

# 疫情扰动下增速放缓，临床 CRO 长期增长可期

**诺思格 (301333.SZ)**

## 事件

公司发布三季报，2022 年前三季度营收 4.68 亿元，同比增长 5.84%。实现归母净利润 8384 万元，同比增长 18.70%。实现扣非归母净利润 7888 万元，同比增长 14.16%；单三季度营收 1.42 亿元，同比减少 4.05%。实现归母净利润 2254 万元，同比增长 10.62%。扣非归母净利润 2106 万元，同比增长 7.10%。

## 简评

### 三季度多地散发疫情，公司业绩短期承压

公司三季报对应 Q3 单季营收 1.42 亿元，同比下降 4.05%。归母净利润 2254 万元，同比增加 10.62%。实现扣非归母净利润 2106 万元，同比增加 7.10%。上半年受上海疫情影响公司业绩增速放缓，Q3 叠加多地散发疫情，公司业绩继续承压。营收下降的情况下利润增加主要由于公司上市募资成功带来的利息收入及汇兑损益同比增加 674 万，扣除财务费用的影响利润端同样有所下滑。

### 国内领先的临床 CRO 企业，服务涵盖医药临床研究各阶段

CRO 行业近年来增长迅速，服务渗透率仍在进一步提高。相比于欧美等发达国家，中国等新兴国家 CRO 业务发展更快。根据 Frost & Sullivan 的统计和预测，国内 CRO 市场规模预计将以 29.4% 的 CAGR 从 2018 年的 47 亿美元增长到 2023 年的 172 亿美元。其中，临床研究阶段 CRO 市场规模预计从 32 亿美元增长到 133 亿美元。

### 重要财务指标

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	484.5	608.4	670.2	798.6	945.1
YOY(%)	13.9	25.6	10.2	19.2	18.3
净利润(百万元)	83.8	99.2	116.2	143.1	186.8
YOY(%)	1.5	18.4	17.1	23.2	30.5
ROE(%)	26.0	23.5	21.6	21.0	21.5
EPS(摊薄/元)	1.40	1.65	1.94	2.39	3.11
P/E(倍)	54.6	46.1	39.4	32.0	24.5
P/B(倍)	14.2	10.8	8.5	6.7	5.3

资料来源：wind、中信建投

## 首次评级

## 买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号:S1440517050001

SFC 中央编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

SAC 执证编号:S1440520030001

SFC 中央编号:BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 执证编号:S1440521070004

发布日期：2022 年 11 月 18 日

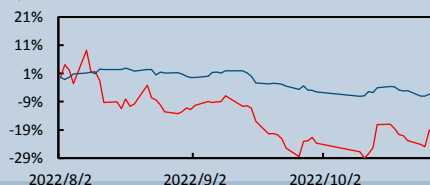
当前股价：71.49 元

### 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
10.41/12.65		/	/
12 月最高/最低价 (元)			98.68/64.30
总股本 (万股)			6,000.00
流通 A 股 (万股)			1,500.00
总市值 (亿元)			46.08
流通市值 (亿元)			11.52
近 3 月日均成交量 (万)			146.72
主要股东			
ACE UNION HOLDING LIMITED			28.68%

### 股价表现



公司是专业的临床试验外包服务提供商，具备临床试验全链条服务能力。面向各大药企及科研机构提供包括临床试验运营服务（“CO 服务”）、临床试验现场管理服务（“SMO 服务”）、生物样本检测服务（“BA 服务”）、数据管理与统计分析服务（“DM/ST 服务”）、临床试验咨询服务及临床药理学服务（“CP 服务”）在内的六种业务。其中 CO 服务是公司为申办方提供的 I 至 IV 期临床试验综合服务，在公司营收结构中占比超过 50%。

目前，公司已经与全国 800 余家医疗机构、各治疗领域的研究者建立了良好的长期合作关系，并已为国内外约 850 个客户的 3,600 余个临床试验项目提供符合国内外标准的临床 CRO 服务，覆盖肿瘤、心血管、内分泌、呼吸、精神、神经、消化、免疫、血液、泌尿等多个治疗领域，在国内外市场建立了良好口碑。

### 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

公司三季度毛利率率 34.6%，较去年同期降低约 2 个百分点，我们预计主要原因是不同业务板块营收占比变化所致。销售、管理及研发费用分别为 338 万、1787 万以及 1177 万元，费用率为 2.37%、12.57% 以及 8.28%。销售费用率同比持平，环比增加 0.54 个百分点。管理及研发费用率同比增加 1.8 以及 1.4 个百分点，环比增加

4.36、0.95 个百分点，管理费用率环比增加较多我们预计与上半年受疫情影响的咨询服务和差旅费用下降，三季度有所恢复有关，总体来看费用率基本保持平稳。研发费用率三个季度同比均有所提高，公司研发投入稳步提升。3 季度财务费用-701 万元，财务费用率-4.93%，同比减少 4.75 个百分点，环比减少 2.44 个百分点，主要是由于上市募资后利息收入增加所致。

**盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2022、2023、2024 年营业收入分别为 6.7、8.0、9.5 亿元，归母净利分别为 1.2、1.4、1.9 亿元，对应增速分别为 17、23、31%，对应 PE 39、32、25 倍。考虑到公司是国内 CRO 头部企业，且上市后在手现金充足，首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示：****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；**募管理项目和项目实施风险：**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。

## 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 18310410128 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报告中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