

老牌 CRO 再启航，迎来发展拐点



核心观点

- **技术底蕴深厚，国内老牌 CRO 谋求新突破。**睿智化学是国内最早一批临床前 CRO，技术业内口碑良好，人均创收国内第三，且是国内少有的化学药 & 生物药 “CRO+CMO” 一体化服务平台。从行业来看，生物科技浪潮为全球 CRO 带来发展新机遇，而国家医保局成立标志着我国医改进入新阶段，创新是药企的唯一选择，作为创新药产业链的重要组成部分，国内 CRO 也相应迎来了黄金发展周期。目前，公司在积极优化各细分业务，我们认为公司凭借丰富经验和优质服务，可充分享受行业发展红利，有所突破。
- **巩固 CRO 先发优势，运营效率有望提升。**公司由化学类 CRO 起家（目前占主营收入的 25%），于 2007 年率先布局生物类 CRO（目前占主营收入的 43%）。重组后集中力量发展核心业务，CRO 服务能力进一步提升：1）新建金科医药创新中心，实现 CRO 产能扩张，效率提升显著；2）新建动物房，正在申请 GLP 认证，获批后将实现临床前 CRO 业务全覆盖，同时快速发展的生物类 CRO 服务能力有望为下游大分子 CDMO 业务引流。
- **加快 CMO 规模建设，贡献业绩弹性。**公司小分子 CMO 和大分子 CDMO 占主营收入比例分别为 9% 和 6%，目前体量较小，正在加速布局：1）奉贤全球创新药 cGMP 生产基地将实现小分子 CMO 产能覆盖至 III 期临床及商业化生产，第一车间预计 2021 年末/2022 年初投产；2）2020 年底或 2021 年初，江苏启东生物药一站式研发生产平台将率先完成 500L 抗体原液投产，后滚动达到 4500L，产能覆盖至 III 期临床及商业化生产；3）公司拟在 H 股发行，为 CMO 业务进一步布局提供资金支持。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 1.47/1.81/2.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.29/0.36/0.44 元。根据可比公司估值，给予 2021 年 47 倍 PE，对应目标价为 16.92 元，首次给予“增持”评级。

风险提示

- H 股融资不及预期，将对公司产能扩张进度产生不利影响。
- 客户及订单拓展不及预期，将影响公司客户多元化和利润增长。

公司主要财务信息

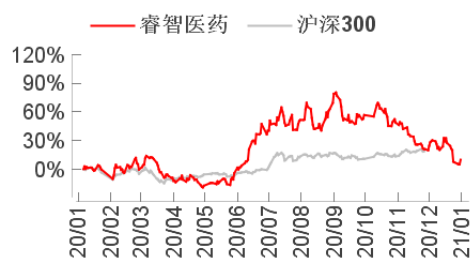
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	997	1,328	1,511	1,714	1,955
同比增长(%)	262.0%	33.2%	13.8%	13.5%	14.1%
营业利润(百万元)	179	136	171	210	253
同比增长(%)	153.6%	-24.4%	25.9%	22.7%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	161	139	147	181	218
同比增长(%)	178.6%	-13.8%	6.0%	22.7%	20.5%
每股收益(元)	0.32	0.28	0.29	0.36	0.44
毛利率(%)	42.8%	38.2%	38.6%	39.8%	40.6%
净利率(%)	16.2%	10.5%	9.7%	10.5%	11.1%
净资产收益率(%)	10.7%	6.2%	6.2%	7.1%	8.0%
市盈率	54.2	62.8	59.3	48.3	40.1
市净率	4.0	3.8	3.6	3.3	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2020年12月31日)	14.73 元
目标价格	16.92 元
52周最高价/最低价	24.16/10.84 元
总股本/流通 A 股(万股)	49,978/40,355
A 股市值(百万元)	8,101
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年01月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.86	-18.95	-24.85	20.16
相对表现	-4.62	-24.94	-30.12	-8.36
沪深 300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

伍云飞

021-63325888*1818

wuyunfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090002

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、CRO 行业：稳中有进，国内正处于黄金周期	6
1.1 全球 CRO：龙头地位稳固，“资本+技术”驱动行业发展	6
1.1.1 MNC 研发投入稳定，Biotech 投融资情况良好	7
1.1.2 生物科技不断突破，掀起创新浪潮	8
1.2 国内 CRO：助力医药行业转型，政策带来发展机遇	9
1.2.1 机遇：Biotech 全面崛起，研发外包动力足	10
1.2.2 挑战：临床前跻身世界前列，临床积极探索	11
二、睿智医药：老牌 CRO 再启航，迎来发展拐点	13
2.1 益生元龙头并购睿智化学，强强联合谋共赢	13
2.1.1 从美股回归，老牌 CRO 的破局之路	13
2.1.2 从“量子高科”到“睿智医药”，如何 1+1>2?	13
2.2 加强管理团队建设，集中力量发展 CXO 业务	15
2.2.1 管理层优化，支持公司核心业务	15
2.2.2 员工结构合理，人才质量高	16
2.3 巩固 CRO 先发优势，加快 CMO 规模建设	18
三、临床前 CRO：以小分子为基石，把握生物药研发浪潮	19
3.1 国内小分子临床前 CRO 的“老品牌”，技术实力雄厚	20
3.1.1 上海睿智是国内优秀的老牌 CRO，业务覆盖全面	20
3.1.2 技术平台领先，化药 CRO 保持稳定发展	21
3.2 生物类 CRO 布局领先，有望为后端 CMO 导流	21
3.2.1 抓住生物科技发展机遇，增强生物药研发能力	22
3.2.2 生物类 CRO 平台成熟，可为 CMO 业务导流	23
四、CMO 业务：产能瓶颈即将打开，贡献业绩弹性	24
4.1 小分子 CMO 发展机遇良好，奉贤小分子产能可接力	25
4.1.1 MAH+全球产业链转移，国内 CMO 景气度高	25
4.1.2 新车间即将落地，公司小分子 CMO 业务潜力大	25
4.2 大分子 CDMO 储备多年，具备较强竞争实力	26
4.2.1 龙头积极投产，大分子 CDMO 业务竞争激烈	26

4.2.2 新产能投放在即，将实现生物药全流程服务	28
五、益生元：致力于构建人体微生态全生命周期健康管理体系	29
六、盈利预测与投资建议	31
6.1 盈利预测	31
6.2 投资建议	32
七、风险提示	33

图表目录

图 1：全球 CRO 行业市场规模及增速	6
图 2：医药企业倾向于与 1-5 家 CRO 企业建立紧密合作关系	6
图 3：2019 年全球 TOP 10 CRO 公司营收情况（亿美元）	7
图 4：全球药品专利集中到期对药企销售额影响巨大	7
图 5：1970 年以来单个创新药获批 R&D 费用增长超过 14 倍（单位：百万美元）	8
图 6：全球生物医药领域风险投资情况	8
图 7：2012-2019 年部分重要医学进展	9
图 9：中国 CRO 市场各发展阶段	10
图 10：中国境内新开临床试验不同阶段数量分布（单位：个）	10
图 11：2017-2019 年 IND（1 类新药）累计数量大于 5 个的本土医药企业（单位：个）	11
图 12：中国医药一级市场投融资情况	11
图 13：睿智化学发展历程	13
图 14：量子生物成立以来主要发展历程	14
图 15：睿智医药股权结构（截止 2020 年中报）	14
图 16：睿智医药营收和净利润情况	15
图 17：睿智医药业务结构（截至 2019 年年报）	15
图 18：公司员工结构（2019 年，单位：人）	17
图 19：公司各 CXO 业务员工数量（2019 年，单位：人）	17
图 20：公司员工知识层次分布（2019 年，单位：人）	17
图 21：CRO 可比公司人均创收和人均薪酬（2019 年）	18
图 22：睿智医药 CXO 业务人均创收（单位：万元/人）	18
图 23：睿智医药的 CRO/CMO 业务构成（2020H1）	18
图 24：睿智医药 CRO 业务营收和净利润情况	19
图 25：睿智医药 CRO 收入与可比公司比较（百万元）	19
图 26：公司临床前 CRO 覆盖业务情况	20
图 27：睿智医药化学类 CRO 业务收入稳定	21
图 28：睿智 CRO 业务收入结构	22
图 29：睿智 CRO 业务毛利结构	22
图 30：生物类 CRO 业务拉动整体毛利率提升	22
图 31：公司 CMO 业务占比逐步提升	24
图 32：2016-2021 年全球 CMO 市场规模	25
图 33：2016-2021 年中国 CMO 市场规模	25
图 34：小分子 CMO 业务收入和毛利率情况	26

图 35：三星生物产能扩张伴随着大客户增加.....	27
图 36：公司大分子 CDMO 业务增长快.....	28
图 37：2018 年全球益生元产品应用领域分布	29
图 38：2018 年全球益生元主要产品种类构成	29
图 39：微生态营养产品收入构成（百万元）	30
图 40：微生态业务收入同比增速和净利率水平已经恢复	30
表 1：中国主要上市 CRO 企业业务分布	12
表 2：睿智医药管理团队构成	16
表 3：睿智化学临床前 CRO 业务概况	20
表 4：睿智化学拥有的化学 CRO 技术平台	21
表 5：睿智化学拥有的生物类 CRO 技术平台	23
表 6：睿智医药生物类 CRO 业务与药明生物比较	23
表 7：药明生物各业务阶段时间和收益情况	26
表 8：全球 CRO 龙头具体业务分布情况	27
表 9：睿智医药近几年新建项目情况.....	28
表 10：可比公司估值表（2020 年 12 月 31 日收盘）	32

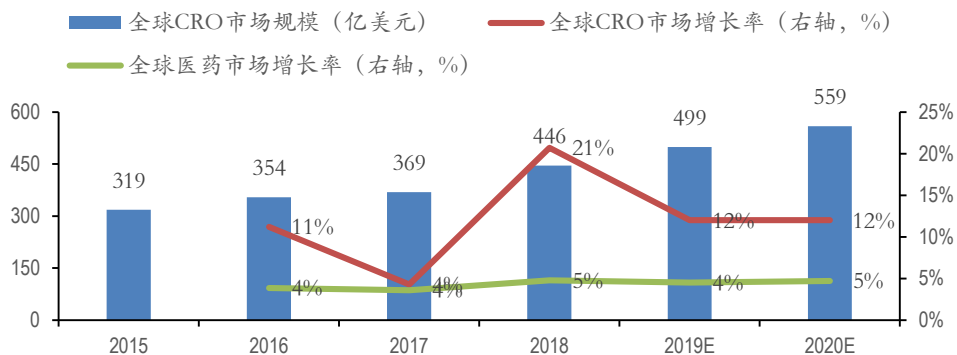
一、CRO 行业：稳中有进，国内正处于黄金周期

1.1 全球 CRO：龙头地位稳固，“资本+技术”驱动行业发展

全球 CRO 起源于上世纪 70 年代的美国，最初是以规模较小的公立或私立研究机构形式出现，后随着 FDA 对药品上市审批愈加严格，药品研发过程愈加复杂化，同时随着疾病复杂程度提升，药品研发周期变得 longer、成本更高而成功率低。

在此背景下，CRO 凭借其专业化分工的优势，帮助药企控制研发成本、缩短研发周期和减少研发风险，使得越来越多的药企选择将药品研发的部分环节委托外包，CRO 行业也得到了快速发展。

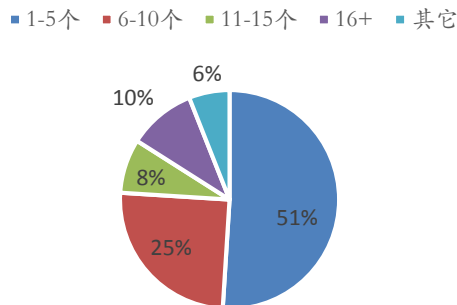
图 1：全球 CRO 行业市场规模及增速



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

目前 CRO 的服务范围已经覆盖了药品研发和生产的各个阶段，成为了医药研发产业链的中坚力量，与制药企业成为了深度绑定的战略合作伙伴。据统计，有超过 50% 的医药公司倾向于 CRO 供应商不多于 5 个，行业龙头平均同时与三家 CRO 企业保持合作关系来维持自身的产品的合理布局。

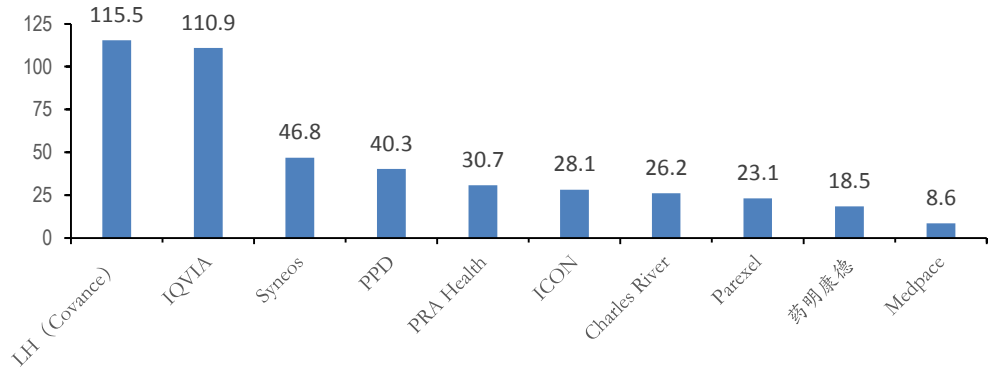
图 2：医药企业倾向于与 1-5 家 CRO 企业建立紧密合作关系



数据来源：HarrisWilliams&Co，东方证券研究所

在 2008 年金融危机和 2010-2012 年专利悬崖达标的冲击下，药企资金紧张，由于这种深度绑定的模式，从而引发了下游 CRO 行业出现 M&A 浪潮，行业逐渐出清。目前，CRO 行业竞争格局愈发清晰，形成“两超多强”局面（2018 年，CR9 达到 52.5%）。

图 3：2019 年全球 TOP 10 CRO 公司营收情况（亿美元）



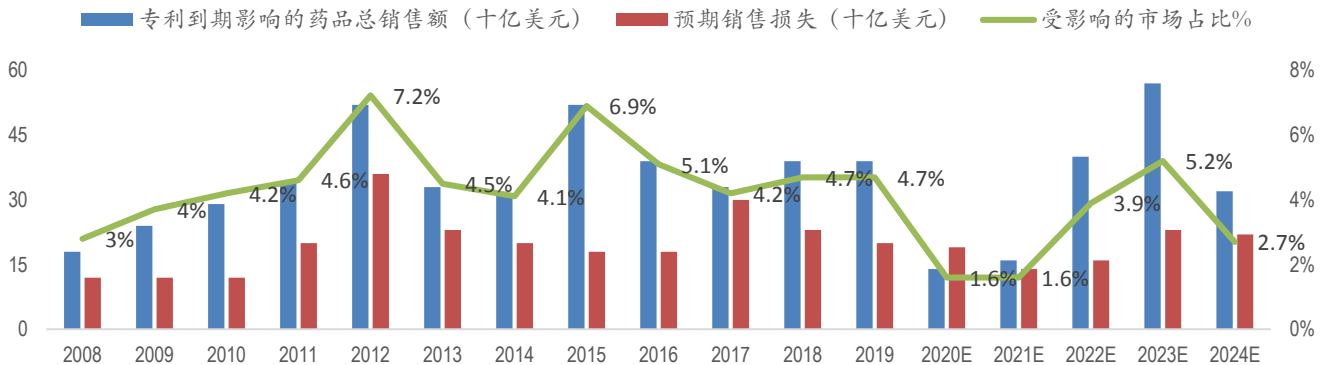
备注：Parexel 于 2017 年退市，数据为机构预测值。

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

1.1.1 MNC 研发投入稳定，Biotech 投融资情况良好

药企面临“专利悬崖”压力，需要加快新药上市。创新药专利到期后，仿制药上市会使得原研药企的利润急剧下降，即“专利悬崖”。据测算，2021-2024 年将是下一个专利集中到期高峰，预计将对药企造成 750 亿美元的销售损失。制药企业在“专利悬崖”的压力下，必然要提升研发效率，加速新药上市。

图 4：全球药品专利集中到期对药企销售额影响巨大

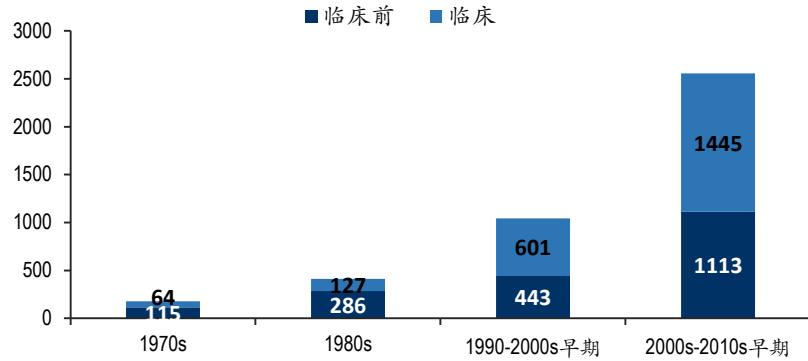


数据来源：Evaluate Pharma, 东方证券研究所

新药研发成本提高，研发效率亟待改善。在全球制药企业面临“专利悬崖”压力的同时，随着药品上市审批趋严、疾病复杂程度提升，新药研发成本持续升高。据 Tufts CSDD 数据，从 1970 年至 2010 年的 40 年间，单药研发成本增长了 14 倍，达到 25 亿美元。在资金成本之外，还有高昂的

时间成本：药物开发周期从临床前靶点筛选到最终上市，平均至少 13.5 年（不包括靶点确认阶段），临床前开发所需时间为 5.5 年，临床平均开发时间为 8 年。

图 5：1970 年以来单个创新药获批 R&D 费用增长超过 14 倍（单位：百万美元）

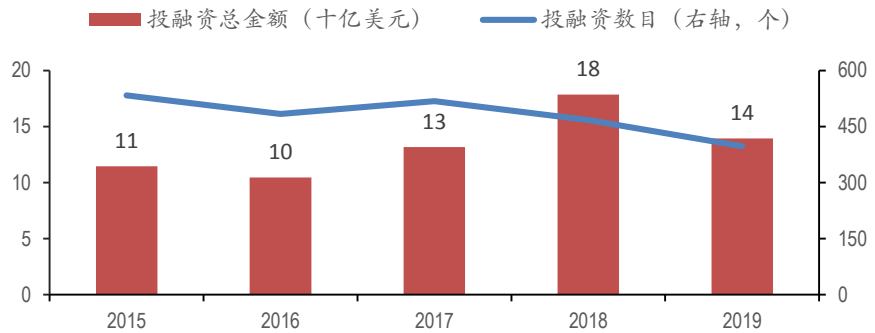


数据来源：Credit Suisse, 东方证券研究所

CRO 企业的专业化分工模式在新药研发各阶段发挥着效率和成本优势，必将使其成为更多大型制药企业在新药研发之路上的合作伙伴，CRO 行业渗透率将持续提升。

Biotech 投融资情况良好。最后，医药行业依旧受到资金追捧，行业投融资景气度高，不仅吸引了大量风险投资，在二级市场募资热度也仍在持续。

图 6：全球生物医药领域风险投资情况



数据来源：Bloomberg, 东方证券研究所

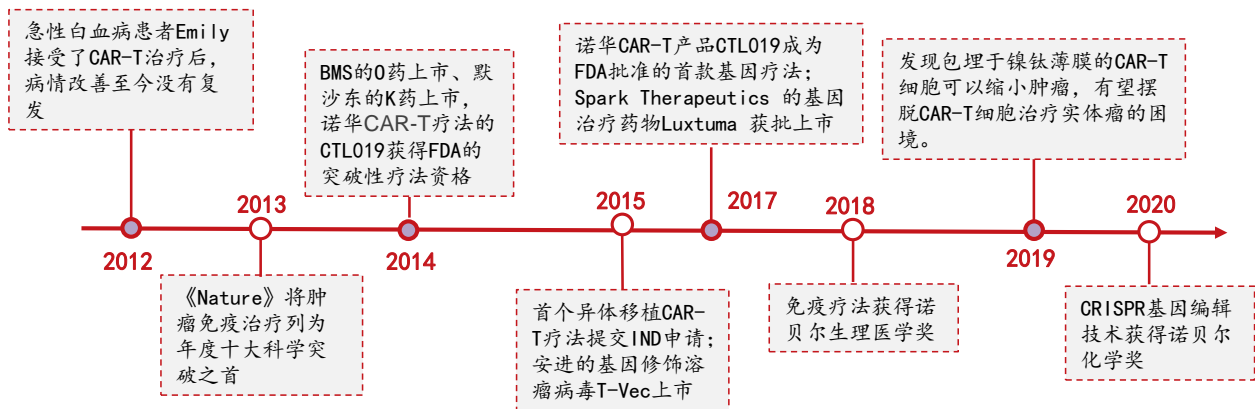
1.1.2 生物科技不断突破，掀起创新浪潮

新的技术突破带来新的市场空间，也催生出医药企业新的研发需求。肿瘤免疫疗法和基因疗治疗的成功上市，极大地增强了医药公司研发投入意愿，给 CRO 行业带来发展机遇。

1) 2014 年以来，I-O（肿瘤免疫疗法）不断有新的进展和突破。肿瘤免疫疗法相关的临床迅速升温，截止 2019 年有近 3000 个 PD-(L)1 临床试验在进行中，2017-2019 年，PD-(L)1（单药或联合用药）相关临床新增 1469 个。

2) 基因治疗技术临床应用时代开启。2019 年，美国批准 SMA 基因疗法 Zolgensma 上市，欧盟批准地贫基因治疗药 Zynteglo 上市。同时，以 CRISPR 为代表的基因编辑技术有望引发医学革命，2020 年 3 月，Editas Medicine 公司的 AGN-151587(EDIT-101)已完成首例患者给药，是全球首个体内给药的 CRISPR 药物；8 月，该公司用于治疗镰刀型细胞贫血病的在研自体细胞疗法 EDIT-301 获得 FDA 授予的罕见儿科疾病认定，计划在年底 IND。

图 7：2012-2019 年部分重要医学进展

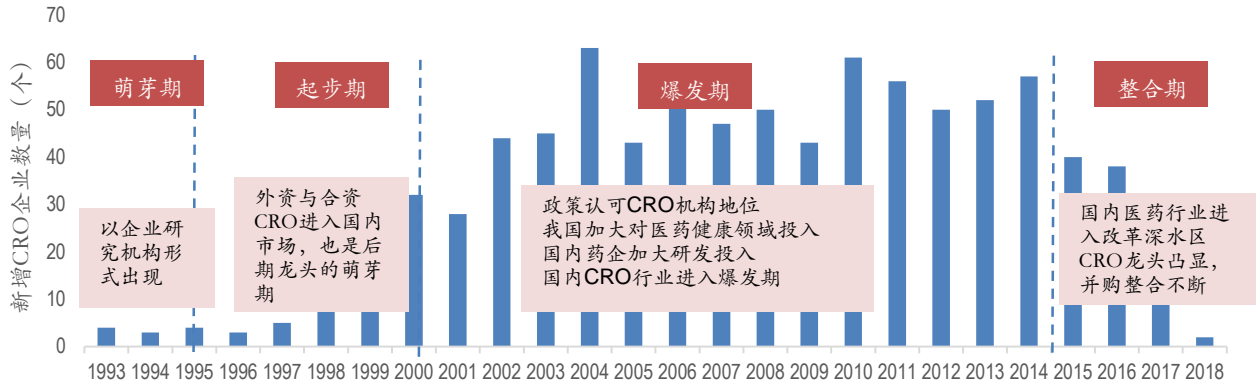


数据来源：公开信息整理，东方证券研究所

1.2 国内 CRO：助力医药行业转型，政策带来发展机遇

在全球 CRO 快速发展的大背景下，我国 CRO 虽然起步较晚，但发展迅速。近年来我国以及其他新兴市场的行业发展增速已经超过北美、西欧市场，CRO 企业逐步向新兴市场国家转移，据测算，2011 年到 2016 年，美国、西欧的 CRO 市场规模的同比增长率分别为 9.60% 和 9.40%，而东欧、中国、印度、亚洲其余国家、拉丁美洲和其他地区的同比增长率将可分别达到 11.40%、20.00%、14.85%、15.60% 和 9.80%，其中中国 CRO 行业的增长速度居全球首位。

图 8：中国 CRO 市场各发展阶段

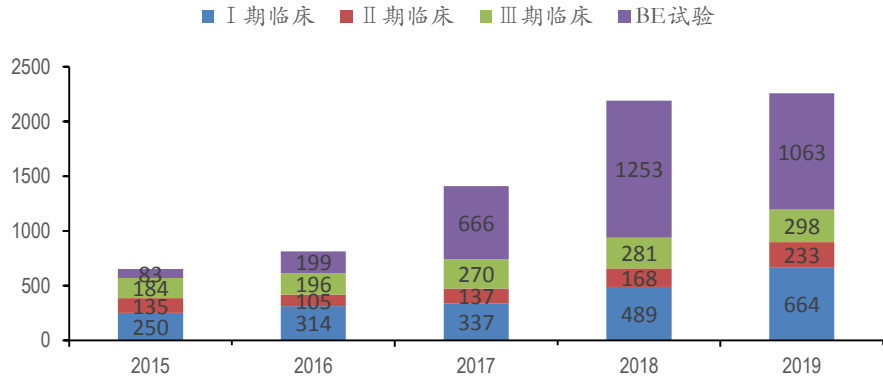


数据来源：医药魔方，东方证券研究所

1.2.1 机遇：Biotech 全面崛起，研发外包动力足

2018 年国家医保局成立后迅速推进药品集采，创新是唯一的生存之道。“4+7”试点集采后，国内一致性评价积极性锐减，BE 数量从 2018 年的 1253 个降低到 2019 年的 1063 个，但是标志着创新药研发的临床 1-3 期试验数量仍处于加速增长阶段，2017-2019 年合计数量（较前一年增加数量）分别是 744（129），938（194）和 1195（257）。

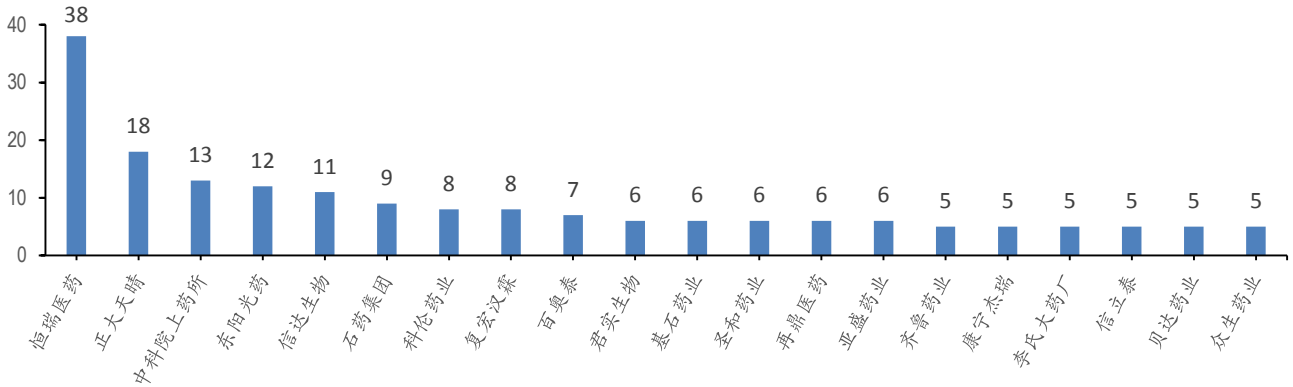
图 9：中国境内新开临床试验不同阶段数量分布（单位：个）



数据来源：CDE，东方证券研究所

在创新之路上，Biotech 贡献重要力量。2017-2019 年，国内 1 类新药 IND 数量前 20 研发主体中，Biotech 占了 9 席；2017-2019 年，国内新开临床试验总数量超过 15 个的共有 31 家，其中 Biotech 占了 12 席。

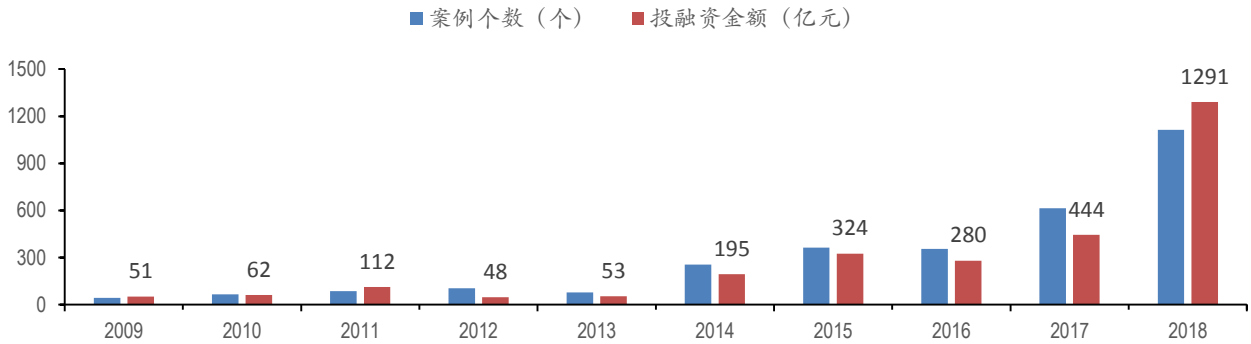
图 10：2017-2019 年 IND（1 类新药）累计数量大于 5 个的本土医药企业（单位：个）



数据来源：CDE，东方证券研究所

Biotech 受到投融资市场追捧，未来研发费用充足。2018 年，我国医药行业一级市场投融资额增长迅猛，预计未来 2-3 年将转化为研发费用，带动研发项目数量增长。

图 11：中国医药一级市场投融资情况



数据来源：《医药界》E 药经理人，东方证券研究所

当自主研发配套并不完善的 Biotech 成为行业创新的重要源头，谋求与 CROs 的合作成为必然趋势。在创新和资金的浪潮中，国内 CRO 行业将迎来黄金发展期。

1.2.2 挑战：临床前跻身世界前列，临床积极探索

我国临床前 CRO 已经登上世界舞台。从营收规模来看，药明康德位列全球 CRO 企业第 9 名，康龙化成 10-15 名，二者是全球规模最大的临床前化学服务供应商。

临床 CRO 发展时间短，长路漫漫。全球 TOP10 的 CROs 中除药明康德和 Charles River（第 8 名）主业为临床前服务外，其他都是临床服务巨头。在国内市场，由于国内创新药临床需求从 2017 年才开始快速增加，与欧美 40 年创新药研发史差距大，目前临床需求不及欧美，未来将逐渐放量。

表 1：中国主要上市 CRO 企业业务分布

类型	公司	上市时间	交易所	业务分布
综合类	药明康德	2018 年 5 月	主板	以非临床服务为主，有 GLP；有临床服务，体量较小
	康龙化成	2019 年 1 月	创业板	以非临床服务为主，有 GLP；临床服务起步阶段，体量非常小
	美迪西	2019 年 10 月	科创板	以非临床服务为主，有 GLP；无临床服务
	睿智医药	2018 年与量子高科重组后更名睿智医药	创业板	以非临床服务为主，无 GLP；无临床服务
	华威医药	2016 年借壳百花村	主板	仿制药开发注册申报，临床研究
	新领先	2015 年被太龙药业并购	主板	药学研究及临床研究
	博济医药	2015 年 4 月	创业板	临床服务占比高
化学合成	爱斯特	2016 年 8 月	新三板	化学合成
	乐威医药	2016 年 8 月	新三板	化学合成
	星昊医药	2007 年 8 月	新三板	化学合成
药物毒理	昭衍新药	2017 年 8 月	主板	以临床前安全性评价为主，有 GLP
	中美冠科	2016 年 12 月	台湾	以临床前药效评价为主，特别是肿瘤动物模型和代谢疾病动物模型，无 GLP
	江苏鼎泰	2016 年 8 月	新三板	以临床前安全性评价为主，有 GLP
模式动物	环特生物	2015 年 12 月	新三板	模式动物
化学 CMO	合全药业	2015 年 4 月	新三板	小分子原料药和制剂开发生产
	博腾股份	2015 年 1 月	创业板	医药中间体业务
	凯莱英	2016 年 11 月	中小板	医药中间体业务
	药石科技	2017 年 7 月	创业板	分子砌块
生物 CMO	药明生物	2017 年 6 月	香港	生物早期研发服务和产品为主，开始推进工艺开发
生物 CRO	金斯瑞	2015 年 12 月	香港	早期研发服务
	西宝生物	2016 年 7 月	新三板	生物技术 CRO
临床	普蕊斯	2017 年 3 月	新三板	SMO
	兴德通	2017 年 1 月	新三板	临床服务
	海金格	2015 年 12 月	新三板	临床服务
	泰格医药	2013 年 8 月	创业板	临床服务
	新高峰	2015 年被亚太药业并购	中小板	临床服务

数据来源：医药魔方，Wind，东方证券研究所

二、睿智医药：老牌 CRO 再启航，迎来发展拐点

睿智医药前身是量子高科，后者于 2018 年完成对睿智化学的并购整合，注入 CXO 业务，并于 2020 年 9 月变更公司名称为“睿智医药”，彰显了公司致力于打造行业领先的化学药和生物药“CRO+CMO”一站式服务平台的决心。

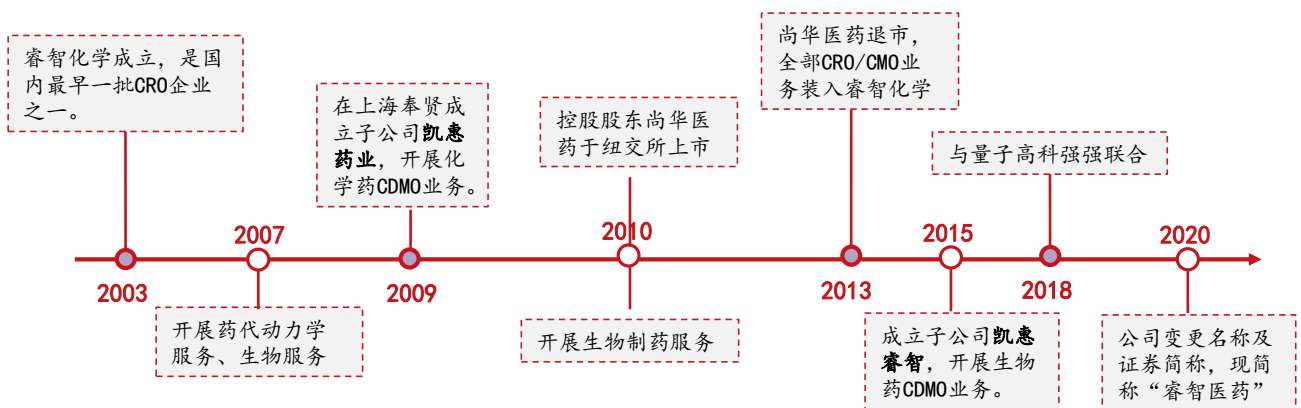
2.1 益生元龙头并购睿智化学，强强联合谋共赢

2.1.1 从美股回归，老牌 CRO 的破局之路

睿智化学是我国最早一批老牌 CRO 企业之一，其董事长惠欣出身于化学研究世家。惠欣之父惠永正曾任中科院上海有机化学研究所所长、礼来中国研发中心负责人。惠欣家族于 2002 年创办尚华医药，同年投资成立子公司开拓者化学，最初为礼来提供一对一研发外包服务。

2003 年，凭借开拓者的基础和信誉，睿智化学成立，为更多客户提供研发外包服务。2010 年，睿智化学母公司尚华医药在美国纽交所上市，2018 年睿智化学从美股回归，与量子高科强强联合。

图 12：睿智化学发展历程

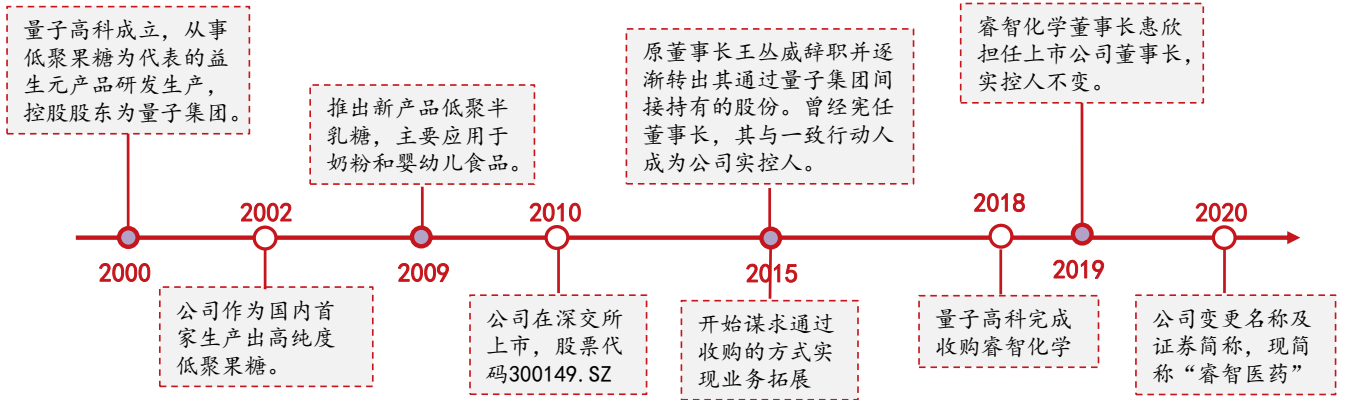


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.1.2 从“量子高科”到“睿智医药”，如何 1+1 > 2?

上市公司的前身量子高科是国内微生态健康产业的领军企业，专注于益生元研发生产及销售，并于 2017 年进军微生态医疗产业，深度开发益生元产品在特医食品、消化系统、肠道微生态医疗和健康领域的应用市场。

图 13: 量子生物成立以来主要发展历程

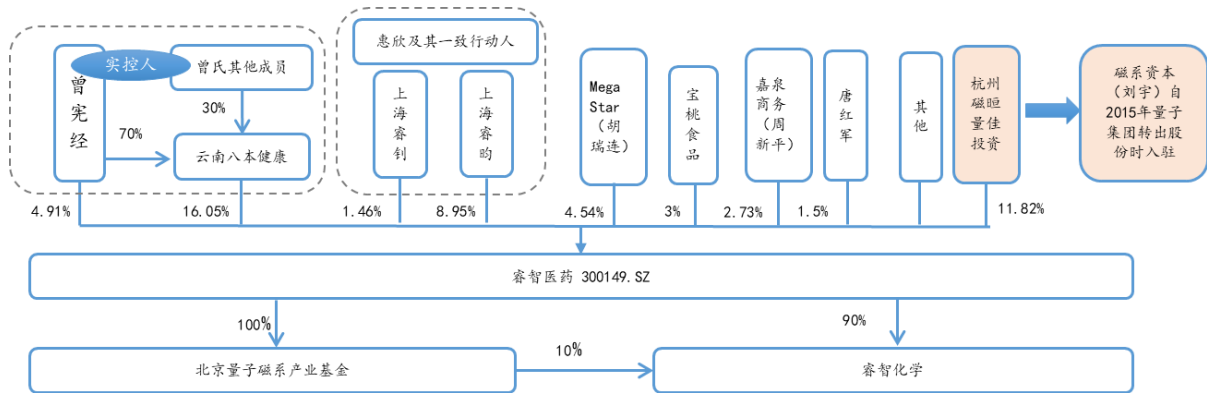


数据来源：公司公告、公司招股书，东方证券研究所

量子高科与睿智化学的联合早在 2017 年就有第一次试水：2017 年 9 月，量子高科子公司量子磁系（产业基金）分别以人民币 1.19 亿元和 1.19 亿元受让睿昀投资和张天星持有的睿智化学 5%和 5%的股权，合计 10%股权，交易对价共计 2.38 亿元。

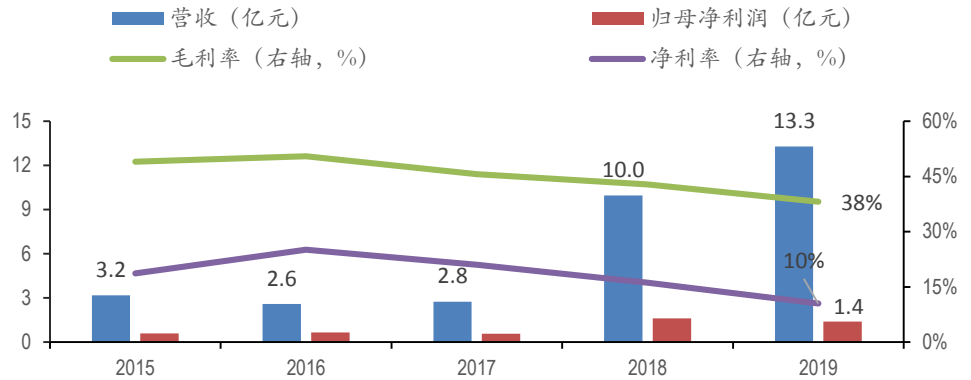
2018 年 6 月，量子高科通过发行股份及支付现金的方式收购睿智化学剩余股权(90%)，定价 21.44 亿元。自此，量子高科与睿智化学强强联合。

图 14: 睿智医药股权结构（截止 2020 年中报）



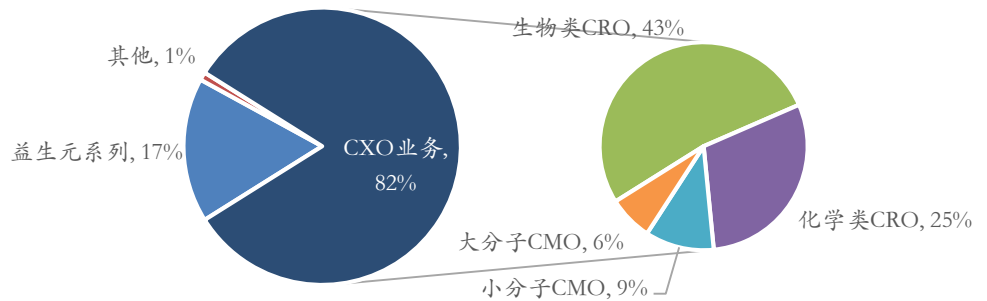
数据来源：公司公告，东方证券研究所

完成整合后，公司实控人依旧是曾宪经及其一致行动人，合计持有 20.96%股权。磁系资本为第二大股东，持股 11.82%。上市公司通过间接和直接方式 100%控股睿智化学，睿智化学原实控人惠欣家族目前合计持有上市公司 10.41%股权，是第三大股东。

图 15：睿智医药营收和净利润情况


数据来源：公司年报，东方证券研究所

2018 年整合完成后，上市公司实现业绩体量跨越式增长的同时，主营业务发生实质性改变，原主营业务益生元业务目前占比 17%，而 CRO 和 CMO 业务占比 82%，成为公司的主要业务。

图 16：睿智医药业务结构（截至 2019 年年报）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

量子高科和睿智化学是各自领域的领军者，跨领域联合将为公司长期发展带来协同效应：1）重组后集中上市公司力量，为核心 CXO 业务提供资金和团队支持，实现睿智化学在 CRO/CMO 领域的深入布局；2）发展成果将直接为微生态医疗事业中的优化用药、个性化治疗方案提供技术支持，也为微生态营养提供更多的国际客户资源。

2.2 加强管理团队建设，集中力量发展 CXO 业务

2.2.1 管理层优化，支持公司核心业务

为更好地配合公司发展战略，2019 年 6 月董事长交棒睿智化学创始人惠欣，公司还通过引入资深科学家到管理团队中，作为业务分管副总裁，不断加强各条业务线管理水平。

表 2：睿智医药管理团队构成

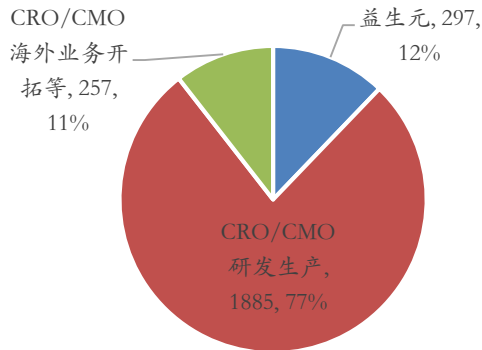
姓名	加入时间	职位	负责业务	背景
惠欣	2003 年	董事长		硕士，美国国籍。于 2003 年创立了睿智化学，现任睿智化学董事长。HUI MICHAEL XIN（惠欣）先生为美国俄勒冈州立大学理学学士、杜兰大学理学硕士以及纽约大学伦纳德斯特恩商学院 MBA，拥有资深的企业战略领导与管理经验，具备科学背景和资本运作经验双重优势。
汤炜	2011 年	首席执行官（总裁）		博士，美国国籍。1996 年至 2011 年在默克公司任职，曾任研究员、高级研究员、总监、杰出高级研究员。
Livia Gorini Legg 女士	2015 年	首席商务官	海外 BD 业务	硕士，美国国籍，曾任职于默克集团；1999 年至 2001 年任美迪生药业研究有限公司业务拓展总监；2002 年至 20015 年历任 QPS 业务拓展总监、执行总监、副总裁及全球业务拓展主管。
杨达志	2015 年	副总裁	生物药研发	博士，香港大学。2007 年至 2010 年在基因泰克任职资深研究员；2010 年至 2013 年任诺华研究所研究员；2013 年至 2015 年于锐意生物任资深总监。
许吕（Lilly Xu）女士	2017 年	副总裁	药代药动药理	博士，美国圣路易斯大学，美国国籍，1997 年至 1999 年任 Neurogen Inc.高级科学家；2000 年至 2004 年任 Purdue Pharma LLC 首席科学家；2004 年至 2011 年任 Amgen Inc.高级科学家；2011 年至 2017 年任美国赛诺菲公司总负责人。
项骏	2017 年	凯惠睿智总经理	大分子 CDMO	博士，中国国籍，持有美国永久居留权，曾任职于江苏省医药保健品进出口（集团）公司等；2000 年至 2014 年任美国拜耳制药公司资深科学家；2014 年至 2017 年任三生国健药业（上海）股份有限公司生物技术研究院高级副院长。
刘铭	2018 年	副总裁	药理药效生物	博士，美国贝勒医学院。1993 年至 2009 年于美国先灵葆雅公司任副总监；2009 年至 2011 年任默克公司副总监；2012 年至 2017 年任阿根廷生源拜客公司技术转移总监。
郑国喜	2019 年	凯惠药业总经理	小分子 CDMO	博士，美国约翰霍普金斯大学公共卫生学院，二十年药厂管理经验，能够担负起公司小分子 CDMO 业务加速发展的重任。1999 年至 2014 年于台湾神隆生产中心任处长、副总经理；2011 年至 2017 年任神隆医药（常熟）总经理；2017 年至 2018 年任先声药业南京东元公司常务副总经理。
Jie Jack Li	2019 年	副总裁	化药研发	美国旧金山大学有机化学副教授，药物发现科学家。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2.2 员工结构合理，人才质量高

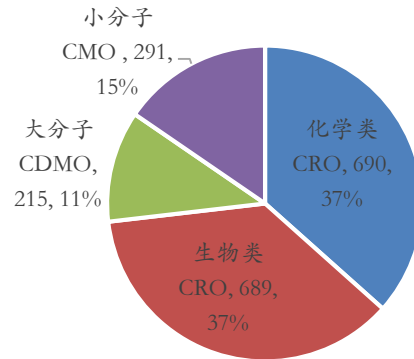
目前公司共有员工 2439 人，其中 CRO/CMO 业务实施主体上海睿智员工人数合计 2142 人，占比为 88%，与业务结构相匹配（CRO/CMO 营收占比 83%）。

图 17: 公司员工结构 (2019 年, 单位: 人)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

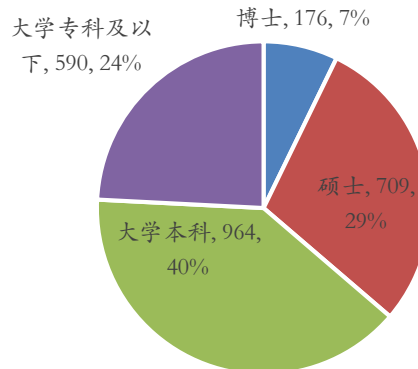
图 18: 公司各 CXO 业务员工数量 (2019 年, 单位: 人)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

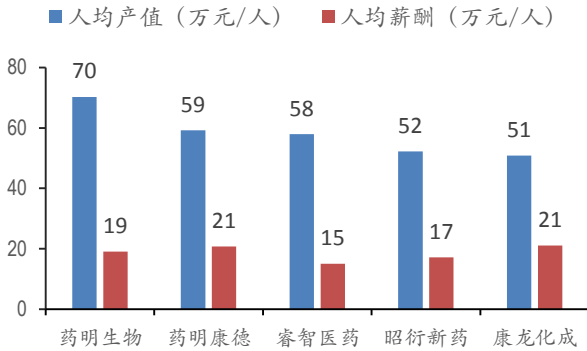
在员工学历构成上, 公司员工中有 176 名博士, 40% 的 CRO 及 CMO 业务员工拥有硕士及以上学历, 人均创收处于国内 CRO 企业领先水平。

图 19: 公司员工知识层次分布 (2019 年, 单位: 人)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

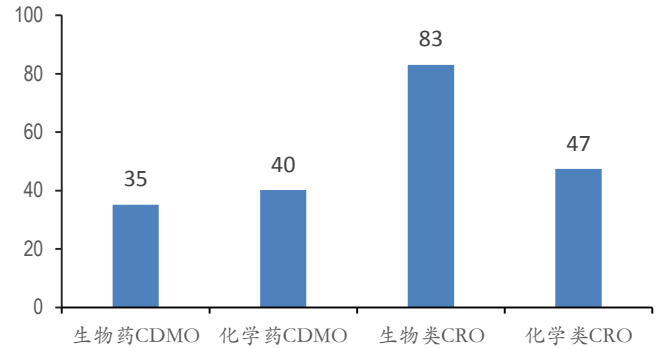
图 20: CRO 可比公司人均创收和人均薪酬 (2019 年)



备注: 睿智医药人均产值和人均薪酬为 CXO 业务的相应值。

数据来源: 各上市公司年报, 东方证券研究所

图 21: 睿智医药 CXO 业务人均创收 (单位: 万元/人)



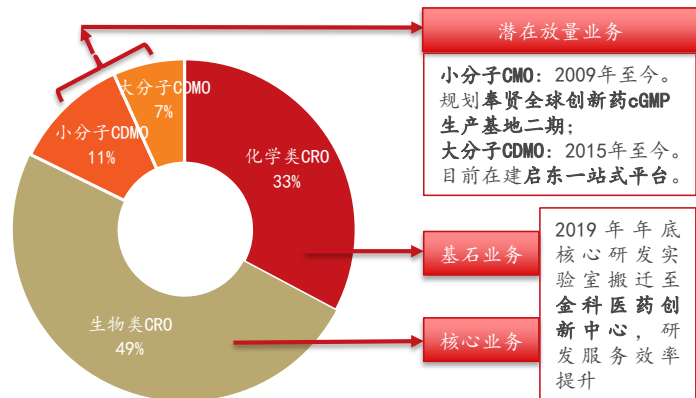
备注: 根据 2019 年年报数据测算。

数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

2.3 巩固 CRO 先发优势, 加快 CMO 规模建设

睿智医药是国内少有的化学药&生物药“CRO+CMO”一体化服务平台, 现阶段公司持续推进“巩固 CRO 先发优势, 加快 CMO 规模建设”的发展战略, 致力于 CRO 整体研发实验室升级和优化、CMO 产能扩张, 以及 H 股发行获得融资支持。

图 22: 睿智医药的 CRO/CMO 业务构成 (2020H1)



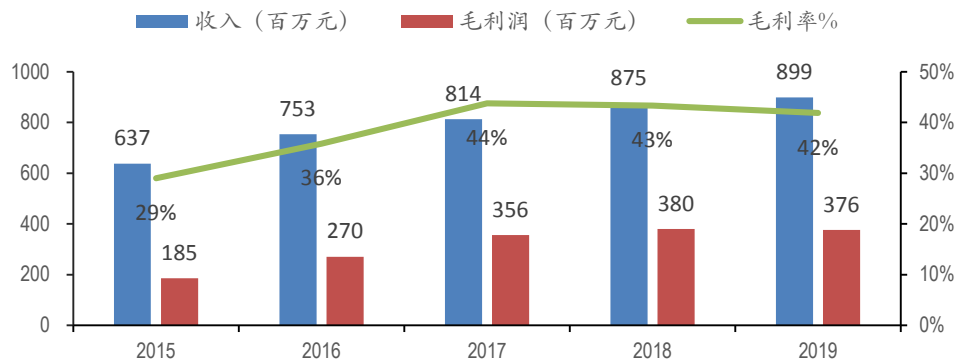
数据来源: 公司半年报, 东方证券研究所

公司与全球知名药企建立了良好的合作关系, 为下一步业务拓展奠定基础。公司客户覆盖 MNC/Biotech、科研机构等, 与全球前 20 名制药企业中的 18 家建立了合作关系。2019 年医药研发生产外包业务中, 国际收入占比达 63%。2017- 2019 年, 公司分别为 700 余家、800 余家、近 900 家海内外客户提供药物研发服务, 2020 年上半年又新增客户 139 家。

三、临床前 CRO：以小分子为基石，把握生物药研发浪潮

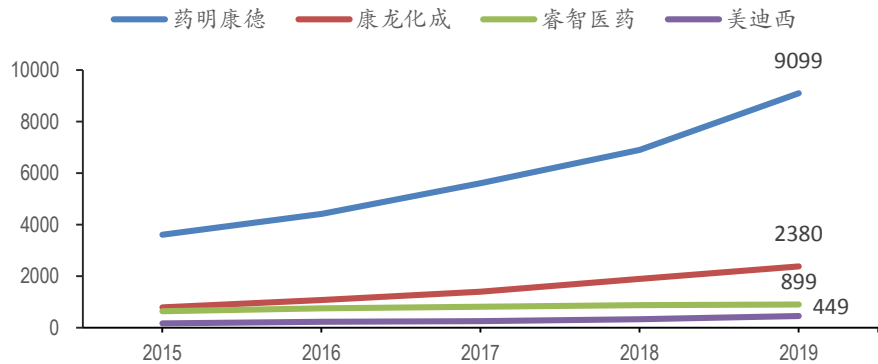
上海睿智是国内较早进入 CRO 领域的公司，拥有国内领先的技术平台和团队，属于国内临床前综合 CRO 的前三甲企业。相较于行业龙头药明康德和康龙化成，无论是收入体量还是增长速度上，公司都还有较大提升空间。

图 23：睿智医药 CRO 业务营收和净利润情况



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 24：睿智医药 CRO 收入与可比公司比较 (百万元)



备注：所有公司收入仅包含 CRO 业务收入，不含 CMO 业务收入。

数据来源：各上市公司年报，东方证券研究所

睿智医药的 CRO 业务为临床前 CRO 业务，具体包含四项业务单元：化学服务、生物制药服务、药代动力学服务和生物服务。

表 3：睿智化学临床前 CRO 业务概况

业务名称		主要内容
化学类 CRO	化学服务	化学药的设计、定制合成等，包括先导化合物的确证、优化，化合物库合成，小分子化合物和多肽合成等。
生物类 CRO	生物制药服务	2010 年开始开展，指生物药的研发、表达、纯化等，包括重组蛋白表达、目标蛋白纯化，分析单克隆抗体、重组蛋白、抗体偶联药物等。
	药代动力学服务	药物的体外筛选以及体内药代研究等，包括药物代谢稳定性及代谢产物测定、药物-药物相互作用、理化特性等。
	生物服务	2017 年开始开展，指药效学研究等，包括肿瘤学、细胞生物学、肿瘤免疫学、免疫/炎症、神经科学/代谢紊乱疾病、组织学/病理学等多个方向。

数据来源：Wind，东方证券研究所

3.1 国内小分子临床前 CRO 的“老品牌”，技术实力雄厚

3.1.1 上海睿智是国内优秀的老牌 CRO，业务覆盖全面

公司临床前 CRO 业务始于 2002 年，在国内 CRO 行业爆发期中应运而生，伴随海内外 MNC/Biotech 的发展一起成长至今，具有丰富而全面的业务经验。公司目前已经覆盖了除 GLP 毒理外的，从早期药物研发到临床前药物筛选涉及的所有阶段的服务。

图 25：公司临床前 CRO 覆盖业务情况


备注：橘色为睿智医药覆盖业务。

数据来源：公司重组报告，东方证券研究所

在安全性评价业务方面，公司一直提供 Non-GLP 服务，并在业内拥有良好口碑。2019 年公司按照 GLP 标准在江苏启东创新生物药一站式研发生产服务平台新建了动物房，正在申请 GLP 认证资质，预期 2021 年可获得认证，届时将覆盖临床前 CRO 全部业务。

3.1.2 技术平台领先，化药 CRO 保持稳定发展

化学药研发是上海睿智的“起家”业务，公司创始人惠欣家族具有深厚的化学研究背景。基于近二十年的有机化学合成经验，公司开发了多肽合成技术，在环肽合成方面形成了较强优势，同时在硼化学、糖化学等其他复杂化学合成领域也具有较强的技术能力。

表 4：睿智化学拥有的化学 CRO 技术平台

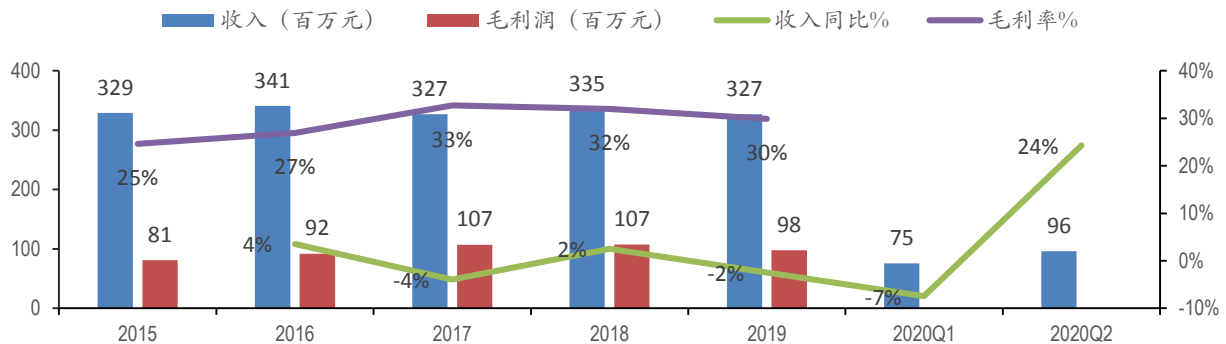
业务类型	技术难点	先进技术平台	优势
化学服务	新型化合物的合成	多肽合成技术，在环肽合成方面有较强优势	解决多肽药物的稳定性、细胞渗透性等问题
	高效的化合物合成与筛选	基于结构的药物设计（SSBD）与计算机辅助药物设计（CADD）	增强化学药合成的针对性，提高筛选的效率

数据来源：公司年报，东方证券研究所

基于先进的技术平台和长期积累的丰富经验，公司为国内外优质客户提供化学药研发服务，近年来公司小分子 CRO 业务收入稳定，成为公司的“基石业务”。

2019 年受到实验室装修搬迁影响，收入增速有所下滑，至 2020 年上半年已经恢复。目前新实验室金科医药创新中心正常运转并已初见成效，效率提升明显，2020Q2 化学类 CRO 收入同比增长接近 25%。

图 26：睿智医药化学类 CRO 业务收入稳定



数据来源：公司年报，东方证券研究所

3.2 生物类 CRO 布局领先，有望为后端 CMO 导流

近年来，受生物科技不断突破、慢性疾病如肿瘤受到更多关注、生物制剂研发投入加大等综合因素影响，生物药 CRO/CDMO 服务市场保持持续增长态势。

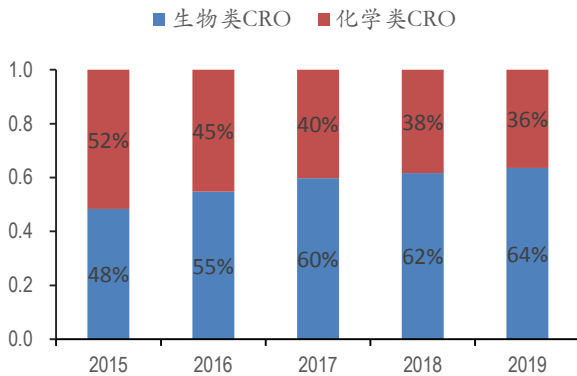
全球生物制剂研发服务市场由 2012 年的 48 亿美元增加至 2016 年的 84 亿美元，年复合增长率为 14.9%，预期 2021 年生物制剂研发服务市场将达到 200 亿美元。

3.2.1 抓住生物科技发展机遇，增强生物药研发能力

公司是国内第二大生物药研发外包服务供应商，基于在生物药开发领域的长期布局，公司持续受益于全球范围内生物药 CRO 及 CDMO 服务市场增长的强大驱动力。

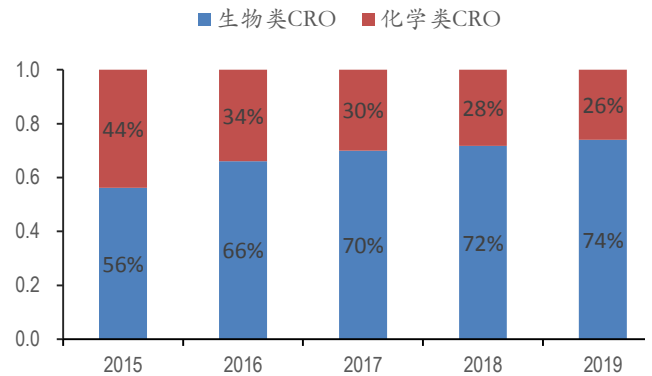
2016 年公司生物类 CRO 收入占比首次超过化学类 CRO 收入，CRO 业务毛利率随生物类占比提升而升高。

图 27：睿智 CRO 业务收入结构



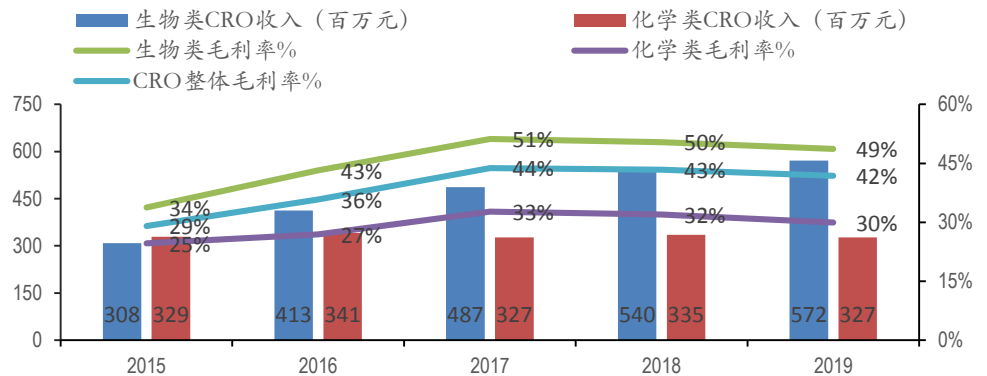
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 28：睿智 CRO 业务毛利结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 29：生物类 CRO 业务拉动整体毛利率提升



数据来源：公司年报，东方证券研究所

产能扩张为生物类 CRO 发展提供坚实基础。公司在已有 7000 平米动物房的基础上，2019 年底完成新建位于江苏启东约 5000 平方米动物试验设施，为 CRO 业务中的生物制药服务、药代动力学服务、生物服务三个业务单元提供技术支持和发展空间。

3.2.2 生物类 CRO 平台成熟，可为 CMO 业务导流

睿智医药具有全面的生物药研发技术平台，项目经验较为丰富。尤其是在细胞株和细胞学实验方法的储备上，表现突出。公司优秀的生物药 CRO 业务能力，有望为下游生物药 CDMO 业务引流。

表 5：睿智化学拥有的生物类 CRO 技术平台

业务类型	技术难点	先进技术平台		优势
生物服务	肿瘤靶向药的药效学研究	肿瘤药物研发平台	体外靶点筛选	覆盖众多靶点和体内、体外模型，实现全方位的肿瘤药效学研究
			广泛覆盖的肿瘤细胞库	
体内筛选模型				
	肿瘤免疫药物的药效学研究	肿瘤免疫药物筛选平台		国际前沿的药效学研究领域
药代动力学服务	药代、药动的原理分析	药代动力学研究平台		帮助客户优化药物结构，提升药代动力学效果
	实验动物伦理	AAALAC International 认证的动物房		国际权威的实验动物 伦理认证
CRO 整合服务	实验结果指导药物开发	辅助客户规划药物开发		在传统 CRO 服务的基础上为客户提供更高附加值

数据来源：公司年报，东方证券研究所

丰富的靶点和试验方法储备是 CRO 企业在药物研发服务竞争力的重要体现，上海睿智建立了肿瘤药物研发平台，覆盖众多靶点和体内模型，各类靶点和实验方法储备均处于全球领先水平。

表 6：睿智医药生物类 CRO 业务与药明生物比较

	睿智医药	药明生物
技术平台	包括“杂交瘤技术”、“噬菌体展示平台”、“全人源抗体开发平台”、“抗体工程平台”、“抗体分析测试平台”、“双特异性抗体研发平台”及“抗体偶联药物平台”在内的多个前沿技术平台。此外公司新建了基于光流学的 Beacon®平台，其纳米芯片技术能够对从单个 B 细胞分泌的抗体进行功能表征。传统的杂交瘤技术进行抗体筛选需要 8-12 周，而 Beacon®平台可在 1 天内完成，大幅缩短抗体筛选周期、提高特异性抗体筛选成功可能性，大大加速了客户新药研发进程	传统杂交瘤技术、人源化及抗体优化平台、噬菌体展示技术、全人抗体、双特异性抗体、纳米抗体及其他抗体片段
体外生物分析平台	超过 800 株肿瘤细胞株，约 80% 的细胞株的 CCLE 数据库具有遗传学背景资料，包括近 60 株的上海睿智特有的原代肿瘤细胞系、拥有超过 250 种细胞株异体移植瘤模型，近 500 种人源肿瘤模型，以及 30 多种鼠源肿瘤模型，建立约 600 种肿瘤药物体内筛选模型、超过 200 种的细胞学实验方法	自主知识产权的中国仓鼠卵巢（CHO）细胞株构建平台 WuXia，提供超过 277 个细胞系，每年可开发 80 个 IND 项目，为全球最大的细胞株平台之一
项目	累计已参与单抗研发项目 70 多个，2019-2020 年参与了 5 个新药研发的项目；生物药 CDMO 的积累从 15 年就开始了，目前已有临床前以及临床 I 期项目十几个。在生物药 IND 申请方面保持 100% 通过率的优秀记录	综合项目 286 个，临床前项目 141 个，早期临床开发项目 125 个（一期 93 个，二期 32 个），三期临床项目 19 个。

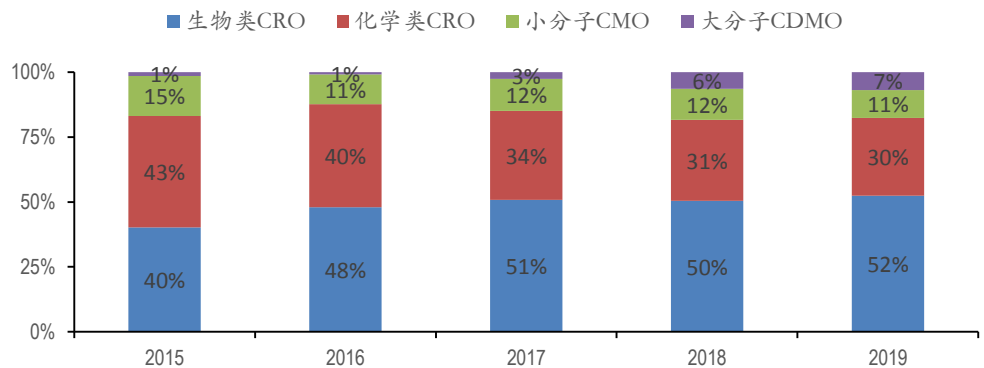
生物药 CRO 开始时间	2007 年开始生物服务（药效学研究），2010 年开始生物制药服务（生物药研发等）	2008 年药明康德通过收购 AppTec Laboratory Services 将业务拓展至生物药 CRO 等
生物药 CMO 开始时间	2015 年成立子公司凯惠睿智，开展大分子 CDMO 业务	2012 年合资创立药明利康，是在中国成立的首家生物药 CMO 企业
前端向后端的转化率	目前公司商业化订单为市场上新增客户所带来的订单，而公司的前期项目还处于早中期阶段，暂时还无法直接转化到商业化 CDMO 生产	临床前开发阶段进展至早期临床阶段有 12 个
生物药 CMO 现有产能	从GE和赛默飞购买的一次性反应容器。产能 450L（可满足临床前 IND 申报批次生产、临床 I 期、临床 II 期 200L、250L 规模的生产产能需求）	拥有全球最大一次性反应器设施。二厂有 14 个 2000 升及 2 个 1000 升一次性生物反应器；三厂有 7000 升生物反应器产能；四厂是中国首个使用 4000 升一次性生物反应器的生产设施，也是我国首家机器人无菌生物制剂灌装产线。
生物药 CMO 产能扩张	18000 升启东一站式平台计划	28 万升全球产能扩张计划

数据来源：公司年报，药明生物年报，东方证券研究所

四、CMO 业务：产能瓶颈即将打开，贡献业绩弹性

2019 年和 2020 年上半年，公司 CMO 业务分别实现收入 1.9 亿元和 0.9 亿元，占 CRO/CMO 整体比例分别为 17.6%和 17.7%，CMO 业务已经成为公司加速布局的战略发展方向。

图 30：公司 CMO 业务占比逐步提升



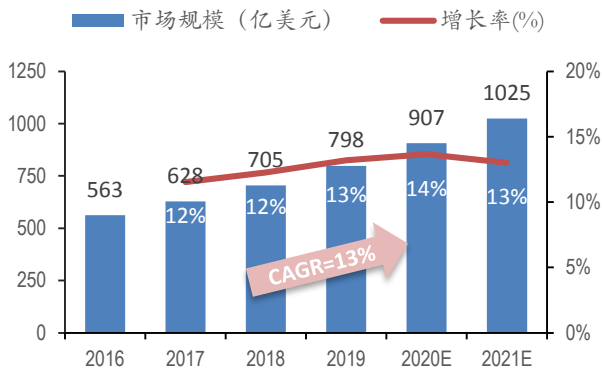
数据来源：公司年报，东方证券研究所

4.1 小分子 CMO 发展机遇良好，奉贤小分子产能可接力

4.1.1 MAH+全球产业链转移，国内 CMO 景气度高

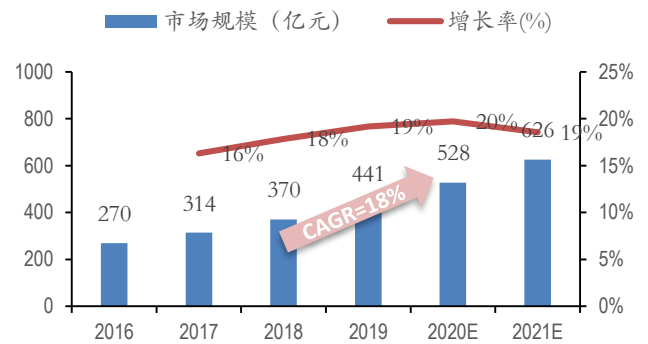
新兴市场将是医药市场未来的主要增长点，中国成为亚洲医药外包首选地。目前全球 CMO 企业主要集中在欧美（成熟，增长慢）和亚洲（起步晚，潜力巨大），其中亚洲集中在中国和印度。据评估，依据成本、风险和市场机会三项指标评估，我国已经超过印度成为亚洲医药外包的首选地。2016 中国 CMO 市场规模达 270 亿元，2021 年将达到 626 亿元，CAGR 为 18.3%，增速快于全球 CMO 市场的发展（CAGR=12.7%）。

图 31：2016-2021 年全球 CMO 市场规模



数据来源：药明康德招股书，IMS，东方证券研究所

图 32：2016-2021 年中国 CMO 市场规模



数据来源：欧洲仿制药协会，Thomson Reuters，东方证券研究所

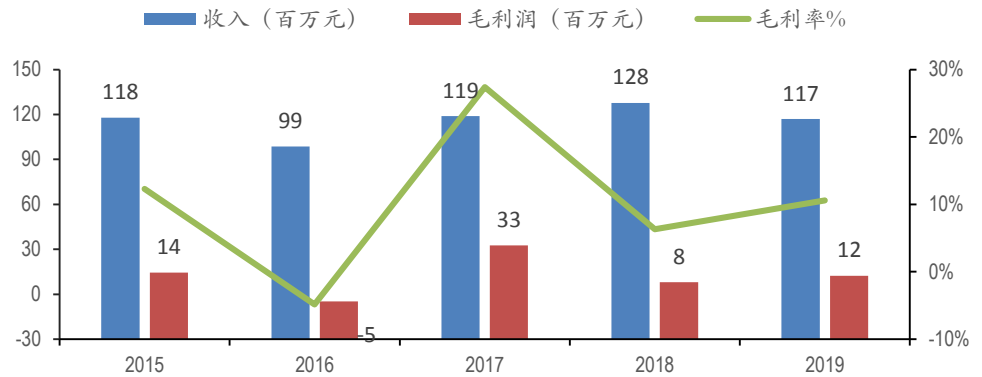
药品上市许可持有人制度进一步推动国内 CMO 行业发展。2015 年国务院发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，拟开展药品上市许可持有人制度试点，允许药品研发机构和科研人员申请注册新药，在转让给企业生产时，只进行生产企业现场工艺核查和产品检验，不再重复进行药品技术审评。

在 MAH 下，广大中小型的创新企业、科研院所等可以采取委托生产的方式，发展成为专注创新药研发的轻资产公司，而更多的委托生产服务机会将进一步推动国内 CMO 行业的繁荣。

4.1.2 新车间即将落地，公司小分子 CMO 业务潜力大

公司的小分子 CMO 业务开始于 2009 年，由孙公司凯惠药业执行，目前能够满足当前客户在临床 I 期、II 期试验阶段样本生产的需求。但随着客户新药研发进入临床 III 期及商业化生产阶段，其对 CMO 的产能需求将大幅上升。

为打开产能瓶颈，公司自 2018 年开始规划奉贤全球创新药 cGMP 生产基地二期项目，包括三个 cGMP 国际化标准车间，主要生产小分子药的高级医药中间体、API 以及多肽原料药。根据公司计划，第一车间预计于 2021 年末/2022 年初可投产，未来增长潜力大。

图 33：小分子 CMO 业务收入和毛利率情况


数据来源：公司年报，东方证券研究所

由于目前体量尚小，业绩受到单个订单影响大，2016 年收入和毛利率下滑是受到了某小分子 CMO 客户因自身药物原因导致实验未达预期的影响。未来随着新车间的逐步落地，订单量和收入体量上升后，毛利率也将达到稳定水平。

4.2 大分子 CDMO 储备多年，具备较强竞争实力

4.2.1 龙头积极投产，大分子 CDMO 业务竞争激烈

后端市场是产业链的利润中心。从整个产业链前端到后端的收入分布来看，后端 CDMO 尤其是商业化生产外包服务收入显著更高、规模更大，是全球 CRO 龙头争夺的主战场。

表 7：药明生物各业务阶段时间和收益情况

生物药开发过程阶段	一般持续时间	一般服务收益
IND 前		
——药物发现	2 年	1.5-2.5 百万美元
——临床前开发	2 年	4-6 百万美元
IND 后		
——早期临床开发（I 期、II 期）	3 年	4-6 百万美元
——后期临床开发（III 期）	3-5 年	20-50 百万美元
——商业化生产	每年	50-100 百万美元

数据来源：药明生物年报，东方证券研究所

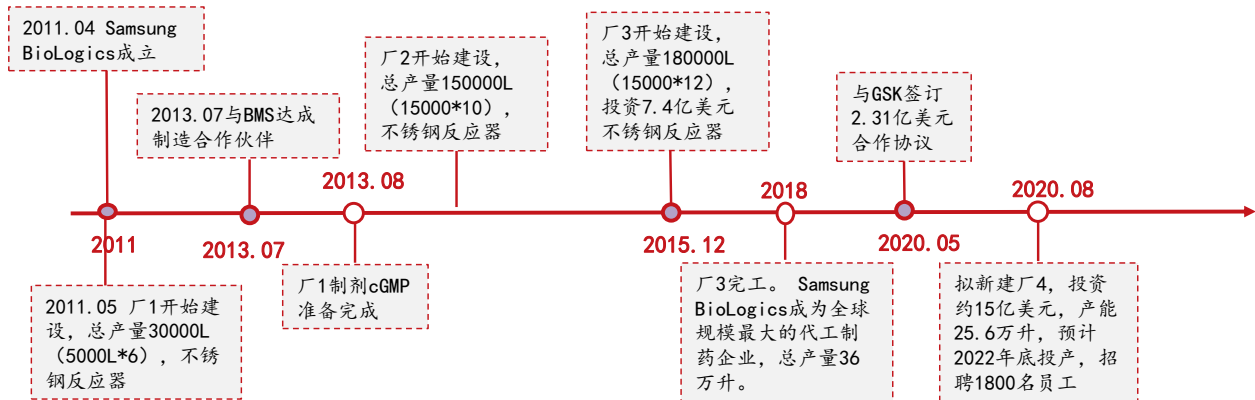
表 8：全球 CRO 龙头具体业务分布情况

	临床前					I 临床						上市后	
	药物靶点认证	药物发现	化学实验	生物分析	药物安全评价	1 期	2 期	3 期	中心实验室	临床药物生产	4 期	咨询业务	CSO/商业化生产
LabCorp													
IQIVA													
Syneos													
Parexel													
PRA													
PPD													
Charles River													
ICON													
药明康德													

数据来源：公开信息，东方证券研究所

伴随生物药快速发展，全球大分子 CDMO 企业正在加紧扩充产能。2020 年 8 月，三星生物宣布，由于第 3 工厂到 2022 年将满负荷生产，故拟新建第 4 工厂，新增产能换算成培养罐容量为 25.6 万升。建设完成后，三星生物的总产能将达到 62 万升，远远超过竞争对手——瑞士龙沙（Lonza）和德国勃林格殷格翰（Boehringer-Ingelheim）。

自 2011 年成立以来，三星生物通过不断新建工厂实现产能持续扩张，同时伴随着新客户新订单的持续增加，可以说产能提升与客户订单增加互为因果、相辅相成，促进三星生物逐步发展成为全球规模最大的大分子 CDMO 企业。

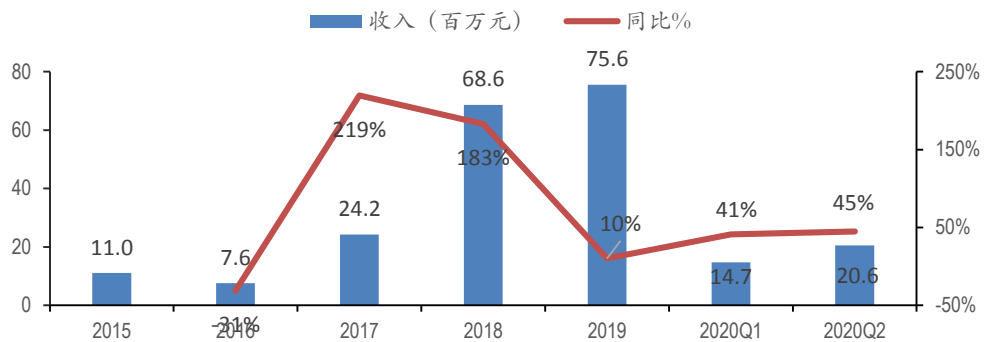
图 34：三星生物产能扩张伴随着大客户增加


数据来源：三星生物，东方证券研究所

4.2.2 新产能投放在即，将实现生物药全流程服务

公司在 2015 年引入大分子 CDMO 业务，近年来业务体量提升迅速：2017-2019 年收入分别为 0.24、0.69、0.77 亿元（同比增长 219%、183%、10%），2019 年增速受到现有张江中试车间上半年产能升级影响，下半年恢复增长。但相较于国内行业龙头药明生物在全球布局超过 28 万升产能、2019 年大分子 CMO 收入 39.8 亿元的水平，睿智医药目前体量小，提升空间较大。

图 35：公司大分子 CDMO 业务增长快



数据来源：公司年报、半年报，东方证券研究所

上海张江大分子 CDMO 产能完成技术升级。公司大分子 CDMO 业务目前布局在上海张江和江苏启东。上海张江产能在 2019 年上半年完成对抗体原液纯化及冻干制剂的技改，在 2020 年上半年建立健全了连续流生产研发和生产技术平台，并已成功建立 3L 至 50L 体系的灌装平台且实现工艺控制，未来将逐步实现稳定中试生产。现阶段反应器规模 450L，可满足客户临床前研究、IND 申报、临床 I 期和 II 期试验用药生产需求。

江苏启东生物药一站式研发生产平台即将落地。为继续满足客户临床 III 期直至商业阶段的全周期生产服务要求、提高公司大分子 CDMO 订单量，公司于 2018 年开始规划在江苏启东新建具有生物类 CRO 和大分子 CDMO 能力的创新生物药一站式研发生产服务平台。根据现阶段项目建设进度，2020 年底或 2021 年初 500L 产能先投产，接下来 2 个 2000L 项目滚动投产，大分子 CDMO 产能将增长 10 倍。

表 9：睿智医药近几年新建项目情况

项目名称	建成时间	产能	目标业务	建设期	具体情况
江苏启东创新生物药一站式研发生产服务平台	2020 年底或 2021 年初 500L 产能先投产，接下来 2 个 2000L 项目滚动投产	18000L	大分子 CDMO	3 年	4 条 500 升和 8 条 2,000 升的原液开发、生产线、配套 2 条无菌灌装线和冻干粉针线及 1 条预充针灌装线”，将公司的生物药 CDMO 反应器规模由现有约 450 升提升至约 18,450 升，可有效覆盖客户对临床 III 期及商业化生物药研发生产要求。
江苏启东创新生物药一站式研发生产	2019 年	5000 平米	CRO		在公司原有 7,000 平米经 AAALAC International 和 Animal Welfare Assurance 双重认证动物房基础上，新

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

服务平台——动物房					建 AAALAC 标准的动物房，部分饲养室将符合欧标和 GLP 标准，为 CRO 业务中的生物制药服务、药代动力学服务、生物服务三个业务单元提供技术支持，加强 CRO 业务的研发能力。现阶段已通过 AAALAC 认证，正常运营，正在申请 GLP 认证。
上海奉贤全球创新药 cGMP 生产基地二期项目	第一个车间争取 2021 年末/2022 年初可投产	原料药约 16 吨/年，高级医药中间体约 28 吨/年，多肽原料药约 0.13 吨/年。	小分子 CMO	4 年	包括三个 cGMP 国际化标准车间，分别为 API 生产车间-1、API 生产车间-2、API 及多肽药生产车间，主要生产小分子药的高级医药中间体、API 以及多肽原料药。
租赁金科医药创新中心实验室	2019 年	2.4 万平米	CRO		租赁了上海张江金科医药创新中心约 24,000m ² 场所作为新实验室，租赁期为 10 年，已完成实验室装修搬迁，CRO 研发效率提升。
现有位于张江的生物药 CDMO 中试车间技改	2019 年 H1 建设，H2 恢复生产	达到每批次 1000 克	大分子 CDMO		对抗体原液纯化及冻干制剂完成技改后，公司现阶段生产能力达到每批次 1000 克，以满足客户临床前研究、IND 申报、临床 I 期、II 期试验用药生产需求。

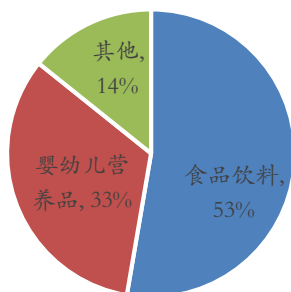
数据来源：公司重大资产投资公告，公司投资者关系互动平台，东方证券研究所

公司近二十年来深耕医药研发和生产外包领域，从单一的化学服务提供商，逐渐成功发展为客户遍布全球的化药&生物药“CRO+CMO”一站式、全流程服务平台。

五、益生元：致力于构建人体微生态全生命周期健康管理

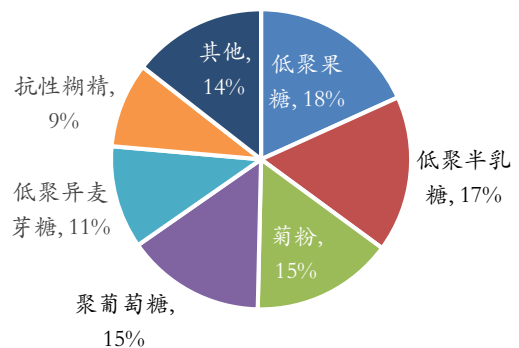
公司是国内益生元系列产品的领军企业。全球益生元市场规模 2018 年为 140 亿元，预计 2025 年达 181 亿元，CAGR 为 3.73%。中国是全球第二大益生元供应商，占比 26%，主要厂商有原量子生物（睿智医药）、百龙创园、保龄宝生物。

图 36：2018 年全球益生元产品应用领域分布



数据来源：恒州博智食品行业研究中心，东方证券研究所

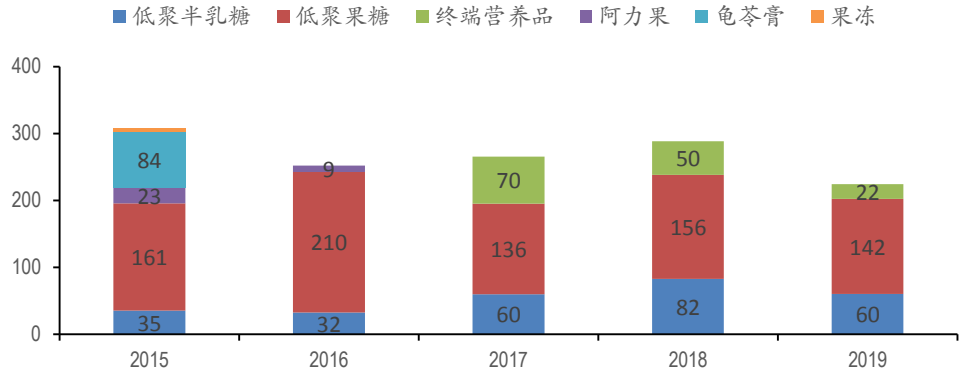
图 37：2018 年全球益生元主要产品种类构成



数据来源：恒州博智食品行业研究中心，东方证券研究所

公司同时提供原料和终端产品。一方面公司以“欧力多”和“高斯恩”为品牌的健康配料事业通过 B2B 的营销模式为下游客户提供益生元产品作为客户的原料和配料；另一方面公司立足打造微生态健康产业的平台型龙头企业，利用公司在微生态营养健康配料的前端技术研发能力及规模化生产能力为客户开发和生产终端益生元营养产品。

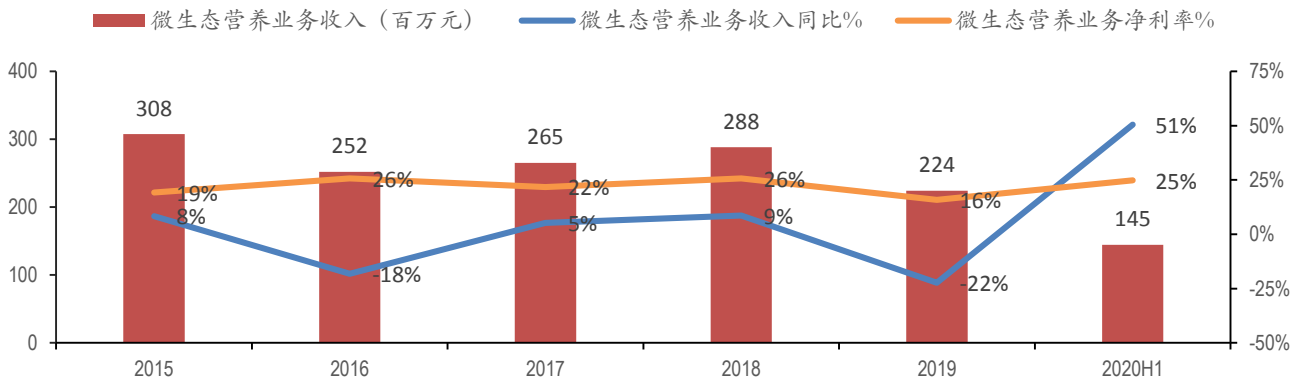
图 38：微生态营养产品收入构成（百万元）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

下游保健品市场整顿影响消除。2019 年受下游保健品市场整顿影响，公司微生态营养业务营收下降，加上公司微生态医疗业务仍在投入期及参股公司量子健康亏损导致净利率下滑，到 2020 年上半年已经基本恢复。

图 39：微生态业务收入同比增速和净利率水平已经恢复



数据来源：公司年报，东方证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的增长主要来自于 CRO 业务稳定发展和 CMO 产能扩张。受益于海内外 CRO 行业规模快速增长，作为国内少有的化学药&生物药 “CRO+CMO” 一体化服务平台，预计公司 CRO 业务将稳定发展，金科医药创新中心投入使用后研发效率提升明显。同时考虑到 2020 上半年受疫情影响，我们预计 20-22 年化学类 CRO 收入增长率 10%/10%/10%，生物类 CRO 收入增长率为 3%/12.5%/15%。CMO 产能瓶颈即将打开，贡献业绩弹性：小分子 CMO 新产能一阶段预计 2022 年投产，大分子 CDMO 新产能一期 2020 年底或 2021 年初开始滚动投产。同时伴随客户订单稳定拓展，CMO 业务将进入快速增长期，2020Q1/Q2 大分子 CDMO 收入同比增长 41%/45%。我们预计 20-22 年小分子 CMO 收入增长率为 10%/15%/15%，大分子 CDMO 收入增长率为 40%/40%/30%。
- 2) 2019 年受下游保健品市场整顿影响，公司微生态营养业务营收下降（2018/2019 年收入增速分别 9%/-22%），到 2020 年上半年已经基本恢复（2020H1 收入增速 51%）。我们预计微生态营养业务 20-22 年收入增速为 40%/10%/10%。
- 3) 公司 20-22 年毛利率分别为 38.6%,39.8%和 40.6%。公司化学类 CRO/生物类 CRO 业务毛利率相对稳定，小分子 CMO 和大分子 CDMO 业务由于目前体量较小，受到单个订单影响大，以及相关产能持续建设中，近年来毛利率波动比较大。未来 2-3 年，随着新产能投产和客户订单拓展，CMO 产能利用率和毛利率都将逐步提高（大分子 CDMO 可比公司药明生物毛利率为 40%），带动公司整体毛利率小幅提升。
- 4) 公司 20-22 年销售费用率为 4.4%,4.5%和 4.6%，管理费用率为 14.3%,14.3%和 14.0%。销售费用率的提高主要考虑到人员扩招和市场拓展带来成本增加，管理费用率的提高主要考虑到新基地新产能投产带来成本上升。
- 5) 公司 20-22 年的所得税率维持 15%
- 6) 备注：2019 年相较于 2018 年的收入增长率高，是由于口径变化。2018 年重组后，新增合并子公司上海睿智 6-12 月份的收入，而 2019 年合并上海睿智全年收入。上海睿智 2018-2019 年，化学类 CRO 收入增长率为 2.5%/-2.5%，生物类 CRO 收入增长率为 11.0%/5.8%，小分子 CMO 收入增长率为 7.5%/-8.4%，大分子 CDMO 收入增长率为 183.1%/10.1%。

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
化学类 CRO					
销售收入（百万元）	204.6	326.9	359.6	395.6	435.2
增长率		59.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	35.1%	29.6%	30.0%	30.0%	32.0%
生物类 CRO					

销售收入（百万元）	343.9	571.6	588.8	662.3	761.7
增长率		66.2%	3.0%	12.5%	15.0%
毛利率	53.1%	48.4%	48.0%	50.0%	50.0%
小分子 CMO					
销售收入（百万元）	96.3	117.0	128.7	148.0	170.2
增长率		21.5%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率	6.3%	10.6%	15.0%	17.5%	20.0%
大分子 CDMO					
销售收入（百万元）	49.3	75.6	105.8	148.2	192.6
增长率		53.2%	40.0%	40.0%	30.0%
毛利率	17.7%	10.2%	15.0%	22.5%	25.0%
微生态营养业务					
销售收入（百万元）	288.3	224.2	313.9	345.3	379.1
增长率		-22.2%	40.0%	10.0%	9.8%
毛利率	51.5%	48.9%	49.0%	49.0%	49.0%
其他主营业务					
销售收入（百万元）	14.4	12.5	13.8	15.1	16.6
增长率		-13.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	46.3%	33.5%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	996.9	1,327.8	1,510.5	1,714.5	1,955.4
增长率	262.0%	33.2%	13.8%	13.5%	14.1%
综合毛利率	42.8%	38.2%	38.6%	39.8%	40.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

6.2 投资建议

睿智医药是国内少有的化学药&生物药“CRO+CMO”一体化服务平台，业务覆盖全，CMO业务是睿智医药目前加快布局的方向，即将贡献较大业务弹性，选取美迪西、博腾股份、凯莱英作为可比公司。睿智医药还有部分益生元产品业务，占主营业务收入 17%，故同时选取主营益生元业务的保龄宝生物以及主营食品添加剂业务的金禾实业作为可比公司。取以上各可比公司估值的调整后平均数作为睿智医药估值预测值。

我们预测公司 2020-2022 年可实现归母净利润 1.47/1.81/2.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.29/0.36/0.44 元。根据可比公司估值，给予 2021 年 47 倍 PE，对应目标价为 16.92 元，首次给予“增持”评级。

表 10：可比公司估值表（2020 年 12 月 31 日收盘）

公司	代码	最新价格(元)					每股收益(元)					市盈率				
		2020/12/31	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
美迪西	688202	157.23	1.07	1.66	2.39	3.46	146	95	66	45						
博腾股份	300363	36.52	0.34	0.53	0.71	0.97	107	69	51	38						
凯莱英	002821	299.14	2.28	3.13	4.16	5.46	131	96	72	55						
保龄宝	002286	11.40	0.10	0.28	0.50	0.82	119	41	23	14						

金禾实业	002597	32.43	1.44	1.37	1.85	2.23	22	24	18	15
最大值							146	96	72	55
最小值							22	24	18	14
平均数							105	65	46	33
调整后平均							119	68	47	32

数据来源：Wind，东方证券研究所

七、风险提示

- **如果 H 股融资不及预期，将对公司产能扩张进度产生不利影响。**目前 H 股发行已完成证监会问询回复，但上市发行仍有进度和募资不及预期的风险。公司奉贤全球创新药 cGMP 生产基地二期小分子 CMO 业务扩张原计划 H 股融资到位后推进，若 H 股融资不及预期，将推后公司产能扩张进度。
- **客户及订单拓展不及预期，将影响公司客户多元化和利润增长。**2019 年公司前 5 大客户贡献销售额占比 21.5%，公司小分子 CMO 和大分子 CDMO 目前体量较小，近年来业绩受单个订单影响大；目前，公司正在积极进行商业拓展并投入大量资金新建产能（主要为 CMO 业务产能），如果公司客户和订单拓展不及预期，将使得公司业绩有所波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	191	201	259	294	335	营业收入	997	1,328	1,511	1,714	1,955
应收票据、账款及款项融资	338	409	487	552	630	营业成本	570	821	927	1,032	1,162
预付账款	22	16	26	29	33	营业税金及附加	7	5	5	5	6
存货	50	68	79	88	99	营业费用	44	58	66	77	90
其他	135	106	99	99	99	管理费用及研发费用	190	245	277	314	353
流动资产合计	735	800	949	1,062	1,197	财务费用	27	51	65	83	97
长期股权投资	63	116	89	89	89	资产、信用减值损失	3	23	9	4	4
固定资产	553	606	574	576	587	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	11	42	314	801	1,002	投资净收益	15	1	1	1	1
无形资产	212	192	190	194	201	其他	8	9	9	9	9
其他	1,773	2,011	2,000	1,979	1,959	营业利润	179	136	171	210	253
非流动资产合计	2,612	2,968	3,167	3,639	3,838	营业外收入	0	9	0	0	0
资产总计	3,348	3,768	4,116	4,702	5,035	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	50	93	378	765	858	利润总额	178	144	171	210	253
应付票据及应付账款	70	91	108	120	136	所得税	18	8	26	31	38
其他	235	605	517	525	535	净利润	160	136	145	178	215
流动负债合计	355	789	1,003	1,411	1,529	少数股东损益	(1)	(3)	(2)	(2)	(3)
长期借款	580	612	612	612	612	归属于母公司净利润	161	139	147	181	218
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.32	0.28	0.29	0.36	0.44
其他	209	63	53	53	53						
非流动负债合计	789	675	664	664	664	主要财务比率					
负债合计	1,143	1,464	1,668	2,075	2,193		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	14	11	9	7	4	成长能力					
实收资本(或股本)	500	500	500	500	500	营业收入	262.0%	33.2%	13.8%	13.5%	14.1%
资本公积	1,235	1,231	1,231	1,231	1,231	营业利润	153.6%	-24.4%	25.9%	22.7%	20.5%
留存收益	448	552	700	880	1,098	归属于母公司净利润	178.6%	-13.8%	6.0%	22.7%	20.5%
其他	7	9	9	9	9	获利能力					
股东权益合计	2,205	2,303	2,449	2,627	2,841	毛利率	42.8%	38.2%	38.6%	39.8%	40.6%
负债和股东权益总计	3,348	3,768	4,116	4,702	5,035	净利率	16.2%	10.5%	9.7%	10.5%	11.1%
						ROE	10.7%	6.2%	6.2%	7.1%	8.0%
						ROIC	10.0%	5.7%	5.8%	6.4%	6.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	34.1%	38.9%	40.5%	44.1%	43.6%
净利润	160	136	145	178	215	净负债率	22.4%	33.8%	36.6%	47.5%	45.7%
折旧摊销	73	126	86	90	98	流动比率	2.07	1.01	0.95	0.75	0.78
财务费用	27	51	65	83	97	速动比率	1.93	0.92	0.86	0.69	0.71
投资损失	(15)	(1)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(171)	(1)	(58)	(61)	(72)	应收账款周转率	5.1	3.5	3.2	3.2	3.2
其它	169	(96)	7	4	4	存货周转率	15.2	13.3	11.7	11.4	11.5
经营活动现金流	243	215	244	292	341	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(683)	(341)	(303)	(563)	(296)	每股指标(元)					
长期投资	227	(58)	15	0	0	每股收益	0.32	0.28	0.29	0.36	0.44
其他	(485)	144	1	1	1	每股经营现金流	0.49	0.43	0.49	0.59	0.68
投资活动现金流	(940)	(255)	(287)	(562)	(295)	每股净资产	4.38	4.59	4.88	5.24	5.68
债权融资	635	260	(119)	0	0	估值比率					
股权融资	1,227	(4)	0	0	0	市盈率	54.2	62.8	59.3	48.3	40.1
其他	(1,268)	(208)	220	304	(4)	市净率	4.0	3.8	3.6	3.3	3.1
筹资活动现金流	594	48	100	304	(4)	EV/EBITDA	34.1	30.5	29.6	24.9	21.3
汇率变动影响	1	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	46.1	51.1	40.4	32.6	27.2
现金净增加额	(102)	8	58	35	41						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn