

核心 CRO 业务处于转折点上，生物药 CDMO 业务放量在即

量子生物(300149)

► CXO 业务处于转折点上、正待扬帆起航

2018年6月26日通过发行股份及支付现金的方式收购上海睿智的90%的股权，实现了上海睿智的100%并表，正式进军CRO和CDMO等医药研发和生产外包服务领域。

► **公司战略重视和引进多位副总裁完善技术能力、奠定转折基础：**2019年6月原上海睿智实际控制人惠欣成为上市公司董事长，从战略上把CXO业务作为公司未来发展的核心，且近年来陆续引进多位高层管理人员奠定上海睿智重新起航的基础。

► **CRO 业务和 CDMO 业务陆续有新产能投产：**随着公司金科医药创新中心投入使用、CRO业务产能将提升30%以上，同时随着江苏启东大分子CDMO业务将于2020年下半年逐步投产、上海奉贤的小分子CDMO产能将于2021年年底或2022年初逐渐投产。考虑到港股发行募投项目，以及未来将在广州进一步配套建设创新药研发服务和生产外包产能，进一步完善产能布局。

公司战略重心调整、新产能投产以及加强BD团队建设带来公司整体业务增速处于转折点上，展望未来3-5年，核心CRO业务（化学CRO和生物CRO）将呈现20%以上的快速增长、潜在核心业务生物药CDMO将呈现高速增长贡献业绩弹性，预期到2025年上海睿智营业收入达到38.5亿元，期间复合增长率为23.3%，净利润达到7.58亿元，期间复合增长率为25.9%。

► CDMO 业务：生物药 CDMO 业务新产能投产在即，未来 3-5 年将继续贡献业绩弹性

受益于全球产业链的转移以及国内生物药CDMO需求快速增长，2019年国内大分子CDMO市场规模为47亿元，且预期到2023年市场规模将达到184亿元，期间复合增长率为40.8%，呈现超高速增长的趋势。竞争格局上，药明生物市场份额遥遥领先，潜在核心生物药CDMO供应商上海睿智也呈现高速增长，展望未来有望成为全球生物药CDMO业务的重要参与者之一。伴随江苏启东13500L~18000L的新产能逐渐投产，以及全球BD业务能力加强，预期未来3-5年将呈现高速增长，预期到2025年收入端规模将达到9.9亿元，期间复合增长率为53.6%。

评级及分析师信息

评级：买入
 上次评级：首次覆盖
 目标价格：33.83
 最新收盘价：22.7

股票代码：300149
 52周最高价/最低价：22.71/10.84
 总市值(亿)：113.45
 自由流通市值(亿)：91.61
 自由流通股数(百万)：403.55



分析师：崔文亮
 邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519110002

研究助理：徐顺利
 邮箱：xusl1@hx168.com.cn

► 益生元业务：“权健事件”影响逐渐消除，业绩逐渐恢复快速增长

受 2018 年底的“权健事件”带来的行业大整顿、且考虑到公司 60% 的客户群为乳制品和保健品，保健品客户的低聚果糖、低聚半乳糖、终端微生态营养品等下降 5700 万元、同比下降 41%。公司 2020 年 Q1 订单情况呈现明显好转，即乳制品、保健品订单恢复明显。2020 上半年公司微生态系列产品实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 47.8%，已呈现明显恢复。展望未来，受终端乳制品、保健品、食品等需求量呈现快速增长，预期公司将能实现快速增长。

► 盈利预测及估值

公司作为国内稀缺化学药和生物药 CRO&CDMO 标的，展望未来，随着内部整装完备、业务将再次扬帆起航，其 CRO 业务将呈现业务转折点、生物药 CDMO 业务将伴随新产能投产释放巨大业绩增量。我们预测 2020-2022 年归母净利润分别为 1.90/2.90/3.92 亿元，同比增长 37.0%/52.2%/35.4%，对应 2020 年和 2021 年 PE 分别为 57/38 倍。考虑到业务分部估值，考虑到同类公司估值及潜在核心生物 CDMO 业务，给予其 CXO 业务 2021 年 60 倍估值，即对应 164.33 亿元；参考其历史估值情况，给予其微生态业务及总部费用 2021 年 30 倍估值，即对应 4.75 亿市值（已考虑总部管理费用、财务费用等拖累）。综上所述，给予公司合计市值为 169.08 亿市值，对应股价为 33.83 元/股，相对现价有 49% 的上升空间，首次覆盖、给予“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险；业务拓展的不确定性；新型冠状病毒疫情影响；商誉减值风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	997	1,328	1,572	1,943	2,420
YoY (%)	262.0%	33.2%	18.4%	23.6%	24.5%
归母净利润(百万元)	161	139	190	290	392
YoY (%)	178.6%	-13.8%	37.0%	52.2%	35.4%
毛利率 (%)	42.8%	38.2%	39.5%	39.9%	41.4%
每股收益 (元)	0.32	0.28	0.38	0.58	0.78
ROE	7.4%	6.1%	7.7%	10.5%	12.4%
市盈率	70.43	81.66	59.60	39.16	28.92

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 医药研发服务外包业务处于转折点上、正待扬帆起航	5
1.1. 并购上海睿智，正式进军 CXO 业务	5
1.2. 先进的 CRO 业务技术平台，结合 CMO 业务为客户提供全流程一站式服务平台	6
1.3. 加强各业务条线高管团队配置和强化 BD 团队配置	8
1.4. 历史业务呈现快速增长，生物药 CDMO 业务将贡献业绩弹性	9
2. CDMO 业务：生物药 CDMO 业务新产能投产在即，未来 3-5 年将继续贡献业绩弹性	11
2.1. CDMO 业务：行业呈现高景气度，全球产业链向中国转移	11
2.2. 随着江苏启东生物药 CDMO 新产能投产，未来将呈现巨大业绩弹性	13
3. 益生元业务：“权健事件”影响逐渐消除，业绩逐渐恢复快速增长	15
3.1. 益生元市场呈现较快增长，权健事件影响逐渐消除	15
3.2. “权健事件”影响逐渐消除，业绩逐渐恢复快速增长	17
4. 盈利预测及投资建议	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 投资建议及估值	20
5. 风险提示	21

表目录

表 1：公司发行股份和支付现金方式收购上海睿智的情况	5
表 2：上海睿智已建立先进的技术平台	7
表 3：上海睿智高管团队变化情况	8
表 4：益生元主要产品类型及产量增长趋势	16
表 5：公司业务分拆及预测	19
表 6：公司业务分拆及预测	20
表 7：可比公司 Wind 一致性预期情况	21

图目录

图 1 公司股权结构及业务结构情况	6
图 2 公司收入端业务结构（2019 年）	6
图 3 上海睿智业务构成及业务布局情况（2019 年、百万元）	7
图 4 上海睿智历史收入规模呈现快速增长	9
图 5 上海睿智归母净利润呈现快速增长	9
图 6 上海睿智收入业务结构情况	10
图 7 上海睿智新产能未来规划	10
图 8 上海睿智未来业绩展望及增速情况	11
图 9 全球医药行业市场及生物药市场规模	12
图 10 全球医药行业研发支出增长情况	12
图 11 全球医药行业 CDMO 市场增长情况	12
图 12 全球大分子药物 CDMO 市场增长情况	13
图 13 全球大分子药物生产外包比例逐渐增加	13
图 14 中国大分子药物 CDMO 市场增长情况	13
图 15 中国大分子药物 CDMO 市场竞争格局	13
图 16 公司业务布局情况	14

图 17 大分子 CDMO 业务产业链	14
图 18 上海睿智生物药 CDMO 业务收入及未来展望	15
图 19 上海睿智生物药 CDMO 业务毛利率提升空间巨大	15
图 20 益生元产品主要应用领域	16
图 21 益生元产品主要产品构成	16
图 22 益生元产品产量区域分布	17
图 23 公司微生态营养制剂营业收入及增速	18
图 24 公司微生态营养制剂毛利率变化情况	18
图 25 公司微生态营养制剂构成情况	18

1. 医药研发服务外包业务处于转折点上、正待扬帆起航

1.1. 并购上海睿智，正式进军 CXO 业务

量子生物（前身量子高科）成立 2000 年，成立初期主要以低聚果糖、低聚半乳糖等益生元系列产品为主。公司于 2017 年 11 月公司下属的量子磁系基金收购上海睿智 10% 股权、以及 2018 年 6 月 26 日通过发行股份及支付现金的方式收购上海睿智的 90% 的股权，实现了上海睿智的 100% 并表，正式进军 CRO 和 CDMO 等医药行业研发、生产外包服务领域。

此次收购，截止 2017 年底，上海睿智 100% 股权估值为 24.8 亿元，经协商其 90% 的股权定价为 21.44 亿元（相对估值溢价约 1.80%）。此次定价采取定价基准日前 60 个交易日的均价即 15.97 元/股，即分别对睿昀投资、睿钊投资分别发行股份数量为 4471 万股和 733 万股，即合计占发行后股权比例为 10.41%。

表 1：公司发行股份和支付现金方式收购上海睿智的情况

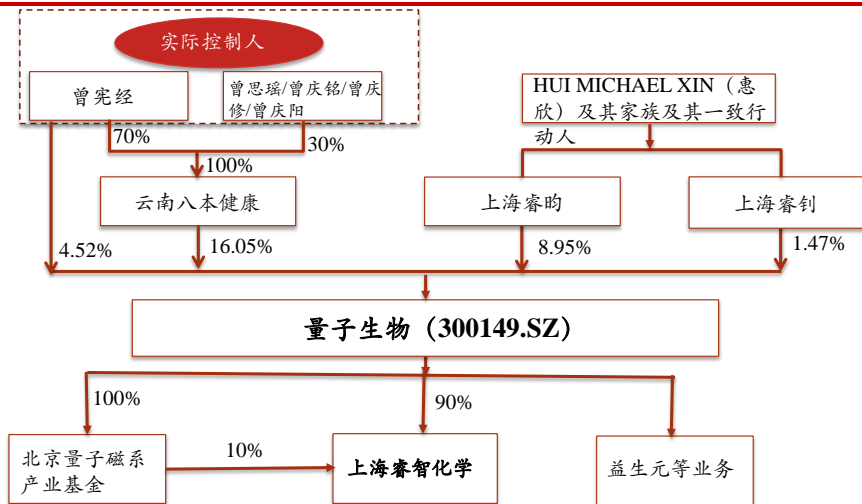
名称	转让上海睿智股权比例	转让对价合计 (万元)	股份对价 (万元)	现金对价 (万元)
1 睿昀投资	30%	71,400	71,400.00	-
2 CGHK	25%	61,100	-	61,100.00
3 睿钊投资	5%	11,700	11,700.00	-
4 MegaStar	23.50%	54,990	36,270.00	18,720.00
5 张天星	2%	4,680	4,680.00	-
6 曾宪经	4.50%	10,530	-	10,530.00
合计	90%	214,400	124,050.00	90,350.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

本次收购前，公司实际控制人曾宪经及其一致行动人合计持有股权 24.36%，收购后合计持有股权比例为 20.57%，相对原上海睿智实际控制人惠欣、及其家族合计持有的 10.41% 高 10.16%，仍然是公司实际控制人。

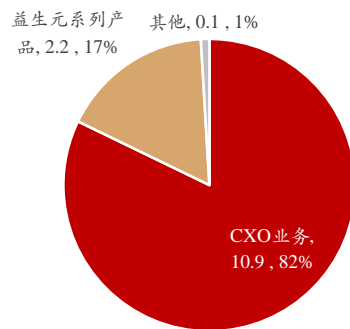
业务结构上来看，公司主要有 2 部分业务，即 CXO 业务和益生元等系列产品业务。2019 年是公司并购上海睿智后的第一个完整年度，其 CXO 业务实现 10.91 亿元营业收入（占总体收入比重的 82.17%）、益生元等系列产品实现营业收入 2.24 亿元（占总体收入比重 16.88%），CXO 业务已成为公司核心业务。

图 1 公司股权结构及业务结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司收入端业务结构（2019 年）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

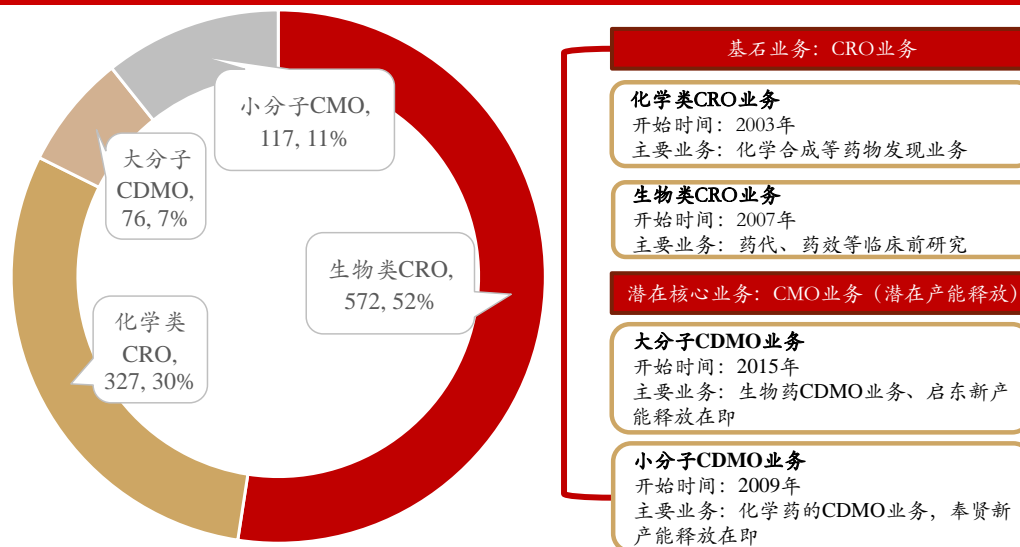
1.2.先进的 CRO 业务技术平台，结合 CDMO 业务为客户提供全流程一站式服务平台

上海睿智成立于 2003 年，早期主要从事临床前化药 CRO 发现业务等早期业务，其后分别于 2007 年、2009 年、2010 年、2015 年进入药理药效生物和 DMPK 业务、化药 CDMO 业务、生物药 CRO 业务、生物药 CDMO 业务，目前业务已经涵盖了生物药早期研发、化药早期研发、药理药效、药代药动及早期毒理、生物药工艺开发与生产、化药工艺开发与生产、临床样品生产等新药研发各环节，打造临床前全产业链一体化业务服务模式。

业务类型分类上，公司 CRO 业务占收入比重为 82%，其中生物类 CRO 业务、化学类 CRO 业务分别占比为 52%和 30%，依然是公司的核心业务，展望未来这两部分业务随着金科中心新产能的逐渐投产、以及 BD 业务能力和人员的扩张，将呈现 20%以上的增长。

公司 CDMO 业务收入占比为 18%，未来随着江苏启东大分子 CDMO 产能的投产、以及上海奉贤小分子 CDMO 产能的投产，相关项目从临床前和临床 I 期逐渐向临床后期和商业项目转变，实现业务的快速放量，展望 3-5 年后有望成为公司核心业务组成之一。

图 3 上海睿智业务构成及业务布局情况（2019 年、百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

上海睿智经过接近 20 年的发展，已成为国内临床前 CRO 业务龙头企业之一，公司针对化学药研发、生物药研发、药理药效生物、药代药动和早期毒理、临床样本分析等 CRO 服务领域的多项技术难点取得了突破，形成了多个先进技术平台、可以提供化学药和生物药的全开发过程的整合服务。同时结合公司 CDMO 业务的布局，可以提供涵盖药物研发、生产工艺开发、小分子临床实验用原料药生产等方面的一站式服务。

表 2：上海睿智已建立先进的技术平台

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	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
生物制药服务	抗体人源化（旨在减少免疫原性）	可获得全人源抗体的转基因小鼠	减少免疫原性解决生物药的免疫排斥等问题
	抗体药物的可生产性	抗体药物研发平台	将抗体优化至生产阶段水平
	抗体药物的分析、测试	抗体分析测试平台	提供一站式的分析表征技术服务
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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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
	实验动物伦理	AAALACInternational 认证的动物房
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

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3.加强各业务条线高管团队配置和强化 BD 团队配置

惠欣成为上市公司董事长与近年来陆续引进多位高层管理人员，奠定上海睿智重新起航的基础：上海睿智原实际控制人惠欣于 2019 年 6 月 16 日成为量子生物整体上市公司体系的董事长，侧面证实整个上市公司体系战略上和资源上倾斜核心子公司上海睿智。同时上海睿智在 2017 年以来陆续引进刘铭、许吕、郑国喜、项骏、李杰等高层管理人员，即药理药效生物、DMPK 和早期毒理业务（刘铭、许吕）、生物药 CRO 业务（杨达志）、小分子 CDMO 业务（郑国喜）、生物药 CDMO 业务（项骏）、化学药 CRO 业务（李杰），奠定核心业务重新起航的基础。

表 3：上海睿智高管团队变化情况

姓名	加入时间	职位	具体业务	简历
惠欣	2002 年 (创始人)	董事长	/	美国国籍,曾任职于美国家庭用品公司,Phytomedica 等;2000 年至 2002 年任软库金汇大中华控股有限公司的投资银行部中国区副总裁;2003 年至今任上海睿智董事长;2018 年 8 月起任量子生物董事长
汤炜	2011 年	首席执行官	/	博士,加拿大英属哥伦比亚大学;1996 年至 2011 年在默克公司任职,历任研究员、高级研究员、总监、杰出高级研究员
Livia Legg	2015 年	首席商务官	海外 BD 业务	硕士,美国新罕布什尔大学;1999 年至 2001 年,任美迪生药业研究业务拓展总监,02 年至 15 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;
刘铭	2018 年	资深副总裁	药理药效生物	博士,美国贝勒医学院;1993 年至 2009 年,任美国先灵葆雅公司副总监;09 年至 11 年,任默克公司副总监;12 年至 17 年,任阿根廷生源拜克公司技术转移总监
许吕	2017 年	资深副总裁	药代药动药理	博士,美国圣路易斯大学;2000 年至 04 年,任 Purdue Pharma LLC 首席科学家 2004 年至 2011 年,任 Amgen Inc.高级科学家;11 年至 17 年,任美国赛诺菲公司 Center of Predictive ADMET 总负责人
杨达志	2015 年	副总裁	生物药研发	博士,香港大学;2007 年至 10 年,任基因泰克资深研究员项目负责人;10 年至 13 年,任诺华研究所研究员;13 年至 2015 年,任锐意生物资深总监
郑国喜	2019 年	副总裁	凯惠药业总经理(小分子 CDMO 业务)	博士,美国约翰霍普金斯大学公共卫生学院 1999 年至 2014 年,台湾神隆生产中心处长、副总经理;11 年至 17 年,神隆医药(常熟)有限公司总经理;17 年至 18 年,先声药业南京东元公司常务副总经理
项骏	2017 年	凯惠睿智总经理	大分子 CDMO 业务	博士,美国太平洋大学;2000 年至 2014 年,任美国拜耳资深科学家;2014 年至 2017 年,任三生国健药业生物技术研究院高级副院长

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

Jie Jack
Li(李杰)

2019年 副总裁 化药研发部门

美国旧金山大学有机化学副教授，药物发现科学家,2013年至2019年在旧金山大学任教

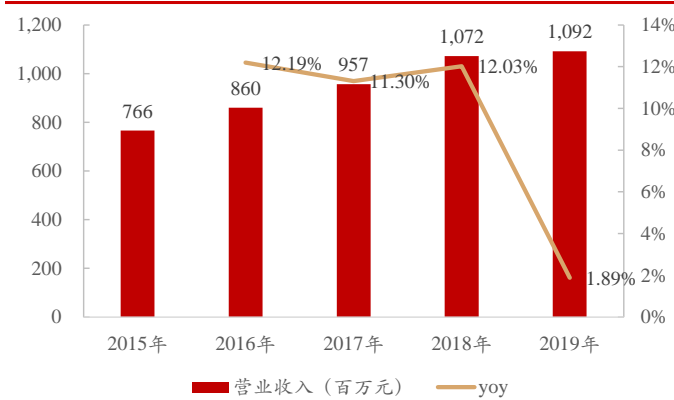
资料来源：公司公告，华西证券研究所

强化BD人员配置，强化全球市场业务拓展能力：公司从2016年起开始增强国内BD人员配置情况，同时在2019年以来进一步拓展全球BD业务团队，尤其是在美国、欧洲和亚洲进一步加强市场业务拓展能力。

1.4.历史业务呈现快速增长，生物药 CDMO 业务将贡献业绩弹性

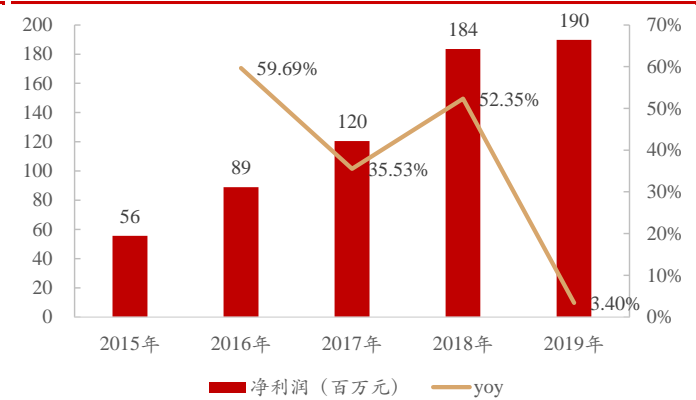
上海睿智在2015年均保持稳健快速增长，尤其是利润端增速较快，即2015-2019年营业收入和净利润复合增长率分别为9.26%和35.88%，利润端增速较快的原因主要受到核心业务化学CRO业务和生物CRO业务毛利率提升所致。分业务来看，生物CRO业务从2015年的3.08亿元到5.72亿元，期间复合增长率为16.74%，呈现快速增长的趋势。另外其生物药CDMO业务也呈现快速放量的趋势，其2019年实现0.76亿元，预期未来随着产能释放将呈现高速增长。

图4 上海睿智历史收入规模呈现快速增长



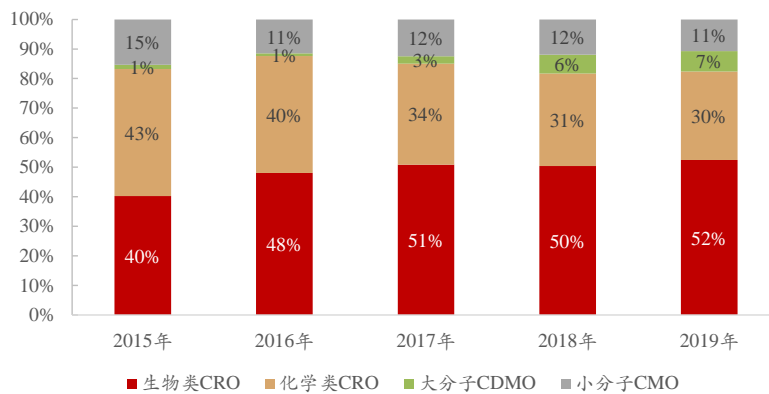
资料来源：Wind，华西证券研究所

图5 上海睿智归母净利润呈现快速增长



资料来源：Wind，华西证券研究所

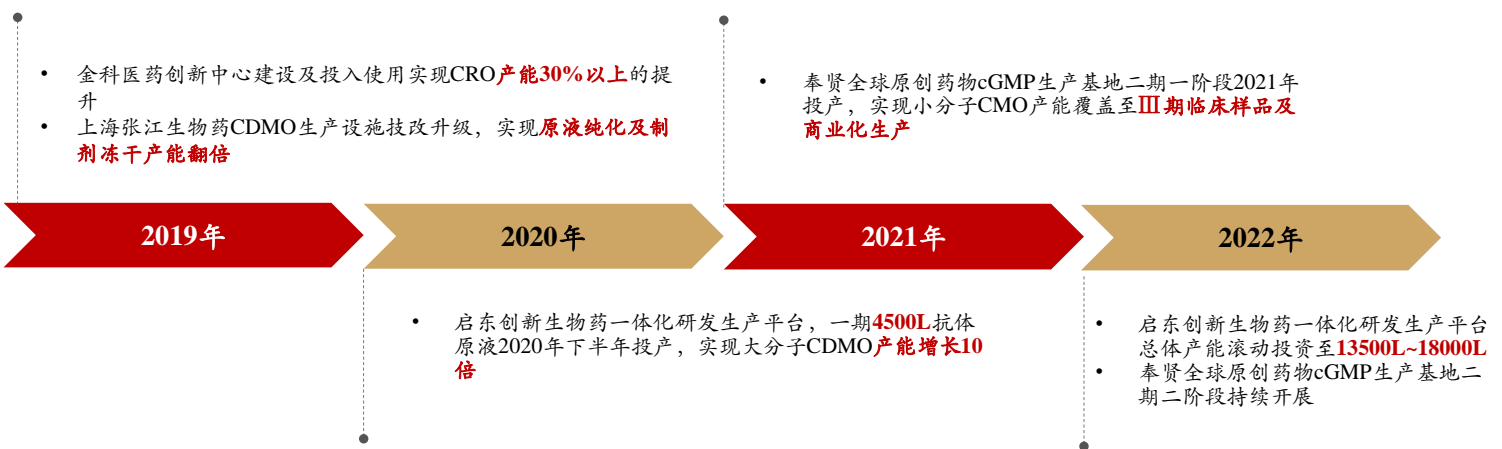
图 6 上海睿智收入业务结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

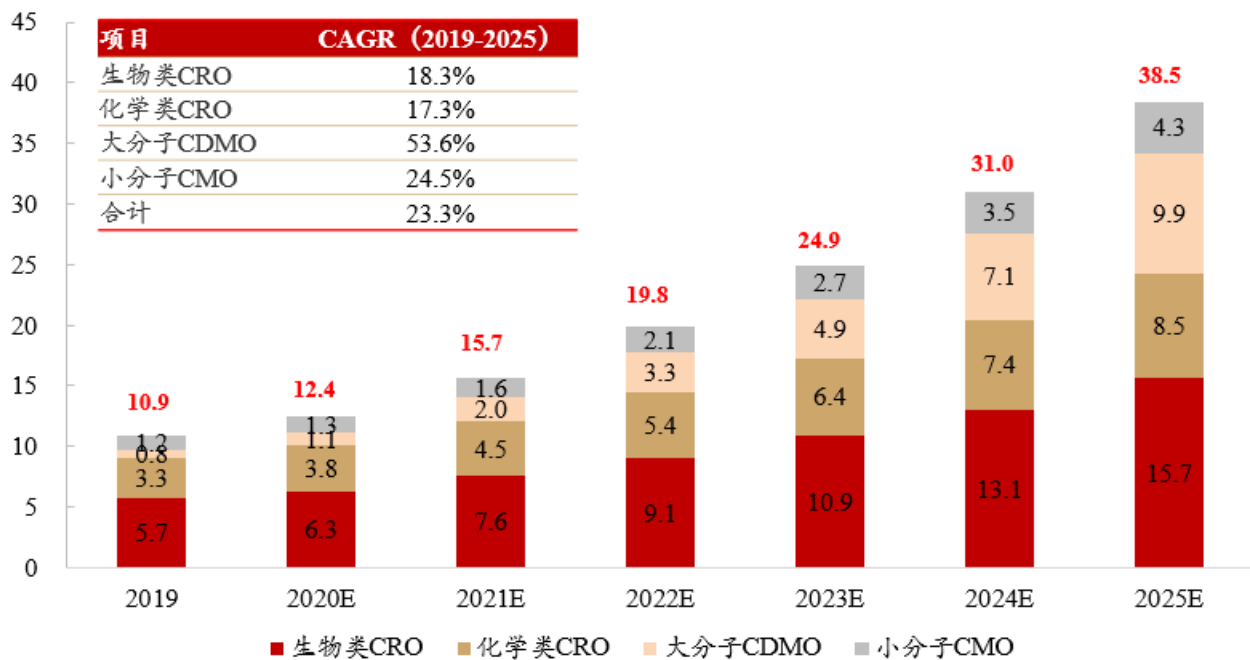
随着公司金科医药创新中心投入使用、CRO 业务产能将提升 30%以上，同时随着江苏启东的大分子 CDMO 业务将于 2020 年下半年逐步投产、上海奉贤的小分子 CDMO 产能将于 2021 年逐步投产，公司核心的 CRO 业务（化学类 CRO 和生物类 CRO）将呈现 20%以上的快速增长、潜在核心业务 CMO 业务将呈现高速增长贡献业绩弹性。考虑到上述因素，预期到 2025 年上海睿智营业收入达到 38.5 亿元，期间复合增长率为 23.3%，净利润达到 7.58 亿元，期间复合增长率为 25.9%。

图 7 上海睿智新产能未来规划



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 上海睿智未来业绩展望及增速情况（亿元）



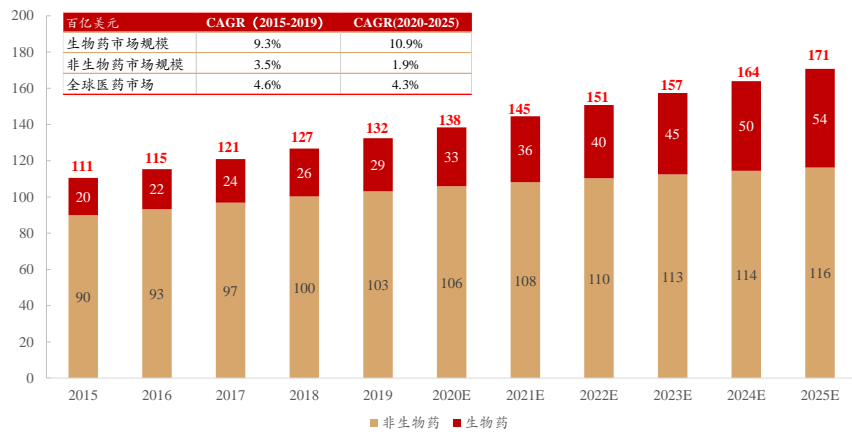
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.CDMO 业务：生物药 CDMO 业务新产能投产在即，未来 3-5 年将继续贡献业绩弹性

2.1.CDMO 业务：行业呈现高景气度，全球产业链向中国转移

全球来看，生物药市场占比呈现逐渐提升的趋势。2019 年全球生物药市场规模为 2928 亿美元，其 2015-2019 年复合增长率达到 9.3%，且预期到 2025 年市场规模达到 5445 亿美元，期间复合增长率达到 10.9%，相对整体医药市场增速继续维持快速增长。

图9 全球医药行业市场及生物药市场规模（百亿美元）



资料来源：药明生物公告，华西证券研究所（注释：预测数据来自于弗若斯特沙利文相关数据及部分数据趋势预测）

全球研发支出和 CDMO 市场规模呈现高景气度：2019 年全球医药行业研发支出为 1824 亿美元，同比增长 4.8%，预期到 2025 年全球研发支出规模将达到 2366 亿美元，期间复合增长率为 4.4%，主要受 TOP 50 跨国药企和受投融资驱动的 Biotech 公司研发支出呈现稳健增长。受全球专业化分工、以及产业链转移影响，2019 年全球 CDMO 市场规模为 303 亿美元，同比增长 13.06%，预期到 2025 年市场规模将达到 668 亿美元，期间复合增长率为 14.1%，继续维持快速增长的趋势。

图10 全球医药行业研发支出增长情况

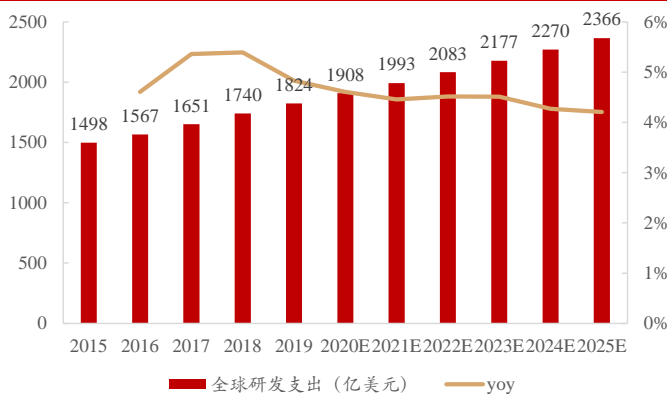
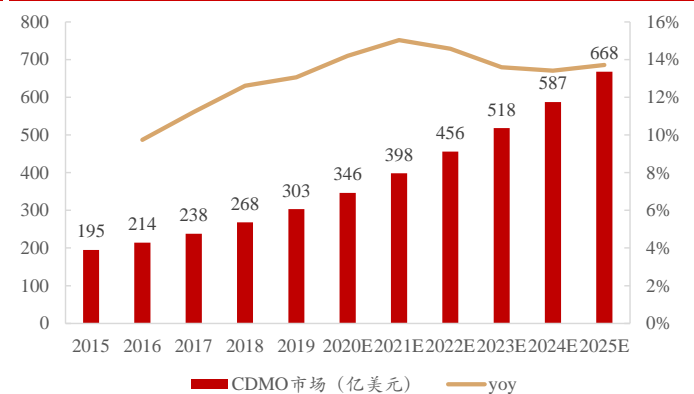


图11 全球医药行业 CDMO 市场增长情况

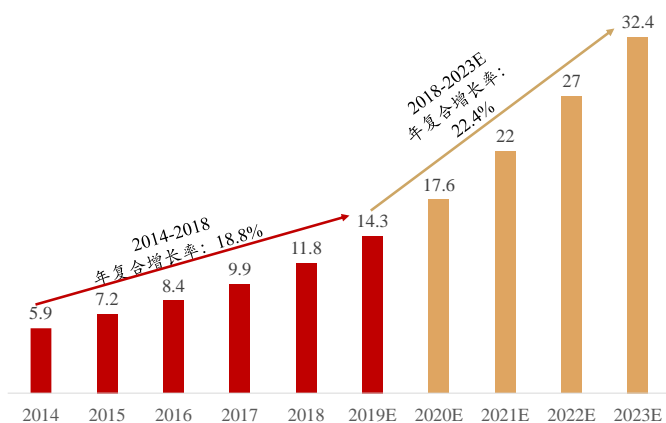


资料来源：药明生物等公司招股说明书，华西证券研究所

资料来源：药明生物等公司招股说明书，华西证券研究所

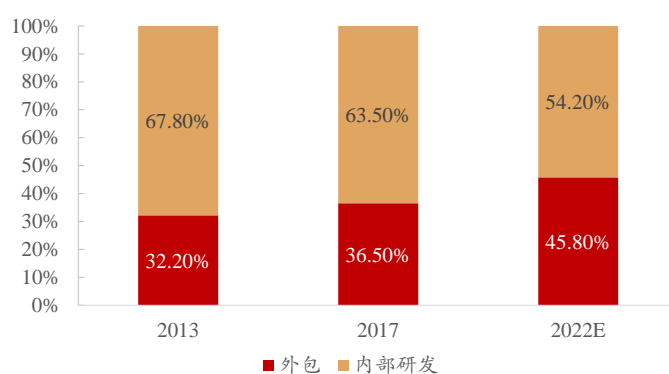
全球来看大分子药物外包率提升、CDMO 市场呈现高速增长：受生物药研发加速投入及生物药市场规模扩大，专业的大分子 CDMO 企业凭借其巨大的成本及时间节省优势，生物药研发生产服务外包比例呈现逐渐提升趋势，预期 2017 年服务外包比例在 36.5%，预期到 2022 年将达到 45.8%。2018 年全球大分子 CDMO 市场规模为 118 亿美元，且预期到 2023 年市场规模将达到 324 亿美元，期间复合增长率为 22.4%，继续呈现高速增长的趋势。

图 12 全球大分子药物 CDMO 市场情况 (10 亿美元)



资料来源：药明生物公告，华西证券研究所

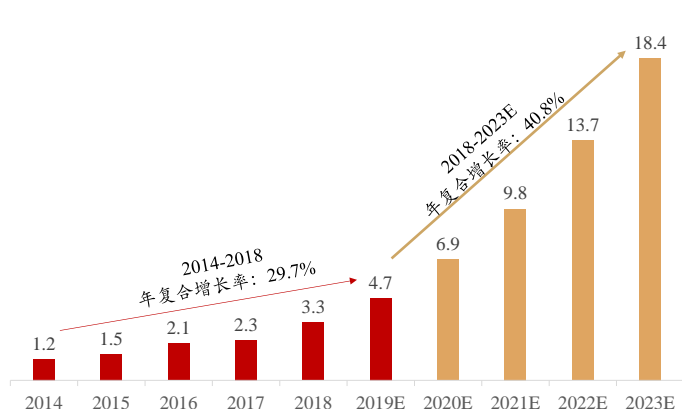
图 13 全球大分子药物生产外包比例逐渐增加



资料来源：药明生物公告，华西证券研究所

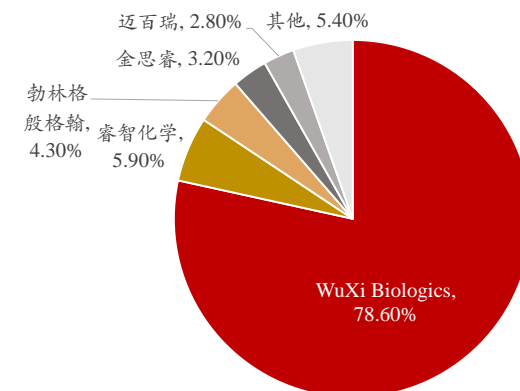
受益于全球产业链的转移以及国内生物药 CDMO 需求快速增长，2019 年国内大分子 CDMO 市场规模为 47 亿元，且预期到 2023 年市场规模将达到 184 亿元，期间复合增长率为 40.8%，呈现超高速增长的趋势。竞争格局上，药明生物市场份额遥遥领先，潜在核心 CDMO 供应商上海睿智也呈现高速增长，展望未来有望成为全球生物药 CDMO 业务的重要参与者之一。

图 14 中国大分子药物 CDMO 市场增长情况 (10 亿元)



资料来源：药明生物公告，华西证券研究所

图 15 中国大分子药物 CDMO 市场竞争格局

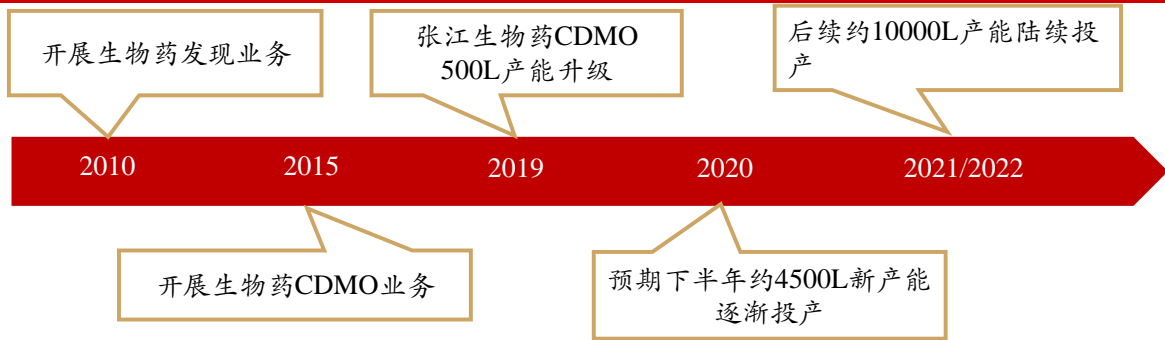


资料来源：药明生物公告，华西证券研究所

2.2. 随着江苏启东生物药 CDMO 新产能投产，未来将呈现巨大业绩弹性

上海睿智自 2010 年开始布局单抗、双抗等大分子药物的发现业务，到 2015 年逐渐开始开展生物药大分子的 CDMO 业务，且随着 2019 年张江生物药 CDMO 的技改以及预期将于 2020 年下半年投产的江苏启东的生物药 CDMO 产能，公司的生物药 CRO+生物药 CDMO 业务产能呈现很大程度上的提升、逐渐进入业绩爆发期。

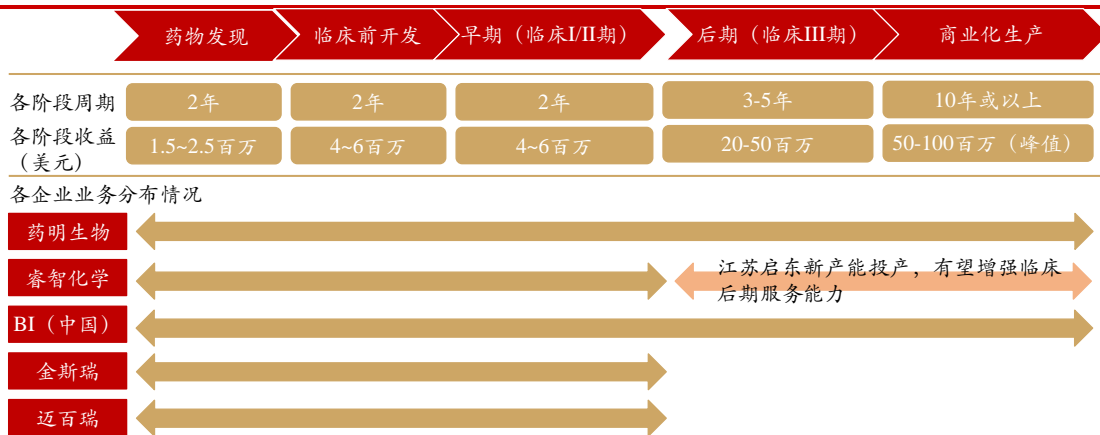
图 16 公司业务布局情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

生物药 CDMO 业务随着江苏启东新产能的投产逐渐拓展到临床后期和商业化生产业务：国内生物药 CDMO 业务龙头企业药明生物在国内布局完善、产能充足，已完全覆盖从生物药药物发现到商业化生产的各阶段，遥遥领先于其他国内生物药 CDMO 企业。上海睿智的生物药 CDMO 业务，考虑到仅有 500L 左右的产能，目前仅覆盖到生物药药物发现、及其早期开发和临床前期项目，未来随着江苏启东 13500L~18000L 的产能逐渐投产，将逐渐拓展临床后期和商业化生产业务。

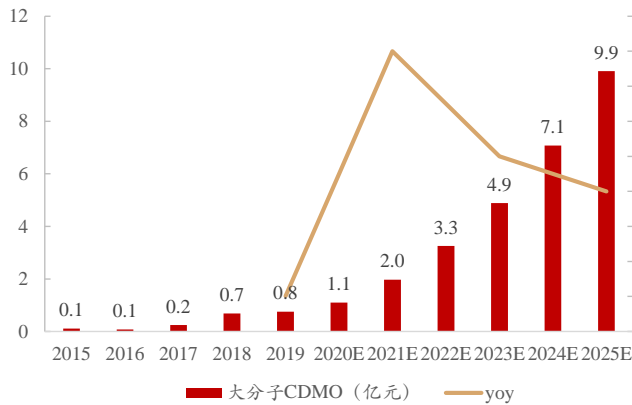
图 17 大分子 CDMO 业务产业链



资料来源：药明生物公告，各公司官网，华西证券研究所

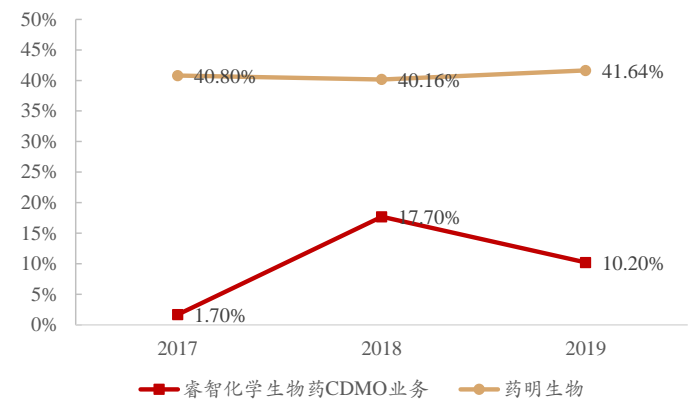
受张江生物药 CDMO 生产设施技改升级等因素影响，2019 年上海睿智生物药 CDMO 业务实现营业收入 0.76 亿元，同比增长为 10%，展望 2020 年及未来 3-5 年，伴随江苏启东 13500L~18000L 的新产能逐渐投产，以及全球 BD 业务能力加强，预期未来 3-5 年将呈现高速增长。预期到 2025 年收入端规模将达到 9.9 亿元，期间复合增长率为 53.6%。同时未来毛利率将有较大提升空间，公司 2019 年毛利率仅有 10.20%，相对药明生物的毛利率具有巨大的提升空间，展望未来随着后期项目的增加和规模效应的增加，毛利率将呈现逐渐增加的趋势，逐渐贡献利润弹性。

图 18 上海睿智生物药 CDMO 业务收入及未来展望



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 上海睿智生物药 CDMO 业务毛利率提升空间巨大



资料来源：公司公告，华西证券研究所

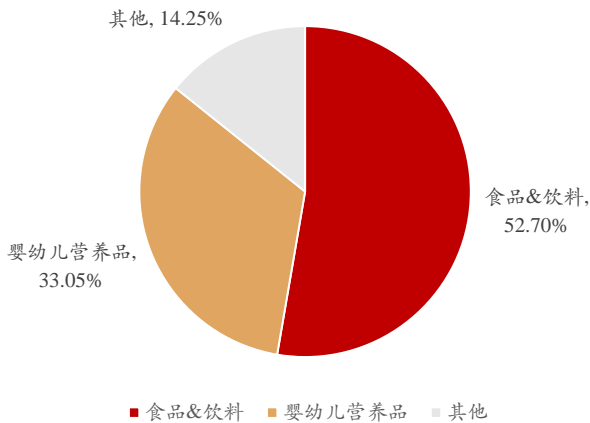
3. 益生元业务：“权健事件”影响逐渐消除，业绩逐渐恢复快速增长

3.1. 益生元市场呈现较快增长，权健事件影响逐渐消除

微生态调节剂主要包括益生菌、益生元，以及益生菌与益生元的混合制剂益生元等，致力于调节人体微生态全生命周期健康管理体系。公司的低聚果糖、低聚半乳糖是典型的优质益生元，低聚果糖、低聚半乳糖是天然存在于植物和母乳中的有效营养成分活性物质，不被人体消化酶降解，但可为肠道益生菌所代谢利用，达到调节人体肠道生态平衡效果，增强肠粘膜屏障功能，促进分泌型免疫球蛋白 A、T 淋巴细胞以及 NK 细胞的表达，以提高呼吸道和肠道粘膜免疫力与机体免疫力，增强抗病力，从而满足消费者促进健康的需求，是全球范围内公认的，包括欧洲 EFSA 和美国 FDA 机构认可的优质益生元品类。

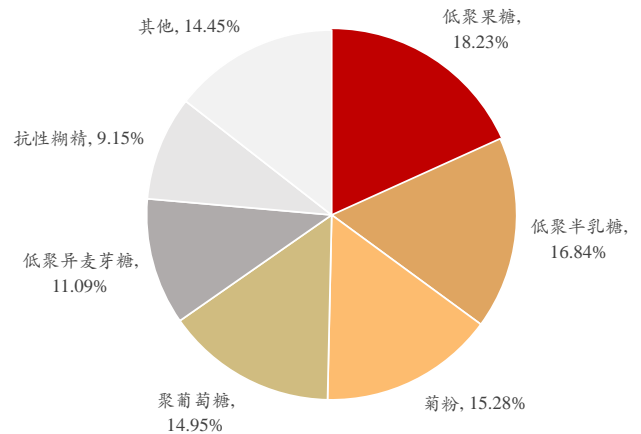
全球来看，分应用领域来看，作为食品和饮料添加剂占比超过一半，即 2018 年占比为 52.70%、婴幼儿奶粉及营养品添加剂占比为 33.05%、其他占比为 14.25%。分产品种类来看，低聚果糖、低聚半乳糖、菊粉、聚葡萄糖和低聚异麦芽糖是全球主要的益生元类型，分别占比为 18.23%/16.84%/15.28%/14.95%/11.09%，合计占比超过 76.40%。

图 20 益生元产品主要应用领域



资料来源：QYResearch 公众号文章，华西证券研究所

图 21 益生元产品主要产品构成



资料来源：QYResearch 公众号文章，华西证券研究所

全球益生元的产量从 2014 年的 53.05 万吨增加到 2018 年的 63.18 万吨，复合年增长率为 4.47%。2018 年低聚果糖、低聚半乳糖产量分别为 11.51 万吨和 10.64 万吨，预期到 2025 年产量达到 16.67 万吨和 12.53 万吨，期间复合增长率分别为 5.42%和 2.48%。

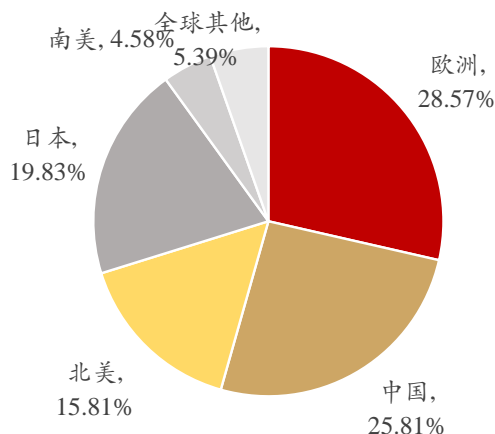
表 4：益生元主要产品类型及产量增长趋势（吨）

	2014	2018	2025F	CAGR(2014-2018)	CAGR(2018-2025)
低聚果糖	96754	115147	166670	4.45%	5.42%
低聚半乳糖	94711	106408	126297	2.95%	2.48%
菊粉	82851	96558	134257	3.90%	4.82%
聚葡萄糖	74915	94460	125537	5.97%	4.15%
低聚异麦芽糖	60942	70074	93873	3.55%	4.27%
抗性糊精	42595	57837	115293	7.95%	10.36%
其他	77704	91317	120023	4.12%	3.98%
总计	530472	631801	880949	4.47%	4.86%

资料来源：QYResearch 公众号文章，华西证券研究所

全球益生元市场规模在 2018 年的估计为 140 亿元，预计到 2025 年底将达到 181 亿元，2018 年至 2025 年间复合年增长率为 3.73%。从全球竞争格局来看，欧洲占据全球市场最大市场份额，占比为 28.57%，主要市场参与者有奥福来提（Beneo、比利时）、泰莱（Tate & Lyle、英国）、Friesland Campina（荷兰）、丹尼斯克（Danisco、丹麦）；中国是全球第二大益生元供应商，占比为 25.81%，主要厂商有百龙创园、保龄宝生物、量子生物。

图 22 益生元产品产量区域分布



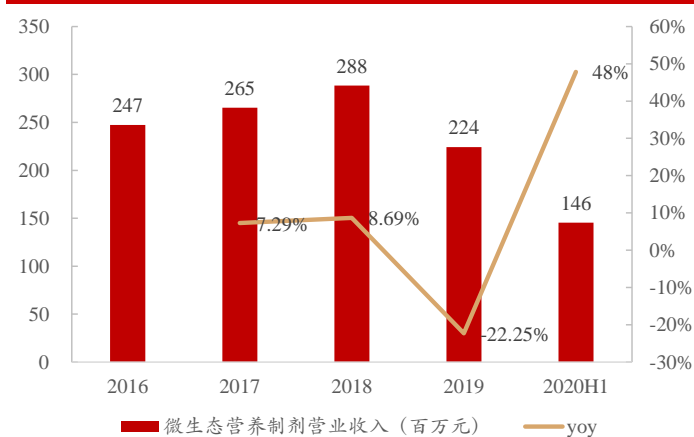
资料来源：QYResearch 公众号文章，华西证券研究所

3.2. “权健事件”影响逐渐消除，业绩逐渐恢复快速增长

量子生物作为国内益生元产品的主要供应商之一，目前拥有 25000 吨低聚果糖产能和 3000 吨低聚半乳糖产能，且公司终端包装线型号齐全，可满足国内订单的多样化需求。客户结构上，以国内市场为主；国际市场以澳洲、新西兰为主，亚洲、欧美为辅，包括国内外知名保健品、乳制品、药品、食品等企业，包括知名保健品企业如完美中国、天狮、汤臣倍健等，也包括乳品企业如蒙牛、伊利、雅士利、飞鹤、君乐宝等。

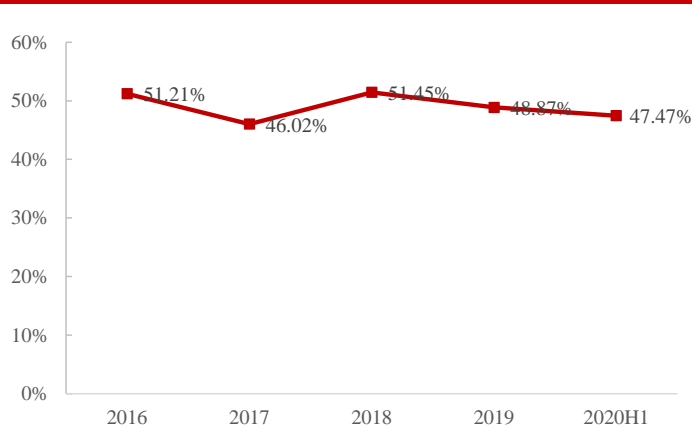
受 2018 年底的“权健事件”带来的行业大整顿、且考虑到公司 60% 的客户群为乳制品和保健品，保健品客户的低聚果糖、低聚半乳糖、终端微生态营养品等下降 5700 万元、同比下降 41%。公司 2020 年 Q1 订单情况呈现明显好转，即乳制品、保健品订单恢复明显。2020 上半年公司微生态系列产品实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 47.8%，已呈现明显恢复。展望未来，受终端乳制品、保健品、食品等需求量呈现快速增长，预期公司将能实现快速增长。

图 23 公司微生态营养制剂营业收入及增速



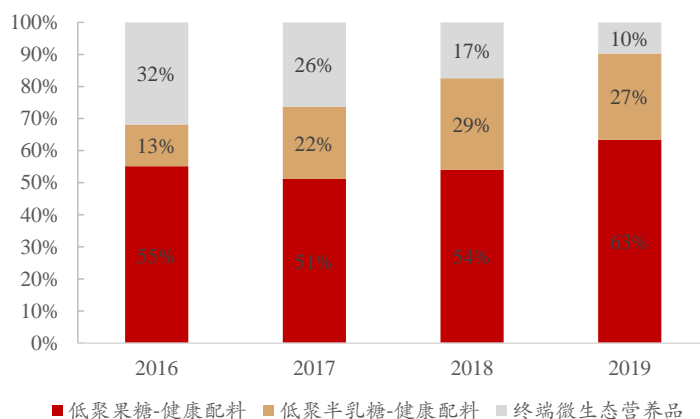
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 公司微生态营养制剂毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 公司微生态营养制剂构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设：

- 1) 生物 CRO 业务和化学 CRO 业务随自身能力建设加强，预期未来 3-5 年将呈现加速增长；
- 2) CDMO 业务：随着新产能的投产，尤其是生物药 CDMO 业务，借助上市公司融资平台和前期能力积累，预期未来 3-5 年将实现超高速增长；

3) 微生物营养制剂业务：“权健事件”影响逐渐消除，考虑到微生物营养制剂产品呈现快速增长，预期未来将呈现快速增长。

表 5：公司业务分拆及预测

(单位：百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
CXO 业务 (2015-2018 年为备考收入，为全年收入)							
营业收入	1,092.02	1244.03	1565.03	1982.91	2487.25	3102.97	3845.53
yoy	1.89%	13.92%	25.80%	26.70%	25.43%	24.76%	23.93%
毛利	391.16	457.72	586.30	783.41	1016.50	1300.42	1645.15
毛利率	35.82%	36.79%	37.46%	39.51%	40.87%	41.91%	42.78%
净利润	189.77	210.00	273.88	362.87	467.60	595.77	757.57
yoy	3.4%	10.7%	30.4%	32.5%	28.9%	27.4%	27.2%
净利率	17.38%	16.88%	17.50%	18.30%	18.80%	19.20%	19.70%
生物类 CRO							
营业收入	572.49	629.74	755.69	906.83	1088.19	1305.83	1567.00
yoy	5.99%	10%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利	278.80	305.42	370.29	444.34	533.21	639.86	767.83
毛利率	48.70%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
化学类 CRO							
营业收入	326.94	375.98	451.17	541.41	638.86	741.08	852.24
yoy	-2.48%	15%	20%	20%	18%	16%	15%
毛利	97.75	116.55	144.38	178.67	217.21	259.38	306.81
毛利率	29.90%	31%	32%	33%	34%	35%	36%
大分子 CDMO							
营业收入	75.60	109.61	197.30	325.55	488.33	708.08	991.31
yoy	10.13%	45%	80%	65%	50%	45%	40%
毛利	7.71	16.44	39.46	97.67	170.91	261.99	396.52
毛利率	10.20%	15%	20%	30%	35%	37%	40%
小分子 CMO							
营业收入	116.99	128.69	160.87	209.13	271.86	347.99	434.98
yoy	-8.45%	10%	25%	30%	30%	28%	25%
毛利	12.40	19.30	32.17	62.74	95.15	139.19	173.99
毛利率	10.60%	15%	20%	30%	35%	40%	40%
微生物营养制剂							
营业收入	224.19	313.87	360.95	415.09	477.35	548.95	631.30
yoy	-22.25%	40.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利	109.56	156.93	180.47	207.54	238.68	274.48	315.65
毛利率	48.87%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
净利润	35.43	69.05	81.21	99.62	114.56	131.75	151.51
净利率	15.80%	22.00%	22.50%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
其他							

营业收入	11.62	13.94	17.43	21.79	27.24	34.04	42.56
yoy		20%	25%	25%	25%	25%	25%
毛利	6.24	6.97	8.72	10.89	13.62	17.02	21.28
毛利率	53.72%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
合计							
营业收入	1,327.83	1571.84	1943.41	2419.79	2991.84	3685.97	4519.38
yoy		18.38%	23.64%	24.51%	23.64%	23.20%	22.61%
毛利	506.97	621.63	775.49	1001.85	1268.79	1591.92	1982.08
毛利率	38.18%	39.55%	39.90%	41.40%	42.41%	43.19%	43.86%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4.2. 投资建议及估值

公司作为国内稀缺化学药和生物药 CRO&CDMO 标的，展望未来，随着内部整装完备、业务将再次扬帆起航，其 CRO 业务将呈现业务转折点、生物药 CDMO 业务将伴随新产能投产释放巨大业绩增量。我们预测 2020-2022 年归母净利润分别为 1.91/2.91/3.91 亿元，同比增长 37.5%/52.2%/34.5%，对应 2020 年和 2021 年 PE 分别为 57/38 倍。考虑到业务分部估值，考虑到同类公司估值及潜在核心生物 CDMO 业务，给予其 CXO 业务 2021 年 60 倍估值，即对应 164.33 亿元；参考其历史估值情况，给予其微生态业务及总部费用 2021 年 30 倍估值，即对应 4.75 亿市值（已考虑总部管理费用、财务费用等拖累）。综上所述，给予公司合计市值为 169.08 亿市值，对应股价为 33.83 元/股，相对现价有 49% 的上升空间，首次覆盖、给予“买入”评级。

表 6：公司业务分拆及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
医药研发服务与生产外包业务（上海睿智）								
营业收入	1071.81	1092.02	1244.03	1565.03	1982.91	2487.25	3102.97	3845.53
yoy		1.89%	13.92%	25.80%	26.70%	25.43%	24.76%	23.93%
净利率	17.12%	17.38%	16.88%	17.50%	18.30%	18.80%	19.20%	19.70%
净利润	183.54	189.77	210.00	273.88	362.87	467.60	595.77	757.57
yoy		3.40%	10.66%	30.42%	32.49%	28.86%	27.41%	27.16%
微生态营养及医疗业务								
营业收入	288	224	314	361	415	477	549	631
yoy		-22.25%	40.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	74.01	35.43	69.05	81.21	99.62	114.56	131.75	151.51
yoy		-52.13%	94.90%	17.61%	22.67%	15.00%	15.00%	15.00%
净利率	25.67%	15.80%	22.00%	22.50%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
总部及量子磁系产业基金								
管理费用	28.39	18.92	30	33.00	36.30	39.93	43.92	48.32
利息及手续费	34.53	49.90	50	25	25	30	35	40

调整后净利润	(46.69)	(59.24)	(70.00)	(35.00)	(35.00)	(38.50)	(42.35)	(46.59)
收购上海睿智各项资产公允价值与账面价值之间差额摊销								
摊销金额		(30.04)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
其他								
营业收入		11.62	13.94	17.43	21.79	27.24	34.04	42.56
净利润		2.99	11.31	(0.38)	(5.27)	(6.07)	(6.98)	(8.02)
合计								
营业收入		1327.83	1571.84	1943.41	2419.79	2991.84	3685.97	4519.38
yoy			18.4%	23.6%	24.5%	23.6%	23.2%	22.6%
净利润		138.92	190.37	289.71	392.22	507.60	648.19	824.47
yoy			37.0%	52.2%	35.4%	29.4%	27.7%	27.2%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7：可比公司 Wind 一致性预期情况

代码	简称	股价 (元/股)	2020EPS	2021EPS	2022EPS	2020PE	2021PE	2022PE
603259.SH	药明康德	111.00	1.18	1.50	1.92	94	74	58
2269.HK	药明生物	181.98	1.04	1.43	2.02	175	127	90
300759.SZ	康龙化成	109.90	1.10	1.41	1.86	100	78	59
688202.SH	美迪西	161.38	1.70	2.38	3.32	95	68	49

资料来源：公司公告，华西证券研究所（时间截止到 2020/8/31）

5. 风险提示

- 核心技术骨干及管理层流失风险：CRO 行业作为人力密集型行业，商业模式高度依赖核心技术股东及管理层，若出现核心人员的流失，公司未必能及时招募、培训合适的替代人员，有可能会对公司业务造成不利影响；
- 业务拓展的不确定性：公司虽然已是行业内龙头企业，但未来的业务拓展仍然存在不确定性，尤其是生物药 CDMO 业务未来订单仍在不确定性；
- 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。
- 商誉减值风险：公司收购上海睿智时确认了 16.17 亿元商誉，考虑到上海睿智未来增长具有不确定性，即商誉存在减值的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,328	1,572	1,943	2,420	净利润	136	188	284	386
YoY (%)	33.2%	18.4%	23.6%	24.5%	折旧和摊销	121	76	86	81
营业成本	821	950	1,168	1,418	营运资金变动	-89	-110	7	-90
营业税金及附加	5	6	7	9	经营活动现金流	215	154	377	377
销售费用	58	69	85	105	资本开支	-254	-213	-173	-293
管理费用	182	225	272	342	投资	-29	0	0	0
财务费用	51	50	25	25	投资活动现金流	-255	-212	-172	-292
资产减值损失	-11	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	债务募资	251	20	30	60
营业利润	136	204	305	416	筹资活动现金流	48	20	30	60
营业外收支	8	0	0	0	现金净流量	8	-38	235	145
利润总额	144	204	305	416					
所得税	8	16	21	31	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	136	188	284	386	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	139	190	290	392	营业收入增长率	33.2%	18.4%	23.6%	24.5%
YoY (%)	-13.8%	37.0%	52.2%	35.4%	净利润增长率	-13.8%	37.0%	52.2%	35.4%
每股收益	0.28	0.38	0.58	0.78	盈利能力 (%)				
					毛利率	38.2%	39.5%	39.9%	41.4%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	10.2%	11.9%	14.6%	15.9%
货币资金	201	163	397	542	总资产收益率 ROA	3.7%	4.8%	6.5%	7.8%
预付款项	16	28	29	38	净资产收益率 ROE	6.1%	7.7%	10.5%	12.4%
存货	68	81	98	120	偿债能力 (%)				
其他流动资产	515	627	730	899	流动比率	1.01	1.14	1.40	1.58
流动资产合计	800	899	1,254	1,599	速动比率	0.91	1.01	1.26	1.42
长期股权投资	116	116	116	116	现金比率	0.25	0.21	0.44	0.53
固定资产	606	644	675	810	资产负债率	38.9%	37.8%	37.5%	36.8%
无形资产	192	267	295	346	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,968	3,103	3,190	3,401	总资产周转率	0.35	0.39	0.44	0.48
资产合计	3,768	4,002	4,444	5,000	每股指标 (元)				
短期借款	93	63	43	53	每股收益	0.28	0.38	0.58	0.78
应付账款及票据	91	111	133	163	每股净资产	4.59	4.97	5.55	6.33
其他流动负债	605	612	717	797	每股经营现金流	0.43	0.31	0.75	0.75
流动负债合计	789	786	894	1,014	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	612	662	712	762	估值分析				
其他长期负债	63	63	63	63	PE	81.66	59.60	39.16	28.92
非流动负债合计	675	725	775	825	PB	2.89	4.57	4.09	3.59
负债合计	1,464	1,511	1,669	1,839					
股本	500	500	500	500					
少数股东权益	11	9	4	-3					
股东权益合计	2,303	2,491	2,775	3,161					
负债和股东权益合计	3,768	4,002	4,444	5,000					

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、医疗服务及部分药品领域。

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。