方达控股–IPO 点评

报告摘要

公司概览

- 公司是一家合同研究机构（Contract Research Organisation），在美国和中国市场提供药物发现和开发的服务。
- 公司收费模式主要是按服务收费（fee-for-service），即按照合约订单预先约定的付款时间收取付款。在美国有小部分收入按照全职等值（full-time-equivalent）模式收取，即每个时间段每名FTE收取固定费用。
- FY2016-FY2018，公司收入分别为48.64、70.25、83.11百万美元，CAGR 30.7%；经调整净利润（剔除上市费用、投资减值、出售联营公司收益等影响）7.78、12.71、16.63百万美元，CAGR 46.2%，剔除收购美国Concord公司影响，2018年收入和经调整净利润分别为75.22百万和17.76百万美元。16-18年毛利率分别为39.66%、44.25%、40.78%，剔除Concord影响，18年毛利率45.42%，逐年稳步上升。中国市场收入占比分别为48.23%、50.57%、53.18%。

行业状况及前景

- 根据弗若斯特沙利文预测，2018-2023年，全球制药合同研究机构市场规模将由552亿美元增长至914亿美元，CAGR 10.6%。其中中国市场将由55亿美元增长至191亿美元，CAGR 28.3%。
- 2018年，CRO机构的经营成本中，员工成本占比55.0%，预计到2023年将以CAGR 9.1%增长；耗材成本和设备成本预计将以CAGR 10.1%和CAGR 3.9%增长。

优势与机遇

- 全球及中国市场的合同研究机构市场规模快速增长。
- 良好的过往经营记录，成功吸引领先的制药公司成为客户，如Janssen、百济神州、Blueprint、费森尤斯卡比、新基、扬子江药业、绿叶制药、正大天晴等。

弱项与风险

- CRO行业竞争激烈，高度分散，未来有可能面对价格下行或订单减少的压力。
- 科研人才流失或人力成本上升。

投资估值

- 此次引入Gaoling Fund及YHG Investment、Worldwide Healthcare Trust、景林资产作为基石投资者，认购41.54%-52.12%全球发售股份，占发行后总股本的10.38%-13.03%。所得款项将用于扩大中美产能和服务范围、收购相关公司及一般运营。剔除上市费用影响，招股价对应18年39.2-49.2xPE。参考港股和A股CRO公司估值：药明康德 (2359.HK) 19年41.3倍PE、药明生物 (2269.HK) 81.7倍PE，泰格医药 (300347.CH) 52.7倍PE， 昭衍新药 (603127.CH) 43.8倍PE，2020年PEG约1.1-1.2倍。公司估值有提升空间，给予 IPO专用评级 “6”。

IPO 专用评级： 6

-- 评级分为 0 至 10，10 为最高

-- 评级基于以下标准：

1. 公司营运（0-3）： 2
2. 行业前景（0-3）： 2
3. 招股估值（0-2）： 1
4. 市场情绪（0-2）： 1

主要发售统计数字

上市日期	05 月 30 日
发行股数（百万股）	501.91
-- 当中旧股数目及占比	0; 0%
发行后总股本(百万股)	2007.64
发行价范围（港元)	2.55-3.20
发行后市值（百万港元)	5119.48-6424.45
备考预测盈利（百万港元)	--
备考预测全市盈率（倍)	--
备考每股净资产(港元)	0.77-0.93
备考市净率(倍)	3.31-3.44
保荐人	美林美银、高盛
账簿管理人	美林美银、高盛、中信里昂、海通国际
会计师	德勤

资料来源：公司招股书

李艾蔚 PhD 行业分析师
+852-2213 1400
aiweili@eif.com.hk

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

客户服务热线

香港：2213 1888　　国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。（5）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼　　电话：+852-2213 1000　　传真：+852-2213 1010