

国内 SMO 市场龙头，高订单增长驱动公司业绩 未来几年延续高速增长

普蕊斯(301257)

国内 SMO 行业：临床试验不可缺少的环节，且呈现头部集中趋势

20 世纪 70 年代 SMO (Site Management Organization) 在美国诞生，主要通过提供现场管理，帮助临床机构搭建临床试验的执行体系以及提高临床试验的整体效率和合规性，经过近三十年的发展已经逐渐成为医药研发产业链中不可缺少的环节。国内 SMO 行业市场规模呈现高速增长的态势，2021 年市场规模达到 69 亿元，其 2018-2021 年复合增长率为 35.3%，且预期到 2025 年市场规模为 162 亿元，其 2021-2025 年期间复合增长率为 23.5%，延续快速增长的趋势。截止到 2021 年 12 月，在中国 CRC 之家注册的 SMO 公司有 34 家，且还有很多未注册的中小型区域性 SMO 企业，其中仅有 5 家 CRC 员工数量超过 1000 人，分别为津石药业（药明康德）、普蕊斯、联斯达（康龙化成）、杭州思默（泰格医药）、比逊（思派健康）。根据思派健康招股说明书数据，国内 TOP 5 市场集中度尚处于较低水平，仅为 25%~30%，展望未来，头部 SMO 企业凭借全国分布的区域逻辑、以及历史项目管理经验及声誉，叠加多中心试验的需求增多，我们判断未来有望呈现头部企业集中的逻辑。

深耕 SMO 业务，展望未来几年将呈现高速增长

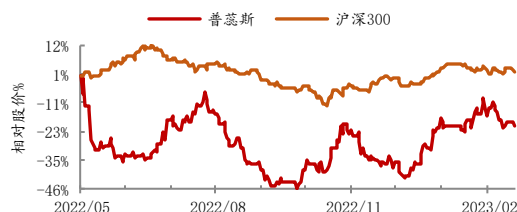
公司 2022 年上半年新签订单为 4.87 亿元，同比增长 57.77%，延续高速增长的趋势；受国内新冠疫情等因素影响订单销售，截至 22 年中报，公司在手订单规模达到 12.91 亿元，同比增长 41.1%，呈现高速增长，展望未来，储备丰富的在手订单以及基于公司项目经验和网络，我们判断未来新签订单将继续呈现高速增长，也为未来业绩增长奠定基础。展望未来几年，伴随新冠疫情影响逐渐结束，以及需求端维持高增长（订单等）&供给端持续提升（员工数量等），叠加患者招募、研究中心选择等拓展业务的拓展，我们判断营业收入和毛利率将能呈现“双升”的趋势，利润端将具有更强弹性。

业绩预测及投资建议

公司作为国内 SMO 细分市场龙头之一，展望未来，基于 SMO 市场需求处于高速增长中叠加公司竞争力逐渐提高，我们判断未来 3~5 年公司将继续呈现高速增长的趋势。我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 5.85/8.61/11.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.95/1.66/2.39 元，对应 2023 年 3 月 7 日的收盘价 59.16 元/股，PE 分别为 62/36/25 倍，首次覆盖、给予“买入”评级。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	59.16
股票代码：	301257
52 周最高价/最低价：	79.82/38.6
总市值(亿)	36.07
自由流通市值(亿)	8.87
自由流通股数(百万)	15.00



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522020001
联系电话：010-59775376

相关研究

风险提示

行业竞争加剧风险、核心技术人员流失风险、募投新产能释放不及预期、新型冠状病毒疫情影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	335	503	585	861	1,189
YoY (%)	10.5%	50.0%	16.2%	47.4%	38.0%
归母净利润(百万元)	35	58	58	101	145
YoY (%)	-32.5%	63.6%	0.8%	73.9%	43.7%
毛利率 (%)	29.1%	26.1%	24.8%	26.0%	27.0%
每股收益 (元)	0.79	1.28	0.95	1.66	2.39
ROE	21.4%	25.2%	6.3%	9.9%	12.5%
市盈率	74.89	46.22	61.96	35.64	24.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 国内 SMO 市场龙头，赋能国内创新药临床试验	5
2. 国内 SMO 赛道：临床试验不可缺少的环节，且呈现头部集中趋势	7
2.1. SMO 业务简介：SMO 已逐渐成为临床试验的不可缺少环节	7
2.2. SMO 市场现状：行业处于高速增长中，且呈现头部集中的竞争格局	9
3. 深耕 SMO 业务，展望未来几年将呈现高速增长	13
3.1. 核心竞争力情况：客户群粘性高、经验丰富以及区域网络覆盖度高	13
3.2. 深耕 SMO 市场，未来几年收入和盈利能力有望呈现双升	15
4. 股权激励的实施将能为公司持续增添确定性	17
5. 业绩拆分及盈利预测	18
5.1. 业绩拆分	18
5.2. 盈利预测及投资建议	18
6. 风险提示	20

表目录

表 1：全球 ICH-GCP 指导原则的发展历史	7
表 2：开展 SMO 服务的涉及的具体工作环节和内容	8
表 3：国内 SMO 行业领先者	11
表 4：公司前十大客户合同签订情况	13
表 5：2022 年限制性股票激励计划	17
表 6：公司业绩拆分及预测（百万元）	18
表 7：公司盈利预测及估值	18
表 8：可比公司估值情况（20230303）	19

图目录

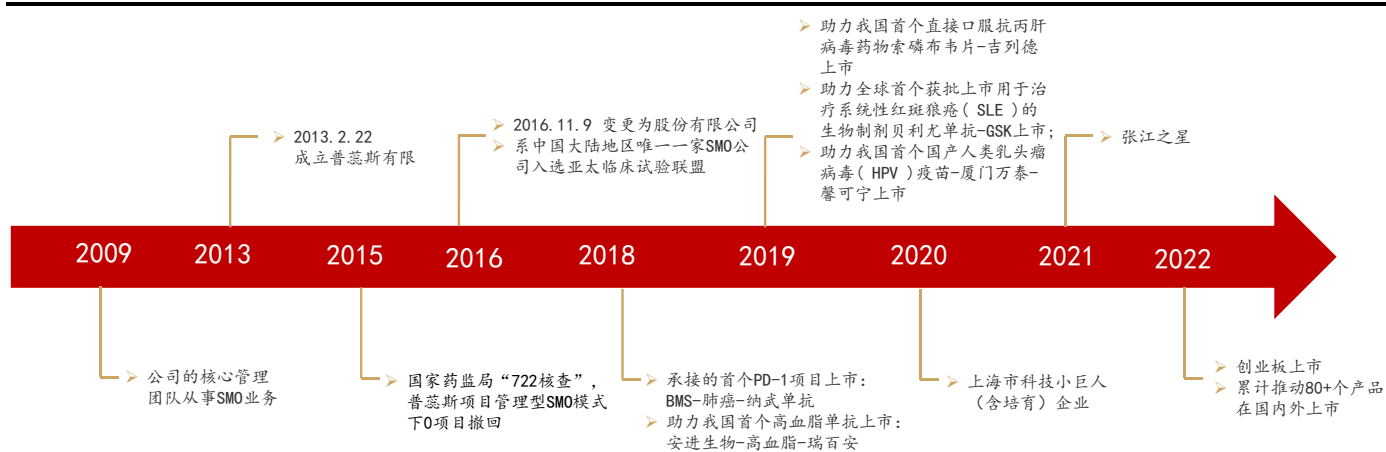
图 1：公司重大发展历程	5
图 2：公司股权结构（IPO 稀释后的股权结构）	5
图 3：公司营业收入及其增长情况	6
图 4：公司归母净利润及其增长情况	6
图 5：公司毛利率和净利率变化情况	6
图 6：公司费用率变化情况	6
图 7：临床试验中各方职责及相互关系	7
图 8：SMO 行业的价值链	8
图 9：SMO 项目一站式管理服务	8
图 10：2017-2021 年创新药 IND 受理量	10
图 11：国内创新药临床试验数量	10
图 12：国内 SMO 行业市场规模及预测情况（十亿元）	10
图 13：2017-2019 年全国 CRC 人员数量增长情况	11
图 14：2014-2019 年全国 CRC 城市分布数量	11
图 15：2021 年国内 SMO 企业竞争格局情况（亿元）	11
图 16：截至 2021 年 12 月 31 日公司累计推动的上市产品中跨国药企占比 68%	13
图 17：2016-2022H1 公司参与的中国上市肿瘤药物	14
图 18：截至 22H1 参与的中国上市 PD-1/PD-L1 单抗	14
图 19：2022 上半年承接的中国双抗临床试验项目	14
图 20：2016-2022H1 参与的中国上市病毒性肝炎新药	14

图 21: 公司助力国内首个获批新药的情况	14
图 22: 公司临床试验网点覆盖情况	15
图 23: 公司新签订单及其增长情况 (百万元)	15
图 24: 公司在手订单及其增长情况 (百万元)	15
图 25: 公司员工数量及其增长情况 (人)	16
图 26: 公司单人产值变化情况 (万元)	16
图 27: 公司营业收入及其增长情况 (百万元)	16
图 28: 公司毛利率变化情况 (%)	16

1. 国内 SMO 市场龙头，赋能国内创新药临床试验

公司核心高管团队从 2009 年开始从事 SMO 业务，向国内外制药公司、医疗器械公司及部分健康相关产品的临床研究开发提供 SMO 服务。截至 2022 年 6 月 30 日，公司累计承接超过 2100 个国际和国内 SMO 项目，其中至少包括全球前 20 大药企的 18 家、全球前 10 大 CRO 的 8 家。截至 2022 年 6 月 30 日，公司覆盖超过 160 个城市的 740 余家临床试验机构，累计推动 90 余个创新药在国内外上市，已成为中国领先的项目管理型 SMO 企业龙头，为临床试验执行提供一体化服务。

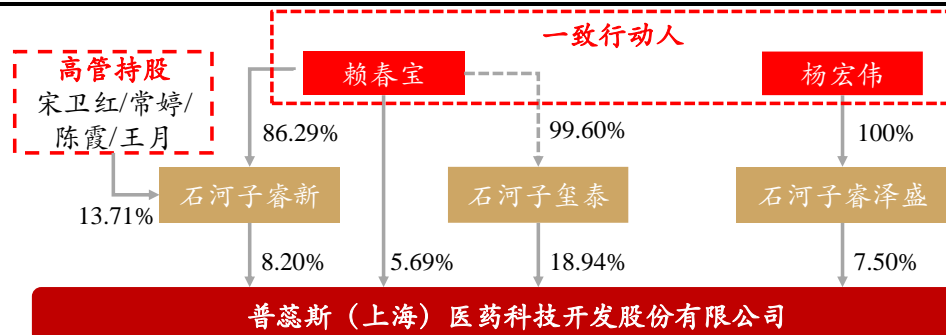
图 1：公司重大发展历程



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司实际控制人为赖春宝，其通过直接持有上市公司 5.69% 的股权和间接通过石河子玺泰和石河子睿新持有 27.14%，另外通过一致行动人杨宏伟间接控制 7.50%，即合计控制上市公司 40.33% 的股份。

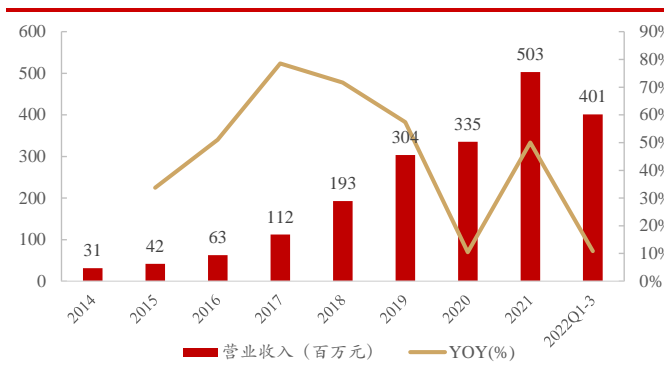
图 2：公司股权结构 (IPO 稀释后的股权结构)



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

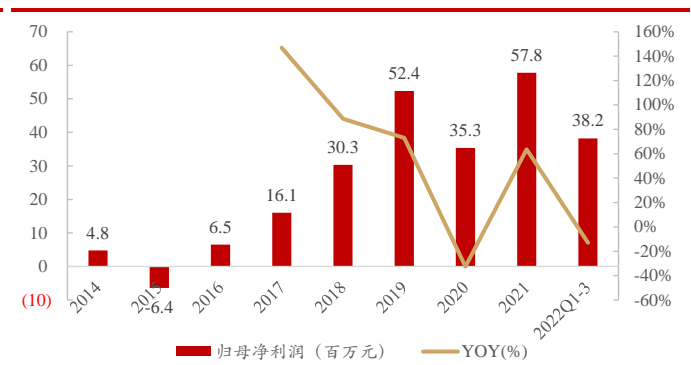
公司 2021 年实现营业收入 5.03 亿元，同比增长 50.0%、归母净利润 0.58 亿元，同比增长 75.8%，呈现高速增长的趋势，其中 2017-2021 年营业收入复合增速为 45.5%、扣非净利润复合增速为 37.7%。展望未来，公司作为 SMO 行业龙头之一，且考虑国内创新药临床需求处于上升过程中，我们判断公司业绩将继续呈现高速增长。

图 3：公司营业收入及其增长情况



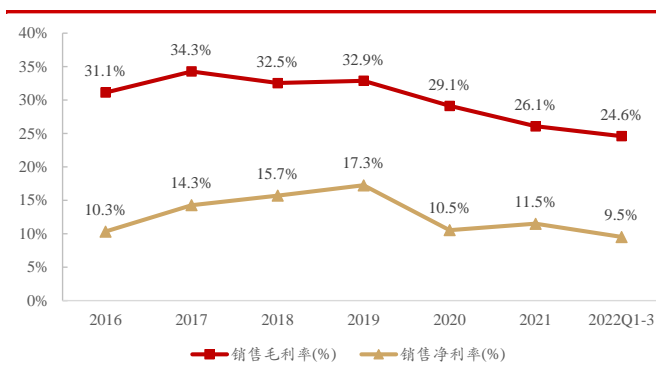
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4：公司归母净利润及其增长情况



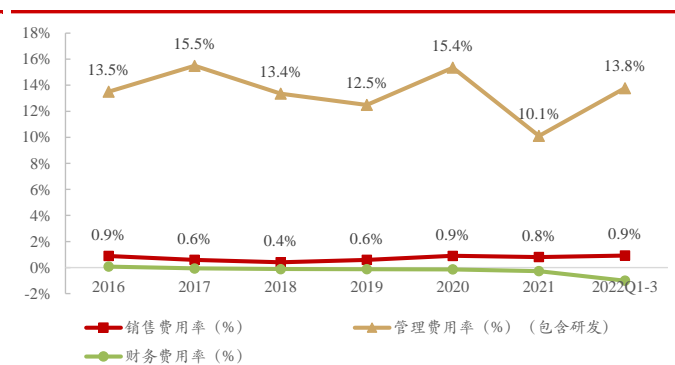
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6：公司费用率变化情况



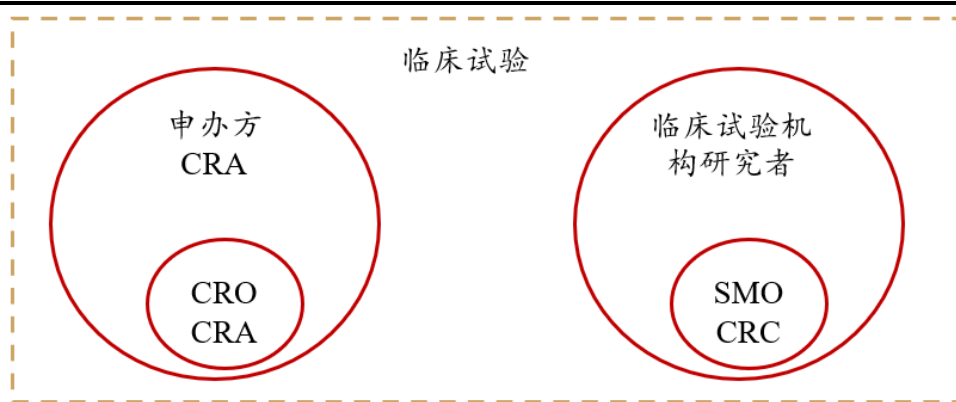
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.国内 SMO 赛道：临床试验不可缺少的环节，且呈现头部集中趋势

2.1.SMO 业务简介：SMO 已逐渐成为临床试验的不可缺少环节

临床试验作为药品研发周期中重要的流程之一，其实施期间主要涉及的参与方包括申办方（药企、科研院所等）、临床 CRO 机构（CRA 为其派遣人员，实施临床监查）、临床试验中心（研究者为主要实施人）、SMO 机构（CRC 为其派遣人员，负责临床试验的协调工作，同时经研究者授权进行非医学判断的事务工作），其主要关联模式如下：

图 7：临床试验中各方职责及相互关系



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

20 世纪 70 年代 SMO (Site Management Organization) 在美国诞生，主要通过提供现场管理，帮助临床机构搭建临床试验的执行体系，尤其是伴随着 ICH-GCP 指导原则（为欧盟、日本和美国提供统一的标准）的实施，对临床试验的伦理、科学与效率等方面的要求逐渐提高且要求过程规范，各大学附属医院、大型公立医院以及研究机构对临床研究的要求较高，而医疗机构内部部门与设施复杂，这就要求在临床试验中需要专门人员从整体上对临床试验全程进行协调，也正因为这样的背景，CRC (Clinical Research Coordinator) 的角色应运而生。此后在 20 世纪 90 年代 SMO 行业在欧美以及日本迅速扩张，经过近三十年的发展已经逐渐成为医药研发产业链中不可缺少的环节。

表 1：全球 ICH-GCP 指导原则的发展历史

时间	事项
1963 年	英国政府要求新药进入临床试验以及上市之前，必须得到官方批准。
1964 年	第 18 届世界医学大会，提出《赫尔辛基宣言》，“伦理委员会”的概念诞生。
1981 年	美国在《食品、药品和化妆品法》中明确了申办者和研究者职责、受试者权益保护、试验方案需经 IEC 批准等。所有这些均构成了 GCP 的核心内容。
1989 年	北欧颁发了第一个国际区域性的 GCP，即《北欧 CCP 指导原则》，同年日本、加拿大也各自颁布了《GCP》
1990 年	ICH (The International Conference on Harmonisation 国际协调会) 成立，由欧盟、美国和日本三方的药品注册部门和生产部门组成，世界卫生组织、欧洲自由贸易区和加拿大卫生保健局作为观察员。

1996年5月	在日本召开的ICH会议上颁布了ICH-GCP
1997年	欧盟、美国、日本开始在其境内实施ICH-GCP
2017年6月19日	药监总局宣布CFDA正式成为ICH成员，与来自全球的七个监管机构和六个行业协会一样，要共同履行ICH发布的一系列基础的法规要求

资料来源：ICH官网及药监局官网，华西证券研究所

国内 2015 年开展的临床数据核查，以及后续 2017 年加入 ICH，显示出国内 GCP 的越来越完善，以及对临床试验实施、数据质量管理等要求的逐步提高；倒逼医院机构或科室越来越深刻的认识到研究质量的重要性，从而积极主动的配备 CRC；CRC 作为 SMO 的主要工作人员，被分配到临床试验现场，在主要研究者（PI）的指导下支持日常非临床工作，减少研究者的非临床工作量，以及提高临床试验的整体效率和合规性。

图 8：SMO 行业的价值链



资料来源：思派健康招股说明书，华西证券研究所

SMO 企业一般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，为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，实现临床试验外包管理的一站式服务，从而更加高效快速地推进申办方临床试验的落地和执行，即通过派遣项目经理和 CRC 组成的项目团队，开展上述 SMO 全流程服务，确保临床试验符合 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，推动临床试验的进程，确保临床试验过程的规范化和高效落地。

图 9：SMO 项目一站式管理服务



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

表 2：开展 SMO 服务的涉及的具体工作环节和内容

序	工	涉及的人员	涉及场地	各阶段工作的具体内容和实施情况
---	---	-------	------	-----------------

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

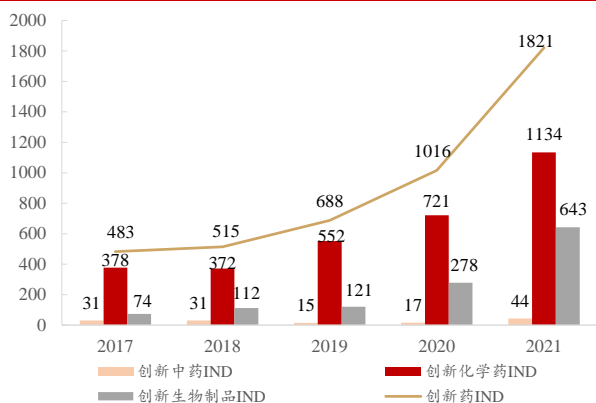
号	作 环 节	内部人员	外部人员		
1	前期建模	PM	申办方医学部人员	内部/外部日常办公场所	公司一般在开展 BD 活动、发展新客户时进行前期建模工作，其具体内容是参考公司既往在各疾病领域的项目执行经验的执行数据，为客户快速构建选点模型、启动模型、入组模型、质量模型、风险模型和费用模型，形成一份详实的立项可行性报告供客户参考，一方面帮助客户节省市场调研与项目可行性研究等时间，从而帮助客户大幅缩短项目的立项时间，另一方面也是公司项目管理能力和项目执行经验的重要展示，有助于获取客户
2	前期准备计划	PM、CRC	申办方医学部人员	内部/外部日常办公场所	当公司与客户签订项目合同、正式开始项目实施时，公司将参考前期建模结果，为客户提供一系列前期准备计划，包括可行性调研、研究中心确定和筛选评估等工作，便于后续工作的开展
3	试验点启动	PM、CRC	CRA、临床试验研究者	临床试验机构	当临床试验机构确定后，公司将派驻项目员工正式进驻试验机构，并为客户提供一系列试验点启动工作，包括文件整理归档、患者准备、中心准备、伦理递交与机构事务、遗传办准备、合同相关流程协助与跟进、研究者会议、研究者中心启动会等工作，为后续临床试验的正式启动和执行打下基础
4	现场执行	PM、CRC	CRA、临床试验研究者、受试者	临床试验机构	现场执行阶段，公司将派驻人员帮助处理临床试验中非医学判断性质的项目管理性工作，包括伦理材料准备、患者预筛选、数据和原始资料录入、受试者预约、不良事件统计、受试者随访与依从性管理、研究者过程控制、研究文件管理、药物和物资管理、多方协调、关闭中心等工作，确保临床研究项目在医院高质量高效率的执行
5	项目全流程管理	PM	CRA、临床试验研究者、受试者	内部/外部日常办公场所、临床试验机构	在前述 SMO 服务中，公司为客户提供贯穿始终的全流程一站式项目管理服务，实现不同环节的无缝衔接和顺利开展，保证临床试验项目的整体执行效率和完成质量

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2.2.SMO 市场现状：行业处于高速增长中，且呈现头部集中的竞争格局

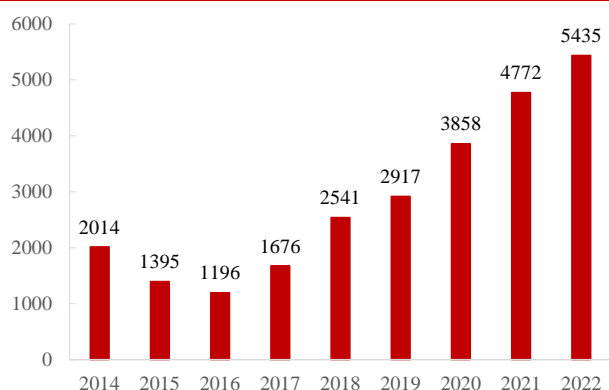
根据国家药品审评中心（CDE）2021 年度审评报告数据显示，2021 年国内创新药 IND 受理数量达到 1821 件，同比增长 79.2%，延续高速增长的趋势；另外根据药智网国内临床试验数据库筛选，2022 年国内临床 I 期-临床 IV 期试验合计数量达到 5435 件，同比增长 13.9%，延续向上增长趋势。综上分析，考虑到 CDE 受理的 IND 数量继续呈现向上趋势，我们判断未来几年临床试验的需求将继续保持向上趋势。

图 10：2017-2021 年创新药 IND 受理量



资料来源：CDE 2021 年度审评报告，华西证券研究所

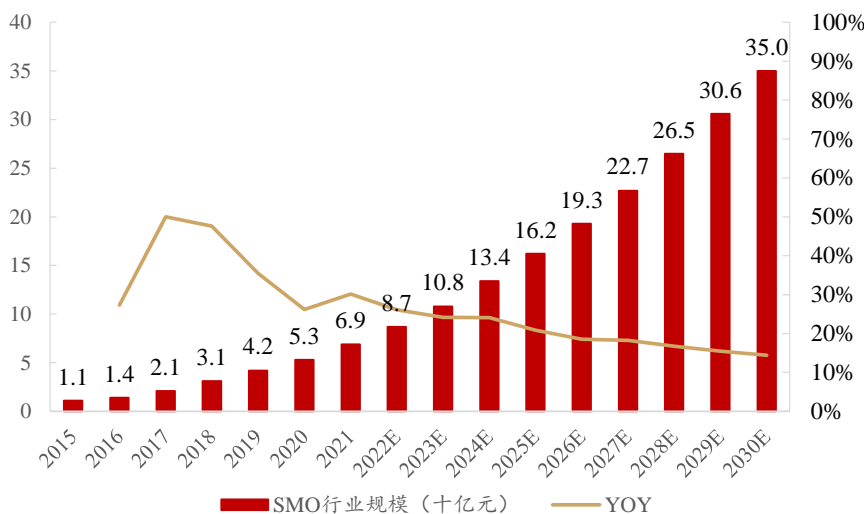
图 11：国内创新药临床试验数量



资料来源：药智网，华西证券研究所

近年来，国内 SMO 行业市场规模呈现高速增长的态势，从 2018 年的 32 亿元增长至 2021 年的 69 亿元，期间复合增长率为 35.3%。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，预期到 2025 年市场规模将进一步达到 162 亿元，2021-2025 年期间复合增长率为 23.5%，延续快速增长的趋势。

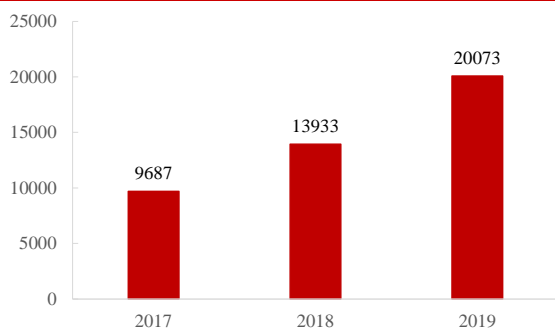
图 12：国内 SMO 行业市场规模及预测情况（十亿元）



资料来源：思派健康招股说明书，华西证券研究所

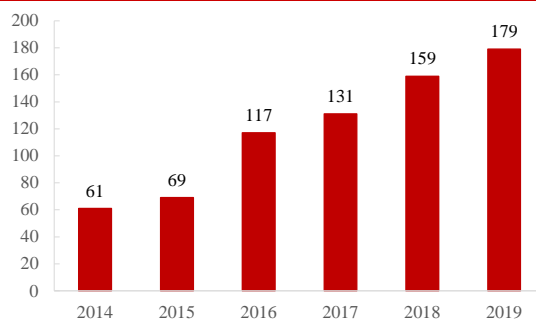
伴随着国内临床试验机构数量以及分布城市数量的增多，SMO 企业需向相关城市的临床试验机构派遣 CRC 工作人员实现业务覆盖，因此近几年 CRC 人员数量呈现快速增长中，即截止 2019 年，国内 CRC 人员规模达到 2 万名、覆盖城市达到 179 个。

图 13：2017-2019 年全国 CRC 人员数量增长情况



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

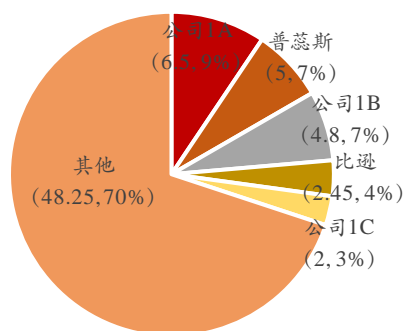
图 14：2014-2019 年全国 CRC 城市分布数量



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

截止到 2021 年 12 月，在中国 CRC 之家注册的 SMO 公司有 34 家，且还有很多未注册的中小型区域性 SMO 企业，其中仅有 5 家 CRC 员工数量超过 1000 人，分别为津石药业（药明康德）、普蕊斯、联斯达（康龙化成）、杭州思默（泰格医药）、比逊（思派健康）。根据思派健康招股说明书数据，国内 TOP 5 市场集中度尚处于较低水平，仅为 25%~30%，展望未来，头部 SMO 企业凭借全国分布的区域逻辑、以及历史项目管理经验及声誉，叠加多中心试验的需求增多，我们判断未来有望呈现头部企业集中的逻辑。

图 15：2021 年国内 SMO 企业竞争格局情况（亿元）



资料来源：思派健康招股说明书，华西证券研究所。注释：公司 1A 成立于 2009 年，总部位于上海，其母公司在 2018 年在 A 股和 H 股上市；公司 1B 成立于 2011 年，总部位于杭州，其母公司 2012 年 A 股上市和 2020 年香港 H 股上市；公司 1C 成立于 2012 年，总部位于北京，其母公司于 2019 年分别在 A 股和 H 股上市

表 3：国内 SMO 行业领先者

公司	成立时间	2021 年 CRC 人数	项目经验	覆盖城市和医院情况
药明康德-津石医药	2009 年	4500+	累计 2000+项目经验，累计支持 81 个创新药上市	覆盖全国 155 个城市的超过 1000 家医院
普蕊斯	2013 年	3200+	累计 1700+项目经验，累计支持 80+ 创新药上市	覆盖全国 160 个城市的超过 730 家医院
康龙化成-联斯达	2012 年	近 3000	累计 1300+项目经验，支持 42 个创新药上市	覆盖全国 150 个城市的 600+ 医院

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

泰格医药-杭州思默	2011 年	2700+	正在进行的项目数量有 1432 个，其中 2021 年完成 203 个项目	覆盖全国 147 个城市的 1267 家医院
比逊 (SMO 服务)	2014 年	1384	正在开展的临床研究近 200 项	覆盖全国 87+个城市 460+家医院

资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.深耕 SMO 业务，展望未来几年将呈现高速增长

3.1.核心竞争力情况：客户群粘性强、经验丰富以及区域网络覆盖度高

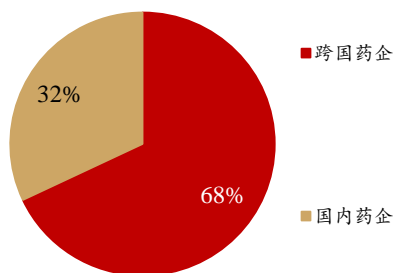
公司已成为多家跨国药企的合格 SMO 供应商，能有效实现高客户粘性。考虑到合格供应商较高的前期筛选成本、后续较为严格的剔除标准，以及为保证 SMO 服务的稳定性、确保临床试验的执行满足 GCP 的要求，申办方一旦确定合格供应商之后将较少发生更换供应商的情况，即表现为与重要客户保持稳定的合作关系和较好的合作粘性，举例来看，公司与前十大客户在 2019-2021 年期间均保持新订单签订。

表 4：公司前十大客户合同签订情况

序号	客户名称	报告各期是否新签合同		
		2019 年	2020 年	2021 年
1	基石药业（苏州）有限公司	是	是	是
2	江苏恒瑞医药股份有限公司	是	是	是
3	默沙东研发（中国）有限公司	是	是	是
4	中山康方生物医药有限公司	是	是	是
5	精鼎医药研究开发（上海）有限公司	是	是	是
6	礼来苏州制药有限公司	是	是	是
7	江苏豪森药业集团有限公司	是	是	是
8	赛诺菲（中国）投资有限公司	是	是	是
9	美国艾昆纬公司(IQVIA)	是	是	是

资料来源：公司官网，华西证券研究所

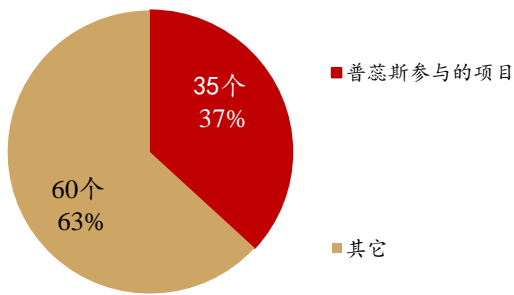
图 16：截至 2021 年 12 月 31 日公司累计推动的上市产品中跨国药企占比 68%



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

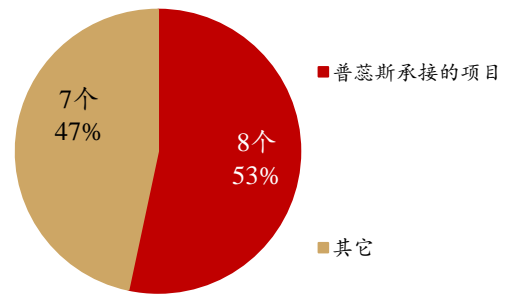
国内 SMO 细分领域先行者，项目经验丰富：公司作为国内最早一批进入 SMO 行业的公司，凭借专业化能力，截止 2022 年 6 月 30 日，已累计承接超过 2100 个项目、累计推动 90 多个产品在国内上市，尤其是在肿瘤新药、病毒性肝炎等领域公司服务比例均处于相对较高的水平。

图 17: 2016-2022H1 公司参与的中国上市肿瘤药物



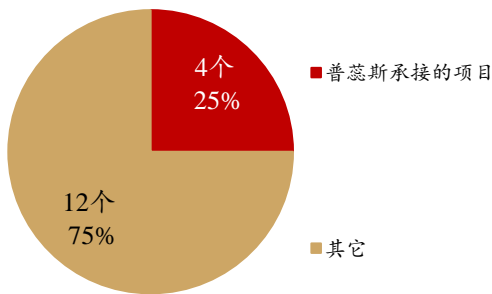
资料来源: 公司半年报, 华西证券研究所

图 18: 截至 22H1 参与的中国上市 PD-1/PD-L1 单抗



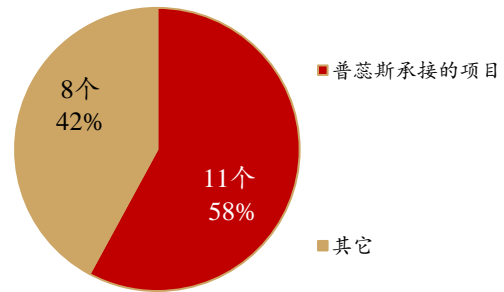
资料来源: 公司半年报, 华西证券研究所

图 19: 2022 上半年承接的中国双抗临床试验项目



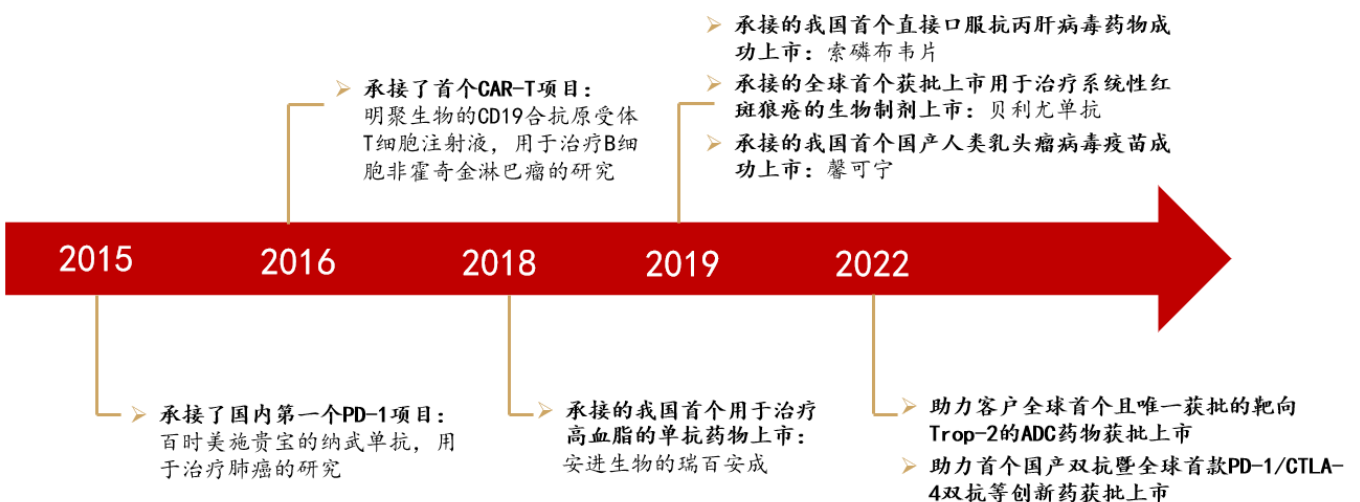
资料来源: 公司半年报, 华西证券研究所

图 20: 2016-2022H1 参与的中国上市病毒性肝炎新药



资料来源: 公司半年报, 华西证券研究所

图 21: 公司助力国内首个获批新药的情况



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

公司国内区域网络覆盖度高: 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司已拥有超过 3,400 名专业的业务人员, 服务 740 余家药物临床试验机构, 可覆盖临床试验机构数量超过 1,100 余家, 服务范围覆盖全国 160 余个城市, 基本能够满足客户绝大多数项目需求。

图 22：公司临床试验网点覆盖情况

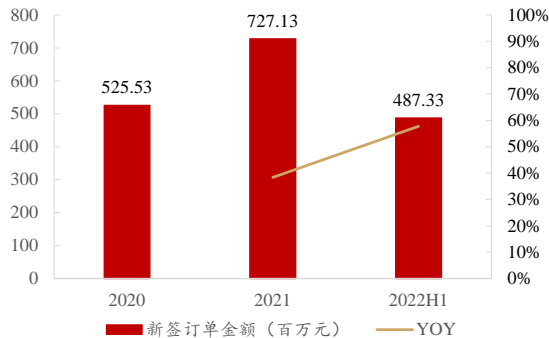


资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.2.深耕 SMO 市场，未来几年收入和盈利能力有望呈现双升

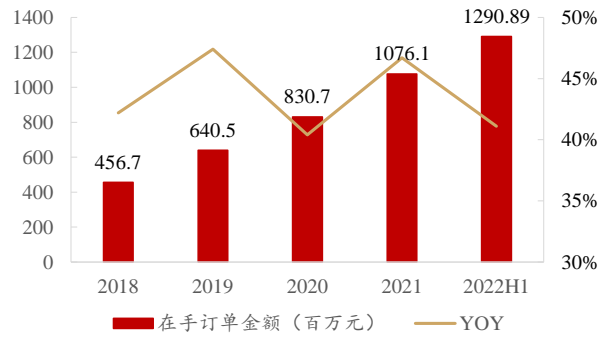
订单端继续呈现高速增长，保障未来业绩增长确定性：公司 2022 年上半年新签订单为 4.87 亿元，同比增长 57.77%，延续高速增长的趋势；受国内新冠疫情等因素影响订单销售，截止 22 年中报，公司在手订单规模达到 12.91 亿元，同比增长 41.1%，呈现高速增长，展望未来，储备丰富的在手订单以及基于公司项目经验和服务网络，我们判断未来新签订单将继续呈现高速增长，也为未来业绩增长奠定基础。

图 23：公司新签订单及其增长情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24：公司在手订单及其增长情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

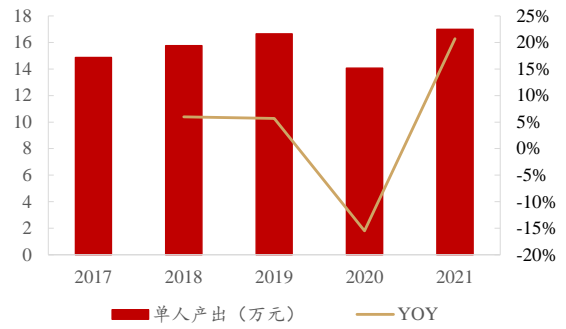
供给端能力持续提升：基于公司在手订单规模的持续提升，公司员工数量继续呈现提升趋势，即从 2016 年的 523 人提升到 2022 年中报的 3593 人，累计增长接近 5.9 倍，展望未来基于需求端持续提升，我们判断公司供给端将继续呈现上升趋势，为未来业绩增长奠定基础。

图 25：公司员工数量及其增长情况（人）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

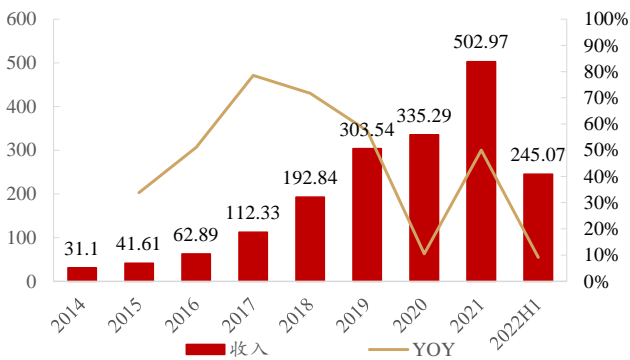
图 26：公司单人产值变化情况（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

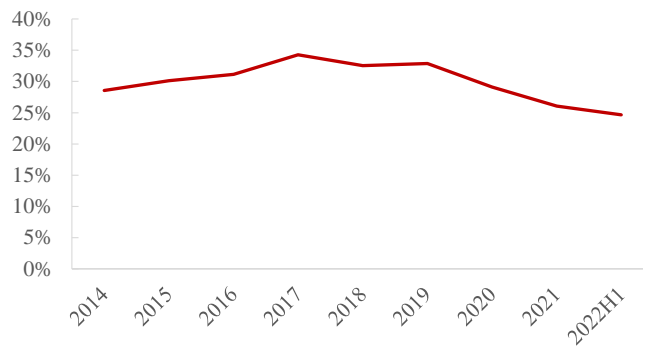
公司 2021 年实现营业收入 5.03 亿元，同比增长 50.0%，其 2016-2021 年期间复合增长率为 51.6%，延续高速增长的趋势。其中 2020 年和 2022 年上半年，公司业绩呈现稳健增长，我们判断主要受到疫情因素扰动等带来的业务执行端的压力。**展望未来几年，伴随新冠疫情影响逐渐结束，以及需求端维持高增长（订单等）&供给端持续提升（员工数量等），叠加患者招募、研究中心选择等延展业务的拓展，我们判断营业收入和毛利率将能呈现“双升”的趋势，利润端将具有更强弹性。**

图 27：公司营业收入及其增长情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 28：公司毛利率变化情况（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.股权激励的实施将能为公司持续增添确定性

公司除了曾于 2015-2018 年以及 2020 年对核心中高层管理人员实施股权激励，于 2022 年 10 月 28 日对 77 名中层管理人员及技术（业务）骨干合计授予 97.50 万股（股票来源为定向增发，占激励时总股本的 1.63%），授予对价为 17.06 元/股，实现了核心员工与公司及股东利益的一致性，为公司未来业绩增长增添确定性。

表 5：2022 年限制性股票激励计划

方案	2022 年限制性股票激励计划
分类	限制性股票
授予日	2022 年 10 月 11 日
授予价格	17.06 元/股
涉及标的股票	A 股（定向增发）
授予对象	中层管理人员及技术（业务）骨干 77 人
授予数量（万）	97.50 万股（占股本 1.63%）
业绩解锁条件	业绩考核目标为 2022-2024 年营业收入需较 2021 年增长分别不低于 16%、38%、68%
解禁安排（分三年）	40%/30%/30%
合计摊销费用（预期）	预期 2022-2025 年分别摊销 0.04/0.13/0.05/0.02 亿元，即合计摊销 0.23 亿元

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.业绩拆分及盈利预测

5.1.业绩拆分

核心假设

考虑到 2022 年上半年新签订单保持高速增长以及公司处于行业中的竞争优势，叠加新冠疫情因素影响逐渐减弱，我们判断公司 SMO 细分业务将继续呈现高速增长，即预计 22-24 年收入增速分别为 16.2%/47.4%/38.0%；考虑到新冠疫情对费用影响减弱以及员工能正常高效的执行工作，预计其毛利率将呈现恢复趋势，即预计 22-24 年毛利率为 24.8%/26.0%/27.0%。

表 6：公司业绩拆分及预测（百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
SMO 业务					
员工数量	2579	3343	3680	4600	5980
yoy	18.0%	29.6%	10%	25%	30%
单人产出（万元）	14.07	16.99	16.65	20.81	22.47
yoy	-15.5%	20.7%	-2%	25%	8%
收入	335.29	502.97	584.55	861.47	1188.83
yoy	10.5%	50.0%	16.2%	47.4%	38.0%
成本	237.64	371.77	439.58	637.49	867.84
毛利	97.65	131.19	144.97	223.98	320.98
毛利率(%)	29.12%	26.08%	24.80%	26.00%	27.00%

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

5.2.盈利预测及投资建议

公司作为国内 SMO 细分市场龙头之一，展望未来，基于 SMO 市场需求处于高速增长中叠加公司竞争力逐渐提高，我们判断未来 3~5 年公司将继续呈现高速增长的趋势。我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 5.85/8.61/11.89 亿元，对应 EPS 分别为 0.95/1.66/2.39 元，对应 2023 年 3 月 7 日的收盘价 59.16 元/股，PE 分别为 62/36/25 倍，首次覆盖、给予“买入”评级。

表 7：公司盈利预测及估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	335	503	585	861	1,189
YoY (%)	10.5%	50.0%	16.2%	47.4%	38.0%
归母净利润(百万元)	35	58	58	101	145
YoY (%)	-32.5%	63.6%	0.8%	73.9%	43.7%
毛利率 (%)	29.1%	26.1%	24.8%	26.0%	27.0%
每股收益 (元)	0.79	1.28	0.95	1.66	2.39
ROE	21.4%	25.2%	6.3%	9.9%	12.5%
市盈率	74.89	46.22	61.96	35.64	24.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 8：可比公司估值情况（20230307）

代码	公司	股价（元/股）	2021EPS	2022EPS	2023EPS	2024EPS	2021PE	2022PE	2023PE	2024PE
300347.SZ	泰格医药	110.76	3.29	3.32	4.09	5.1	34	33	27	22
301333.SZ	诺思格	116.66	2.21	1.94	2.38	3.11	53	60	49	38
平均							43	47	38	30
301257.SZ	普蕊斯	59.16	1.28	0.95	1.66	2.39	46	62	36	25

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司数据来自于 Wind 一致性预期）

6.风险提示

- (1) **行业竞争加剧风险**：SMO 行业相对进入壁垒低，未来有可能新进入者参与其中竞争。
- (2) **核心技术人员流失风险**：随着医药行业的不断发展，行业内的人才竞争将日趋激烈，如果公司未来在发展前景、薪酬福利、工作环境等方面无法保持持续的竞争力，可能存在公司核心技术人员流失，进而对公司长期发展造成不利的风险。
- (3) **募投新产能释放不及预期**：公司 IPO 募投项目的新产能有可能会低于预期。
- (4) **新型冠状病毒疫情影响**：新型冠状病毒疫情未来蔓延趋势具有不确定性，或对公司的正常经营活动造成影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	503	585	861	1,189	净利润	58	58	101	145
YoY (%)	50.0%	16.2%	47.4%	38.0%	折旧和摊销	8	2	3	3
营业成本	372	440	637	868	营运资金变动	-31	-52	4	-148
营业税金及附加	4	3	5	7	经营活动现金流	42	9	110	3
销售费用	4	5	7	10	资本开支	-4	-2	-3	-3
管理费用	30	47	66	93	投资	0	-2	-2	-2
财务费用	-1	-6	-12	-13	投资活动现金流	-4	-5	-7	-7
研发费用	21	33	42	62	股权募资	0	630	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	-2	-3	筹资活动现金流	-5	630	0	0
营业利润	67	63	113	161	现金净流量	33	635	103	-4
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	67	63	113	161	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	9	5	12	15	成长能力				
净利润	58	58	101	145	营业收入增长率	50.0%	16.2%	47.4%	38.0%
归属于母公司净利润	58	58	101	145	净利润增长率	63.6%	0.8%	73.9%	43.7%
YoY (%)	63.6%	0.8%	73.9%	43.7%	盈利能力				
每股收益	1.28	0.95	1.66	2.39	毛利率	26.1%	24.8%	26.0%	27.0%
					净利率	11.5%	10.0%	11.7%	12.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	14.3%	5.2%	7.7%	9.3%
货币资金	136	770	874	869	净资产收益率 ROE	25.2%	6.3%	9.9%	12.5%
预付款项	1	3	3	5	偿债能力				
存货	0	0	0	0	流动比率	2.17	5.30	4.27	3.88
其他流动资产	242	325	416	654	速动比率	1.16	4.27	3.25	2.79
流动资产合计	379	1,098	1,293	1,528	现金比率	0.78	3.72	2.89	2.21
长期股权投资	11	13	15	17	资产负债率	43.4%	18.5%	23.0%	25.3%
固定资产	7	7	7	6	经营效率				
无形资产	0	0	0	0	总资产周转率	1.45	0.76	0.70	0.83
非流动资产合计	26	27	30	31	每股指标 (元)				
资产合计	404	1,126	1,322	1,559	每股收益	1.28	0.95	1.66	2.39
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.09	15.05	16.71	19.09
应付账款及票据	9	-4	15	-2	每股经营现金流	0.92	0.16	1.81	0.05
其他流动负债	166	211	288	396	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	174	207	303	394	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	46.22	61.96	35.64	24.79
其他长期负债	1	1	1	1	PB	0.00	3.93	3.54	3.10
非流动负债合计	1	1	1	1					
负债合计	175	208	304	395					
股本	45	60	60	60					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	229	917	1,019	1,164					
负债和股东权益合计	404	1,126	1,322	1,559					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、科研试剂及部分原料药领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。