

业绩符合预期，疫情后有望恢复增长

诺思格 (301333.SZ)

核心观点

公司是专业的临床试验外包服务提供商，即临床 CRO 企业，可以为药物临床研发提供全流程一体化服务，具备临床试验全链条服务能力。2022 年及 2023 年 Q1 业绩符合预期，公司经营受各地疫情散发情况及放开后快速过峰影响较大，对经营带来一些挑战，业绩承受一定压力。我们认为随着疫情影响基本消失，各地医院恢复正常，公司业务顺利展开，看好公司为各类药企和科研机构提供高质量临床 CRO 服务，促进公司持续成长。

事件

疫情冲击影响，业绩符合预期

2022 年，公司实现收入 6.38 亿元，同比增长 4.78%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 14.47%；实现扣非归母净利润 1.02 亿元，同比增长 7.75%。非经常性损益主要来自投资收益。2022 年第四季度收入为 1.69 亿元，同比增长 1.96%，归母净利润为 0.3 亿元，同比增长 4.00%。其中 Q4 收入 1.69 亿元，同比增长 1.96%，归母净利润为 0.3 亿元，同比增长 4.00%。

2023 年 Q1，公司营收 1.61 亿元，同比减少 5.47%，归母净利润为 0.29 亿元，同比增长 7.63%，扣非归母净利润为 0.20 亿元，同比减少 19.24%。Q1 同比有所减少主要受 22 年底疫情放开后快速过峰，对公司员工、医院执行端等都带来一定影响，叠加 1 月春节休假，Q1 整体受影响较大。非经常性损益中政府补助 387 万和投资收益 576 万同比增长较多。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	608.43	637.52	779.15	938.18	1,113.29
YoY(%)	25.59	4.78	22.22	20.41	18.66
净利润(百万元)	99.24	113.59	143.90	173.66	209.62
YoY(%)	18.37	14.47	26.68	20.69	20.70
毛利率(%)	38.32	36.85	38.35	39.24	40.57
净利率(%)	16.31	17.82	18.66	18.72	19.05
ROE(%)	23.49	7.15	8.31	9.11	9.91
EPS(摊薄/元)	1.65	1.89	2.40	2.89	3.49
P/E(倍)	63.03	54.93	43.36	35.93	29.77
P/B(倍)	14.77	3.93	3.60	3.27	2.95

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

SAC 编号:s1440520030001

SFC 编号:BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 编号:s1440521070004

发布日期: 2023 年 05 月 04 日

当前股价: 104.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.23/-11.44	-8.68/-10.47	/

12 月最高/最低价 (元) 132.99/64.30

总股本 (万股) 6,000.00

流通 A 股 (万股) 1,500.00

总市值 (亿元) 62.40

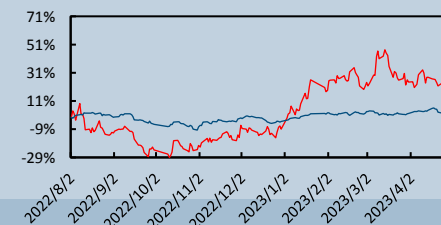
流通市值 (亿元) 15.60

近 3 月日均成交量 (万) 46.09

主要股东

ACE UNION HOLDING LIMITED 28.68%

股价表现



简评

疫情带来一定影响，公司业绩短期承压

2022 年，外部环境及市场变化对公司整体运营和拓展带来一定影响。2022 年全年公司新签订单 8.13 亿元，略低于上年同期水平。分板块来看，2022 年公司临床试验运营服务收入 3.00 亿元，同比减少 5.29%，占营收比重 47.0%；临床试验现场管理服务收入 1.54 亿元，同比增长 38.96%，占营收比重 24.2%；数据管理与统计分析服务收入 0.73 亿元，同比减少 20.03%；生物样本检测服务收入 0.45 亿元，同比增长 24.2%；临床试验咨询服务收入 0.34 亿元，同比增长 18.8%；临床药理学服务收入 0.32 亿元，同比增长 25.99%。2022 年，公司临床试验运营服务是公司占比最高的综合性服务项目，我们认为，该部分营收同比下降主要与疫情影响下医院端工作开展受限有关。2022 年，数理统计业务营收下降且毛利率相比上年同期减少 6.3%，我们认为与市场需求波动及国内市场竞争加剧等有关，随着公司海外数统业务逐步执行和占比扩大，预计数统板块将迎来收入及盈利能力的双重提升。

持续增加研发投入，扩大研发团队

2022 年，公司研发投入约 5000 万元，同比增长 21.4%，占营业收入 7.8%。研发人员数量达到 250 人，同比增长 16.3%，研发人员数量占比 12.98%。公司积极加大研发投入，围绕创新药首次人体试验设计与临床试验运营管理体系相关项目、临床研究方案及报告的人工智能辅助系统相关项目、创新药中晚期开发阶段的关键决策辅助支持体系相关项目以及血浆中药物生物样本检测的液相色谱串联质谱法（LC-MS/MS）方法学开发体系相关项目等进行研究

强大的专家团队+过硬专业能力，为公司长期发展保驾护航

公司各项业务均有国内外知名专家领衔，首席科学官 CHEN GANG 博士曾在 FDA、强生公司担任统计评审负责人。首席统计学家 HE KUN 博士曾在 FDA 药审中心任职十余年，历任统计评审员、专家评审员、权威专家评审员、评审组长及统计中心副主任。公司专家团队曾经并正在参与多项国家、行业指导原则、标准的讨论与制定。CHEN GANG 博士和 HE KUN 博士曾作为主要执笔人，参与起草了《药物临床试验适应性设计指导原则》的征求意见稿，该指导原则已于 2020 年 5 月 13 日中国国家药品监督管理局药品审评中心发布。

公司核心竞争优势以“科学性”为中心，从临床试验的设计到执行都保持着高水准。成立了“创新药科学与战略委员会”，为国内外客户提供专业化、个性化的研发策略、顶层设计、数据解读、申报资料准备等相关服务，帮助医药研发企业提高研发成功率，缩短研发周期，降低研发风险，节省研发费用。对于通过公司提供临床试验运营服务且申办方已经申报 NDA 的药品和器械品种，目前仍 100% 获得注册或批准的成功。

上市募资再加码，进一步提升公司服务能力

公司首次上市成功募资 10.88 亿元，其中超募部分 4.87 亿元。计划用于建设数据科学中心项目、临床试验管理平台项目、SMO 中心项目以及补充流动资金。数据科学中心将按照 ICH-GCP 的规定，实施数据的采集和自动化的临床试验数据管理工作，推动公司现有数据管理与统计分析业务的质量得到进一步提升，为大规模开展数据管理与统计分析业务奠定基础。临床试验管理平台将承载临床试验运营服务的辅助项目管理、培训工作，完善 CO 服务的服务水平，提高服务质量和效率。SMO 中心的建立有助于强化公司现有的 SMO 业务，提升 SMO 业务开展的效率性和规范性，并进一步扩大业务规模。从募投资金投向看，公司更注重高毛利的数据统计业务和临床运营业务。

图表 1：公司募投项目情况（亿元）

	投资总额	募集资金	预计投入时间
数据科学中心项目	1.81	1.81	4 年
临床试验管理平台项目	1.89	1.89	4 年
SMO 中心项目	0.63	0.63	4 年
补充流动资金	1.77	1.77	/
合计	6.10	6.10	/

资料来源：招股书、中信建投

财务分析：费用率基本保持平稳，研发投入稳步提升

2022 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.13%、9.68% 以及 7.84%，同比变化-0.13ppt、+0.13ppt 以及 +1.07ppt，销售及管理费用率基本持平，研发费用率增长明显；2023Q1，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.55%、9.68% 以及 8.43%，同比变化+0.58ppt、+1.93ppt 以及 +1.05ppt，在公司营收承压影响下，费用率均有所增加。财务费用方面 22 年及 23Q1 费用率分别为-1.85%、-0.67%，同比下降明显，主要受公司上市募资后利息收入增加所致。我们认为公司积极投入研发，进行创新，在疫情影响下短期销售和管理费用有所升高，随着业务恢复有望逐步降低。2022 年，公司经营活动净现金流 1.30 亿元，同比增长 13.87%，2023Q1 经营活动净现金流 1779 万元，同比增长 324%，经营性现金流增长明显。

投资建议

公司专注于临床 CRO 服务，具备临床试验全链条服务能力，看好公司疫情影响消除后的恢复和长期成长。我们认为，公司对创新药临床运营具有深刻理解并拥有多个标杆项目经验，随着创新药行业对运营及试验设计要求的提升，公司市场地位有望获得提升。我们预计 2023-2025 年公司的营业收入分别为 7.79 亿元、9.38 亿元、11.13 亿元，同比增长 22.2%、20.4%、18.7%，归母净利润分别为 1.44 亿元、1.74 亿元、2.10 亿元，同比增长 26.7%、20.7%、20.7%，对应 PE 分别为 43 倍、36 倍、30 倍，维持“买入”评级。

风险分析

市场竞争加剧风险：国际 CRO 在国内设立分支机构，国内 CRO 行业发展迅速，市场集中度较低，CRO 公司快速成长，行业竞争加剧；**成长性风险：**公司业务规模相对偏小，抵御市场风险的能力有限。经营过程可能受到行业政策、市场竞争格局、客户需求变化等影响；**人力资源风险：**临床 CRO 行业属于人才密集型行业，专业化人才相对稀缺，公司在稳定现有核心技术人员和关键管理人员、吸纳和培养公司发展所需的技术和管理人才等方面仍存在潜在风险；**募资管理和项目实施风险：**公司首次募资将用于发展主营业务，但项目实施仍需经过项目设计、建设、人才培养等多个环节，主要环节出现问题均可能会给项目的实施带来风险。

监管相关风险：2023 年 4 月 25 日深交所就公司“2022 年利润分配预案”发布关注函，要求公司说明“制定本次利润分配及资本公积转增股本方案的主要考虑、确定依据及其合理性，分红、转增比例是否与公司业绩变动、发展规划相匹配，并充分提示相关风险”等具体情况，公司已于 2023 年 4 月 28 日进行回复并公告。

主业敏感度测算：假设 2023 年公司临床试验运营服务收入同比增速比预测值降低 10 个百分点，则整体净利润将比预测值降低 2.4 个百分点；2023 年收入增速将从预测值 22.2% 下降至 17.5%，净利润预测增速将从预测值 26.7% 下降至 23.6%。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

阳明春

北京大学药学院本科，药事管理硕士。2019 年加入中信建投研究发展部，主要负责医药外包、制药、互联网医疗及医药政策等板块，研究系统、踏实，紧密追踪热点时事。

研究助理

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk