

## SMO 龙头企业， 2023 年有望迎来戴维斯双击

### 核心观点

普蕊斯是国内 SMO 龙头企业，服务的客户以跨国药企、国内大型制药企业、CRO 为主，2022H1 订单增速达到 57.8%，预计将维持高增速，支撑公司 2023 年收入高增长。此外，2023 年疫情扰动有望减轻，防疫支出减少，推动净利润率提升，有望迎来戴维斯双击。

### 简评

#### SMO 行业发展快速，龙头企业优势突出

SMO 负责伴随着新药研发活动而发生的，除医学判断以外的所有事务的管理。SMO 将项目管理功能导入新药研发临床试验过程，从临床试验机构角度出发，以高效、经济的方法引导、推进临床试验进度，提高试验的质量，确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规定，从而促进临床试验研究的规范化发展。2015 年之后，国内药监部门对临床数据的质量要求提高，同时国内创新药快速发展，制药企业的新药临床试验对 SMO 服务的需求迅速增加。

公司项目经验丰富，助力多个创新药上市。公司 SMO 执行项目数量稳步增长，承接的项目以管理难度大、流程复杂的新药临床试验为主，因此公司积累了丰富的项目执行经验。截至 2022H1，公司正在进行的 SMO 执行项目 1184 个，累计承接超过 2100 个国际和国内 SMO 项目，其中，公司参与客户 ADC 项目 16 个，参与双抗项目 19 个，参与 CAR-T 项目 45 个，参与 PD-1、PD-L1 项目 100 个，参与新冠项目 10 余个。

#### 重要财务指标

主要财务数据和预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	335	503	586	876	1,144
(+/-)YoY(%)	10.5%	50.0%	16.5%	49.5%	30.6%
净利润(百万元)	35	58	50	95	156
(+/-)YoY(%)	-32.5%	63.6%	-13.0%	89.3%	64.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.58	0.95	0.82	1.56	2.56
毛利率(%)	29.1%	26.1%	24.0%	25.5%	28.0%
净资产收益率(%)	21.4%	25.2%	5.5%	9.5%	13.5%
P/E(倍)	/	/	70.94	37.47	22.80
P/B(倍)	/	/	3.92	3.54	3.07

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 普蕊斯(301257.SZ)

### 首次评级

### 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

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 02 月 07 日

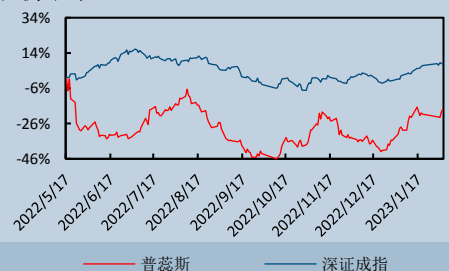
当前股价: 61.18 元

#### 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
27.67/22.03	24.12/15.46	/
12 月最高/最低价(元)		74.64/40.14
总股本(万股)		6,097.50
流通 A 股(万股)		1,500.00
总市值(亿元)		35.64
流通市值(亿元)		8.77
近 3 月日均成交量(万)		95.58
主要股东		
石河子市玺泰股权投资合伙企业(有限合伙)		18.64%

#### 股价表现



公司客户类型丰富，单个客户影响较小。公司客户分散，统计 2019-2021 年数据发现前五大客户收入占比分别为 23.4%、25.5%、25.7%，单个客户占比较低，订单变化对公司业绩影响不大。公司客户类型以跨国药企、国内大型制药企业、biotech 龙头企业、CRO 公司为主，2021 年收入贡献 300 万元以上的客户合计贡献收入 3.49 亿元，占比达到 69.3%，其中大型制药公司占比 35.4%（其中 MNC 占比 17.9%，国内大型制药公司占比 17.5%），CRO 公司占比 11.5%，biotech 占比 21.6%。

**表 1:普蕊斯 2019-2021 年前五大客户情况**

期间	序 号	客户名称	金额 (万元)	营收占 比	期间	序 号	客户名称	金额 (万元)	营收占 比	期间	序 号	客户名称	金额 (万元)	营收占 比
2021 年	1	恒瑞医药	2985.8	5.94%	2020 年	1	恒瑞医药	1,946.0	5.80%	2019 年	1	基石药业	2,316.4	7.63%
	2	默沙东	2918.8	5.80%		2	康方生物	1,758.7	5.25%		2	豪森药业	1,377.2	4.54%
	3	基石药业	2689.8	5.35%		3	默沙东	1,728.1	5.15%		3	恒瑞医药	1,283.2	4.23%
	4	康方生物	2320.9	4.61%		4	基石药业	1,587.0	4.73%		4	东曜药业	1,065.1	3.51%
	5	精鼎医药	1997.2	3.97%		5	精鼎医药	1,535.7	4.58%		5	BMS	1,052.5	3.47%
合计			12912.5	25.67%	合计			8,555.4	25.52%	合计			7,094.4	23.37%

资料来源：公司招股书，中信建投证券

订单持续增长，支撑公司业绩增长。公司作为中国最早一批进入 SMO 行业的企业，拥有超过 3400 名专业的业务人员，服务 740 余家临床试验机构，范围覆盖全国 160 多个城市，具备累计超过 2100 个临床项目经验。多年来在行业内积累的项目经验与专业品牌帮助公司持续获得订单，2022 年 H1 公司新增订单 4.87 亿元，同比增长 57.8%。

**表 2:普蕊斯订单情况**

业绩期	2019.12.31	2020.12.31	2021.12.31	2022.06.30
新签订单（万元）	30,354.47	33,529.06	50,296.67	48,732.73
在执行项目合同金额（万元）	126,212.26	172,485.49	250,752.45	
在执行项目数量（个）	587	836	1,102	1184

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 疫情影响减弱，2023 年盈利能力有望提升

2022 年疫情散发，公司费用增加。2022 年以来，国内疫情多发散发，对医疗机构的正常运营与临床试验项目的开展造成了干扰。由于公司 SMO 业务主要工作场景是在医疗机构当中，因此疫情对公司业务经营造成了不利影响。2022H1，公司因疫情损失增加的管理费用达到 992.63 万元，随着疫情扰动减轻，我们预计 2023 年公司的疫情损失将大幅减少。

**表 3:普蕊斯因疫情损失增加的管理费用**

项目	2022H1 发生额	2021H1 发生额
疫情损失（万元）	992.63	64.22

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 盈利预测及评级

公司是国内 SMO 行业的龙头企业，项目经验丰富，广受客户好评，新签订单持续高增长，因此我们看好公司发展潜力。2023 年，疫情影响减弱，公司收入有望实现加速增长，同时盈利能力有望进一步增强，预测 2022-2024 年公司营业收入分别为 5.86 亿元、8.76 亿元、11.44 亿元，增速分别为 16.5%、49.5%、30.6%，归母净利润分别为 0.51 亿元、0.95 亿元、1.56 亿元，增速分别为-13.0%、89.3%、64.4%，对应 PE 估值分别为 71X、37X、23X，伴随 2023 年业绩增长，预期估值也有望提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

**市场竞争的风险。**SMO 行业竞争较为激烈，泰格医药、药明康德、康龙化成等公司亦在该行业有所布局。高度竞争的环境对公司的服务水平提出了更高的要求，如果公司不能及时把握行业趋势，在未来的市场竞争中保持或提升现有优势，公司盈利能力可能会受到一定影响。

**项目合同执行周期较长的风险。**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，公司项目合同的执行周期通常较长，如果项目合同延期或提前终止，可能使公司的项目收入或成本投入与签署合同时的预期发生偏离，继而对公司的盈利情况产生负面影响。

**疫情影响经营活动正常开展的风险。**若未来新冠疫情反复，可能会对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。

**表 4:普蕊斯盈利预测**

利润表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	503	586	876	1,144
营业成本	372	445	653	824
毛利率%	26.1%	24.0%	25.5%	28.0%
营业税金及附加	4	3	5	7
营业税金率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%
营业费用	4	5	8	10
营业费用率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	30	47	72	84
管理费用率%	5.9%	8.0%	8.2%	7.4%
EBIT	72	58	99	169
财务费用	-1	-3	-15	-17
财务费用率%	-0.3%	-0.5%	-1.7%	-1.5%
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	-1	-2	-3	-4
营业利润	67	58	111	182
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	67	58	111	182
EBITDA	79	61	102	172
所得税	9	8	16	25
有效所得税率%	13.6%	14.1%	14.2%	14.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	58	50	95	156

资料来源：中信建投证券

## 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 2106 室  
电话：（8621） 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 B 座 22 层  
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