐完成了从技术积累到品牌建立再到高速发展的新阶段。

分板块看，2016-2020 年在规模化及管理能力提升下，人工及制造成本持续下降，盈利能力稳步上升。分板块来看，药物发现及药学研究板块盈利能力自上市以来略有下滑，主要由于较低盈利能力的化学药物发现板块占比的增大。2020 年随着境外较高毛利的大项目占比的增加，毛利率略提升 0.92pct。我们认为此板块是公司离岸属性最强的业务，有望最大程度受益于海外业务的拓展，盈利能力或持续走高。临床前研究毛利率自上市以来持续提升，2020 年毛利率 45.52%，较 2019 年提升 9.91pct。在分析成本构成中我们发现，2018 年以来制造成本比例不断上涨，主要由于食蟹猴价格明显上涨。但公司仅将成本转移给客户，因此对毛利率有一定的负面作用。因此，毛利率的上涨主要由于人工成本在管理效率提升下及制造成本的规模化效应下的提升。我们认为，公司在规模壮大的同时，不断优化自身管理，提升设备和运营效率。我们预测随着公司管理能力的提升及规模化效应的体现，临床前业务毛利率有望实现进一步增长。

技术方面上，公司在 ADC 及抗体药领域已经积累较强经验，2020 年逐步建立和完善了 PROTAC 药物发现技术平台及 DEL 化合物库筛选技术，加强药物发现平台能力，有望凭借技术优势把握早期客户为临床前综合业务板块的业绩提升提供后续力。

□ 看未来：短期看新签订单，中期看产能兑现，长期看结构转型

短期：新签订单较高增长，短期确定性强。2020 年新签订单达 13.07 亿，同比增速 112.04%。历史数据看，新签订单量对后续一年收入体量指引性强。从收入确认节奏来看，各板块订单有望在 1 年内兑现。

中期：产能持续拓展，有望释放新增量。公司拥有 7.38 万平方米的研发实验室，已投入使用的实验室面积达 3.81 万平方米。其中，南汇区域总计 5.2 万平方米的房产已投入 1.6 万平方米作为研发实验室。另外 1.9 万平米的临床前研究动物房及 9000 多平方的药物发现实验室计划 2021 年下半年逐步投产。

长期：客户结构的转型及一体化的持续拓展或为公司带来收入、盈利能力的双提升。公司在 2020 年年报中也披露，未来会加大海外板块的服务力度，成立药物发现板块国际服务部，持续扩大境外业务的规模，客户结构的改变有望提升盈利能力。长期看，随着公司服务客户及管线的不断成长，扩展药物 CDMO 服务以及构建生物药一体化研究服务平台是公司发展的长期战略。

□ 盈利预测及估值

考虑到公司作为综合一体化临床前医药外包服务商，一站式平台服务优势较为明显，募投项目有望加快临床前研究项目申报平台及海内外市场布局。我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.25、6.62、10.29 元，对应 2021 年 7 月 9 日收盘价 PE 分别为 96、61 及 39 倍。参照可比公司及公司在临床前综合服务领域的较高增速 2021-2023 CAGR 70%，首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

原材料涨价，创新药受政策影响景气度下滑，核心技术人员流失，人力成本上升，公司管理风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	666	1316	2007	3059
(+/-)	48.19%	97.56%	52.51%	52.47%
净利润	129	264	411	638
(+/-)	94.35%	103.66%	55.85%	55.34%
每股收益 (元)	2.09	4.25	6.62	10.29
P/E	195	96	61	39

正文目录

1. 是什么成就了美迪西?	6
2. 创新药行业: 格局改变, 创新升级	7
2.1. 中小公司渐成主力	7
2.2. 国产创新药奋起直追	8
2.3. 政策推动创新升级, 成就 CXO 最好的时代	9
3. 外包行业: 工程师红利+一体化成就中国 CRO	10
4. 美迪西: 临床前一体化 CXO	13
4.1. 定位: 深耕国内十七载的临床前一体化 CXO	13
4.2. 人才及技术是公司长远发展的核动力	16
4.3. 看未来: 短期看新签订单, 中期看产能兑现, 长期看结构转型	18
5. 盈利预测与投资建议	21
5.1. 公司业务拆分和预测假设	21
5.2. 可比公司估值与投资建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

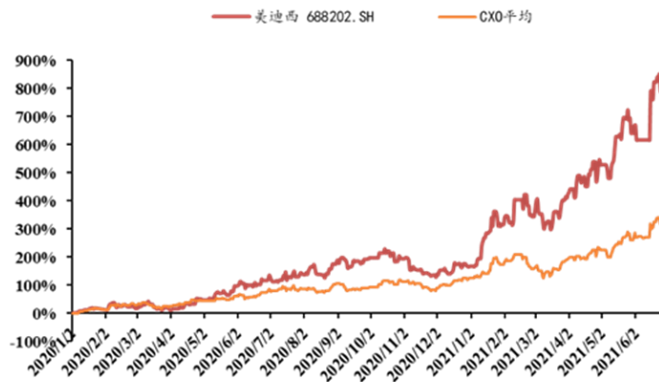
图 1: 2020 年初至今美迪西及 CXO 平均涨跌幅	6
图 2: 2020-2021H1 CXO 累计涨跌幅前 10 名	6
图 3: 2020 年主要 CXO 收入及利润增长率	6
图 4: 2017-2020 美迪西新签订单金额	6
图 5: 2020 年美迪西境内及境外收入占比	7
图 6: 2020 年境外收入业务板块组成	7
图 7: 2010-2020 年全球新药研发管线总数及不同规模公司占比	8
图 8: 2016-2021 年中国医药研发投入金额及增速	8
图 9: 2010 年以来国内外生物医药投融资金额及增速	8
图 10: 2017Q1-2020Q1 进口 IND 数据	9
图 11: 2002-2020 年国产创新药 IND 申请数量	9
图 12: 2015-2021 年医药外包率	10
图 13: 2016-2021 年全球 CRO 市场规模 (亿美元)	11
图 14: 2016 年-2021 年中国 CRO 市场规模 (亿美元)	11
图 15: 2020 年海内外 CXO 人均薪酬 (万人民币)	11
图 16: 国内 CXO 的一体化布局	12
图 17: 公司主要服务板块和项目	13
图 18: 美迪西发展历程	14
图 19: 2014-2020 年公司总收入及增速	14
图 20: 2014-2020 年公司归母净利润及增速	14
图 21: 2016-2020 年三大板块平均占比	15

图 22: 2016-2020 年公司主营业务收入情况	15
图 23: 2014-2020 年公司各大业务板块毛利率	15
图 24: 公司境内境外毛利率	15
图 25: 2016-2020 药物发现与药学研究大项目毛利率	16
图 26: 2017-2020Q3 食蟹猴价格变化	16
图 27: 2016-2020 药物发现与药学研究成本构成	16
图 28: 2016-2020 临床前研究成本构成	16
图 29: 美迪西技术平台优势	17
图 30: 2017-2020 年公司新签订单整体情况	18
图 31: 2017-2020 年公司新签订单分板块情况	18
图 32: 公司目前产能布局	19
图 33: 2014-2020 年公司主营业务收入地区占比	20
图 34: 2016-2019H1 年公司境内外前五大客户占当地占比	20
图 35: 2016-2020 年药物发现和药学研究板块可比公司毛利率	20
图 36: 2016-2020 年可比公司境外收入占比	20
图 37: 2018-2020 年公司人均创收 (万元)	21
图 38: 2018-2020 年公司人均创利 (万元)	21
表 1: 公司核心人员介绍	18
表 3: 盈利预测 (百万元)	22
表 2: 可比公司估值	23
表附录: 三大报表预测值	24

1. 是什么成就了美迪西？

二级市场表现引人关注，上市后美迪西涨幅持续领跑 CXO。作为最早一批成立的 CRO 公司，美迪西自上市以后以其强大的业绩表现及在二级市场的骄人涨幅获得了大量投资者的关注。2019 年 11 月 5 日，美迪西成为第一批在科创板上市的 CXO 公司，2020-2021H1 公司累计涨幅 814%，远超 CXO 行业平均水平（累计涨幅 330.60%），成为 CXO 高景气赛道中二级市场的领跑者。

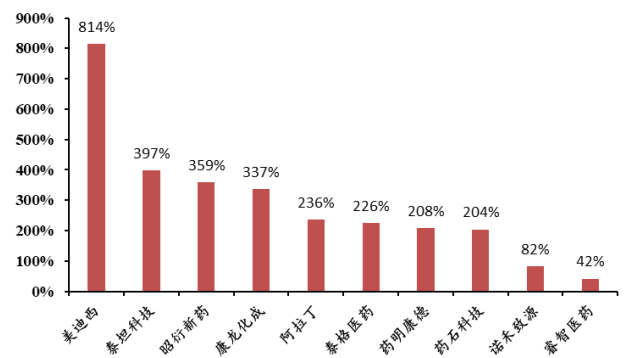
图 1：2020 年初至今美迪西及 CXO 平均涨跌幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：CXO 公司选取药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、博腾股份、昭衍新药、美迪西作为代表公司。

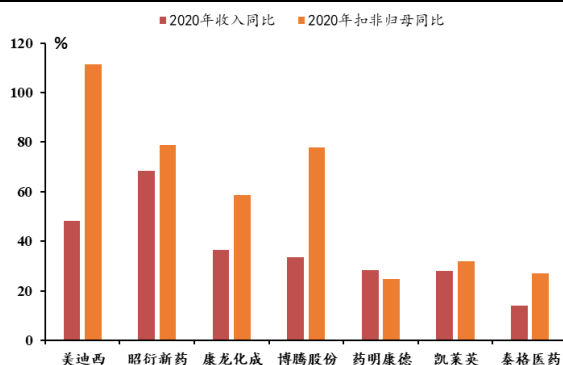
图 2：2020-2021H1 CXO 累计涨跌幅前 10 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

强劲表现的背后是优秀业绩的支撑。公司 2020 年实现营业收入 6.7 亿元，同比增长 48.2%；扣非后归母净利润为 1.2 亿元，同比增长 111.4%。在 CXO 高景气、高天花板赛道中仍然表现耀眼。此外，2020 年新签订单 13.07 亿，同样为公司短期业绩提供了较强的确定性。作为成立了超 17 年的老牌 CXO，除去近年来行业高景气外，上市后的耀眼表现也是公司明确平台化发展策略、目标客户差异化选择叠加上市后不断增强的品牌力的体现。

图 3：2020 年主要 CXO 收入及利润增长率



资料来源：浙商证券研究所

图 4：2017-2020 美迪西新签订单金额

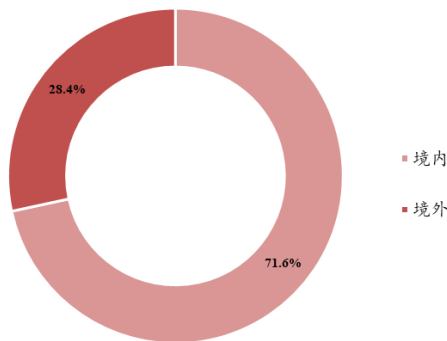


资料来源：浙商证券研究所

差异化的客户选择决定了公司与其他 CXO 发展速度的不同。在观察与其他 CXO 的客户结构时，我们发现公司的客户结构以境内客户为主，2020 年占主营业务收入 71.59%。其中对于离岸属性较强的药物发现及药理学研究板块海外收入约 1.10 亿，海外占比约 30%，这与我们惯常理解的具有工程师红利及产业转移逻辑的前端药化 CXO 的客户结构具有较

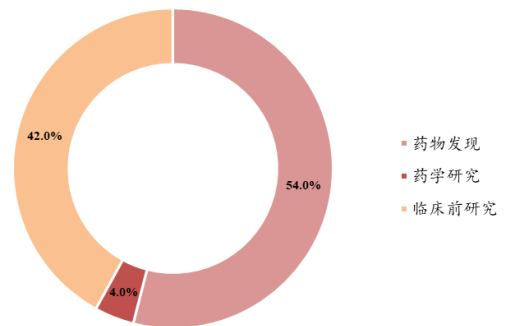
大差别。我们认为公司目标客户的不同决定了公司发展节奏的不同，也决定了公司近年来随着国产创新药爆发而带来的业绩较强表现的必然性。

图 5：2020 年美迪西境内及境外收入占比



资料来源：浙商证券研究所

图 6：2020 年境外收入业务板块组成



资料来源：浙商证券研究所

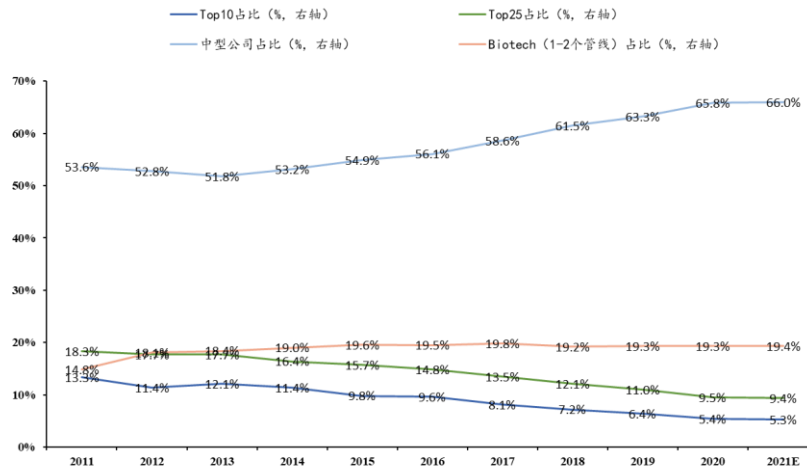
2. 创新药行业：格局改变，创新升级

2.1. 中小公司渐成主力

全球研发格局分散化明显，中小公司渐成主力。据 Pharmaproject 的统计，从 2010 年到 2020 年，全球新药研发的管线数从 9700 个上升到了 1.77 万个，CAGR 6.09%。其中，中小型药企贡献的新药管线数量增速远高于 top10 及 top25 的药企。我们发现，从 2012 年到 2019 年，全球 biotech 新药研发管线数 CAGR 为 10.2%，全球 top10 新药研发管线数 CAGR 为-2.7%。其中 2020 年，尽管在疫情影响下中小型公司的研发速度略有放缓，但 TOP 25 位的制药公司管线占比仍从 2019 年的 9.47% 下降到 9.36%，TOP 10 企业所占的份额也从 5.40% 降至 5.27%。而中小型的公司占比持续上升，2020 年仅有 1-2 条管线的 Biotech 公司贡献新药管线数占比再次提升，达到 19.36%。我们认为，在创新驱动的药物研发行业，制药界的巨星们的经验、资本、渠道的积累显得不那么耀眼。

我们认为，全球研发格局管线集中度逐渐降低，中小型企业力量的逐渐显现对于外包行业的意义主要体现在三方面：①随着研发外包需求主体 Biotech 的管线增加，CRO 行业有望景气度持续上升。②随着大药企创新药研发回报率的降低，CRO 外包率持续上升。③随着 Biotech 等管线的持续推进，为 CRO 向 CDMO 拓展一体化平台提供了更强的可能。

图 7：2010-2020 年全球新药研发管线总数及不同规模公司占比

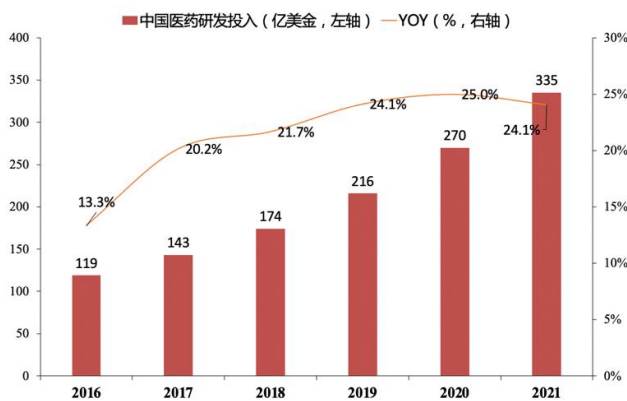


资料来源: Pharmaproject, 浙商证券研究所

2.2. 国产创新药奋起直追

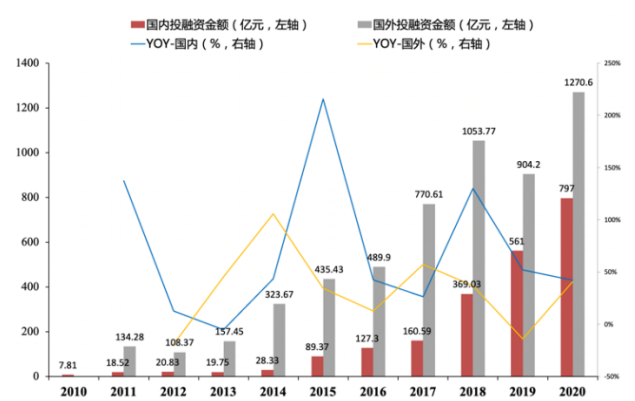
国内创新药市场研发投入及投融资景气度远超海外。从中国市场看，我国医药研发投入持续增加。根据 Frost & Sullivan 的数据预测，中国医药研发投入至 2021 年将达到 335 亿美元，2016-2021 年复合增长率预计 21.3% 左右。国内生物医药投融资规模 2020 年达到了 797 亿元，同比增长 62%，明显高于海外投融资增速（2020 年 YOY 40%）。我们认为国内创新药在政策利好的推动下，持续快速发展，较强的研发投入及投融资景气度为创新药行业的持续发展赋能。

图 8：2016-2021 年中国医药研发投入金额及增速



资料来源: Frost & Sullivan, 浙商证券研究所

图 9：2010 年以来国内外生物医药投融资金额及增速

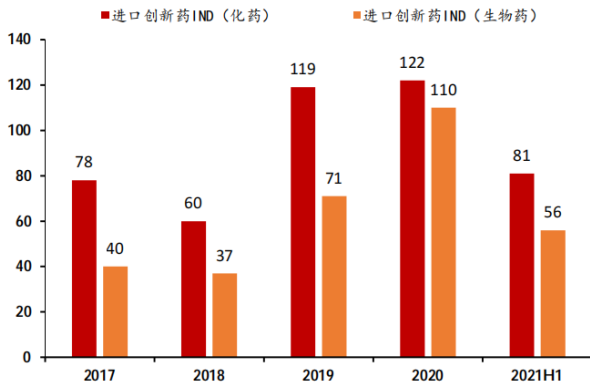


资料来源: CDE, 浙商证券研究所

国内创新药 IND 申报数已超越美国，国产创新药有望在未来 3-5 年迎来爆发。2020 年国内化药及生物药 IND 申请数量均明显超越进口，且与进口 IND 比较，国产创新药 IND 反超进口生物药及化药的数量持续拉大。2020 年国产创新药 IND 申请总数 492 项，其中化学 IND 申请数已达 231 项、生物药 261 项，2017-2020 CAGR 41.73%。而在过去 5 年中，美国 FDA 新药临床试验申请数量由 2014 年的 344 项激增至 2019

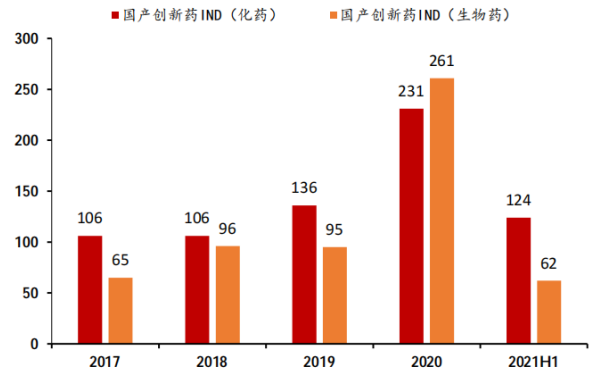
年的 618 项，CAGR 15.77%。我们计算，如延续这样的趋势，国产创新药 IND 申请数将在 2022 年超越美国，届时国内的中小型公司将成为最重要的 CXO 服务主体。

图 10：2017Q1-2020Q1 进口 IND 数据



资料来源：CDE，浙商证券研究所

图 11：2002-2020 年国产创新药 IND 申请数量



资料来源：CDE，浙商证券研究所

2.3. 政策推动创新升级，成就 CXO 最好的时代

政策推动创新升级。近年来，尤其在 722 临床数据核查以来，国内的药物研发市场正在逐渐由仿制药向创新药方向转型，呈现蓬勃发展的态势。2017 年加入 ICH，意味着中国药品监管部门、制药行业和研发机构，将逐步转化和实施国际最高技术标准和指南，并参与规则制定，推动国际创新药品早日进入中国市场。2021 年 7 月 2 日，CDE 再次发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，是基于国内加入 ICH 后，肿瘤药研发技术指导原则更新的背景下，国内监管的积极变化。指导原则延续了 2017 年以来药审改革思路：全球接轨；政策对于机制研究、精准化治疗、临床试验设计、关键研究设计等提出更合理、适合疾病特点的指导原则，对于对照组的选取提出更合理的要求、同时也提出了确定靶点情况下伴随诊断的必要性。

将资源聚焦高投入、高风险、高回报的真创新是大势所趋。由于受限于技术水平，目前我国创新类药物多为 me-too（如恒瑞的阿帕替尼）和 me-better（如贝达的埃克替尼）类型。Me-too 和 me-better 药物是在已有药物的基础上做结构改造，研发难度相比于 First-in-class 较低，因此将更多的资源及精力专注于发展我国自主原创新药尤其是 First in Class 新药是大势所趋。相比于 Me-too，First-in-class 投入更高、风险更大。我们总结了国内几个代表性的 me too 类产品发现，单个 Me-too 新药研发费用约 2-3 亿人民币（海正的海泽麦布片花费 2.25 亿元，恒瑞的吡咯替尼 5.2 亿元，PD-1 1.55 亿元，阿利沙坦酯约 3 亿元，埃克替尼累计研发费用 1.5 亿元）。而国外的 First in class 研发费用约 55 亿人民币，资本化后超近 200 亿投入（10 个 FDA 批准上市的抗肿瘤药物平均研发成本为 7.2 亿美金，cabozantinib（卡博替尼胶囊）19.5 亿美金）。因此我们认为，创新升级必然带来研发投入的升级。

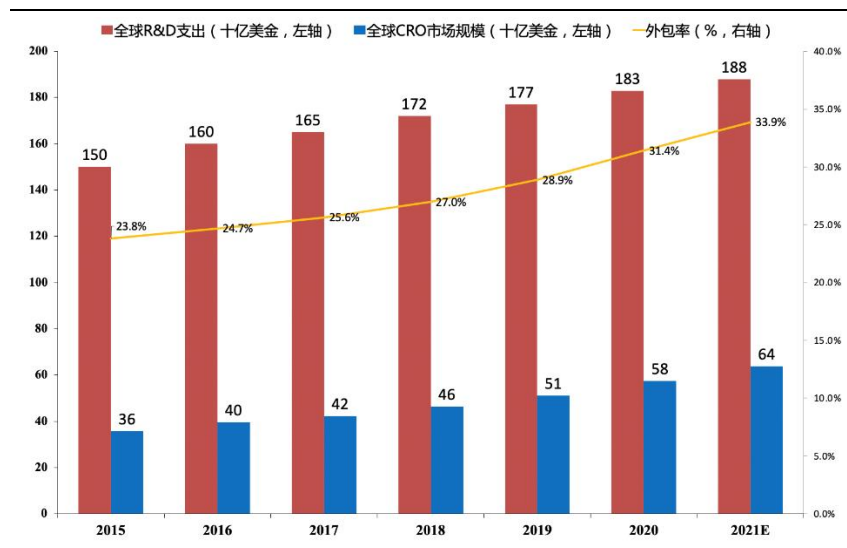
作为创新加速下的产物，CXO 迎来最好的时代。医药 CXO 产业长期受益于国内创新升级及成本套利下的全球竞争力提升。作为低成本、高效率加速创新药研发进展的关键领域，我们认为创新升级背景下，企业的研发投入及外包率均有望提升，而如美迪西一样的深耕国内 17 载的临床前 CRO 龙头有望在政策助推下迎来最好的时代。

因此我们认为公司区别于其他 CXO，深耕国内市场，把握国内创新药升级是近年来业绩爆发式增长的主要原因，而这样的客户基础也奠定了公司未来发展的重要保障。

3. 外包行业：工程师红利+一体化成就中国 CRO

全球外包率提升带动 CRO 行业高速增长发展。据 EvaluatePharma 的统计，2015-2021 年全球新药研发支出将从 1500 亿美元上升到 1880 亿美元，CAGR 预计为 3.78%。全球 CRO 市场规模 2021 年有望达到 637 亿美元，2015 年到 2021 年的 CAGR 预计为 10.13%。从全球 CRO 市场规模与新药研发支出的增速差距可以看出全球新药研发外包率已经从 2015 年的 23.8% 提升至 2020 年 31.4%，奠定了 CRO 行业长期高景气度的基础。

图 12：2015-2021 年医药外包率



资料来源：Pharmaproject，浙商证券研究所

中国临床前 CRO 增速明显领跑全球。我国医药研发的不断投入持续推动国内 CRO 行业的快速发展。中国 CRO 市场规模预计将从 2016 年的 28 亿美元上升至 2021 年的 108 亿美元，CAGR 预计为 30.4%。中国临床 CRO 市场规模将从 2016 年的 17 亿美元上升至 2021 年的 80 亿美元，CAGR 预计为 35.4%。据此估计，我国临床前 CRO（含药物发现 CRO）2021 年市场规模将达到 28 亿美元，2016 年到 2021 年的 CAGR 预计为 20.8%，明显高于全球增速。值得注意的是，在这过程中公司作为临床前 CRO，收入端 2016 年到 2020 年的 CAGR 为 32.3%，明显高于国内行业增速。

图 13: 2016-2021 年全球 CRO 市场规模 (亿美元)



资料来源: Frost & Sullivan, 浙商证券研究所

图 14: 2016 年-2021 年中国 CRO 市场规模 (亿美元)

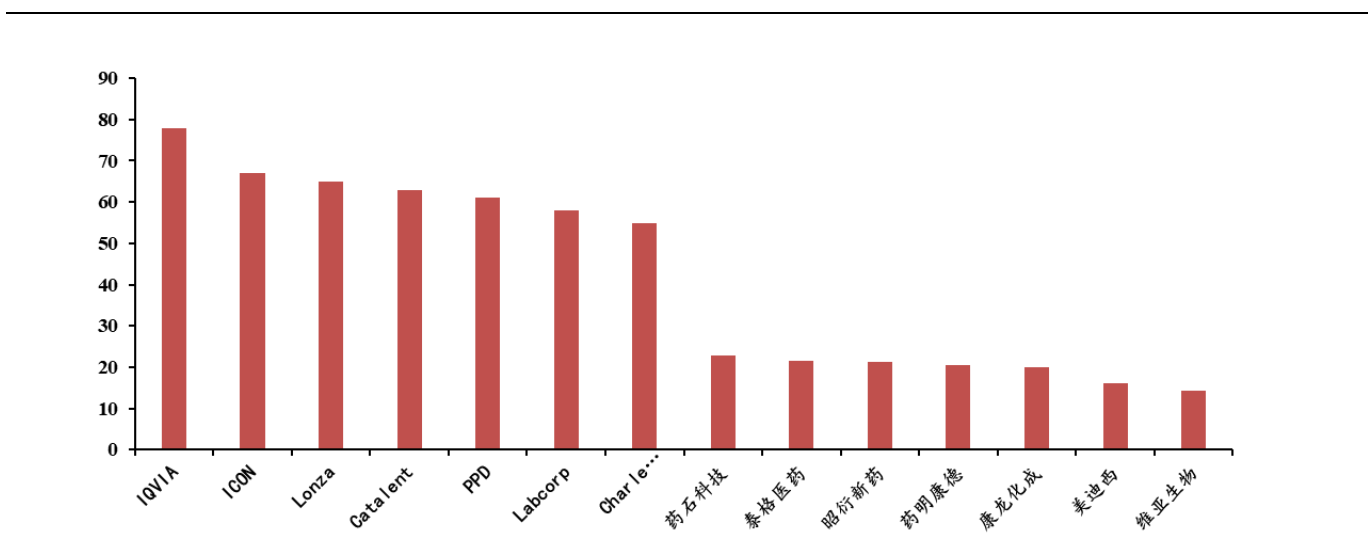


资料来源: Frost & Sullivan, 浙商证券研究所

中国临床前 CRO 增速明显领跑全球。我国医药研发的不断投入持续推动国内 CRO 行业的快速发展。中国 CRO 市场规模预计将从 2016 年的 28 亿美元上升至 2021 年的 108 亿美元, CAGR 预计为 30.4%。中国临床 CRO 市场规模将从 2016 年的 17 亿美元上升至 2021 年的 80 亿美元, CAGR 预计为 35.4%。据此估计, 我国临床前 CRO (含药物发现 CRO) 2021 年市场规模将达到 28 亿美元, 2016 年到 2021 年的 CAGR 预计为 20.8%, 明显高于全球增速。值得注意的是, 在这过程中公司作为临床前 CRO, 收入端 2016 年到 2020 年的 CAGR 为 32.3%, 明显高于国内行业增速。

中国 CXO 的起步来源于工程师红利。对于 CXO 行业, 国内企业起步较晚, 但依靠较为完善的药化能力、化工产业基础, 以及低成本高素质的工程师红利等成本优势快速发展, 分享全球 CXO 行业的成长红利。从成本端看, 海外 CXO 公司人均薪酬显著高于中国 CRO 公司: 海外 CRO 和 CMO/CDMO 行业龙头平均年薪酬均超过 50 万人民币, 其中临床 CRO 在国内外都处于较高的人均薪酬水平。而国内 CXO 人均薪酬普遍为海外的 1/3。成本端的优势成为了国内 CXO 迅速起步, 抢占海外份额的基础。但除此之外我们发现 CXO 行业全球集中度较低, 中国企业在享受工程师红利产业转移的同时, 在加速提高集中度, 突破公司天花板。

图 15: 2020 年海内外 CXO 人均薪酬 (万人民币)



资料来源: 年报, 浙商证券研究所

但持续高速发展，享受更高估值来源于一体化升级。但我们认为，近年来中国的头部公司在全球的增长始终高于行业增速，且在二级市场享受比海外更高估值的主要原因来源于两方面：一是商业模式。国内公司起步晚，因此更能避开过去行业发展走过的弯路，形成了差异化的商业模式。从CRO到CMO，不仅是两个模式的叠加，更是商业模式的升级。从中间体到制剂，从PCC到NDA，从小分子到细胞基因治疗，一体化的商业模式对行业中其他的公司更是降维打击。二是，在规模化中突破市占率瓶颈。如何在制造技术层面上的更新，在技术布局窗口期完成能力建设及平台布局对集中度提升会有很大帮助。而我们认为，中国大多数CXO正是走在加速布局一体化、抢技术窗口期的大路上。

图 16：国内 CXO 的一体化布局

	临床前CRO					临床CRO				小分子CDMO		CGT CDMO	
	分子砌块	药物筛选	药物发现	药代药动	安评	生物分析	I期	II期	III期	SMO	数统		I-II期
药明康德													
康龙化成													
泰格医药													
凯莱英													
博腾股份													
药石科技													
成都先导													
昭衍新药													
维亚生物													
方达控股													
美迪西													

能力较强 ←————→ 能力偏弱

资料来源：年报，浙商证券研究所

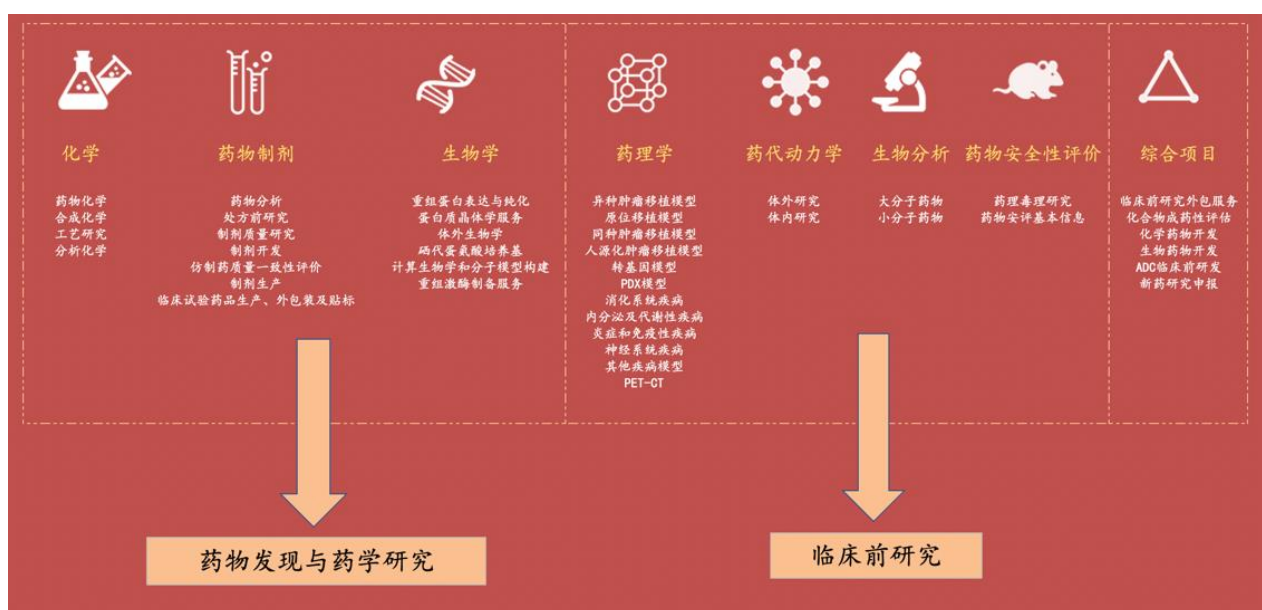
因此我们认为，已经拓展了较强的临床前一体化服务平台的美迪西有望在未来国际化市场拓展中享受更高的市场份额，而公司准备积极拓展的小分子CDMO方向也将为公司未来带来较大弹性。

4. 美迪西：临床前一体化 CXO

4.1. 定位：深耕国内十七载的临床前一体化 CXO

专注临床前研究的一站式外包服务商。美迪西成立于 2004 年，作为国内最早成立的医药外包服务企业之一，美迪西目前服务涵盖医药临床前新药研究的全过程。公司深耕临床前研发，为客户一站式专业服务，主要包括药物发现（化学服务和生物学服务），药学研究（原料药研究服务和制剂研究服务）和临床前研究（药效学服务、药代动力学服务和药物安全性评价服务）。

图 17：公司主要服务板块和项目

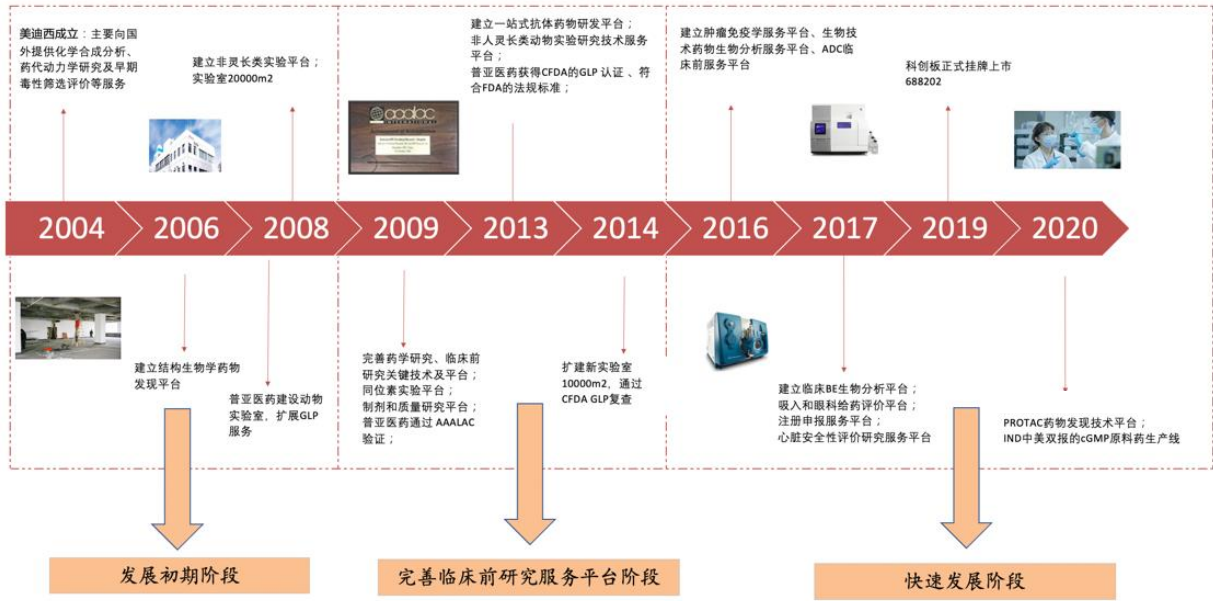


资料来源：官网，招股书，浙商证券研究所

深耕临床前 17 载，从技术积累到高速发展。自 2004 年成立以来公司不断建立并完善研发技术平台提升公司专业服务能力，纵观公司发展史，共经历三个阶段：

- ① **板块完善+技术积累：**2004-2008 年，公司随着 CXO 行业的浪潮迅速完成了临床前一站式技术服务平台的打造，搭建了药物发现、药物化学、临床前评价等业务板块。
- ② **能力建设+品牌打造：**2009-2014 年，公司陆续完善药学研究平台、临床前研究关键技术及平台，其中普亚医药陆续获得 GLP, AAALAC 认证，中国 NMPA 和美国 FDA 的 GLP 认证。
- ③ **深耕国内+快速发展：**2015 年至今公司不断布局创新药能力发展，2020 年加大蛋白质降解技术 (PROTAC) 平台、抗体偶联药物 (ADC) 抗体等生物技术药物的临床前安全性评价技术平台等的投入，持续提升研发服务能力，差异化拓展市场。

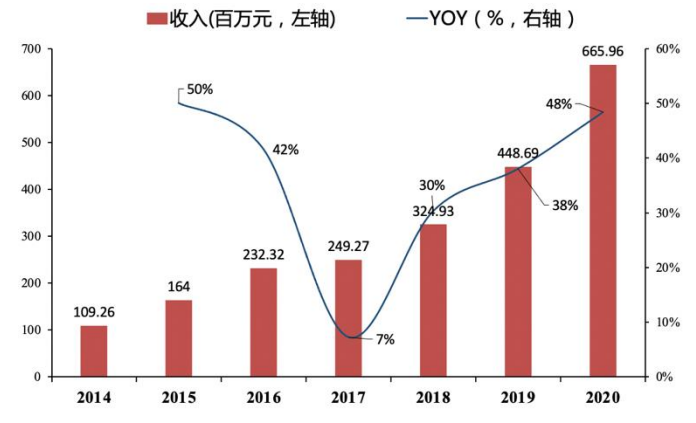
图 18: 美迪西发展历程



资料来源：官网，招股书，浙商证券研究所

分板块看，2016-2020 年主营业务各大板块全面推进，一体化优势明显。其中，临床前研究板块占收入主体，约为 46%，药物发现和药学研究平均占比合计达 53%。个业务板块同步发展。2020 年，公司总营业收入约 6.66 亿，同比增长 48%，归母净利润约 1.3 亿元，同比增长 94.71%，扣非归母净利润 1.23 亿元，同比增长 111.40%。其中，药物探索与药学研究实现收入 3.6 亿元，同比增长 40.3%；临床前研究实现收入 3.1 亿元，同比增长 58.7%。整体来看，公司药物发现与研究以及临床前服务两板块均实现快速增长。

图 19: 2014-2020 年公司总收入及增速



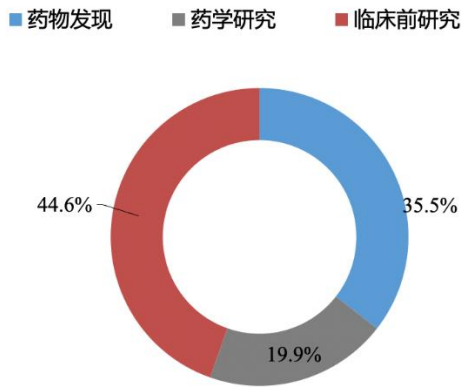
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20: 2014-2020 年公司归母净利润及增速



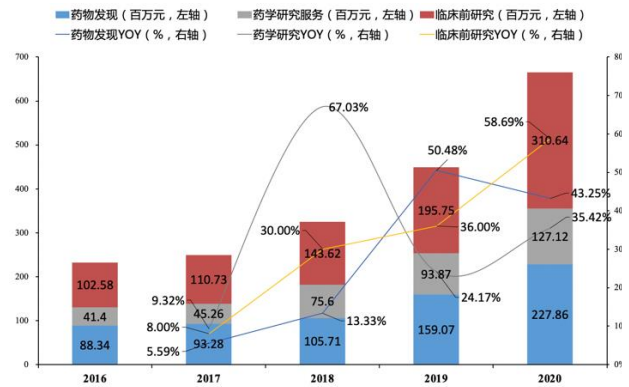
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：2016-2020 年三大板块平均占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

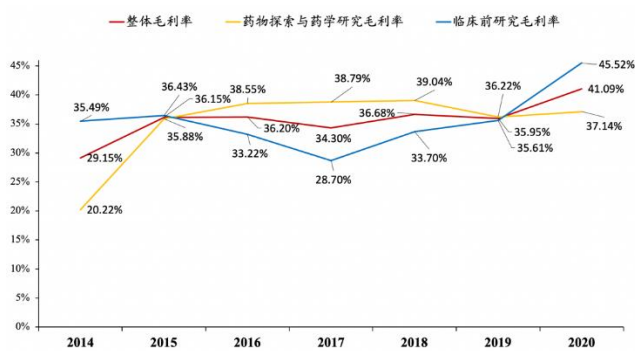
图 22：2016-2020 年公司主营业务收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

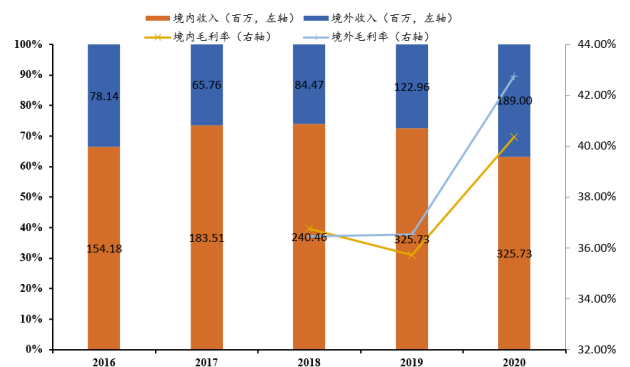
在规模化效应及管理能力的升级下，盈利能力稳步上升。毛利率方面，2020 年公司整体毛利率创新高，达到 41.09%。分板块来看，药物发现及药学研究板块盈利能力自上市以来略有下滑，主要由于其中较低盈利能力的化学药物发现板块占比的增大。2020 年随着境外较高毛利的大项目占比的增加，板块毛利率略提升 0.92pct。我们认为药物发现及药物研究是公司业务板块中离岸属性最强的业务，有望最大程度收益于海外业务的拓展。在项目构成中我们发现，药物发现及药学研究板块中，大项目（化学服务 50 万以上、原料药研究 100 万以上）的毛利率始终高于平均毛利率水平，我们认为这与大项目较高的附加值及 FFS 的收入确认方式有关。随着公司海外业务的拓展，公司未来境外大项目占比及管理能力的有望进一步提升，该业务板块盈利能力有望持续走高。

图 23：2014-2020 年公司各大业务板块毛利率



资料来源：招股书，公司年报，浙商证券研究所

图 24：公司境内境外毛利率

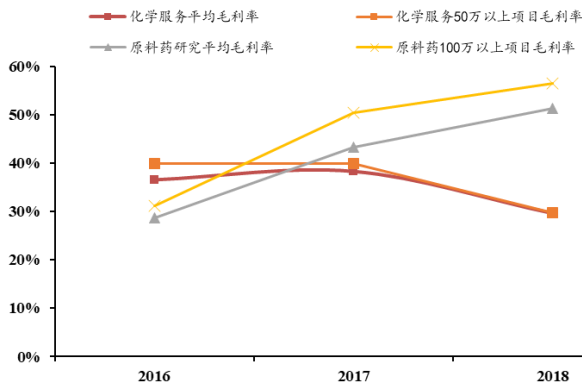


资料来源：招股书，公司年报，浙商证券研究所

临床前研究毛利率自上市以来持续提升，且成为 2020 年提升公司整体盈利的主要动能。2020 年公司临床前研究毛利率 45.52%，较 2019 年提升 9.91pct。自上市以来，临床前业务板块收入同比增长不断加速，2018-2020 年分别同比增长 30%、36% 及 59%。在分析成本构成中我们发现，临床前业务与药物发现不同，人工成本、直接材料及制造成本在成本构成中的比重基本等同。2018 年以来制造成本不断上涨，主要由于食蟹猴需求量的快速攀升导致价格明显上涨。但公司仅将成本转移给客户，因此对毛利率有一定的负面作用。因此，毛利率的上涨主要由于人工成本在管理效率提

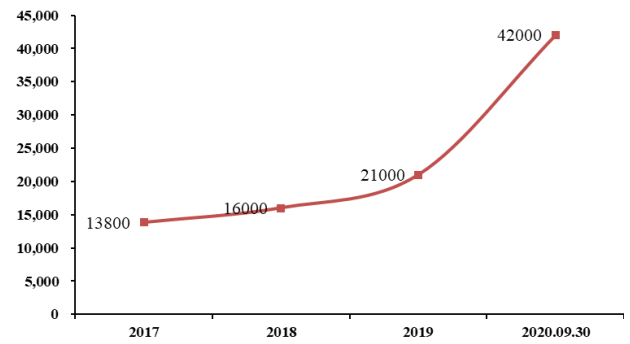
升下及制造成本的规模化效应下的提升。我们认为，公司在业务不断增长的同时，不断优化自身管理，提升设备和运营效率。同时我们发现，2020年新签订单中临床前研究6.9亿，同比增长136%，为后续业绩快速增长提供较强保证。我们预测随着公司管理能力的提升及规模化效应的逐步体现，公司临床前业务毛利率有望实现进一步增长。

图 25：2016-2020 药物发现与药学研究大项目毛利率



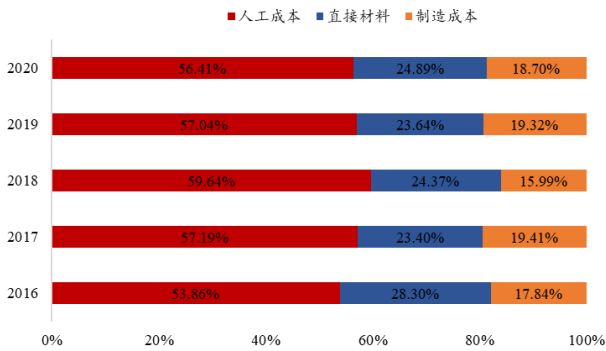
资料来源：招股书，浙商证券研究所

图 26：2017-2020Q3 食蟹猴价格变化



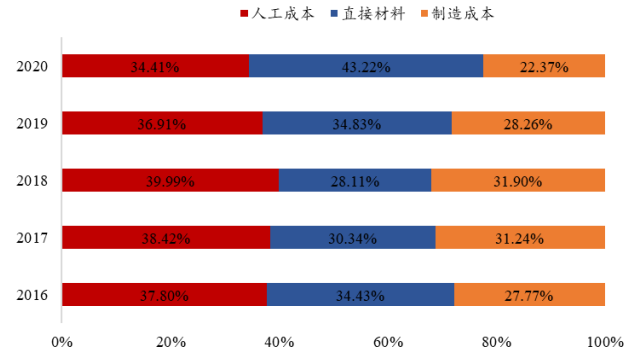
资料来源：招股书，浙商证券研究所

图 27：2016-2020 药物发现与药学研究成本构成



资料来源：招股书及年报，浙商证券研究所

图 28：2016-2020 临床前研究成本构成



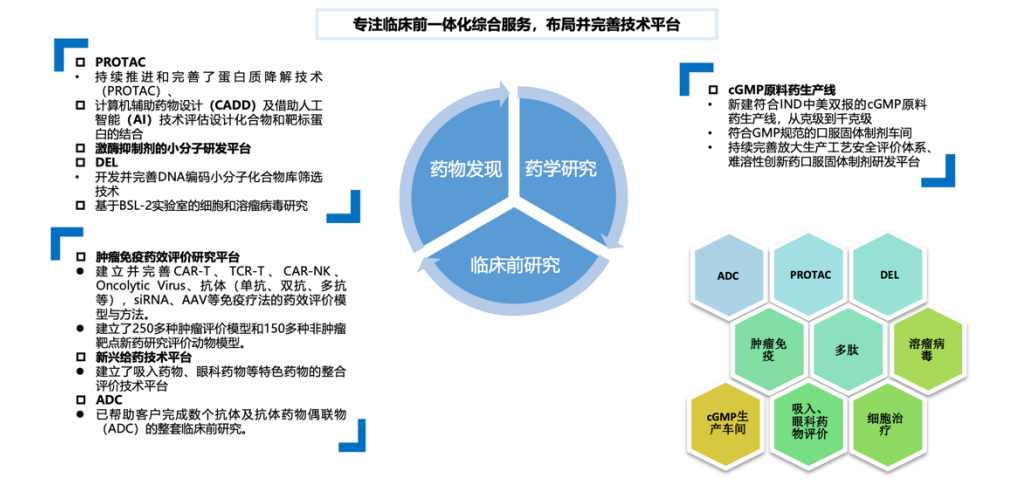
资料来源：招股书及年报，浙商证券研究所

4.2. 人才及技术是公司长远发展的核动力

在 ADC 及抗体药领域已经积累较强经验。2015 年以来，公司参与完成的新药及仿制药项目已有 121 个通过 CFDA/NMPA、美国 FDA、澳大利亚药品管理局 TGA 的审评进入临床 I 期试验。美迪西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，2020 年公司参与完成创新药项目已有 41 件通过 NMPA 批准进入临床试验。其中多个 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。公司在新兴高景气生物药领域的新药研发能力及丰富的研发经验为后续业绩增长蓄力。

不断布局新平台，加强各板块技术能力。在药物发现领域，公司 2020 年持续加强布局 PROTAC 药物发现技术平台及 DEL DNA 编码小分子化合物库筛选技术，有助于促进 PROTAC 分子的快速高效合成及药效评价，提高项目成功率，缩短研发周期，提升公司核心竞争能力。我们认为，公司加强药物发现平台能力，有望凭借技术优势把握早期客户、提升客户粘性，为临床前综合业务板块的业绩提升提供后续力。

图 29：美迪西技术平台优势



资料来源：官网，公司招股书，浙商证券研究所

创始人 CHUN-LIN CHEN 具有较强行业背景，助力公司发展。公司总经理 CHUN-LIN CHEN 先生毕业于中国药科大学，获药理学硕士学位，美国俄克拉荷马州立大学药理学及毒理学博士学位，曾担任美国帕克休斯癌症中心药理学系主任，美国福泰药物公司非临床药物评估部首席科学家。2004 年 2 月创办美迪西任董事、总经理，2008 年 2 月创办普亚医药任董事长，为“千人计划”国家特聘专家，先后获得“上海市优秀技术带头人”、“上海市浦江人才”、“上海市领军人才”、“上海归国创业精英奖”及“上海张江高新技术产业开发区建设突出贡献个人”等荣誉称号。此外，公司其他核心技术人员彭双清、徐永梅、李志刚等也均在相关领域具有较强专业背景及工作经验。

表 1: 公司核心人员介绍

<p>CHUN-LIN CHEN</p>	<p>曾担任美国帕克休斯癌症中心药理学系主任, 美国福泰药物公司非临床药物评估部首席科学家, 在医药研发领域具有丰富经验。2004 年 2 月创办美迪西有限任董事、总经理, 2008 年 2 月创办美迪西普亚任董事长。现任公司董事、总经理。CHUN-LIN CHEN 先生现担任上海药理学学会药物代谢专业委员会委员、上海市浦东新区生物产业行业协会理事、中国药理学学会药物代谢专业委员会委员等职务, 同时还受聘为中国药科大学生命科学院客座教授。</p>
<p>彭双清</p>	<p>曾任国家北京药物安全评价研究中心主任、解放军疾控所毒理学评价研究中心主任、国家食品药品监督管理局新药审评专家、医疗器械审评专家、环保部新化学品审评专家、中国毒理学会副理事长, 中国环境诱变剂学会常务理事。承担国家 GLP 技术平台建设, 主持与承担国家科研课题数十项, 包括 973 课题、863 计划项目及国家“重大新药创制”科技专项等。现任公司临床前研究部负责人</p>
<p>徐永梅</p>	<p>曾在瑞典斯德哥尔摩大学从事博士后研究工作, 现任公司化学部研发副总裁。</p>
<p>李志刚</p>	<p>曾任职于桑迪亚医药技术(上海)有限责任公司, 现任公司化学部研发副总裁。</p>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

研发人员占比持续提升, 股权激励绑定核心人员。截止 2020 年, 公司研发人员 1372 人, 总人数占比 83.6%, 员工中硕博占比 26.67%。其中, 公司通过股权激励的形式绑定核心技术人员。2015 年公司已经设立了员工的持股平台, 覆盖员工约 20%, 2020 年末公司再次推行上市后限制性股票激励办法, 向 63 名激励对象授予 40.00 万股限制性股票。

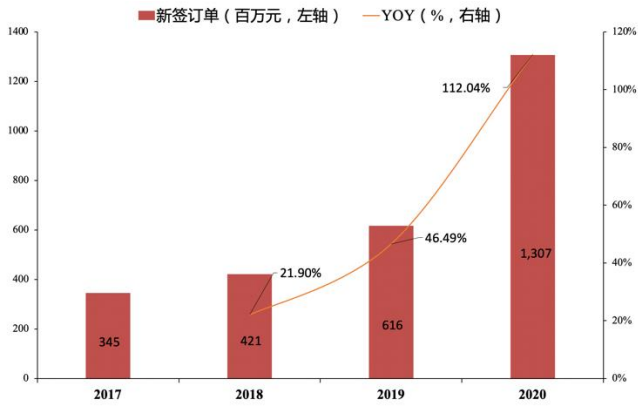
4.3. 看未来: 短期看新签订单, 中期看产能兑现, 长期看结构转型

短期: 新签订单较高增长, 平台优势明显, 短期确定性强。整体来看, 公司新签订单逐年上升。2020 年新签订单达 13.07 亿, 同比增速达 112.04%。随着国内 CRO 行业景气度持续向好以及公司品牌力的建立与自身业务规模的扩张, 公司承接项目能力加速提升, 订单量有望维持高速增长。分业务看我们发现, 药物发现、药学研究业务和临床前研究新增订单均出现较高的发展, 一体化优势明显。其中, 临床前研究新签订单同比增速最快, 2018-2020 年临床前研究新增订单同比增速分别为-2.7%、76.77%和 136.3%, 我们认为公司具备提供系统全面的临床前研究服务能力, 核心业务有望为业绩做出突出贡献。其次, 2020 年药物发现和药学研究板块新签订单实现高增长, 同比增加约 90%。拆开来看, 药物发现板块 2020 年新签订单 3.86 亿元, 同比增长 100.3%, 药学研究板块 2020 年新签订单 2.31 亿元, 同比上升 75.2%。公司一体化平台优势明显, 短期业绩确定性强。

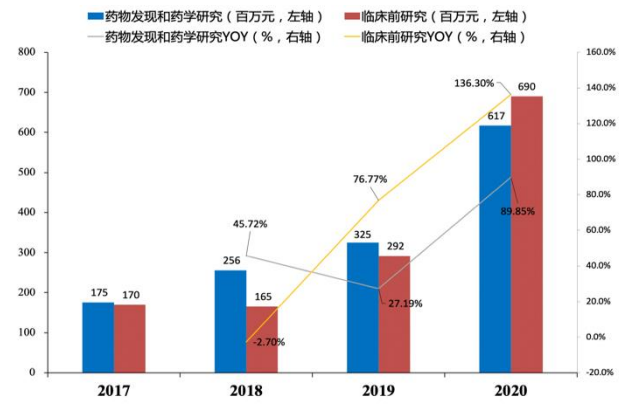
新签订单绝对值指引未来一年收入增长。历史数据看, 新签订单量对后续一年收入体量指引性强。从收入确认节奏来看, 产品定制模式中, 化学服务、生物学服务和原料药制剂研究服务大概 1-3 个月, 药效学研究服务 1-10 个月; 设计研发模式, 根据具体约定服务内容, 所需周期存在差异, 约半年到两年半; 联合攻关模式, 根据合同具体约定, 通常情况是半年或 1 年, 整体订单有望在 1 年内兑现。我们通过对年度历史数据中的新签订单水平和年度收入水平进行分析对比发现, 公司当年的收入业绩趋同于上一年的新增订单的绝对值。公司 2020 年的 13.07 亿的较高新签订单奠定了 2021 年的业绩基础。

图 30: 2017-2020 年公司新签订单整体情况

图 31: 2017-2020 年公司新签订单分板块情况



资料来源：招股书，公司年报，浙商证券研究所



资料来源：Wind，浙商证券研究所

中期：产能持续拓展，有望释放新增量。公司拥有 7.38 万平方米的研发实验室，已投入使用的实验室面积达 3.81 万平方米。张江高科技园区（1400 平方米）主要负责药效学研究服务，上海川沙经济园区（2 万平方米）拥有 4 幢研发大楼，涵盖主要研发实验室。其中，南汇区域总计 5.2 万平方米的房产已投入 1.6 万平方米作为研发实验室。另外 1.9 万平米的临床前研究动物房及 9000 多平方的药物发现实验室计划 2021 年下半年逐步投产。

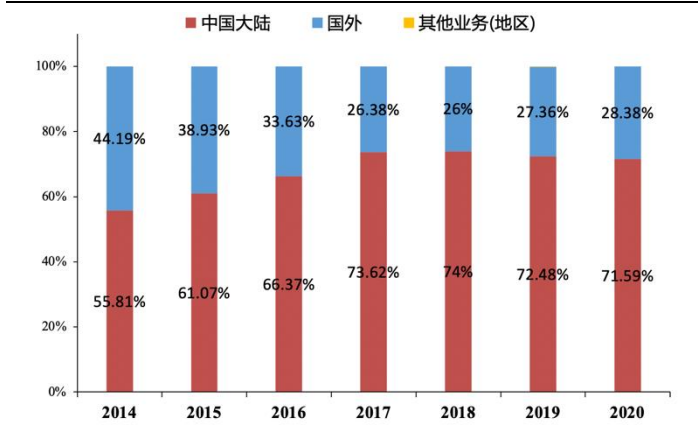
图 32：公司目前产能布局



资料来源：官网，浙商证券研究所

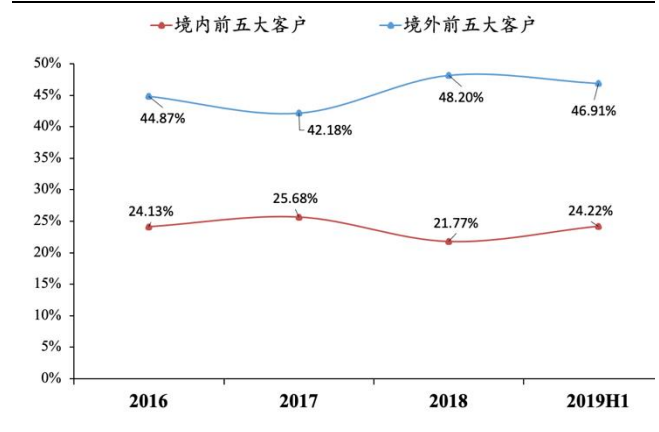
长期：客户结构的转型及一体化的持续拓展或为公司带来收入、盈利能力的双提升。目前基于国内新药研发的增量需求，公司以国内客户为主，占总体收入约 70%。海外大客户+全球长尾客户有望带来一体化新增量及后续力。我们发现，2014-2020 年公司前五大客户收入占比在逐步下降，整体大客户集中度降低。从境外客户结构看，前五大客户 2016-2019H1 整体平均占比在 46%，客户集中度较高。从境内客户结构看，我们发现前五大客户 2016-2019H1 整体平均占比在 24% 左右，集中度稍有下降趋势。未来海外大客户及全球长尾客户的拓展将成为公司盈利能力及收入体量增加的原动力。

图 33：2014-2020 年公司主营业务收入地区占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

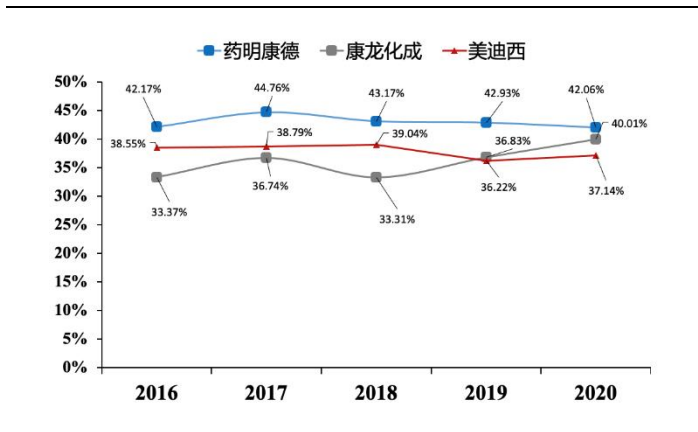
图 34：2016-2019H1 年公司境内外前五大客户占当地占比



资料来源：招股书，Wind，浙商证券研究所

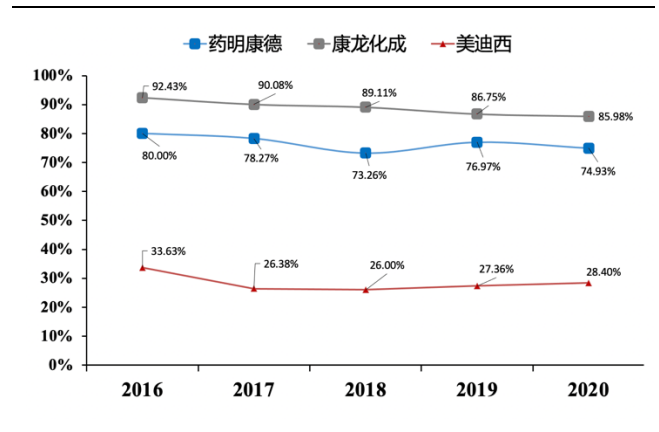
从业务板块来看，药物发现和药学研究海外客户开拓带来新增量。从药物发现和药学研究板块毛利率看，公司与龙头企业药明康德、康龙化成还存在一定差距，而客户结构也是公司与药明康德、康龙化成等龙头 CXO 的差别之一。境外创新药大客户相对于国内客户可创造的规模性效应更明显，有望在盈利能力上有所提升。2020 年公司境外收入 1.89 亿，同比上升 53.71%，占总体收入的 28.4%。境外收入中，药物发现和药学研究板块合计占比 58%。药物发现和药学研究板块收入中，境外收入占比 30.88%。公司在 2020 年年报中也披露，“未来会加大海外板块的服务力度，成立药物发现板块国际服务部，建立具备国际竞争力的高标准高质量的药物发现实验室和研究团队，专注服务国际大型制药企业和创新药企业。同时，公司也会加大在美国和欧洲地区商务团队的建设，将建立 10-20 人的专业化海外商务拓展团队，持续扩大境外业务的规模。”

图 35：2016-2020 年药物发现和药学研究板块可比公司毛利率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：2016-2020 年可比公司境外收入占比

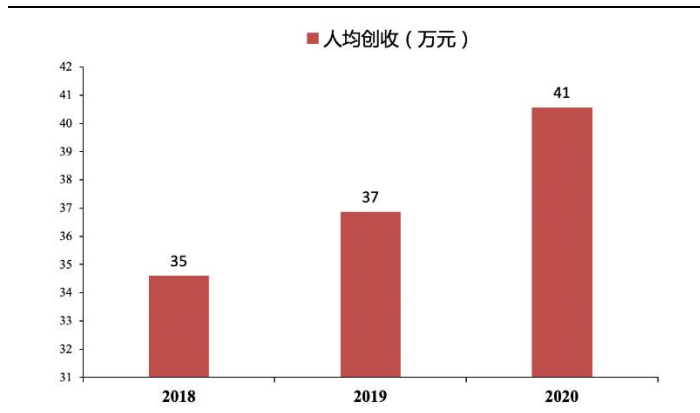


资料来源：Wind，浙商证券研究所

CDMO 板块拓展将为公司一体化平台再赋能。美迪西与同业龙头公司相比显示出较强的成长潜力。人均创收和人均创利高增量反映出公司整体运营管理效率的提升和高订单量负荷下的消化能力正在逐渐接近于一线 CRO 水平。我们认为，公司成立十几年来注重平台的搭建，随着平台优势逐渐兑现，公司承接订单能力逐步增强，短期业绩确定性高，弹性大。长期看，随着公司服务客户及管线的不断成长，通过自建

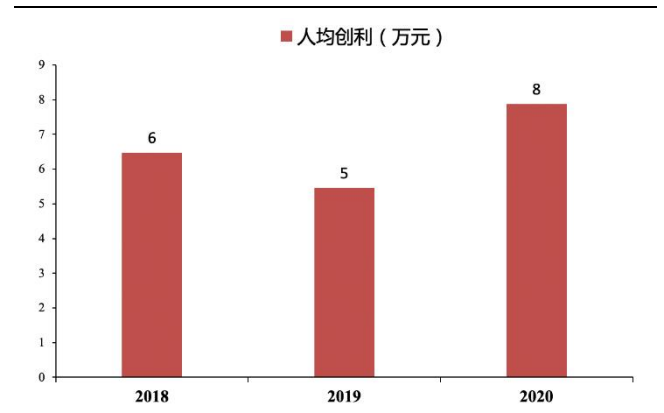
及外延并购的方式建立符合 GMP 标准的规模化生产基地，扩展药物 CDMO 服务以及构建生物药一体化研究服务平台是公司发展的长期战略。

图 37：2018-2020 年公司人均创收（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 38：2018-2020 年公司人均创利（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 公司业务拆分和预测假设

参考公司 2021-2023 年实验室投放、海外商务拓展团队的建立及 2020 年新签订单情况，我们认为公司 2021-2023 年收入端有望实现同比 98%、53% 及 52% 的增长。

收入端：分业务板块看，

1) **药物发现**：考虑到药物发现板块 2020 年新签订单 3.86 亿，同比增长 100%，以及 DEL、PROTAC 等技术平台对公司的持续赋能所带来的业务弹性，我们认为公司 2021 年收入端有望延续高增速发展。参考过去该板块新签订单及次年收入的关系（当年新签订单金额约为次年收入的 0.9 倍），我们预计 2021-2023 年药物发现业务收入同比增速分别有望达到 88%/56%/45%。

2) **药学研究**：考虑到药学研究板块 2020 年新签订单 2.31 亿，同比增长 75%，我们认为随着新签订单在新实验室及人员到位后的逐步兑现，公司 2021 年收入端有望延续较高增速。参考过去该板块新签订单及次年收入的关系（当年新签约为次年收入的 1.1 倍），我们预计 2021-2023 年药物发现业务收入同比增速分别有望达到 60%/51%/40%。

3) **临床前研究**：考虑到临床前研究板块新产能的释放及新增订单 2020 年同比增长 136%。参考招股书中披露临床前研究项目实施的较长周期及过往新签订单与收入的拟合度，我们预测 2021-2023 收入端同比增速为 120%/50%/61%。

利润端：

1) **毛利率分析**：作为离岸属性最强的业务板块，我们认为随着公司海外拓展的持续推进及能力提升下大项目占比的提升，2021-2023 年毛利率预计逐步提升，分别为 38%，38.5% 及 39%。临床前服务板块，我们认为随着疫情缓解，动物成本对于毛利率的负面影响逐渐削弱，随着产能利用率及管理能力的提升，参考一线对标公司昭衍新药 2020 年毛利率（51.38%），我们预计 2021-2023 年毛利率将持续提升为 47%/48%/49%。

2) **费用端假设:** 我们预计公司 2021-2023 年销售费用率随着海外市场拓展及人员扩张导致成本上升, 分别为 5.5%, 5.7% 及 5.9%。管理费用考虑到股权激励费用的影响我们预测 2021-2023 年分别为 1.12 亿、1.61 亿及 2.37 亿。

表 3: 盈利预测 (百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	324.93	448.69	665.96	1315.68	2006.52	3059.31
YOY	30%	38%	48%	98%	53%	52%
新签订单合计	420.72	617.00	1307.00	2110.50	3096.95	4547.50
YOY	22%	47%	112%	61%	47%	47%
毛利率	37%	36%	41%	42%	43%	43%
1. 药物发现与药学研究						
收入	181.31	252.94	354.98	632.28	978.42	1403.31
YOY	31%	40%	40%	78%	55%	43%
毛利率	39%	36%	37%	38%	38.5%	39%
新签订单	255.53	325.00	617.00	1006.50	1440.95	2063.50
YOY	46%	27%	90%	63%	43%	43%
1.1 药物发现						
收入	105.71	159.07	227.86	428.89	670.42	972.11
YOY	13%	50%	43%	88%	56%	45%
新签订单	142.44	193.00	386.00	636.90	923.51	1339.08
YOY	51%	35%	100%	65%	45%	45%
兑现率 (新订单/次年收入)	0.90	0.85	0.90	0.95	0.95	
1.2 药学研究						
收入	75.60	93.87	127.12	203.39	308.00	431.20
YOY	67%	24%	35%	60%	51%	40%
新签订单	113.09	132.00	231.00	369.6	517.44	724.416
YOY	40%	17%	75%	60%	40%	40%
兑现率 (新订单/次年收入)	1.20	1.04	1.10	1.15	1.15	
2. 临床前研究						
收入	143.62	195.75	310.64	683.40	1028.10	1656.00
yoy	30%	36%	59%	120%	50%	61%
周期确认 (20%-35%-45%)		192.61	314.54	683.40	1028.10	1656.00
毛利率	34%	36%	46%	47%	48%	49%
毛利	48.40	69.71	141.40	321.20	493.49	803.16
新签订单 (百万元)	165.19	292.00	690.00	1104	1656	2484
YOY	-3%	77%	136%	60%	50%	50%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2. 可比公司估值与投资建议

考虑到公司作为综合一体化临床前医药外包服务商, 一站式平台服务优势较为明显, 募投项目有望加快临床前研究项目申报平台及海内外市场布局。我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.25、6.62、10.29 元, 对应 2021 年 7 月 9 日收盘价 PE 分别为

96、61 及 39 倍。参照可比公司及公司在临床前综合服务领域的较高增速 2021-2023 CAGR 70%，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

公司名称	股票代码	收盘价 (7月9日)	EPS				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
昭衍新药	688127.SH	160.38	1.1	1.72	1.96	2.6	146	93	82	62
药明康德	603259.SH	169.2	1.21	1.67	2.15	2.77	140	101	79	61
康龙化成	300759.SZ	200.65	1.48	1.84	2.45	3.29	136	109	82	61
成都先导	688222.SH	27.92	0.15	0.09	0.15	0.23	186	310	186	121
平均值							152	153	107	76
美迪西	688202.SH	406	2.09	4.25	6.62	10.29	194	96	61	39

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

原材料涨价，创新药受政策影响景气度下滑，核心技术人员流失，人力成本上升，公司管理风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	699	954	1422	2198
现金	466	565	817	1309
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	150	297	453	691
其它应收款	2	5	8	12
预付账款	15	25	42	60
存货	33	53	70	94
其他	33	8	32	31
非流动资产	665	874	1066	1277
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	343	414	461	465
无形资产	235	310	410	543
在建工程	11	21	18	21
其他	76	130	178	248
资产总计	1364	1828	2488	3475
流动负债	196	395	567	895
短期借款	0	0	0	0
应付款项	87	174	264	398
预收账款	54	128	157	272
其他	55	93	146	224
非流动负债	33	26	91	92
长期借款	0	0	0	0
其他	33	26	91	92
负债合计	229	421	658	987
少数股东权益	12	20	33	53
归属母公司股东权	1123	1387	1797	2435
负债和股东权益	1364	1808	2488	3475
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	208	277	419	653
净利润	134	271	423	658
折旧摊销	44	34	39	41
财务费用	(8)	(10)	(14)	(21)
投资损失	(1)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	41	39	(3)	67
其它	(2)	(56)	(25)	(91)
投资活动现金流	(372)	(188)	(182)	(182)
资本支出	(180)	(100)	(67)	(33)
长期投资	0	0	0	0
其他	(191)	(88)	(115)	(149)
筹资活动现金流	(2)	10	14	21
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(2)	10	14	21
现金净增加额	(166)	99	252	492

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	666	1316	2007	3059
营业成本	392	757	1146	1730
营业税金及附加	0	1	1	2
营业费用	34	67	100	159
管理费用	52	112	166	245
研发费用	47	92	140	214
财务费用	(8)	(10)	(14)	(21)
资产减值损失	5	(0)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
其他经营收益	8	8	8	8
营业利润	152	305	475	739
营业外收支	(2)	0	0	0
利润总额	150	305	475	739
所得税	16	34	51	81
净利润	134	271	423	658
少数股东损益	12	20	33	53
归属母公司净利润	129	264	411	638
EBITDA	185	328	500	759
EPS (最新摊薄)	2.09	4.25	6.62	10.29
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	48.19%	97.56%	52.51%	52.47%
营业利润	103.03%	100.63%	55.57%	55.69%
归属母公司净利润	94.35%	103.66%	55.85%	55.34%
获利能力				
毛利率	41.07%	42.43%	42.88%	43.45%
净利率	20.15%	20.62%	21.10%	21.51%
ROE	12.11%	17.93%	19.31%	20.17%
ROIC	11.20%	18.91%	22.09%	25.58%
偿债能力				
资产负债率	16.76%	23.04%	26.43%	28.39%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.57	2.42	2.51	2.46
速动比率	3.40	2.34	2.38	2.35
营运能力				
总资产周转率	53.43%	82.42%	92.97%	102.61%
应收帐款周转率	4.87	5.88	5.35	5.34
应付帐款周转率	5.67	5.80	5.24	5.23
每股指标(元)				
每股收益	2.09	4.25	6.62	10.29
每股经营现金	3.35	4.46	6.76	10.54
每股净资产	18.12	22.37	28.99	39.28
估值比率				
P/E	195	96	61	39
P/B	22	18	14	10
EV/EBITDA	134	75	49	32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>