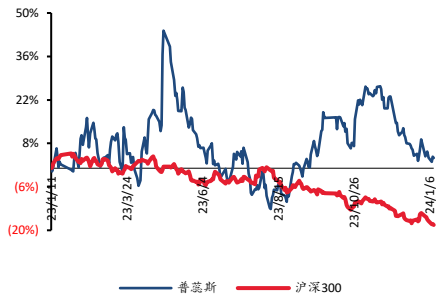


医药 其他医药医疗

SMO 行业龙头，赋能临床研发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本(百万股)	61.16
总市值/流通(百万元)	3,670.00
12个月内最高/最低价	85.61/50.00

相关研究报告

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhoyuya@tpyzq.com

执业资格证书编号: S1190523060002

报告摘要

聚焦 SMO 领域，赋能临床研发。普蕊斯是国内领先的 SMO 企业，可为客户提供一站式临床试验现场管理外包服务。截至 2023Q3，公司已累计参与 2800+个国际和国内 SMO 项目，推动 130+个产品在国内外上市，帮助申办方高效快速地推进临床试验的落地和执行，赋能新药研发。

SMO 市场空间不断扩容，市场份额有望向龙头集中。受益于临床试验政策的出台以及国内药企的创新转型，国内 SMO 行业市场规模快速增长，预计 2030 年将达到 350 亿元，CAGR 为 18.3%。此外，相较于发达国家日本 SMO 行业的高集中度，我国 SMO 市场份额有望进一步向龙头集中。

订单与人员共振，驱动未来高成长。近年来，公司新签及在手订单快速增长，未来业绩确定性强，2023H1 新签及在手订单分别为 6.29、17.54 亿元，同比增长 32.94%、35.88%。同时，公司不断加大人员招聘以及机构覆盖力度，截至 2023Q3，公司拥有员工 4019 人，其中业务人员超过 3800 人，已覆盖 850 家临床试验机构，可覆盖 1300 家。

具备多项核心优势，赋能临床试验推进。1) 客户结构多元，过往项目经验丰富；2) 培训、管理及质控体系完善，保证项目高质量交付；3) 信息化建设行业领先，确保临床研究高效推进。

投资建议：我们预计 2023 年-2025 年公司营收为 7.86/10.17/12.61 亿元，同比增长 34.13%/29.31%/24.00%；归母净利为 1.28/1.70/2.22 亿元，同比增长 76.25%/32.91%/30.65%，我们给予 2024 年预测归母净利 26 倍 PE，对应目标市值 44.2 亿元，目标价 72.02 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示：解禁及减持的风险、新签订单不及预期的风险、SMO 行业竞争加剧的风险、订单取消的风险、人力成本上升或人才流失的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	586	786	1,017	1,261
营业收入增长率(%)	16.55%	34.13%	29.31%	24.00%
归母净利(百万元)	72	128	170	222
净利润增长率(%)	25.35%	76.25%	32.91%	30.65%
摊薄每股收益(元)	1.35	2.09	2.77	3.62
市盈率(PE)	35.50	28.75	21.63	16.56

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 普蕊斯：聚焦 SMO 领域，龙头快速成长.....	4
(一) 聚焦 SMO 领域，项目经验丰富.....	4
(二) 业绩快速增长，收入利润高增速.....	6
二、 SMO 行业空间不断扩容，市场份额有望向龙头集中	8
(一) SMO 赋能临床研发，价值日益凸显	8
(二) 历经多年高质量发展，日本 SMO 行业集中度高	11
(三) 政策驱动叠加研发转型，国内 SMO 市场不断扩容	12
三、 订单与人员共振，驱动未来高成长	15
(一) 需求：新签订单高增长，执行项目数量丰富	15
(二) 供给：人员储备充足，机构覆盖全面.....	16
四、 具备多项核心优势，赋能临床试验推进.....	18
(一) 获得客户广泛认可，过往项目经验丰富	18
(二) 培训、管理及质控体系完善，保证项目高质量交付	19
(三) 信息化建设行业领先，赋能申办方新药研发	20
五、 盈利预测与投资建议	21
(一) 盈利预测	21
(二) 投资建议	22
六、 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司主营业务	4
图表 2: 公司发展历程	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 2018-2023Q3 营业收入(亿元)	7
图表 5: 2018-2023Q3 归母净利润(亿元)	7
图表 6: 2018-2023H1 公司毛利率及净利率	7
图表 7: 2018-2023H1 公司期间费用率	8
图表 8: SMO 是临床试验中重要参与方之一	9
图表 9: SMO 使用率不断提升	10
图表 10: 国外 SMO 费用占比可达 31%	11
图表 11: 日本 SMO 协会会员营收(百万日元)	12
图表 12: 日本 SMO 协会会员数(个)	12
图表 13: 2022 年日本 SMO 企业分类(按营收)	12
图表 14: 2022 年日本 SMO 行业市占率	12
图表 15: 中国 SMO 行业政策梳理	13
图表 16: 2015-2030E 我国 SMO 市场空间(亿元)	14
图表 17: 国内 SMO 行业主要竞争者梳理	15
图表 18: 2020-2023H1 新签订单(亿元)	16
图表 19: 2020-2023H1 在手订单(亿元)	16
图表 20: 2019-2021 新签项目数(个)	16
图表 21: 2020-2023H1 在执行项目数(个)	16
图表 22: 2018-2023Q3 人员数量(个)	17
图表 23: 2018-2023Q3 机构覆盖数(家)	17
图表 24: 2018-2023 年人均创收(万元)	18
图表 25: 2018-2023 年人均创利(万元)	18
图表 26: 2023H1 公司客户结构	18
图表 27: 公司前十大客户复购情况	18
图表 28: 公司覆盖疾病领域	19
图表 29: 公司 SOP 体系涵盖的模块情况和主要内容	20
图表 30: 公司自研信息化系统可大幅缩短策略构建时间	21
图表 31: 收入拆分及盈利预测	22
图表 32: 可比公司估值表	23

一、普蕊斯：聚焦 SMO 领域，龙头快速成长

(一) 聚焦 SMO 领域，项目经验丰富

聚焦 SMO 领域，赋能临床研发。普蕊斯作为国内领先的临床试验现场管理服务（SMO）组织，为国内外制药公司等客户提供包括前期准备计划、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等服务，实现临床试验现场管理外包的一站式服务。临床试验是创新药物研发流程中重要的成本环节、限速环节和质量环节，公司基于过往经营积累的临床试验项目执行经验，根据不同临床试验项目的特点，建立操作性强、切实可行的临床试验项目执行方案，通过委任项目经理和 CRC 组成的优秀的项目团队，开展 SMO 全流程服务，确保临床试验过程符合 GCP 和研究方案的规定，并与申办方（以制药公司、医疗器械公司为主）、临床试验机构（以医院为主）、研究者（通常为医生）、CRO 进行有效的沟通，并通过专业的项目管理能力，提高试验执行效率、有效控制试验成本、改善执行质量，与客户保持稳定的合作关系和较好的合作粘性，有效为客户赋能。

图表1：公司主营业务

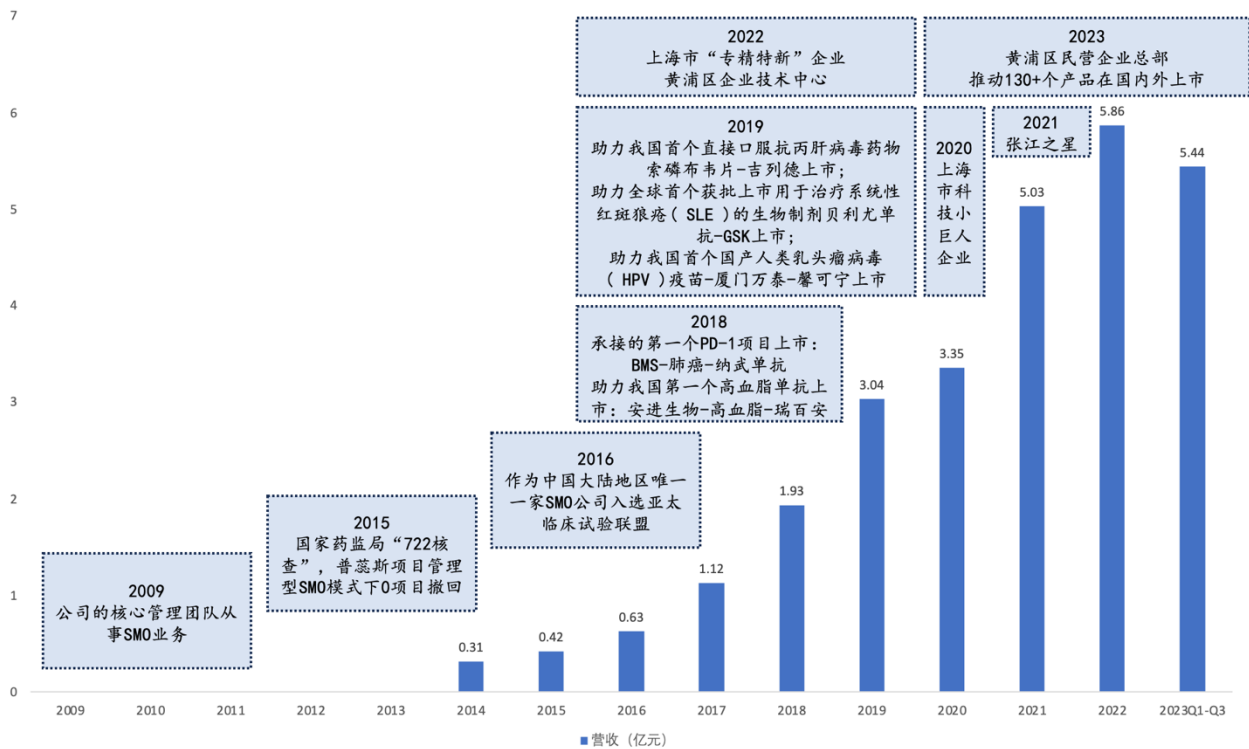


资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司发展多年项目经验丰富，核心高管具备多年行业经验。公司成立于 2013 年，致力于承接具有创新性及高临床价值新药的 SMO 项目，历经多年发展现已成为国内领先的大数据驱动型创新型 SMO 公司。截至 2023 年 9 月 30 日，公司已累计参与 2800+ 个国际和国内 SMO 项目，推动 130+ 个产品在国内外上市，帮助申办方高效快速地推进临床试验的落地和执行，赋能新药研发。此外，

公司董事长赖春宝、总经理杨宏伟具备多年行业经验，行业积淀深厚。赖春宝，男，1968 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，北京大学光华管理学院 EMBA，2014 年 11 月至 2018 年 12 月，任普瑞盛董事长；2015 年 6 月至今，任公司董事长。杨宏伟，男，1977 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，北京大学医学部本科，拥有 20 余年医药行业从业经验，2013 年 2 月创办普蕊斯，至今任公司董事兼总经理。

图表2：公司发展历程

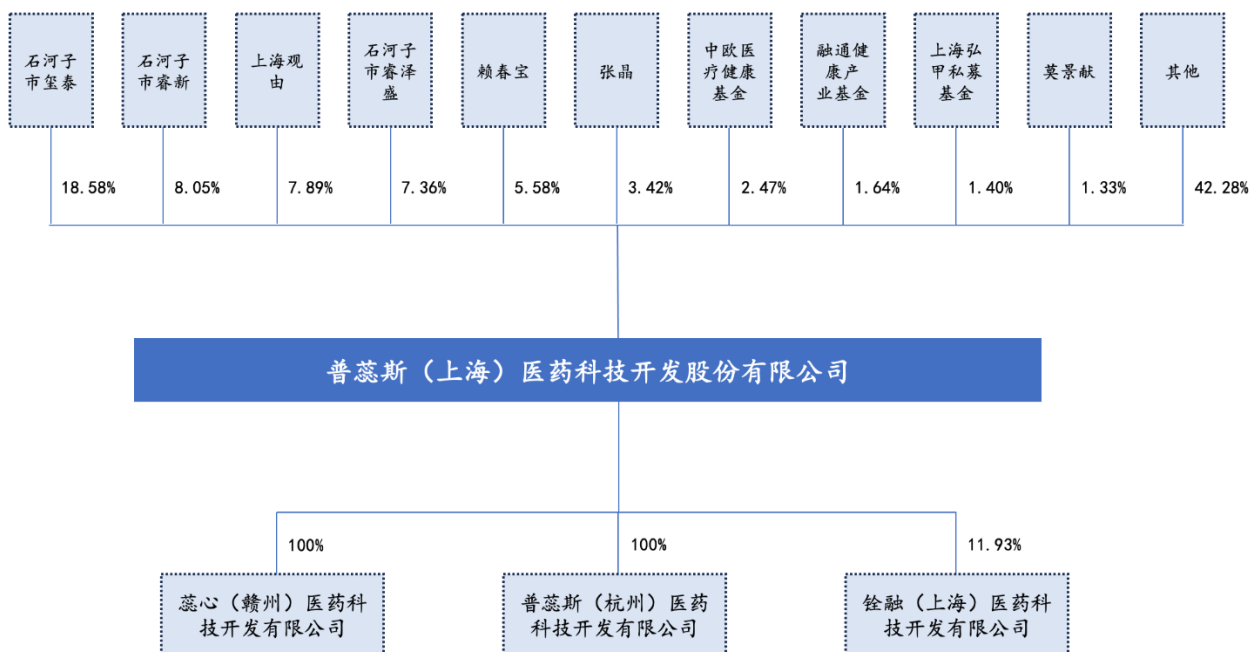


资料来源：公司官网，iFind，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，股权激励绑定人才。截至 2023 年 9 月 30 日，赖春宝为公司实控人，直接持有公司 341.55 万股，持股比例为 5.58%；同时，赖春宝是石河子市玺泰和石河子市睿新的实际控制人，出资比例分别为 99.60% 和 86.29%，对公司间接持股；杨宏伟及其控制的公司股东石河子市睿泽为赖春宝的一致行动人，持有公司 7.36% 的股份。此外，SMO 行业作为人才密集型行业，公司于 2022 年 10 月 11 日对 77 名中层管理人员及技术（业务）骨干实施股权激励计划，合计授予 97.50 万股，占激励时总股本的 1.63%，授予价格为 17.06 元/股，解除限售期共分为 3 期，分

别占比 40%、30%和 30%，业绩考核目标以 2021 年营业收入为基础，2022、2023 以及 2024 年的营收增长率分别不低于 16%、38%以及 68%；2023 年 11 月 6 日，第一期股权激励的 39 万股符合限售解除条件已上市流通，占公司总股本的 0.64%，股权激励的出台可以更好地绑定核心人才，从而保障公司中长期的发展。

图表3：公司股权结构

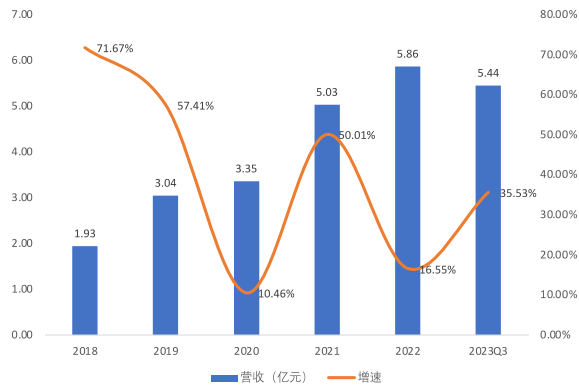


资料来源：公司 2023 年三季报，太平洋证券整理

（二）业绩快速增长，收入利润高增速

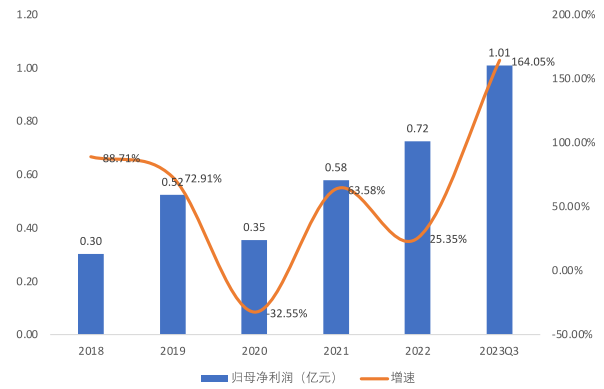
公司近年来业绩快速增长，收入及利润均保持高增速。从收入端来看，公司 2018 年营业收入仅有 1.93 亿元，随后快速增长到 2022 年的 5.86 亿元，2018 年-2022 年 CAGR 为 32.04%，2023 年前三季度营业收入为 5.44 亿元，同比增长 35.53%。从利润端来看，公司 2018 年归母净利润仅有 0.30 亿元，随后快速增长到 2022 年的 0.72 亿元，2018 年-2022 年 CAGR 为 24.36%，2023 年前三季度归母净利润为 1.01 亿元，同比增长 164.05%。公司近年来收入及利润均保持高增速，展现出良好的发展势头。

图表4：2018-2023Q3 营业收入(亿元)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

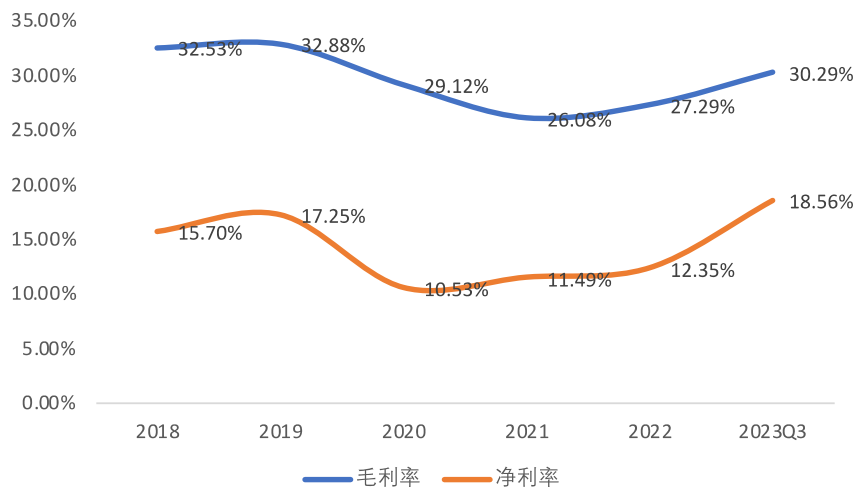
图表5：2018-2023Q3 归母净利润(亿元)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

疫情扰动利润率波动，未来有望逐步修复。由于受到新冠疫情等因素的影响，公司利润率有所波动，毛利率由2018年的32.53%下滑至2021年的26.08%，随着外部因素消除，公司毛利率逐步修复，2023Q3毛利率为30.29%；净利率整体波动趋势与毛利率类似，由2018年的15.70%下滑至2021年的11.49%，2023Q3净利率恢复至18.56%。

图表6：2018-2023H1 公司毛利率及净利率

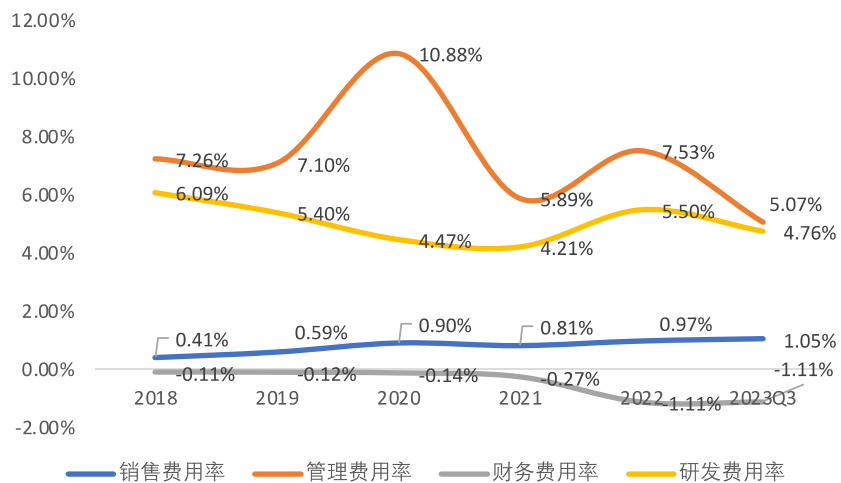


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

疫情导致管理费用率波动，近年来研发费用率有所下降。近年来，公司销售费用率和财务费

用率基本保持稳定；管理费用率有所波动，由 2018 年的 7.26% 上升到 2020 年的 10.88%，随后不断下降，2023Q3 为 5.07%，管理费用率的波动主要和新冠疫情造成的损失有关；公司根据年度研发项目确定研发支出，因此研发费用率有所下降，由 2018 年的 6.09% 下降至 2023Q3 的 4.76%。

图表7：2018–2023H1 公司期间费用率



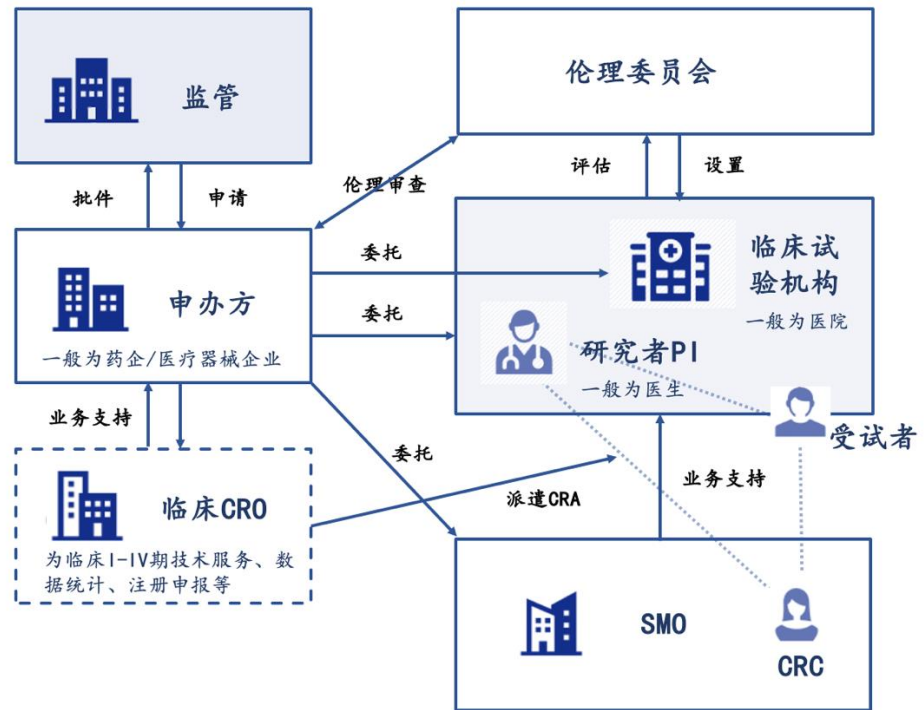
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

二、 SMO 行业空间不断扩容，市场份额有望向龙头集中

(一) SMO 赋能临床研发，价值日益凸显

SMO 赋能临床研究，降本增效保质量。 临床试验现场管理组织 (Site Management Organization, SMO) 于 20 世纪 70 年代在美国诞生，负责临床研究中除医学判断以外的所有事务的管理。临床试验是医药研发流程中重要的成本环节、限速环节和质量环节，SMO 企业通过专业的项目管理能力，可以提高临床试验执行效率、有效控制试验成本、改善执行质量，在医药研发过程中所承担的角色愈发重要。

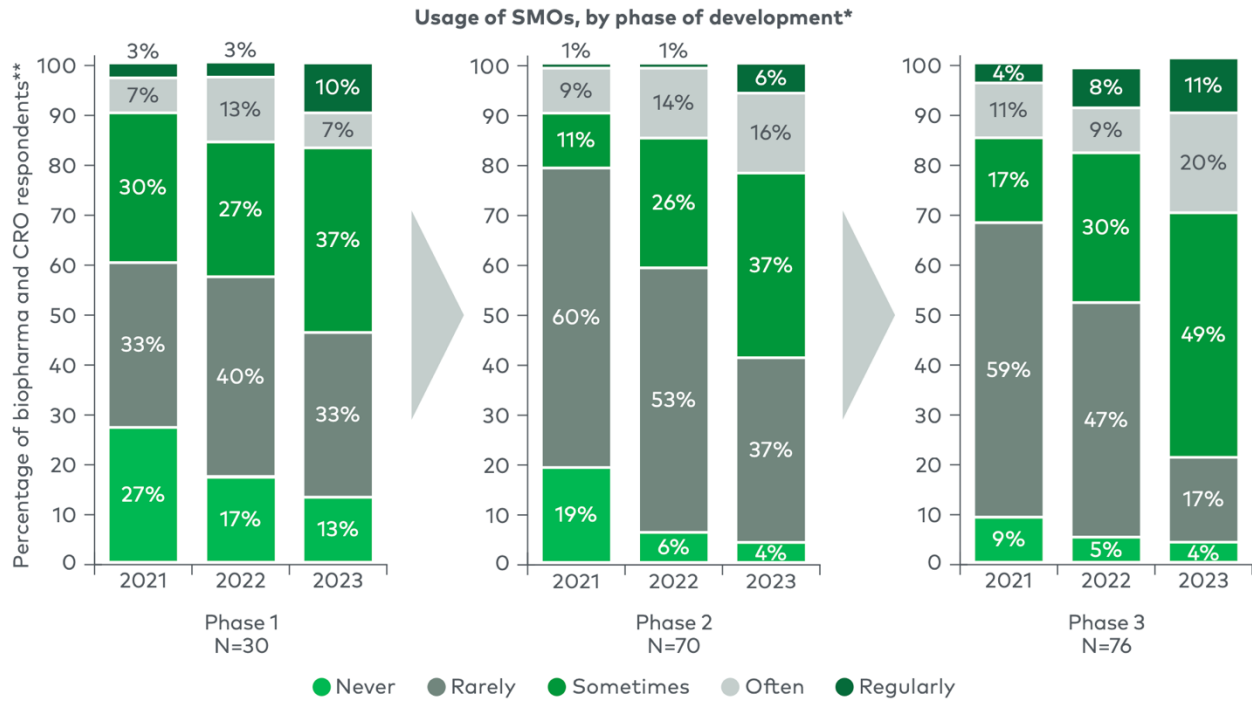
图表8：SMO 是临床试验中重要参与方之一



资料来源：太平洋证券整理

SMO 价值日益凸显，使用频率逐步增加。根据 LEK 的调研数据，1) 国外药企和 CRO 自 2021 年以来不断加大对 SMO 的使用频率，例如：2021 年仅有 15% 的受访者表示会“经常”或“定期”在三期临床中使用 SMO 服务，而 2023 年这一比例为 31%；2) 后期临床试验中 SMO 的使用频率更高，主要原因是后期临床试验所需的患者数量、机构数量更多，临床试验方案设计更加复杂，例如：2023 年有 17% 的受访者会“经常”或“定期”在临床一期使用 SMO 服务，临床二期为 22%，临床三期为 31%。根据我们的调研访谈，目前国内 SMO 的渗透率已经接近 100%，SMO 已经成为临床试验的标配。

图表9：SMO 使用率不断提升



资料来源：LEK，太平洋证券整理

国外 SMO 费用占比可达 31%，国内占比偏低有望提升。国外 SMO 费用占比可达 31%，根据日本 JPMA 发布的《临床试验中医疗机构费用测算报告》，当入组患者数量达到约定病例数时，SMO 费用在临床试验机构端占临床试验全流程的费用比例可达 31%；而根据我们的调研访谈来看，目前国内 SMO 费用占比尚未到达 31%，未来随着国内 SMO 行业集中度提升、SMO 企业的价值回归，这一比例有望逐步提升。

图表10：国外 SMO 费用占比可达 31%

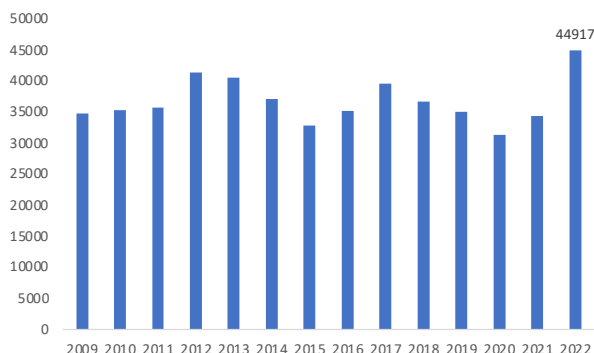
疾病领域	神经系统疾病	代谢性疾病	心血管疾病	疫苗
期间	78 周	52 周	8 周	仅 1 次
被试者受诊次数	15	17	6	2
临床试验期	33 个月	24 个月	18 个月	5 个月
基础研究费	24%	29%	27%	37%
试验实施费用	32%	23%	29%	23%
SMO 费用	23%	31%	28%	31%
受试者补助	5%	9%	4%	3%
IRB 费用	12%	4%	7%	2%
研究性药物管理费用	3%	3%	4%	4%
监测费用	2%	1%	1%	0%

资料来源：JPMA，公司招股说明书，太平洋证券整理

（二）历经多年高质量发展，日本 SMO 行业集中度高

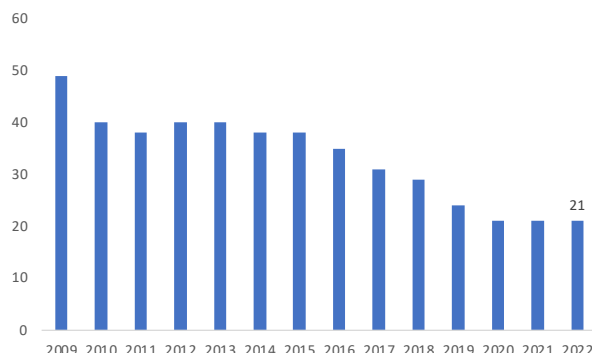
历经多年发展，行业迈向高质量发展。20 世纪 90 年代，日本出现了 CRC 行业。1997 年 4 月，日本厚生省颁布的药物临床试验质量管理规范，第一次明确提出 CRC 的概念，将其定义为临床试验支援体系的一部分，并将其与 CRA 的角色作了区分，之后，承担 CRC 业务的 SMO 公司开始出现。2003 年 4 月，SMO 协会成立，参与 CRC 业务指导、培训、认证和政策事务的处置，协会代表 SMO 公司制订标准、提出倡议，得到日本厚生省的认可及大力支持。经过近 20 年的发展，日本的 SMO 公司也经历了从萌芽到成熟的过程，2000 年初已有 100 多家 SMO 公司，公司大小不一、水平参差不齐，后经市场优胜劣汰很多小公司被兼并，现有 80 余家中等以上规模的 SMO 公司，整体 CRC 从业人员数量稳中有增，业务水平不断提高。截至 2022 年末，日本 SMO 协会共有会员 21 个，年产值为 449 亿日元，从业人员共有 4488 人，其中 CRC 共有 2660 人。

图表11：日本 SMO 协会会员营收（百万日元）



资料来源：日本 SMO 协会，太平洋证券整理

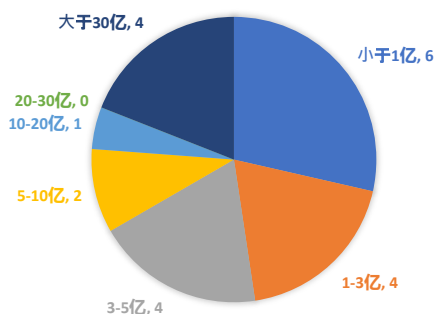
图表12：日本 SMO 协会会员数（个）



资料来源：日本 SMO 协会，太平洋证券整理

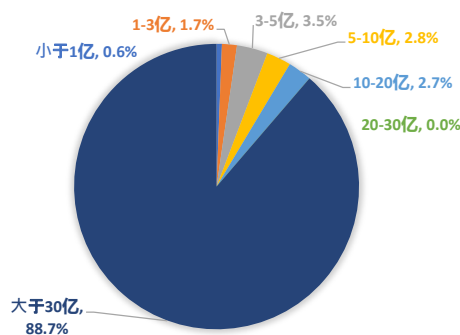
日本 SMO 行业集中度高，头部 4 家企业份额为 88.7%。根据日本 SMO 协会发布的报告，2022 年营收体量大于 30 亿日元的企业有 4 家，10-20 亿日元有 1 家，5-10 亿日元有 2 家，3-5 亿日元的有 4 家，1-3 亿日元的有 4 家。此外，行业总体呈现出头部集中的特点，市场份额主要集中在头部企业，4 家营收体量大于 30 亿的 SMO 企业占据 88.7% 的市场份额。

图表13：2022 年日本 SMO 企业分类（按营收）



资料来源：日本 SMO 协会，太平洋证券整理

图表14：2022 年日本 SMO 行业市占率



资料来源：日本 SMO 协会，太平洋证券整理

（三）政策驱动叠加研发转型，国内 SMO 市场不断扩容

临床政策出台，药企转型创新。1) 创新转型+审批加快，临床试验数量快速增长：2010 年起，我国医保控费的政策趋势逐渐明朗，招标、集采与一致性评价等政策先后出台，大幅降低药品价格的同时淘汰了一批低质量的仿制药企业，也促使国内药企向创新转型并加大研发投入；2016 年

国家药监局加快临床试验申请的审批速度，当年共批准了 4000 余件新药临床试验申请和 500 余件进口新药临床试验申请，有效解决了此前因审评慢而导致的临床试验申请积压的情况，我国新药临床试验数量实现快速增长；2) 国家 772 核查出台，加强临床试验质量管理：2015 年 7 月 22 日，国家药监局发布了《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》，对于临床试验数据不真实、不完整和不规范等的试验药物不予批准，并对申办方、临床试验研究者以及临床试验机构的权责作出明确划分，保证注册申请中临床试验数据的真实、完整和规范，临床试验数据质量的监管进一步加强。

图表15：中国 SMO 行业政策梳理

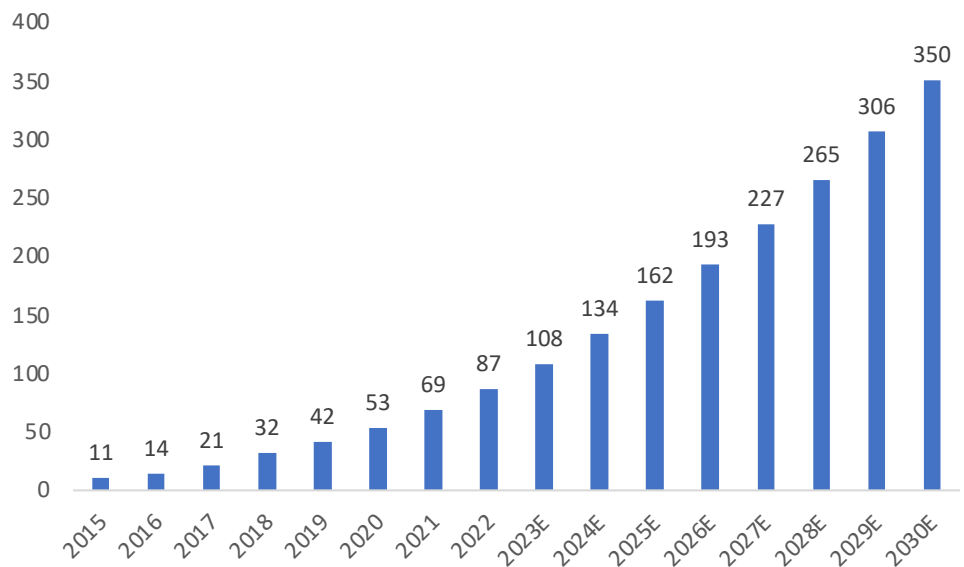
年份	政策	机构	内容
2010 年	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院	明确将生物医药产业纳入我国战略性新兴产业范畴，要求大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化。
2010 年	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	工信部、卫生部、国家药监局	鼓励医药企业技术创新，加大对医药研发的投入，鼓励开展基础研究和开发共性、关键性以及前沿性重大医药研发课题。支持企业加强技术中心建设，通过产学研整合技术资源，推动企业成为技术创新的主体。
2015 年	《药物临床试验质量管理规范》	国家药监局	规定了临床试验标准全过程，包括试验前的准备及必要条件、受试者的权益保障、研究者、申办者及监查员的职责、试验方案设计、组织实施、监查、稽查、记录与报告、数据管理与统计分析、试验用药品管理、试验质量保证和多中心试验。
2015 年	《关于进一步加强药物临床试验数据自查核查的通知》	国家药监局	对于开展药物临床试验数据自查核查工作进行了细致规范。
2016 年	《医疗器械临床试验质量管理规范》	国家药监局	规范了医疗器械临床试验全过程，包括临床试验的方案设计、实施、监查、核查、检查，以及数据的采集、记录，分析总结和报告等。
2016 年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划》	全国人民代表大会常务委员会	十三五规划纲要对医药产业在今后五年的发展做出了重要规划。其中，规划提出“鼓励研究和创制新药，将已上市创新药和通过一致性评价的药品优先列入医保目录”。
2020 年	《化学药品注册分类及申报资料要求》	国家药监局	对化学药品注册分类类别进行调整，化学药品注册分类分为创新药、改良型新药、仿制药、境外已上市境内未上市化学药品，分为 5 个类别，并明确其具体分类和相关注册管理要求。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

SMO 市场规模不断扩容，预计 2030 年将达 350 亿元。近年来，国内 SMO 行业市场呈现高速增长态势，从 2018 年的 32 亿元增长至 2022 年的 87 亿元，CAGR 为 34.4%。未来，随着医药

研发支出的扩张、临床试验数量的增加、临床试验机构对 SMO 行业重要性认可的提升、新药研发难度的加大以及全球药品监管要求的提高，未来国内 SMO 行业市场规模将继续保持高速增长，预计在 2023 年将进一步增长至 108 亿元，2030 年预计达到 350 亿元，CAGR 为 18.3%。

图表16：2015-2030E 我国 SMO 市场空间（亿元）



资料来源：思派健康招股书，太平洋证券整理

龙头初步显现，未来集中度有望提升。目前我国 SMO 行业处于快速发展阶段，市场格局虽然较为分散，但已经逐步体现出向头部集中的趋势。从人员规模来看，公司在 SMO 行业中处于第一梯队，根据公司招股说明书及 2023 年三季报，公司 CRC 规模为 3800 人，药明津石、杭州思默等公司 CRC 规模同处于行业第一梯队，分别拥有 3700+、2082 名 CRC。未来，伴随头部 SMO 企业客户资源、人才规模、机构覆盖率逐步扩大，技术、品牌与口碑等方面加速巩固，国内医药监管政策加持利好具备创新类项目服务能力的 SMO 企业，预计 SMO 行业集中度将不断提升并向头部 SMO 集中。

图表17：国内 SMO 行业主要竞争者梳理

公司	成立时间	CRC 规模	累计完成项目数量	城市覆盖个数	已覆盖临床试验机构数量	可覆盖临床试验机构数量	治疗领域
药明津石	2009年	3700	1800+个	160+	1000+	/	可覆盖肿瘤、内分泌、心血管、呼吸、消化、神内、风湿免疫、眼科、感染、妇科、肾科、疫苗和医疗器械
普蕊斯	2013年	3800	1900+个	180+	850+	1300+	可覆盖肿瘤、内分泌疾病、医疗器械、病毒性肝炎、免疫性疾病、血液系统疾病、感染等共 24 个领域
杭州思默	2011年	2082	759 个	110+	/	1000+	可覆盖肿瘤、内分泌、消化、呼吸、器械等共 21 个疾病领域
联斯达	2012年	1740	1300+	150+	600+	/	擅长肿瘤、内分泌、心脑血管、抗感染和风湿免疫领域
诺思格	2008年	936	CRO 项目累计超过 2900 个	/	750+	/	在抗肿瘤、心血管、中枢神经系统等疾病领域的 CRO 服务技术上积累了一定的优势
西斯比亚	2005年	668	/	120+	300+	/	/

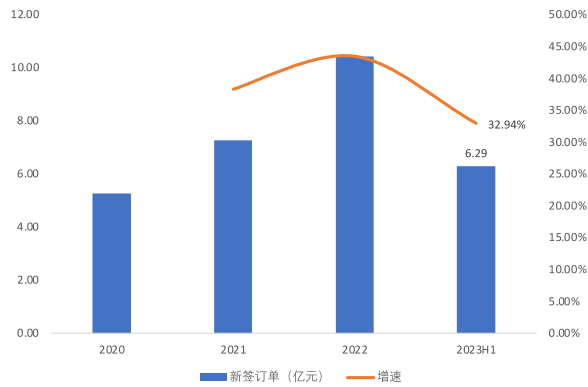
资料来源：公司招股说明书，公司 2023 年三季度报，太平洋证券整理

三、 订单与人员共振，驱动未来高成长

(一) 需求：新签订单高增长，执行项目数量丰富

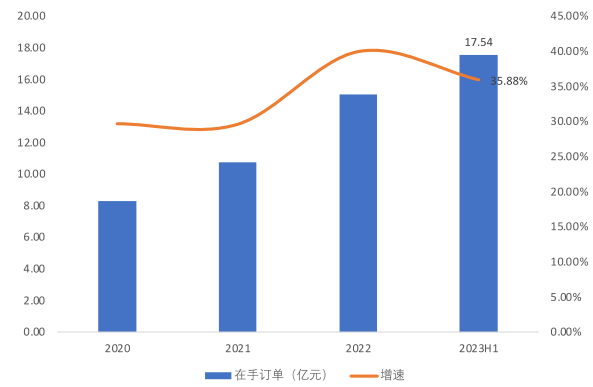
商务拓客力度不断加大，新签及在手订单高增长。近年来公司以客户为导向，不断加大商务拓展与品牌推广力度，新签及在手订单快速增长。从订单金额的角度来看，公司 2022 年实现新签订单 10.43 亿元，同比增长 43.42%，2023 年上半年实现新签订单 6.29 亿元，同比增长 32.94%；2022 年末在手订单为 15.05 亿元，同比增长 39.90%，2023 年上半年末在手订单为 17.54 亿元，同比增长 35.88%，公司充沛的新签及在手订单保障了未来业绩的持续高增长。

图表18：2020-2023H1 新签订单（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，太平洋证券整理

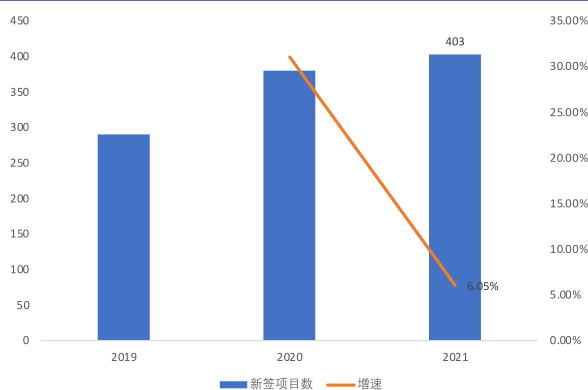
图表19：2020-2023H1 在手订单（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，太平洋证券整理

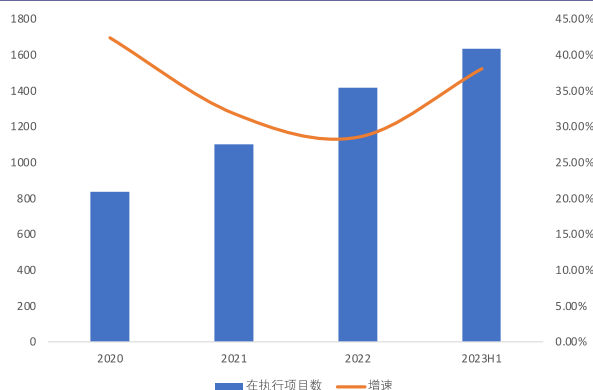
项目数量不断增加，服务多种新药类型。从项目数量的角度来看，截至2022年末，公司在执行项目为1416个，同比增长28.49%，截至2023年上半年末，公司在执行项目为1635个，同比增长38.09%，累计共参与项目超2700个，其中：ADC项目44个，双抗项目54个，CAR-T项目55个，公司承接具有创新性高临床价值新药项目的能力不断提升。

图表20：2019-2021 新签项目数（个）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，太平洋证券整理

图表21：2020-2023H1 在执行项目数（个）



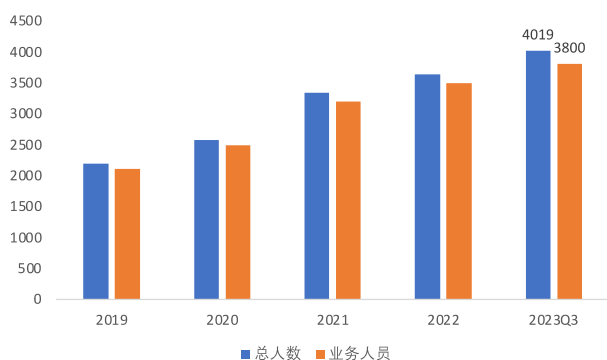
资料来源：公司招股说明书，公司公告，太平洋证券整理

（二）供给：人员储备充足，机构覆盖全面

人员储备充足，机构覆盖全面。近年来，随着公司订单的不断增长，公司不断加大人员招聘以及机构覆盖力度。截至2023年9月30日，公司拥有员工4019人，其中业务人员超过3800人。

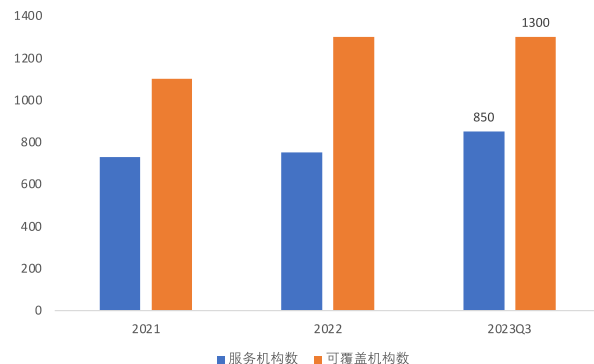
此外，公司目前服务 850 余家临床试验机构，可覆盖临床试验机构数量超过 1300 家，服务范围覆盖全国近 180 个城市，基本能够满足客户绝大多数项目需求。对于公司可覆盖的临床试验机构，公司在当地均已建立稳定和专业的 PM 与 CRC 等人才储备，可在申办方要求下迅速进入当地临床试验机构开展临床试验现场管理服务。此外，公司不断加大对临床试验资源的覆盖深度，与临床试验机构建立长期良好的合作关系。

图表22：2018-2023Q3 人员数量（个）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

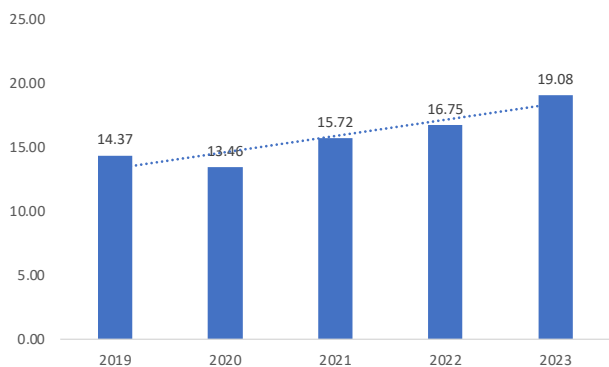
图表23：2018-2023Q3 机构覆盖数（家）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

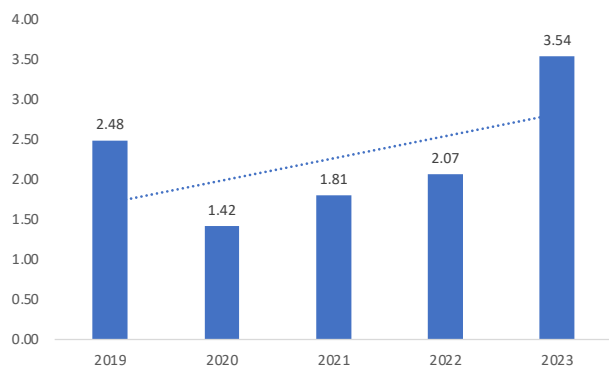
疫情造成短期波动，人均产出不断提升。公司不断加强管理，运营效率不断提升，除 2020 年受到疫情影响外，公司近年来人效不断提升，年人均创收从 2019 年的 14.37 万元快速提升至 2023 年 19.08 万元，年人均创利从 2019 年 2.48 万元快速提升至 2023 年的 3.54 万元。（注：人数按照当期期末的从业人员数量计算，2023 年的年人均创收/利数据是根据 2023Q3 数据推算得出。）

图表24：2018-2023 年人均创收（万元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表25：2018-2023 年人均创利（万元）



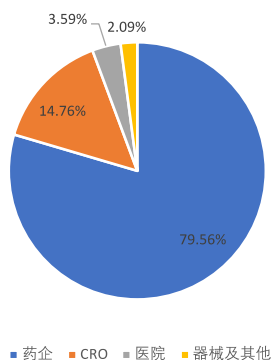
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

四、具备多项核心优势，赋能临床试验推进

(一) 获得客户广泛认可，过往项目经验丰富

客户结构多元，复购体现认可。公司作为国内最早一批进入 SMO 行业的公司，凭借着专业化的服务能力为国内外大药企和 CRO 等客户提供服务。公司客户包含在中国开展业务的全球前 10 大药企、全球前 10 大 CRO，如：默沙东、精鼎、罗氏、强生、诺华、百时美施贵宝、艾昆纬、礼来、恒瑞、康方等。从收入的角度来看，2023 年上半年药企类客户贡献收入 2.77 亿元，占比 79.56%，CRO 类客户贡献收入 0.51 亿元，占比 14.76%，医院类客户贡献收入 0.13 亿元，占比 3.59%，器械及其他类客户贡献收入 0.07 亿元，占比 2.09%。此外，公司凭借高标准的服务质量和稳定的人才供给，与现有客户保持较高粘性，2019-2021 年间公司前十大客户均保持复购。

图表26：2023H1 公司客户结构



资料来源：公司 2023 年中报，太平洋证券整理

图表27：公司前十大客户复购情况

序号	客户名称	是否新签合同		
		2019	2020	2021
1	基石药业	是	是	是
2	恒瑞医药	是	是	是
3	默沙东	是	是	是
4	康方生物	是	是	是
5	精鼎医药	是	是	是
6	礼来	是	是	是
7	豪森	是	是	是
8	赛诺菲	是	是	是
9	艾昆纬	是	是	是
10	诺和诺德	是	是	是

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

过往项目经验丰富，疾病领域覆盖全面。公司过往项目经验丰富，截至 2023 年 9 月 30 日，公司已累计承接超过 2800 个国际和国内临床项目，参与了较多的国内外热门项目；此外，公司疾病领域覆盖全面，可覆盖肿瘤、内分泌疾病、感染性疾病、心血管疾病以及罕见病等 24 个疾病领域，并在肿瘤、心血管疾病、内分泌疾病以及感染性疾病等多个细分疾病领域具备较强的竞争优势。根据药智网数据库，2018 年至 2023 年 6 月，共有 48 个血液肿瘤新药在国内批准上市，公司服务了其中 15 个，占比 31.25%；共有 41 个胸部肿瘤新药在国内批准上市，公司服务了其中 14 个，占比 34.15%；共有 21 个乳腺癌新药在国内批准上市，公司服务了其中 6 个，占比 28.57%。

图表 28：公司覆盖疾病领域



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券整理

(二) 培训、管理及质控体系完善，保证项目高质量交付

具备完善的培训体系，保证人才团队稳定专业。公司在执行临床项目的过程中，需要大量 CRC 协助研究者工作，稳定的专业 CRC 团队是项目顺利执行的保障。为防范人员的高流动率带来的风险，公司搭建了完善的人员管理及培训体系，新员工必须通过培训以及考核后方能正式入职，入职后的正式员工将持续获得职业培训。公司培训形式多样，除了集中培训以外，还有区域培训、线上课程、一对一带教等模式。公司设有培训部，主要负责：1) 针对公司各层级岗位制作培训计划及监督实施；2) 负责各类课程录制、修订、上传等；3) 针对各类培训制作测评方案，确保培训效果；4) 全程监督公司新人学习状态并及时向人员反馈和沟通，确保新人的合格性。公司采用

片区管理模式，主要培训体系由日常线上培训、日常线下培训以及项目类专项培训等三项组成，其中日常线上培训包括 GCP 培训、SOP 培训、CRC 辅助课程等内容，日常线下培训包括一对一带教培训、周培训、实操类培训、片区组会等形式和内容，项目类专项培训包括项目方案和流程培训、项目组内交流培训等。公司建立的完善培训体系和后续高效的执行是保证 CRC 人才快速复制的基础。

标准化管理及质控体系完备，保证项目高质量交付。 临床试验项目的周期较长且涉及众多复杂且繁琐的操作流程，公司根据 GCP 和 ICH-GCP 的规范要求，建立了全面的临床试验标准操作规程 SOP，涵盖了临床试验的各个环节，通过标准化的项目管理体系，可以有效地保证公司临床试验服务的稳定性和可靠性，推动临床试验方案的高效执行。截至目前，公司已建立了一套科学详实的涵盖 260 余份的 SOP 制度文件，用于指导和规范员工开展 SMO 业务中的各项操作。此外，公司通过内部质控和外部质控手段实现项目的质量保证和质量实施。

图表29：公司 SOP 体系涵盖的模块情况和主要内容

一级模块名称	二级模块名称	主要内容	三级模块 (SOP文件) 数量
公司日常运营	整体要求	SOP的管理和维护	5
	人力资源与员工培训	员工招募与培训	14
	信息技术	电子数据的管理和维护	6
	行政管理	证照文件、办公物资、打卡、联系方式等的管理和维护	7
	商业开发	招投标管理	1
	其他	涉及的文件模版等	46
SMO项目执行	试验启动	临床试验项目启动前的一系列准备工作	15
	试验管理	临床试验进行中的一系列执行与管理的工作	8
	试验结束	临床试验结束与数据归档等工作	2
	质量控制	数据管理、稽查、视察等工作	3
	数据采集	临床试验中数据采集的具体指引	4
通用工作指引	/	有关项目文件管理、计划制定、人员交接、关键绩效指标、受试者管理等的具体指引	13
标准化表格与文件模版	/	前述SOP涉及的所有标准化表格与文件模版	39

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

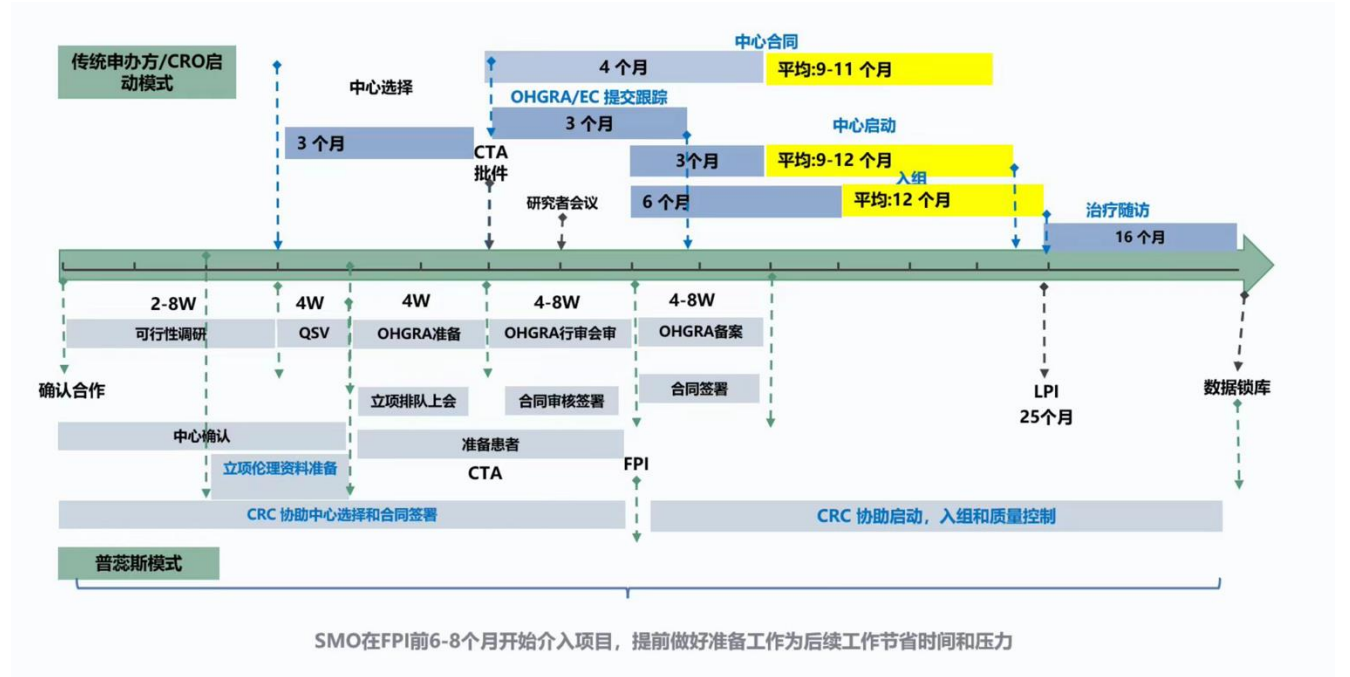
(三) 信息化建设行业领先，赋能申办方新药研发

信息化建设行业领先，确保临床研究高效推进。 公司依托自主开发的内部信息化管理体系，将先进的质量管理体系融入管理系统，能够有效的执行临床试验合同外包服务，在与申办方、临床试验机构、研究者沟通协调及项目实施管理过程中，能够迅速做出反应，及时给予反馈，确保了临床研究的高效进行，能够充分满足客户需求。公司的信息化管理体系科学有效，目前已通过

ISO27001 认证，有效保护信息化数据安全，进程健康、有序、可持续发展。同时，公司依托在 SMO 行业多年的项目积累，通过公司数据库的实时更新及统计，协助申办方进行研究中心选择、受试者入组方案等，加快临床试验方案的启动速度。

自研大数据建模系统，可大幅缩短策略构建时间。 临床试验执行策略建模服务平台是公司自主研发的大数据建模系统，通过基于既往项目的绩效大数据，生成选点模型、启动模型、入组模型、风险模型、质量模型、数据模型、患者研究者费用模型等，为临床试验提供精准执行策略，从而可以将耗时数月的临床试验执行策略构建时间缩短为 1 周，从而帮助客户实现合理的资源分配、大幅的效率提升以及有效的风险规避，从而高效推进临床试验，赋能新药研发。目前，该建模数据已通过 400+个 SSU 项目和 600+个入组项目做印证，与项目计划的匹配率分别为 97.89%和 94.38%，这充分证明公司临床试验执行策略建模服务的可靠性和落地性。

图表30：公司自研信息化系统可大幅缩短策略构建时间



资料来源：公司微信公众号，太平洋证券整理

五、 盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

截至 2024 年 1 月 10 日，公司的收盘价为 60.00 元，总市值为 37 亿元，我们预计 2023 年-

2025 年公司营业收入分别为 7.86/10.17/12.61 亿元，分别同比增长 34.1%/29.3%/24.0%；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.28/1.70/2.22 亿元，同比增长 76.25%/32.91%/30.65%，对应的 2023 年-2025 年 EPS 分别为 2.09/2.77/3.62 元/股，市盈率分别为 28.75/21.63/16.56 倍，关键假设如下：

1) 收入假设：公司主营业务为 SMO 业务，近年来新签订单高增速，人员不断扩张，我们预计 2023-2025 年的营业收入分别为 7.86/10.17/12.61 亿元，分别同比增长 34.13%/29.31%/24.00%。此外，考虑到疫情后毛利率不断修复、订单报价调整等因素，我们预计 2023-2025 年的毛利率分别为 28.00%/28.50%/29.00%。

2) 费用率假设：研发费用方面，基本保持平稳，我们预计 2023-2025 年研发费用率分别为 5%/5%/5%；销售费用方面，整体保持在较低水平，我们预计 2023-2025 年分别为 1%/1%/1%；管理费用方面，整体保持稳中有降，我们预计 2023-2025 年管理费用率分别为 6%/5.5%/5%；所得税方面，我们预计 2023-2025 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 13%。

图表31：收入拆分及盈利预测

普蕊斯（亿元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3.04	3.35	5.03	5.86	7.86	10.17	12.61
yoy	57.41%	10.46%	50.01%	16.55%	34.13%	29.31%	24.00%
毛利率	32.88%	29.12%	26.08%	27.29%	28.00%	28.50%	29.00%
新签订单		5.26	7.27	10.43	13.56	16.95	20.34
yoy			38.26%	43.42%	30.00%	25.00%	20.00%
转化率		63.80%	69.17%	56.21%	58.00%	60.00%	62.00%
在手订单	6.41	8.31	10.76	15.05	20.74	27.52	35.25
yoy		29.62%	29.54%	39.90%	37.83%	32.68%	28.08%

资料来源：太平洋证券整理

(二) 投资建议

公司作为国内领先的大数据驱动型创新 SMO 公司，具备临床试验执行一站式服务能力，可比上市公司包括药明康德、泰格医药、诺思格等。

考虑到：1) 新签及在手订单高增长，未来业绩确定性强，2) 临床试验机构覆盖全面，CRC 等人员储备丰富，能力建设行业领先，3) 管理、质量以及培训体系完善，从而保障未来项目高效交付，公司作为 SMO 行业龙头理应享受一定估值溢价。我们参考可比公司的平均市盈率，结合公司年底迎来估值切换，给予 2024 年预测归母净利润 26 倍 PE，对应目标市值 44.2 亿元，目标价 72.02 元/股，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表32：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603259.SH	药明康德	67.62	2000	100.04	120.76	151.29	20	17	13
300347.SZ	泰格医药	49.71	407	23.23	28.00	34.77	19	15	12
301333.SZ	诺思格	57.25	55	1.66	2.08	2.67	33	26	21
	平均	58.19	821	41.64	50.28	62.91	24	20	15
301257.SZ	普蕊斯	60.00	37	1.28	1.7	2.22	29	22	17

资料来源：除普蕊斯来自太平洋证券研究院预测外，其他数据均来自 iFinD，太平洋证券整理

六、 风险提示

1) **解禁及减持的风险。**公司于2023年11月6日有39万股符合解禁条件，占总股本的比例为0.64%，预计2025年5月16日将有2420.09万股符合解禁条件，占总股本的比例为39.57%；此外，张晶、平潭弘润盈科新材料以及上海观由等股东近期有所减持，因此存在一定解禁及减持的风险。

2) **新签订单不及预期的风险。**近年来，CXO行业供给端竞争不断加剧，部分企业报价较低扰乱市场价格体系，而新签订单作为公司业绩的前瞻指标，存在一定不及预期的风险。

3) **SMO行业竞争加剧的风险。**近年来，随着我国鼓励医药及医疗器械研发的政策陆续出台，国内SMO行业迅速发展，SMO企业数量快速增加，行业竞争较为激烈，因此存在一定风险。

4) **订单取消的风险。**药物和医疗器械的研发是一项高风险、高投入和长周期的系统工程，若客户的在研管线失败或者临床试验结果不及预期，则会取消后续订单，从而影响公司订单的执行以及业绩转化，因此存在一定风险。

5) **人力成本上升或人才流失的风险。**SMO行业作为人才密集型行业，人力为主要成本，未来若人力成本不断上升，则会影响公司盈利能力；此外，若薪酬水平失去竞争优势将导致CRC等人员流失，从而影响公司订单的交付能力，因此存在一定风险。

资产负债表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	136	677	381	508	684
应收和预付款项	62	90	111	143	178
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	181	365	838	911	988
流动资产合计	379	1,133	1,331	1,563	1,850
长期股权投资	11	10	10	10	10
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	7	9	12	13	13
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	0	1	2	2	2
长期待摊费用	1	0	1	1	1
其他非流动资产	386	1,141	1,342	1,575	1,862
资产总计	404	1,161	1,367	1,601	1,888
短期借款	0	0	3	0	0
应付和预收款项	9	10	3	4	5
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	167	199	277	344	409
负债合计	175	209	283	348	413
股本	45	61	61	61	61
资本公积	18	652	667	667	667
留存收益	166	239	356	525	747
归母公司股东权益	229	952	1,084	1,253	1,475
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	229	952	1,084	1,253	1,475
负债和股东权益	404	1,161	1,367	1,601	1,888

现金流量表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	42	40	96	138	181
投资性现金流	-4	-142	-401	-8	-5
融资性现金流	-5	643	9	-3	0
现金增加额	33	542	-296	127	176

利润表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	503	586	786	1,017	1,261
营业成本	372	426	566	727	895
营业税金及附加	4	4	6	7	9
销售费用	4	6	8	10	13
管理费用	30	44	47	56	63
财务费用	-1	-7	-7	-4	-5
资产减值损失	-4	-5	0	0	0
投资收益	-1	-1	8	10	13
公允价值变动	0	1	0	0	0
营业利润	67	81	147	195	255
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	67	81	147	195	255
所得税	9	8	19	25	33
净利润	58	72	128	170	222
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	58	72	128	170	222

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	26.08%	27.29%	28.00%	28.50%	29.00%
销售净利率	11.49%	12.35%	16.23%	16.68%	17.58%
销售收入增长率	50.01%	16.55%	34.13%	29.31%	24.00%
EBIT 增长率	42.22%	9.08%	79.14%	36.57%	30.60%
净利润增长率	63.58%	25.35%	76.25%	32.91%	30.65%
ROE	25.24%	7.61%	11.78%	13.53%	15.03%
ROA	14.29%	6.24%	9.34%	10.60%	11.74%
ROIC	26.49%	7.32%	11.14%	13.20%	14.66%
EPS (X)	1.28	1.35	2.09	2.77	3.62
PE (X)	0.00	35.50	28.75	21.63	16.56
PB (X)	0.00	3.07	3.39	2.93	2.49
PS (X)	0.00	4.98	4.67	3.61	2.91
EV/EBITDA (X)	-1.65	25.78	23.30	16.42	11.90

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

公司地址

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。