

泰格医药 (300347)

深耕本土卓越全球，临床 CRO 龙头开启新篇章

买入 (首次)

2022 年 06 月 17 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

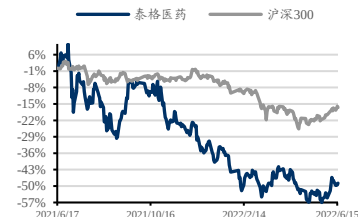
Zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	5,214	7,036	8,665	10,675
同比 (%)	63%	35%	23%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	2,874	3,417	4,043	4,691
同比 (%)	64%	19%	18%	16%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.29	3.92	4.63	5.38
P/E (现价&最新股本摊薄)	28.35	23.85	20.16	17.37

投资要点

- **投资逻辑:** 公司是国内临床 CRO 龙头企业, 1) 公司 2019 年国内市占率 8.4%, 排名第一, 至 2021 年市占率持续提升; 2) 海外拓展初见成效, 临床试验项目数量占比 32%, 海外业务增量明显; 3) 临床试验相关业务布局完善, 开始进入业绩兑现期; 4) 国内新药审评审批制度与国际接轨, IND 申请和登记临床试验数量双增, 临床 CRO 持续扩容。
- **公司是本土成长起来的平台型临床 CRO 龙头企业:** 公司是国内最早一批成立的临床 CRO, 实现了国内重点城市全覆盖和海外多地区覆盖, 已具备明显品牌优势和龙头效应。公司 2021 年营收 52.14 亿元, 同比增长 63.32%, 归母净利润为 28.74 亿元, 同比增长 64.26%; 2022Q1 营收 18.18 亿元, 同比增长 101.55%; 归母净利润为 5.18 亿元, 同比增长 13.82%。
- **国内创新药研发需求增长, 助推临床 CRO 行业高景气发展:** 全球在研管线药物数量 2022 年 1 月达到 20,109 个, 同比增长 8.22%, 全球 CRO 市场 2022 年预计为 801 亿美元, 2022-2024 CAGR 为 9.48%; 国内 CRO 市场受益于创新药政策支持和药物审评审批制度与国际接轨, 增速高于全球, 国内 CRO 市场 2022 年预计为 130 亿美元, 2022-2024 CAGR 为 30.68%。中国 2021 年 IND 受理量为 1,821 件, 同比增长 79.23%, 新登记临床试验 3,358 项, 同比增长 29.05%, 临床 CRO 增量明显。
- **药物临床试验管线数量增长快速, 海外业务拓展成果喜人:** 公司主营业务临床试验技术服务 2021 年营收占比为 57.42%, 业务营业收入为, 29.94 亿元, 同比增长 97.10%, 2021 年末在研临床试验 567 项, 同比增长 45.76%, 未来业绩确定性高。海外临床试验运营业务拓展初见成效, 2021 年海外团队超 1,000 人, 运营的海外单一地区临床试验数量达 132 项, 同比增长 73.68%, 参与的 MRCT 项目 50 个, 同比增长 150%。
- **临床试验相关业务布局日趋完善, 进入业绩兑现期:** 通过内生增长与外延并购, 公司业务体系全面, 实验室服务、数统业务、SMO 等均已具备较大规模, 2021 年临床试验相关及实验室服务业务收入达 21.94 亿元, 同比增长 32.41%, 随着布局完整, 开始进入业绩兑现期。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内临床 CRO 龙头企业, 行业景气度高, 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 70.36 亿元, 86.65 亿元, 106.75 亿元; 归母净利润分别为 34.17 亿元, 40.43 亿元, 46.91 亿元; 当前股价对应估值分别为 24x, 20x, 17x, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新药研发不及预期风险, 行业竞争风险, 投资收益波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	93.40
一年最低/最高价	79.30/204.51
市净率(倍)	4.43
流通 A 股市值(百万元)	52,841.93
总市值(百万元)	81,485.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	21.10
资产负债率(% ,LF)	14.63
总股本(百万股)	872.44
流通 A 股(百万股)	565.76

相关研究

《泰格医药(300347): 非经常损益会计准则变化, 扣非后净利润同比增长 53.5%, 公司业绩符合预期》

2020-03-01

《泰格医药(300347): 主营业务持续高增长, 公司业绩符合预期》

2019-10-28

内容目录

1. 深耕本土，卓越全球的平台型临床 CRO 龙头企业	5
1.1. 临床 CRO 细分赛道领航者，专注于为新药研发提供临床试验全流程服务	5
1.2. 公司管理层行业经验丰富，多轮股权激励充分调动员工积极性	7
1.3. 深耕临床 CRO 多年，奠定行业龙头地位	9
2. 未被满足的医药需求带动医药研发热潮助推临床 CRO 行业发展	14
2.1. 医药需求增长为医疗行业发展提供长久动力	14
2.2. 医药研发火热带来医药研发外包机遇	15
2.3. 全球 CRO 市场稳步扩容，中国 CRO 市场增速可观	16
2.4. 临床 CRO 为新药临床开发赋能，市场前景广阔	17
2.5. 国内药品审评制度完善与创新药研发火热带动临床 CRO 发展	20
3. 以临床试验技术服务为基石，横向拓展临床试验相关服务	24
3.1. 深耕临床试验技术服务，巩固龙头优势地位	24
3.2. 非临床试验技术业务全面，形成双轮驱动格局	28
3.2.1. 实验室服务业务	28
3.2.2. 数据管理与统计分析业务	30
3.2.3. 临床试验现场管理与患者招募业务	31
4. 国内龙头优势明显，海外拓展道阻且长但可期待	33
4.1. 加深业务护城河，保持客户粘性	33
4.2. 维持行业龙头地位，业绩增长可期	33
4.3. 巩固国内业务，拓展海外业务，公司未来前景广阔	34
5. 盈利预测与投资评级	37
5.1. 关键假设和收入拆分	37
5.2. 盈利预测与估值	38
6. 风险提示	38

图表目录

图 1: 泰格医药覆盖网络 (截至 2021 年 12 月 31 日)	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司主要业务版图	6
图 4: 公司主要服务内容	7
图 5: 2019 年中国临床 CRO 市场占有率情况	9
图 6: 2019 年中国临床 CRO 市占率前五公司收入	9
图 7: 2019 年全球临床 CRO 市场占有率情况	10
图 8: 2019 年全球临床 CRO 市占率前十公司收入	10
图 9: 公司营业收入情况 (2009-2022Q1)	10
图 10: 公司扣非归母净利润情况 (2009-2022Q1)	11
图 11: 公司归母净利润情况 (2009-2022Q1)	11
图 12: 公司盈利指标情况 (2009-2021)	12
图 13: 可比公司盈利指标对比 (2021 年年报)	12
图 14: 公司每年新增合同和年末累计待执行合同金额 (2012-2021)	12
图 15: 公司历年员工数量 (2009-2021)	13
图 16: 泰格人均产出 (2009-2021)	13
图 17: 泰格人员/项目比 (2017-2021)	13
图 18: 美国卫生费用支出情况 (1990-2020)	14
图 19: 中国卫生费用支出情况 (1990-2020)	14
图 20: 全球医药研发支出 (2012-2026E)	15
图 21: 大型药企研发费用支出和占收入比重	15
图 22: 全球在研管线药物数量 (个)	15
图 23: 全球在研管线药物分期情况 (个)	15
图 24: 全球 CRO 市场及细分市场规模 (单位: 十亿美元)	16
图 25: 中国 CRO 市场及细分市场规模 (单位: 十亿美元)	16
图 26: 药物研发费用模型	17
图 27: FDA 的药物批准一般流程	18
图 28: 各阶段临床研发成功率	18
图 29: Biotech 在全球在研管线中占比变化情况	19
图 30: 全球处方药/OTC 药物销售 Biotech 与传统药企占比情况	19
图 31: 全球 CRO 市场渗透率	19
图 32: 全球每年新启动的临床试验数量 (项)	20
图 33: 2020 年同一创新药产品在中国和日本获批与全球市场首次获批的平均差距	20
图 34: 中国参加全球 MRCT 的比例仍有较大提升空间	20
图 35: 全球主要国家研发管线产品数量和首发上市新药数量	21
图 36: 中国创新药 IND 受理量	22
图 37: 国内临床试验登记情况 (以 CTR 计)	22
图 38: 2021 年新药临床试验分期占比	23
图 39: 2021 年新药完成不同分期临床试验的耗时 (天)	23
图 40: 中国每年启动的临床试验分期情况 (项)	23
图 41: 中国不同类型公司创新药临床试验申请数量 (项)	23
图 42: 公司提供的主要服务内容	24

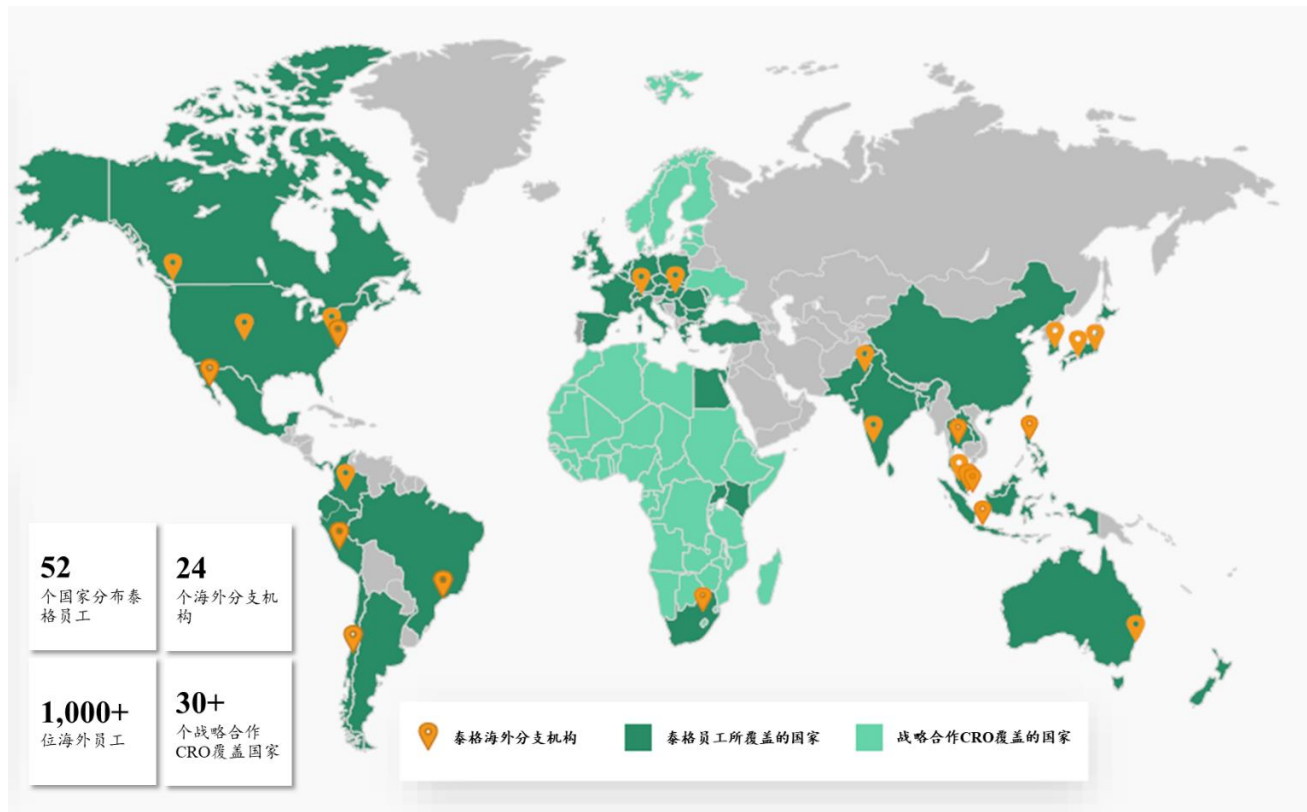
图 43:	公司在药物临床研究服务中的作用	24
图 44:	公司各业务历年占比情况	25
图 45:	临床试验运营全球和中国市场规模 (亿美元)	25
图 46:	公司临床试验技术服务业务收入情况	26
图 47:	公司每年正在进行的药物临床试验数量 (按阶段分, 个)	26
图 48:	公司每年正在进行的药物临床试验总数	26
图 49:	公司每年末正在进行的药物临床试验数量 (按区域分, 个)	27
图 50:	2021 年末公司正在进行的药物临床试验数量占比 (按区域分, 个)	27
图 51:	一般医疗器械研发流程	27
图 52:	中国医疗器械 CRO 市场规模	27
图 53:	公司临床试验相关及实验室服务业务	28
图 54:	方达控股业绩情况 (亿美元)	28
图 55:	方达控股毛利率、净利率情况	29
图 56:	方达控股项目数量	29
图 57:	公司营收拆分 (按业务分, 百万美元)	29
图 58:	公司营收拆分 (按地区分, 百万美元)	29
图 59:	中、美数据管理与统计分析市场规模 (亿美元)	30
图 60:	数据管理与统计分析业务内容	30
图 61:	公司数据管理与统计分析项目情况	31
图 62:	美斯达营收情况 (2015-2019)	31
图 63:	中国临床试验现场管理与患者招募市场规模 (亿美元)	31
图 64:	SMO 与患者招募业务内容	32
图 65:	SMO 业务项目数量	32
图 66:	思默、普蕊斯、药明津石人员规模 (人, 截至 2021 年报)	32
图 67:	大型药企对 CRO 选择偏好	33
图 68:	前五名客户销售情况	33
图 69:	2021 年国内可比 CRO 公司人员规模 (人)	34
图 70:	国内可比 CRO 公司营业收入 (2021 年, 亿元)	34
图 71:	国内可比 CRO 公司人均创收 (万元/人)	34
图 72:	国内临床 CRO 公司项目数量 (2021 年, 项)	34
图 73:	海外可比公司临床 CRO 部分业务收入情况 (亿美元)	35
图 74:	海外可比公司人均创收 (万元)	35
图 75:	公司临床试验技术服务未来的增长策略	36
表 1:	公司管理层简介	8
表 2:	公司股权激励计划	9
表 3:	国内支持新药研发相关政策	21
表 4:	泰格医药收入拆分 (亿元)	37
表 5:	可比公司估值对比 (数据截至 2022 年 6 月 16 日)	38

1. 深耕本土，卓越全球的平台型临床 CRO 龙头企业

1.1. 临床 CRO 细分赛道领航者，专注于为新药研发提供临床试验全流程服务

国内临床 CRO 龙头企业，深耕多年成果斐然。泰格医药成立于 2004 年，是国内最早一批成立的专注于医药研发外包的合同研究组织（CRO）。经过 18 年的发展，公司由最初的杭州、上海、北京、重庆、广州服务网点发展到目前重点城市全覆盖的临床研究服务网络。截至 2021 年 12 月 31 日，公司与中国超过 1200 家临床试验机构进行合作，在 2016-2021 年间支持了 52.9% 的国内已获批 I 类创新药物研发；在亚太地区、北美、欧洲、拉美及非洲开展相关业务，在海外 50 个国家拥有专业团队。

图1：泰格医药覆盖网络（截至 2021 年 12 月 31 日）



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

内生与收购并举，搭建一体化临床试验平台。公司专注于为医药和医疗器械创新企业提供一体化临床研究服务，在专注主营业务的同时，不断拓宽业务面和业务深度。2004-2021 年间，在国内不断布局服务网点，增强业务覆盖能力，也在国外设立分支机构和与海外 CRO 公司战略合作，使得业务走出去。2009 年公司收购美斯达，增加临床试验数据管理和统计分析业务模块同时拓展海外这部分业务，并与 2013 年收购美国 BDM 进一步增强海外数据管理与统计分析业务能力，2010 年设立嘉兴泰格，覆盖国内

数据管理统计分析业务；2011 年设立杭州思默，拓展临床试验现场管理业务；2013 年设立杭州英放、杭州泰兰、泰格益坦，分布覆盖临床试验医学影像、临床试验风险管理和质量管理、药物警戒/药物安全服务；2014 年公司收购美国方达医药、北京康利华和上海晟通，新增生物分析、CMC 服务、GMP 认证服务、冷链运输等服务能力；同年成立嘉兴易迪希，提供临床试验电子化信息服务系统；发展；2015 年公司收购韩国较大规模临床 CRO 公司 DreamCIS，完善亚太布局，同年收购北医仁智，加强学术性临床研究能力；2016 年成立上海观合，加强中心实验室检测和生物分析能力；2017 年收购泰州捷通泰瑞，加强医疗器械临床研究服务能力；2020 年合并北京雅信诚和上海谋思，分别增强医学翻译和临床药理服务能力；2021 年收购北京煌途，拓展互联网医药职能服务能力。通过多年的内生发展与外延并购，公司业务覆盖面齐全，一体化的临床试验平台有助于提升公司整体竞争力，为业务拓展保驾护航。

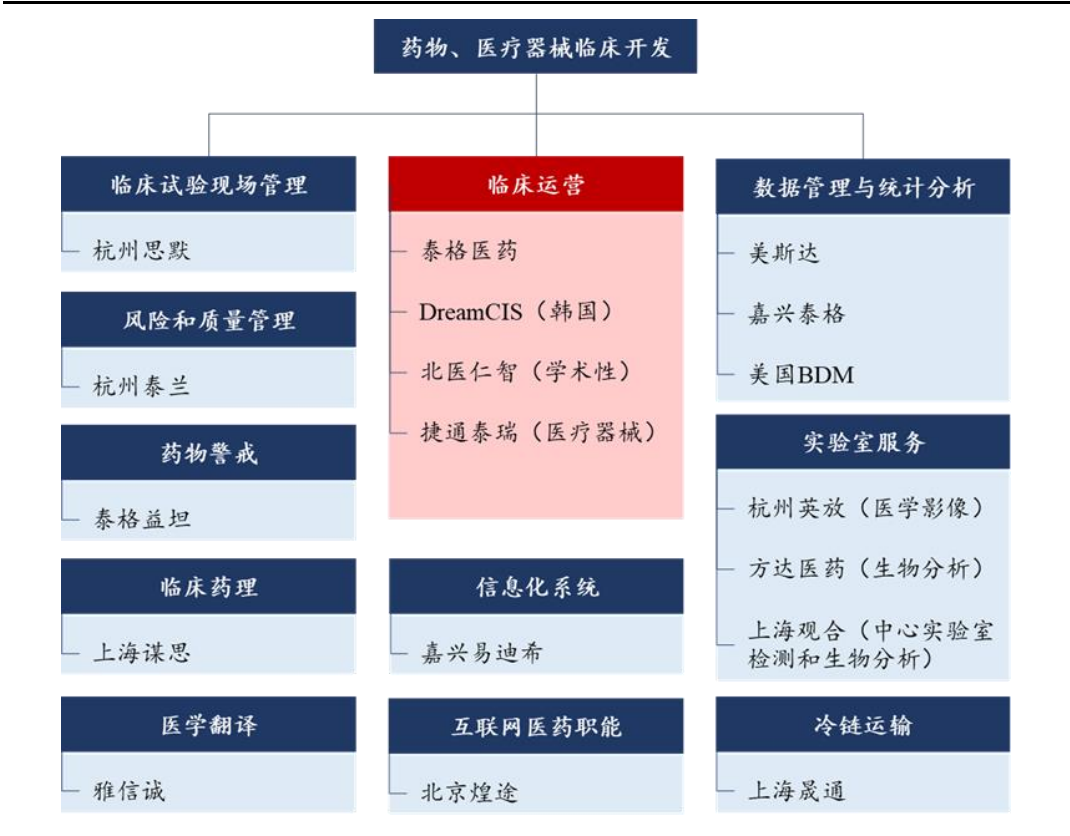
图2：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司年报，Wind，东吴证券研究所

一体化临床试验平台助力公司业务全面发展。公司随着一体化平台的搭建，业务上也有了长足的进步，覆盖了 IND 申请及注册、I 期、II 期、III 期和上市申请及上市后研究的临床运营、法规事务、数据管理与统计分析、药物警戒、第三方实验室等多方面的业务。

图3：公司主要业务版图



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图4：公司主要服务内容



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所；注：每一阶段所展示的服务内容并不详尽

1.2. 公司管理层行业经验丰富，多轮股权激励充分调动员工积极性

公司管理层行业经验丰富，多年业务经验积累塑造良好口碑。药物与医疗器械临床

开发需要切实保障受试者的权益，其过程需要严格遵循《药品临床试验管理规范》等相关法规，同时新药开发的成功率与速度影响待开发产品的上市申请及商业化，因此在这种复杂的环境下，具备丰富的研发项目经验、健全的质量管理体系、专业的人才队伍以及全面的药政法规和监管政策知识储备等特点的临床 CRO 公司对客户更加有吸引力。公司管理层均具有多年行业内的实践经验，其中联合创始人叶小平博士及曹晓春女士是中国临床 CRO 行业的先行者，拥有丰富的行业专业知识及领导才能，支持公司的长期发展。多年的业务积累，也为公司树立了良好的业内口碑，吸引客户长期合作，截至 2021 年年报，公司收入前十大客户保留率 100%，并为许多客户提供了至少 5 年以上的服务。

表1: 公司管理层简介

姓名	学历	任职情况	从业经验
叶小平	牛津大学博士学位	董事长	多年从事医药临床的研究和管理工作，2005 年 3 月起任职于本公司。
曹晓春	本科学历	董事、总经理	多年从事医药临床的研究和管理工作，2003 年 4 月至 2004 年 12 月任泰格咨询副总经理，2005 年 1 月起任职于本公司。
ZHUAN YIN	法律学士，生物统计理学硕士	董事、副总经理	多年生物统计和管理的工作经验，2005 年 10 月创立并担任美斯达总经理。
吴灏	研究生学历	董事、联席总裁	17 年医药行业从业经验，先后在先灵葆雅、上海罗氏、卫材（中国）、赛生国际、美信保险任职。2020 年 1 月加入泰格医药。
闻增玉	流行病与生物统计硕士、工商管理硕士	高级副总裁，首席运营官	15 年以上制药行业生物统计和管理工作经验，其中在先灵葆雅工作近 6 年。
陈睿博	医学博士	执行副总裁	2011 年 5 月加入泰格医药，先后担任过医学总监、高级医学总监、副总裁等临床运营部重要管理岗位。
杨见松	药代动力学博士学位	高级副总裁，首席科学官	于 2015 年创办上海谋思并担任总经理，此前还就职于葛兰素史克中国研发中心，2020 年 2 月加入泰格医药。
陈霞	临床医学博士和临床药理学博士	高级副总裁，首席医学官	曾先后担任北京协和医院临床药理学研究中心副教授，北京天坛医院临床药理学教授，国家药品评审中心临床评审员等，拥有 15 年医院临床研发经验和科研经历。
宫芸洁	-	副总裁	近 20 余年临床试验行业经验，此前在上海罗氏制药工作，在泰格有 10 余年临床试验相关的质量保证经验。
彭沂非	生物化学硕士	高级副总裁	先后在生物医药研发生产、医药产品投资管理、医疗器械注册、药品和医疗器械临床试验领域的中外企业从事管理工作，中国医疗器械行业协会临床试验分会特聘专家。医药领域近 20 年的实践经验。

数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

多轮股权激励调动员工积极性，为业绩增长提供动力。公司自 2012 年上市以来通过长期实施股权激励计划，持续调动员工积极性。2022 年公司也分别推出了 A 股员工持股计划和 H 股股票增值权计划，继续为公司业绩未来增长提供动力。

表2: 公司股权激励计划

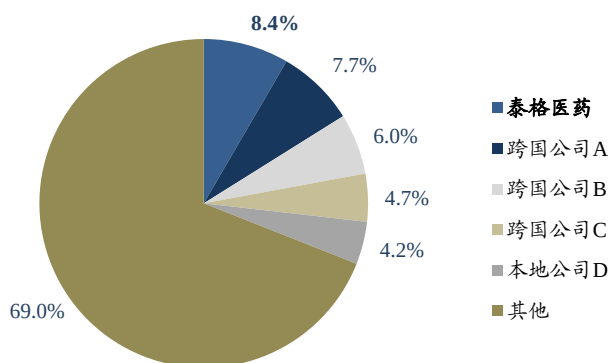
轮次	激励股本数 (万股)	占授予时总股本的比例	期初行权价格 (元/股)
首次股权激励计划	272.98	2.56%	54.57
2014 年股票增值权计划	64.6106	-	30.94
一期员工持股计划	1074.3715	2.262%	26.395
二期员工持股计划	212.0803	0.424%	44.25
2019 年限制性股权激励计划	459.8657	0.92%	39.83
2020 年员工持股计划	28.6372	0.0328%	44.25
2022 年 A 股员工持股计划	360.81	0.4136%	还未实施
2022 年 H 股股票增值权计划	44.99 (H 股)	0.0516%	还未实施

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所; 注: 截至 2022 年 6 月 16 日

1.3. 深耕临床 CRO 多年, 奠定行业龙头地位

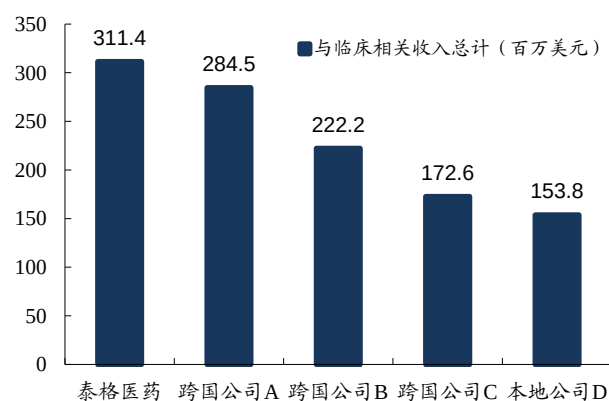
公司国内临床 CRO 市占率第一, 行业龙头位置稳固。根据泰格医药港股上市招股书, 2019 年中国临床 CRO 市场规模为 36.89 亿美元 (当期汇率 1 美元=人民币 6.9098 元)。按收入规模口径, 公司 2019 年的国内临床 CRO 市占率排名第一, 市占率达到 8.4%; 公司 2019 年全球临床 CRO 市占率为 0.8%。

图5: 2019 年中国临床 CRO 市场占有率情况



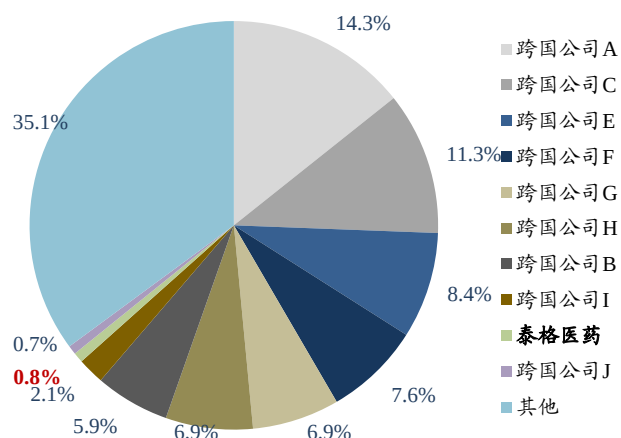
数据来源: 公司招股书, Frost & Sullivan, 东吴证券研究所; 当期汇率 1 美元=人民币 6.9098 元

图6: 2019 年中国临床 CRO 市占率前五公司收入



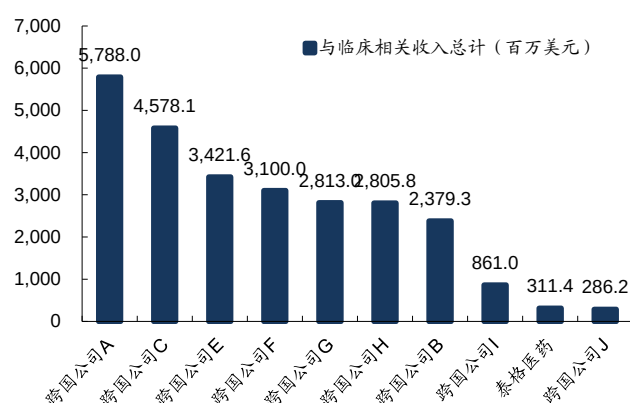
数据来源: 公司招股书, Frost & Sullivan, 东吴证券研究所; 当期汇率 1 美元=人民币 6.9098 元

图7：2019 年全球临床 CRO 市场占有率情况



数据来源：公司招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所；当期汇率 1 美元=人民币 6.9098 元

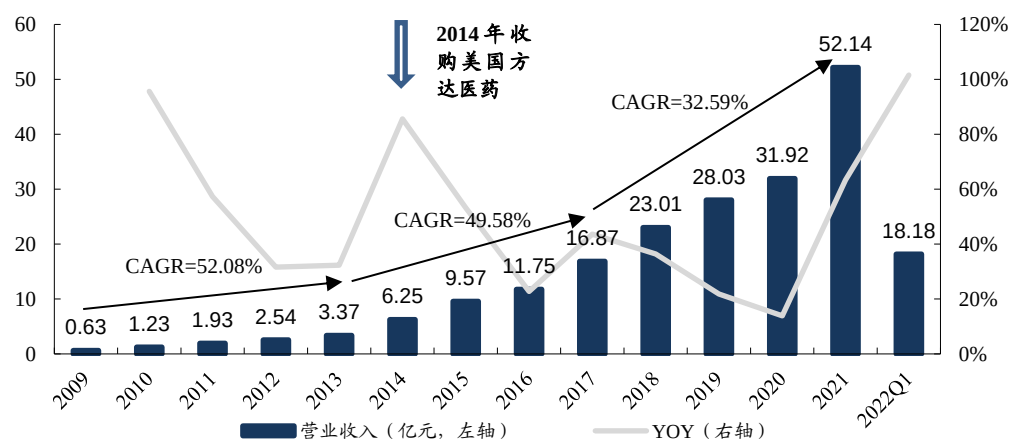
图8：2019 年全球临床 CRO 市占率前十公司收入



数据来源：公司招股书，Frost & Sullivan，东吴证券研究所；当期汇率 1 美元=人民币 6.9098 元

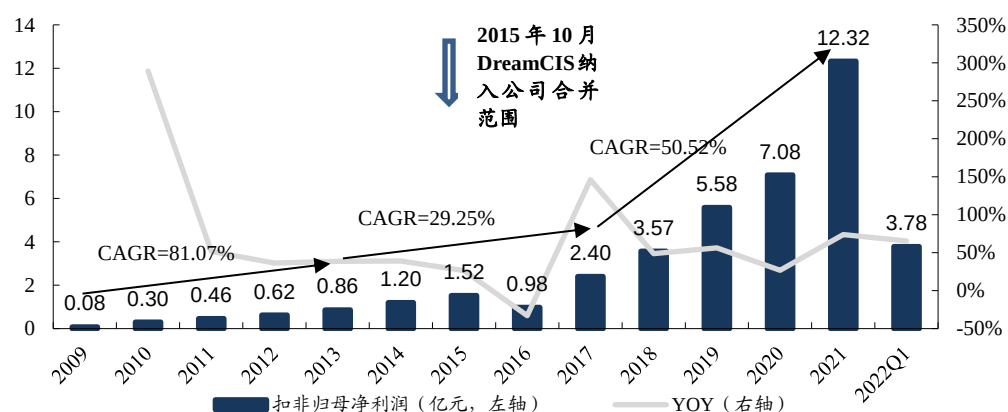
公司业务不断拓展，业绩实现多年高速增长。自成立以来，随着公司服务网点布局不断完善和业务的拓展，公司业绩收入实现了多年的高速增长。根据公司发展历程，大致可分为三个阶段：2004-2012 年为第一阶段，业务能力快速建设期，实现了收入和扣非归母净利润的双高速增长；2013-2017 年为第二阶段，业务版图快速扩张期，主要通过对外投资和收购扩大业务版图，营业收入高速增长，扣非归母净利润在合理区间稳定增长；2018 至今为第三阶段，业务能力和业务版图建设后的市场拓展期，营业收入和扣非归母净利润均有快速增长。2021 年公司营业收入 52.14 亿元，同比增长 63.32%，2017-2021 年 CAGR 为 32.59%；归母净利润 28.74 亿美元，同比增长 64.26%；扣非归母净利润 12.32 亿元，同比增长 73.90%，2017-2021 年 CAGR 为 50.52%，其中非经常性损益主要为公司其他非流动金融资产持有期间及处置的投资收益和其他非流动金融资产公允价值变动收益所致。2022Q1 公司营业收入 18.18 亿元，同比增长 101.55%；归母净利润 5.18 亿元，同比增长 13.82%；扣非归母净利润 3.78 亿元，同比增长 65.31%。

图9：公司营业收入情况（2009-2022Q1）



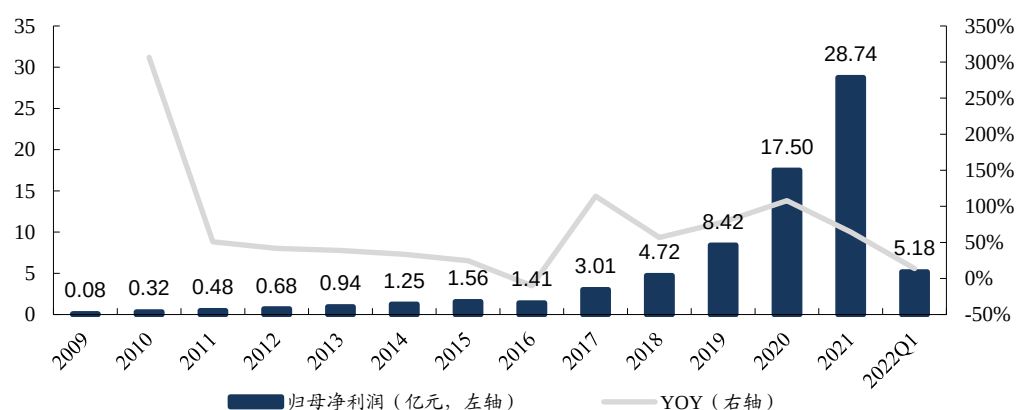
数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

图10: 公司扣非归母净利润情况 (2009-2022Q1)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所

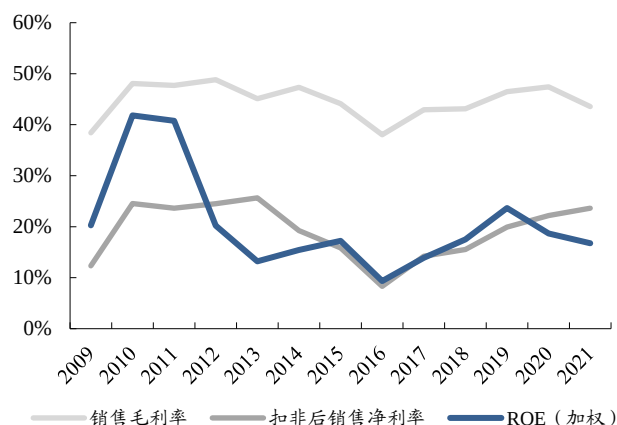
图11: 公司归母净利润情况 (2009-2022Q1)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

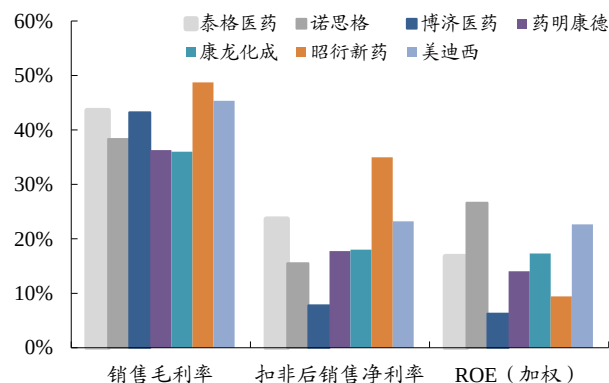
公司规模效应显著，盈利指标行业内领先。随着公司临床试验平台建设的完善和业务订单的增长，公司销售毛利率、扣非后销售净利率和加权 ROE 逐渐趋于平稳，2021 年销售毛利率为 43.55%，扣非后销售净利率为 23.62%，加权 ROE 为 16.75%，均处于较高水平，在可比公司中也处于领先地位。

图12: 公司盈利指标情况 (2009-2021)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

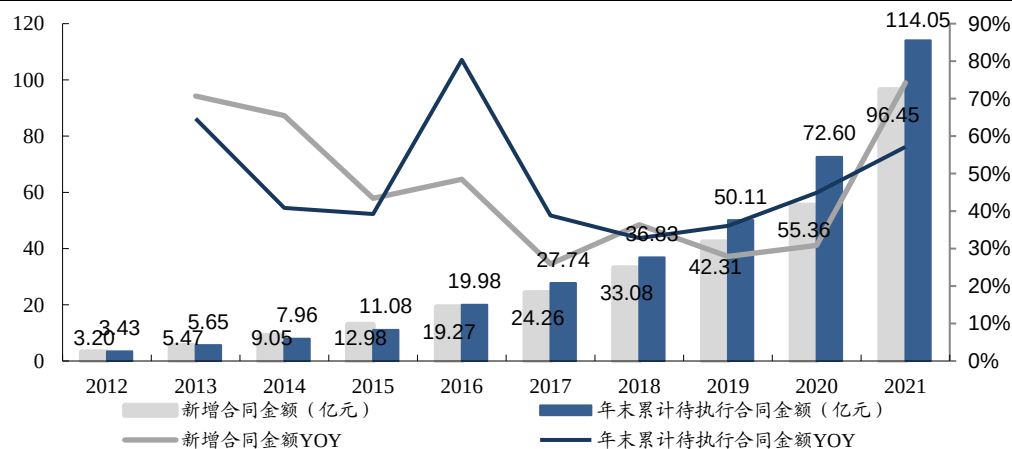
图13: 可比公司盈利指标对比 (2021 年年报)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

每年新增合同与年末累计待执行合同金额持续增长, 公司业绩确定性高。从公司每年公布数据来看, 2021 年公司新增合同金额为 96.45 亿元, 同比增长 74.22%, 年末累计待执行合同金额为 114.05 亿元, 同比增长 57.09%。丰富的在手存量订单持续推动公司业绩增长, 未来业绩确定性高。

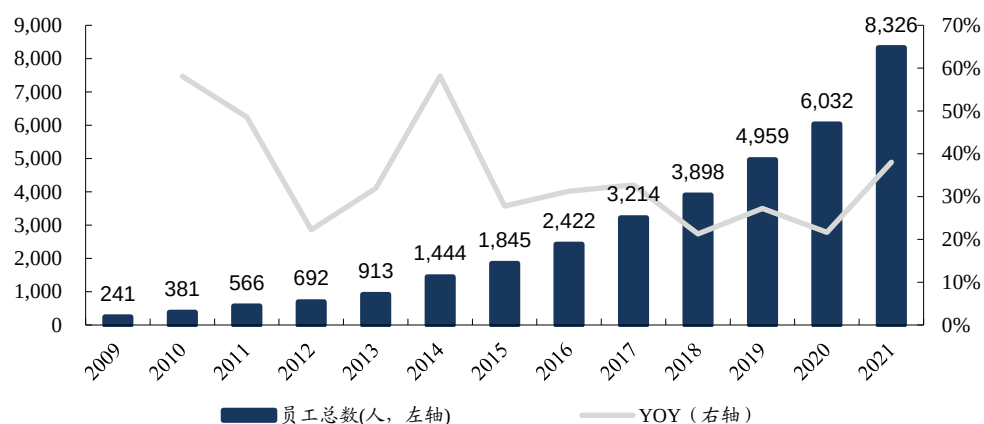
图14: 公司每年新增合同和年末累计待执行合同金额 (2012-2021)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

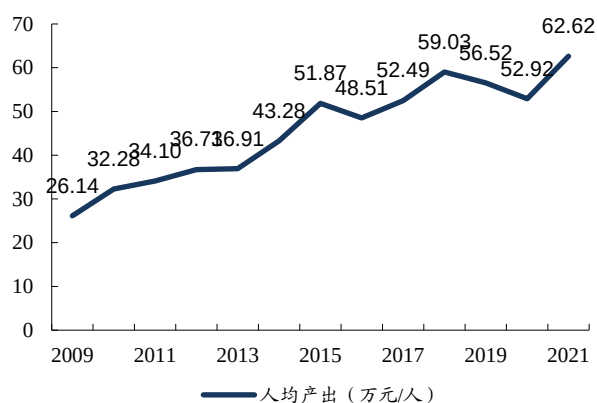
公司处于市场拓展的高速发展期, 人员规模持续增长。由于临床 CRO 属于服务行业, 对专业人员需求度高。公司自 2012 年登陆创业板以来, 经历了 2013-2017 年的业务版图快速扩张期和 2018 年至今的市场拓展高速发展期, 员工总数也由 2012 年的 692 人增长到 2021 年的 8326 人。除了人员规模的增长, 人均产出在 2021 年也达到了最高值, 由 2012 年的人均产出 36.71 万元/人增长到 2021 年的 62.62 万元/人 (人均产出=年营业收入/员工总数)。2017-2021 年, 平均每个项目人员配比整体维持在 15 人/项的水平左右, 2021 年为 14.68 人/项。丰富的在手存量订单增长与适当的人员规模扩张相匹配, 公司未来发展稳步向前。

图15: 公司历年员工数量 (2009-2021)



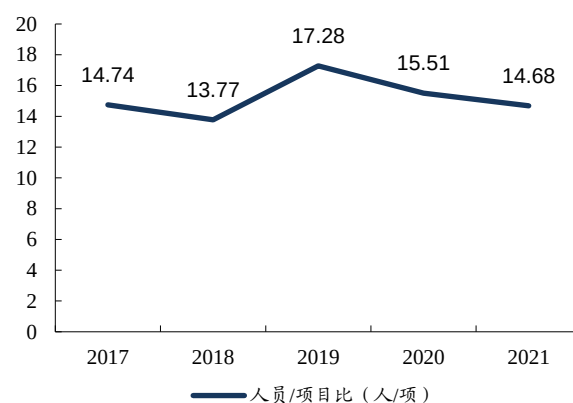
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 泰格人均产出 (2009-2021)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 泰格人员/项目比 (2017-2021)



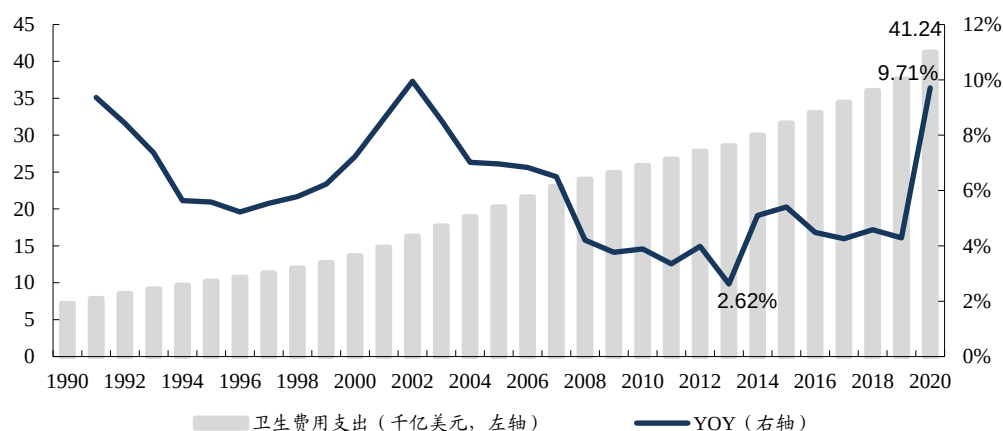
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 未被满足的医药需求带动医药研发热潮助推临床 CRO 行业发展

2.1. 医药需求增长为医疗行业发展提供长久动力

医药需求增长推动整个医疗行业向前发展。以美国为例，根据美国医保服务中心（CMS）历年统计数据，1990-2020 年，美国每年的医疗费用支出均保持在 2.5% 以上的增长，2020 年受新冠疫情影响，增速达到了 9.71%，总医疗费用支出为 4.124 万亿美元。中国的卫生费用支出在过去的 20 多年间增长迅速，1990-2020 年 CAGR 为 25.67%。

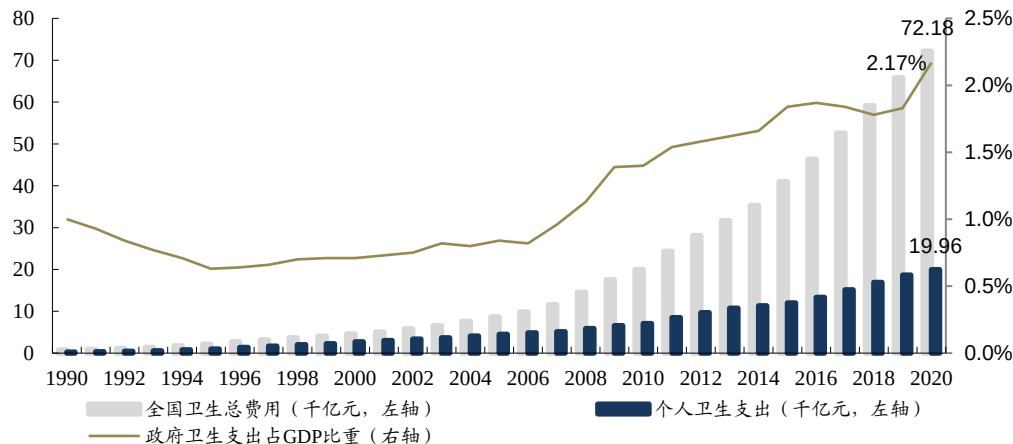
图18：美国卫生费用支出情况（1990-2020）



数据来源：CMS，东吴证券研究所

中国卫生支出随着人均 GDP 的增长、老龄人口的增加和对健康生活的更高追求，呈现了快速增长的趋势。全国卫生总费用支出由 1990 年 750 亿元增长到 2020 年 7.2 万亿元，CAGR 为 25.67%，2020 年卫生总费用支出占 GDP 比重为 2.17%；个人卫生支出费用也由 1990 年 270 亿元增长到 2020 年 2 万亿元，CAGR 为 24.07%。随着医药支出的不断增长，相关上下游行业也会得到长足的发展。

图19：中国卫生费用支出情况（1990-2020）

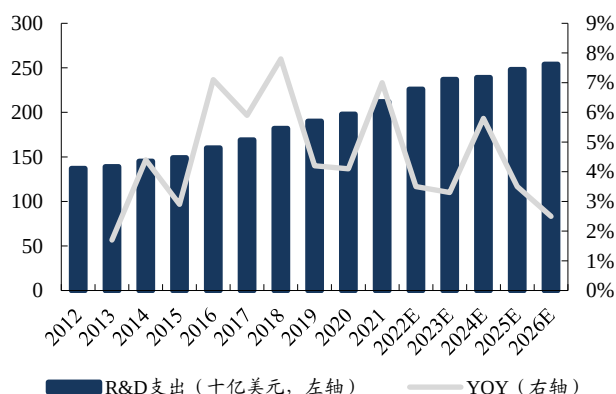


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 医药研发火热带来医药研发外包机遇

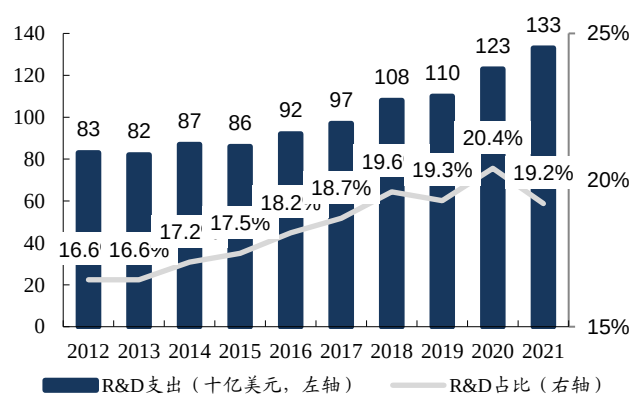
全球医药研发支出稳定增长，大型药企医药研发投入比重大，医药研发火热为医药研发外包带来更多机遇。根据 Evaluate Pharma 数据，全球医药研发支出水平进一步提升，2020 年全球研发费用支出预计为 1980 亿美元，预计到 2026 年将增长至 2540 亿美元，2020-2026 年 CAGR 为 4.2%。以艾伯维等为代表的 13 家大型药企，2021 年研发投入合计约为 133 亿美元，占全年营收比重为 19.2%。

图20：全球医药研发支出（2012-2026E）



数据来源：Evaluate Pharma，东吴证券研究所

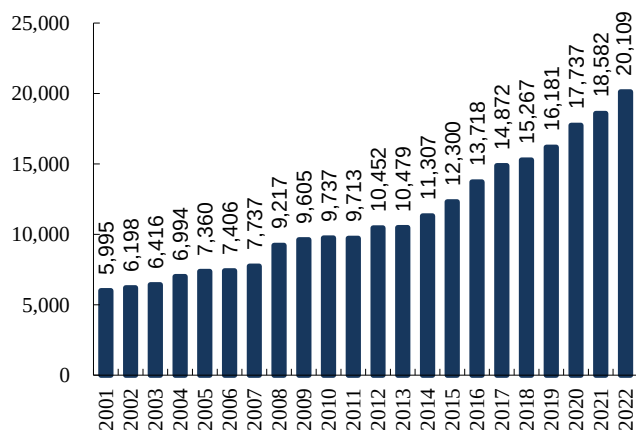
图21：大型药企研发费用支出和占收入比重



数据来源：IQVIA，东吴证券研究所；注：大型药企包括艾伯维、安进、阿斯利康、BMS、礼来、吉利德、GSK、强生、默克、诺华、诺和诺德、辉瑞和武田

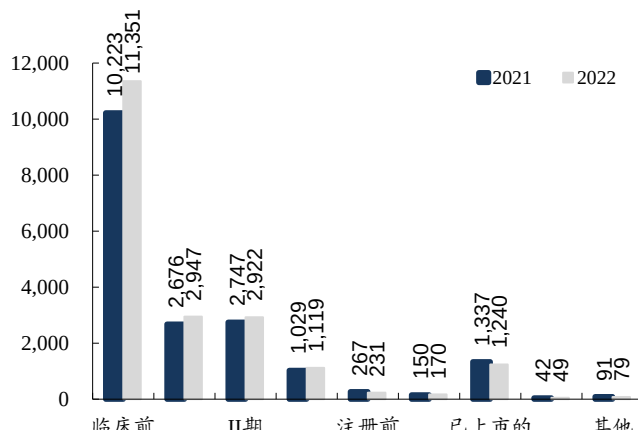
丰富的在研管线药物数量支持 CRO 未来增长。全球在研管线药物数量呈现了较为强劲的增长，在 2020-2021 新冠大流行期间仍保持了较快的增速。据 Pharmaprojects 统计，2022 年（截至 1 月份）全球在研管线药物数量达到了 20,109 个，同比增长 8.22%，其中储备的临床前管线药物数量庞大，有 11,351 个，占比约为 56%，临床早期（I 期和 II 期）的有 5869 个，占比约为 29%。随着在研管线药物数量的进一步增长和临床前及临床早期在研管线药物的往后推进，CRO 行业将迎来更好的发展机遇。

图22：全球在研管线药物数量（个）



数据来源：Pharmaprojects，东吴证券研究所

图23：全球在研管线药物分期情况（个）

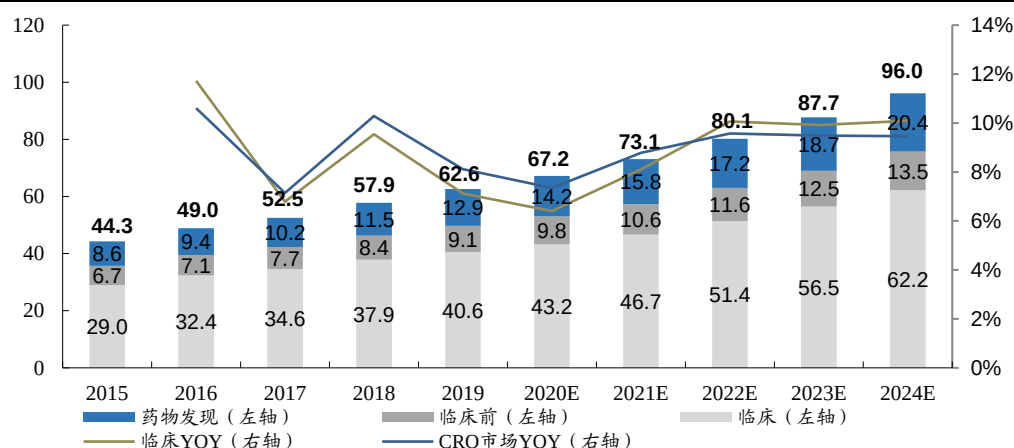


数据来源：Pharmaprojects，东吴证券研究所

2.3. 全球 CRO 市场稳步扩容，中国 CRO 市场增速可观

全球 CRO 市场稳步扩容，到 2024 年将接近千亿美元规模。随着医药研发支出增加，医药研发外包需求增长，全球 CRO 市场规模持续扩容。根据弗若斯特沙利文预测，2022 年全球 CRO 市场规模预计约为 801 亿美元，2024 年预计约为 960 亿美元，2015-2022 年 CAGR 为 8.83%；2022-2024 年 CAGR 为 9.48%。其中细分临床 CRO 市场占比最大，2022 年约占 CRO 市场的 64%，市场规模约为 514 亿美元，2024 年预计增长到 622 亿美元，2015-2022 年 CAGR 为 8.83%；2022-2024 年 CAGR 为 9.48%。

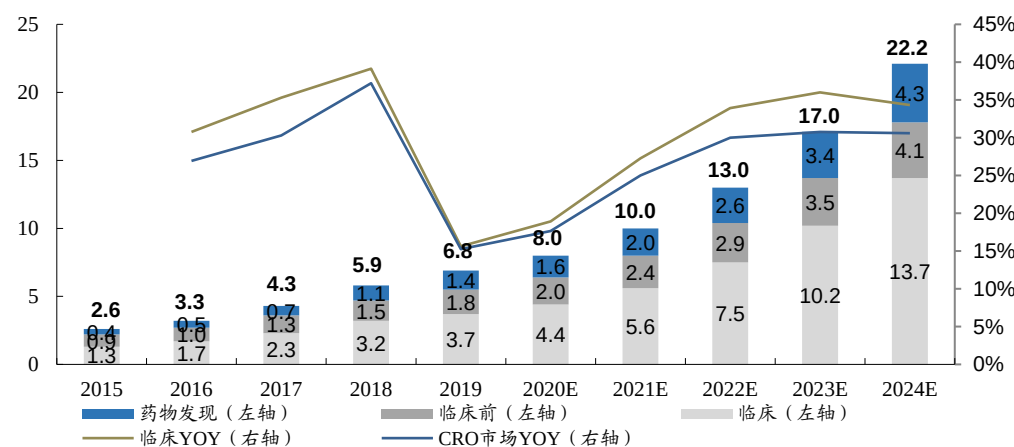
图24：全球 CRO 市场及细分市场规模（单位：十亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

中国 CRO 市场增速高于全球，其中临床 CRO 市场扩容明显。根据弗若斯特沙利文预测，2022 年中国 CRO 市场规模预计约为 130 亿美元，2024 年预计约为 222 亿美元，2015-2022 年 CAGR 为 25.85%；2022-2024 年 CAGR 为 30.68%。2022 年细分临床 CRO 市场约占 CRO 市场的 58%，市场规模约为 75 亿美元，2024 年预计增长到 137 亿美元，2015-2022 年 CAGR 为 28.45%；2022-2024 年 CAGR 为 35.15%。

图25：中国 CRO 市场及细分市场规模（单位：十亿美元）

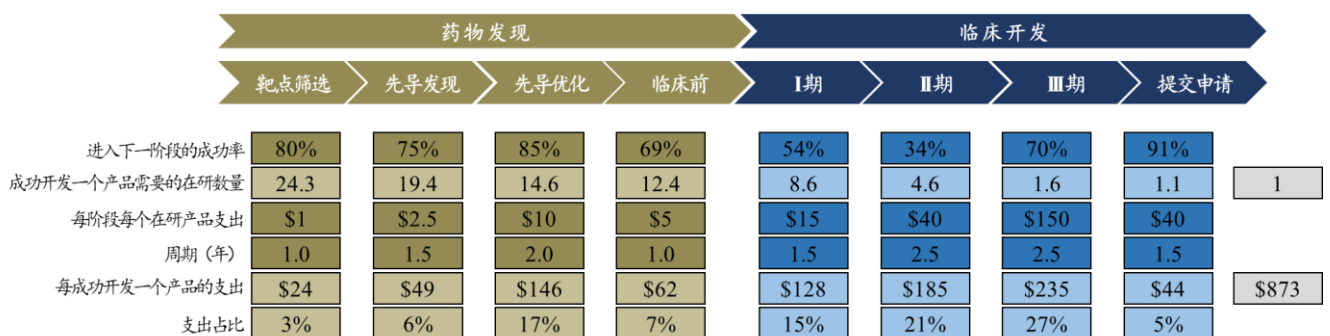


数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

2.4. 临床 CRO 为医药临床开发赋能，市场前景广阔

难度大、周期长、费用高是医药研发的主要特点。医药研发是一个长期而复杂的过程，以小分子化药为例，需要经历疾病相关靶点筛选直到人体临床试验药物探索和验证的过程，才能向药品监督管理机构申请上市销售。根据 2010 年 Nature reviews drug discovery 发表的药物研发费用模型，这个过程通常需要约 13 年，费用支出约为 8.73 亿美元，其中临床开发阶段占比约为 68%。难度大、周期长、费用高等特点使得药企更加注重研发成功率和效率。

图26：药物研发费用模型



数据来源：Nature reviews drug discovery，东吴证券研究所；注：模型发表时间为 2010 年，根据当时情形设计，支出费用单位为百万美元。

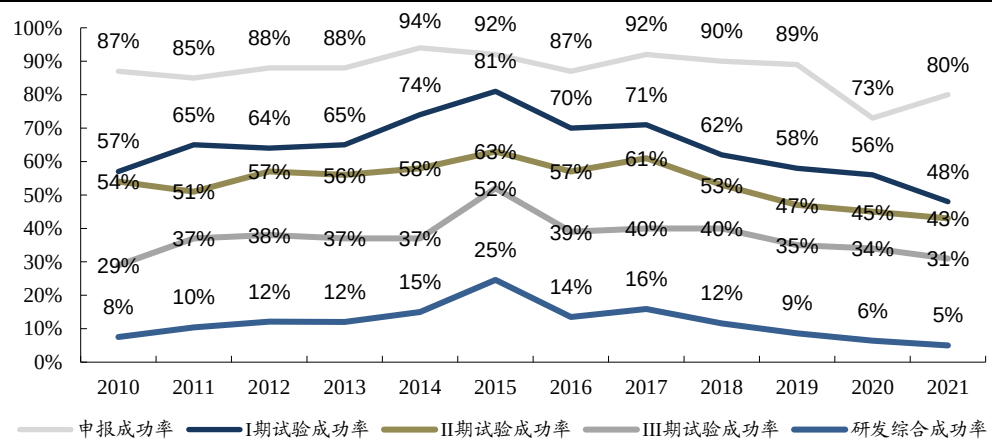
临床研发成功率下降加重药企负担，临床 CRO 降本增效为药企赋能。药物因其与患者的生命安全切实相关，其临床开发严格受到药品监督管理机构的监督与审查，常常面临“GO”和“NO GO”的选择，存在较大的研发风险，因此药企需要有专业的人才团队负责临床开发的整个过程。根据 IQVIA 统计，自 2015 年以来，医药研发综合成功率呈下降趋势，这无疑增加了医药企业的研发端负担。临床 CRO 公司作为专业的研发服务外包机构，拥有丰富的药物临床开发经验、庞大的专业人才团队和符合法规的运作体系，可以为医药企业带来更多价值：第一，通过熟练的流程管理缩短研发周期；第二，基于严格的合规运营体系，减少核查风险点，降低后期纠错成本；第三，凭借与药监机构和资深研究者的丰富的交流经验为临床开发提供专业的咨询意见，优化临床试验方案，从而提高研发成功率；第四，通过合作形式减少药企临床开发团队规模，降低人员成本。

图27: FDA 的药物批准一般流程



数据来源: FDA, 东吴证券研究所

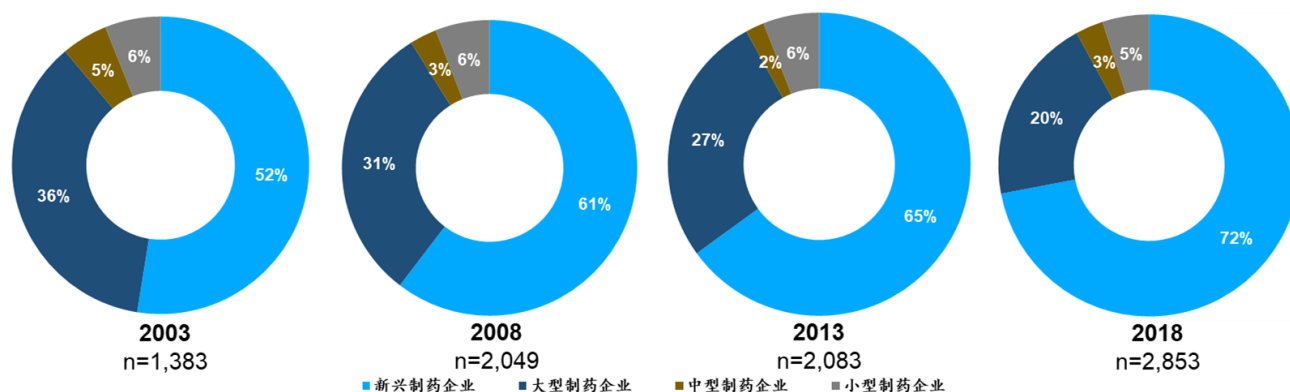
图28: 各阶段临床研发成功率



数据来源: IQVIA, 东吴证券研究所

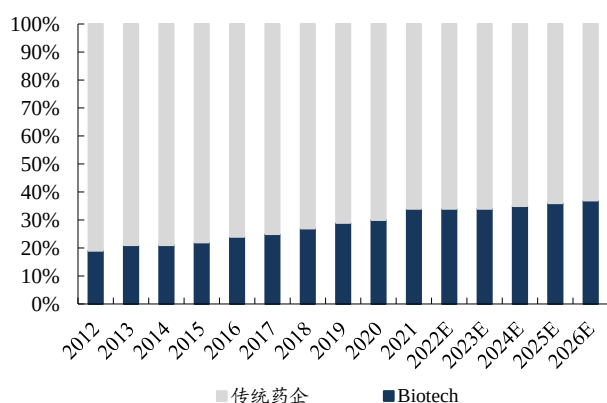
新兴 Biotech 逐渐进入主流,研发外包渗透率有望提升。在新药研发中,新兴 Biotech 公司作用越来越大,其产品管线占比越来越高。根据 IQVIA 数据,新兴 Biotech 公司在全球在研产品管线中占比由 2003 年的 52% 增长至 2018 年的 72%; 随着其产品管线前移,更多产品获批进入市场,Biotech 公司产品在整个药物市场的销售比重也在逐步增多,预计到 2026 年其产品销售额占比将占市场的 37%,Biotech 公司在医药研发中扮演着越来越重要的角色。Biotech 公司由于规模较小,对成本更加敏感,自建临床运营团队成本高,其外包意愿度更高,是 CRO 公司潜在的优质客户来源,随着 Biotech 公司的成长,临床 CRO 渗透率有望进一步提升。

图29: Biotech 在全球在研管线中占比变化情况



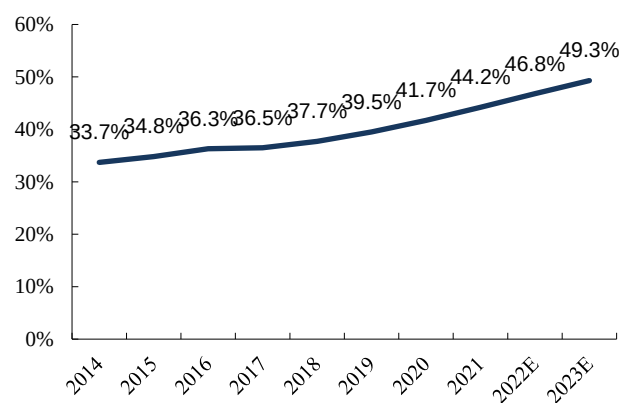
数据来源: IQVIA, 东吴证券研究所

图30: 全球处方药/OTC 药物销售 Biotech 与传统药企占比情况



数据来源: Evaluate Pharma, 东吴证券研究所

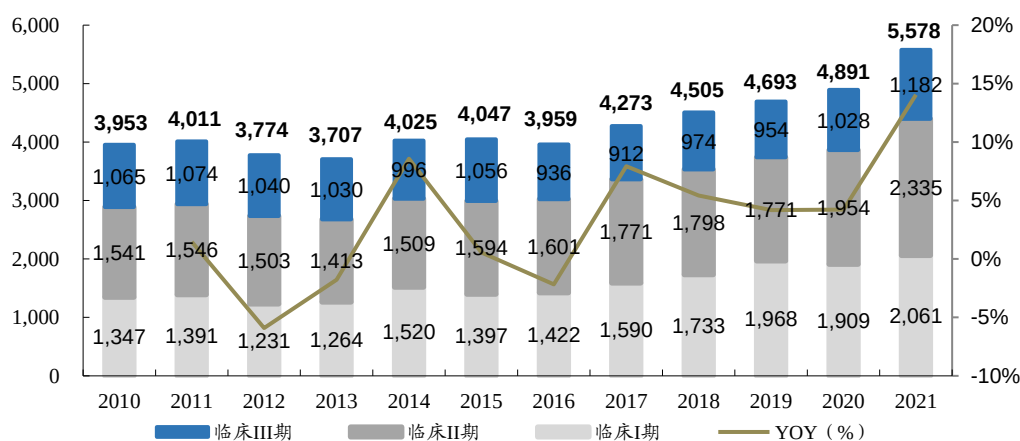
图31: 全球 CRO 市场渗透率



数据来源: Broker Research, 东吴证券研究所

全球每年新启动临床试验数量基数大, 为临床 CRO 市场带来增量。根据 IQVIA 统计, 2021 年全球新启动临床试验达 5,578 项, 同比增长 14.05%, 其中 I 期临床试验数量为 2,061 项, 占比约为 37%, II 期为 2,335 项, 占比约为 42%, III 期为 1,182 项, 占比约为 21%。庞大的新增临床试验数量为临床 CRO 市场持续发展提供了充足的动力。

图32: 全球每年新启动的临床试验数量 (项)

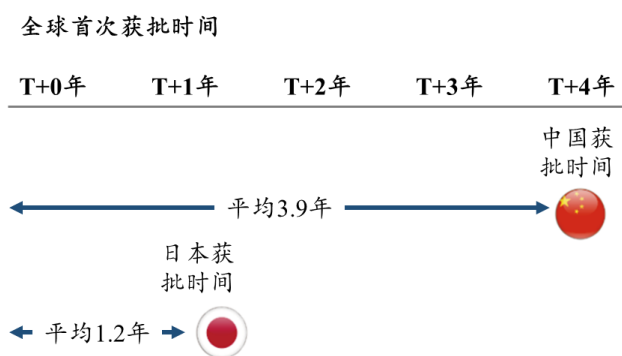


数据来源: IQVIA, 东吴证券研究所

2.5. 国内药品审评制度完善与创新药研发火热带动临床 CRO 发展

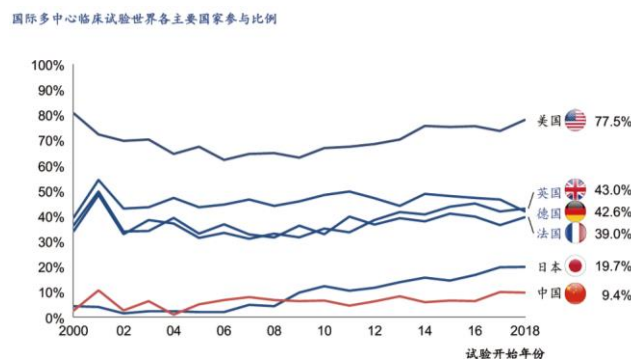
中国新药审评体系尚在进一步完善中,逐步与国际接轨,国内临床试验发展空间大。自中国国家食品药品监督管理总局 2015 年 7 月 22 日核查以来,中国临床试验规范性得到了长足的发展;2017 年中国药监部门加入国际人用药品注册技术协调会 (ICH),并于 2018 年当选为 ICH 管委会成员,中国药品注册管理制度加速与国际接轨;2020 年新版《药物临床试验质量管理规范》发布,进一步推动我国药物临床试验规范研究和提升质量。但是,中国临床试验发展与美国等成熟市场仍存在差距,以 2020 年为例,同一创新药在全球市场首次获批后,中国获批时间平均滞后 3.9 年,而日本平均滞后时间为 1.2 年。2018 年,中国参加国际多中心临床试验 (MRCT) 的比例仅为 9.4%,远低于美国的 77.5%,中国创新药走向国门对于 MRCT 需求将会出现增长。总之,中国临床试验还存在较大发展空间。

图33: 2020 年同一创新药产品在中国和日本获批与全球市场首次获批的平均差距



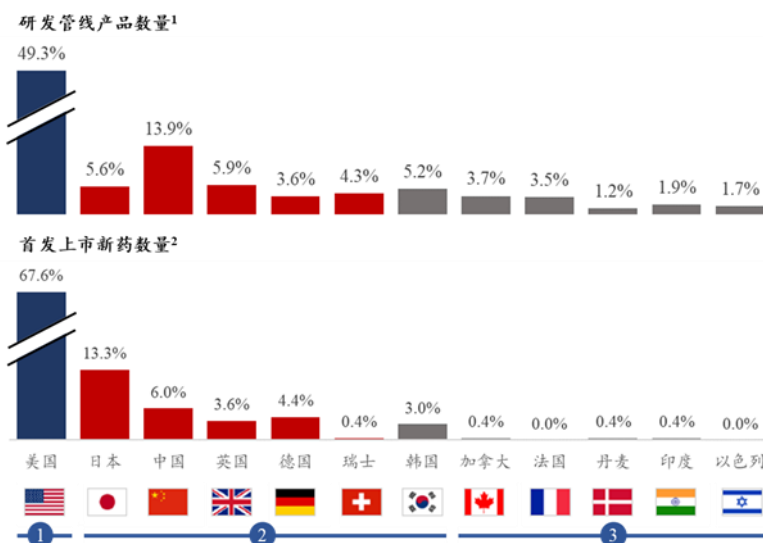
数据来源: PhIRDA, RDPAC, 东吴证券研究所

图34: 中国参加全球 MRCT 的比例仍有较大提升空间



数据来源: PhIRDA, RDPAC, 东吴证券研究所

图35: 全球主要国家研发管线产品数量和首发上市新药数量



数据来源: PhIRDA, RDPAC, 东吴证券研究所; 注: 1.2020 年 2 月处于临床前、临床一至三期, 及注册前的管线数量, 以公司总部所处国家分类; 2.2015-2019 全球首发市场占比, 仅包括新分子实体

自上而下的政策改革促进医药创新向好发展。中国医药创新在世界上仍具有较大提升空间, 近些年国家相关部门也出台了一系列的政策支持药品、药疗器械的创新, 通过上层设计的调整, 鼓励医药创新落地。

表3: 国内支持新药研发相关政策

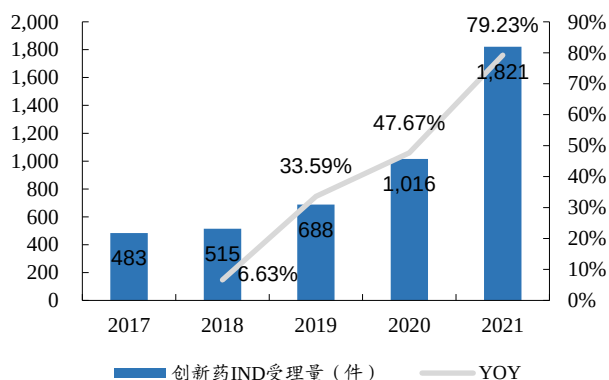
政策文件	发布机构	发布时间	内容简介
《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国务院	2015-08-18	明确了改革的 12 项任务, 包括提高药品审批标准, 推进仿制药质量一致性评价, 加快创新药的审评审批, 开展药品上市许可持有人制度试点, 落实申请人申报主体责任, 及时发布药品供求和申报信息, 改进药品临床试验审批, 严肃查处注册申报弄虚作假行为, 简化药品审批程序、完善药品再注册制度, 改革医疗器械审批方式, 健全审评质量控制体系, 全面公开药品医疗器械审评审批信息
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央办公厅, 国务院	2017-10-09	就改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理等方面提出具体实施意见。
《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	国家药监局	2018-07-27	确立 IND 申报 60 天内无否定或质疑意见的默示许可制度
《中华人民共和国药品管理法》	全国人大常委会	2019-08-26	明确药品研制和注册、药品上市许可持有人、药品生产、药品经营、药事管理、上市后管理、药品价格和广告、药品储备和供应、监督管理和法律责任等内容

《药品注册管理办法》	国家市场监督管理总局	2020-03-30	明确药品上市注册制度、相关审评制度等，完善药品加快上市注册程序。
《药物临床试验质量管理规范》	国家药监局、国家卫生健康委	2020-04-23	规范药物临床试验，促进药物临床试验质量提升
《突破性治疗药物审评工作程序（试行）》	国家药监局	2020-07-07	鼓励研究和创制具有明显临床优势的药品，明确突破性治疗药物申请与审评程序。
《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）》	国家药监局	2020-07-07	鼓励以临床价值为导向的药物创新，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市，明确药品附条件批准上市申请与审批程序。
《药品上市许可优先审评审批工作程序（试行）》	国家药监局	2020-07-07	鼓励研究和创制新药，规范临床急需短缺药品等优先审评审批。
《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	CDE	2021-11-15	落实以临床价值为导向，以患者为核心的研发理念，促进抗肿瘤药科学有序的开发
《医疗器械临床试验质量管理规范》	国家药监局、国家卫生健康委	2022-03-31	规范医疗器械临床试验，促进医疗器械临床试验质量提升

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

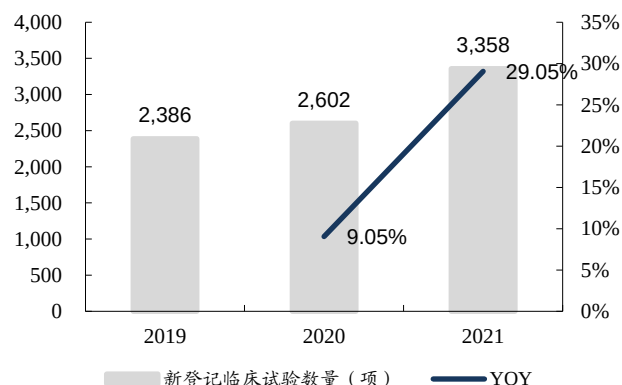
中国临床试验数量逐年增长，显示了强劲的增长潜力。随着中国药品审评体系的完善和相关支持政策的出台，中国临床试验发展迅速。2021 年中国创新药 IND 受理量达到 1,821 件，同比增长 79.23%，国内临床试验登记数量 3,358 项，同比增长 29.05%。

图36：中国创新药 IND 受理量



数据来源：CDE，东吴证券研究所

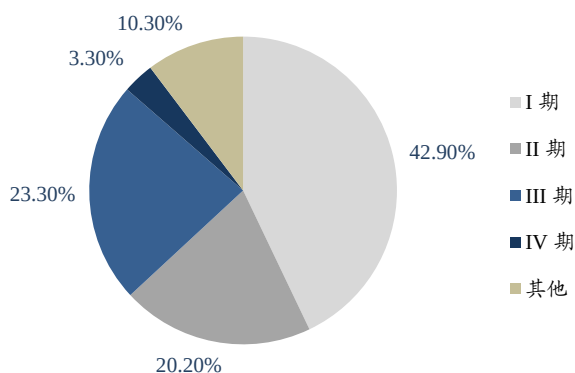
图37：国内临床试验登记情况（以 CTR 计）



数据来源：CDE，东吴证券研究所

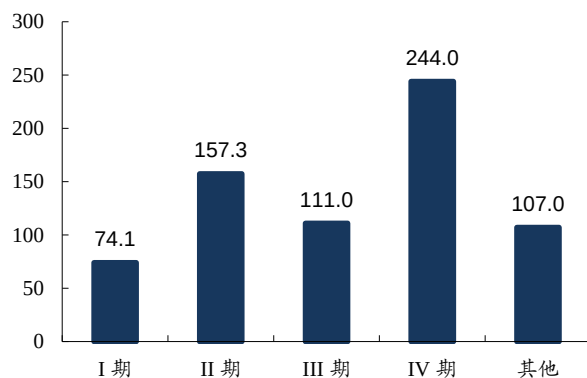
国内临床试验推进速度较快，2021 年 I 期临床试验平均耗时 74.1 天，II 期临床试验平均耗时 157.3 天。我们预测，由于国内创新药研发环境并未改变，未来 IND 申请数量还将保持增长趋势，同时随着 IND 产品临床开发的推进，国内未来 3-5 年临床试验登记数量仍将保持高速增长，也将带动国内临床 CRO 行业的高速发展。

图38: 2021 年新药临床试验分期占比



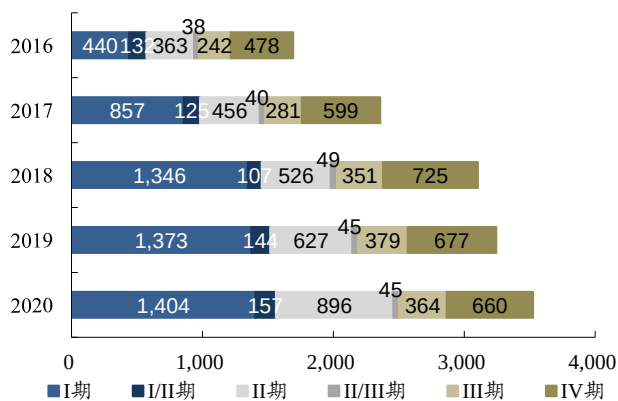
数据来源: CDE, 东吴证券研究所

图39: 2021 年新药完成不同分期临床试验的耗时(天)



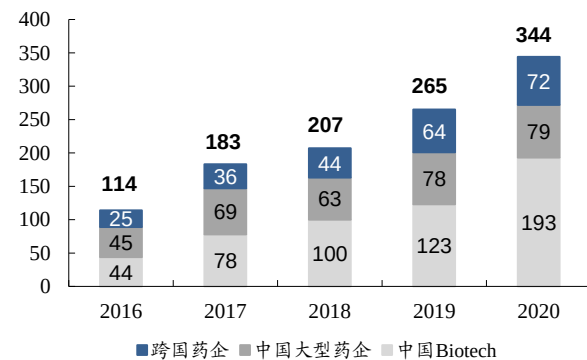
数据来源: CDE, 东吴证券研究所

图40: 中国每年启动的临床试验分期情况(项)



数据来源: Informa, 东吴证券研究所

图41: 中国不同类型公司创新药临床试验申请数量(项)



数据来源: 麦肯锡, 东吴证券研究所

3. 以临床试验技术服务为基石，横向拓展临床试验相关服务

3.1. 深耕临床试验技术服务，巩固龙头优势地位

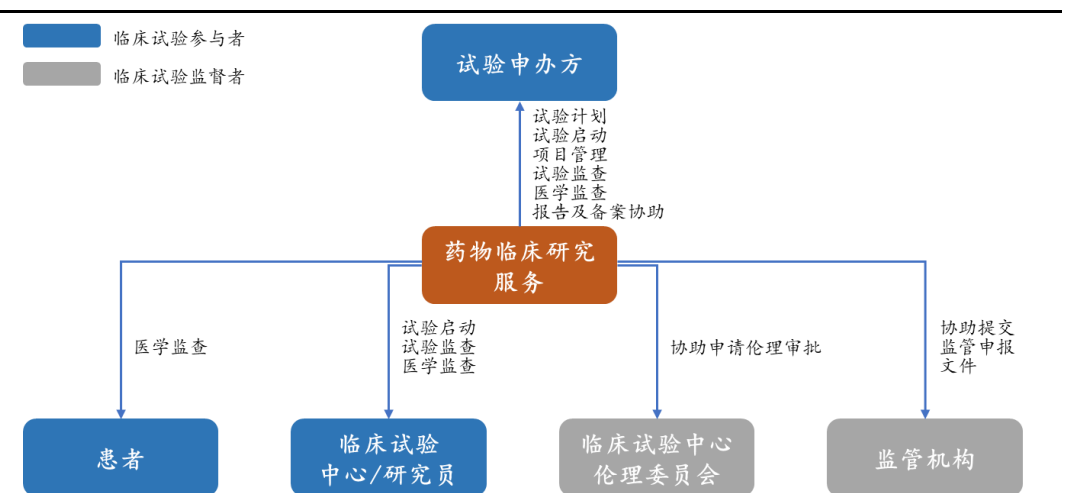
公司业务围绕新药研发开展，业务板块齐全，平台优势显著。临床试验的开展是一个复杂而又规范化的活动，其内容主要可分为 1) 临床试验技术服务和 2) 临床试验相关服务及实验室服务。2021 年公司临床试验技术服务营收占比为 57.42%，是公司的主营业务。公司业务面齐全，支持提供临床试验一站式解决方案，为药物全生命周期保驾护航。

图42：公司提供的主要服务内容



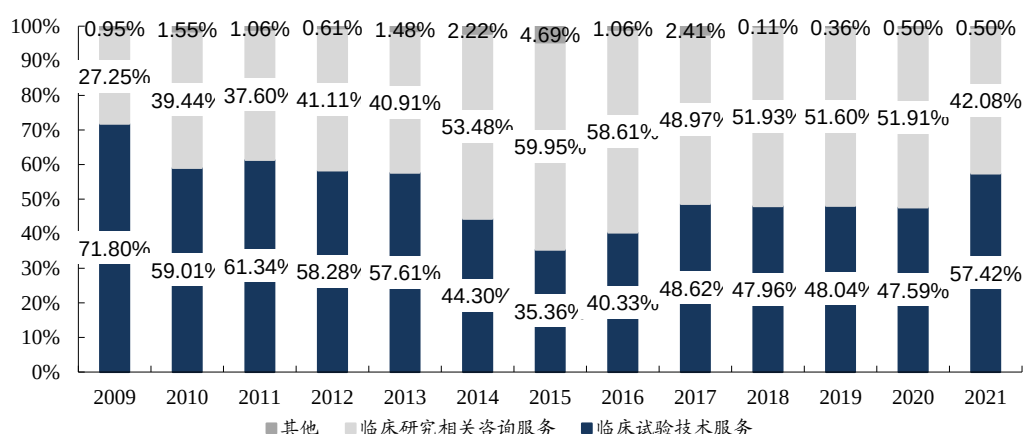
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图43：公司在药物临床研究服务中的作用



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

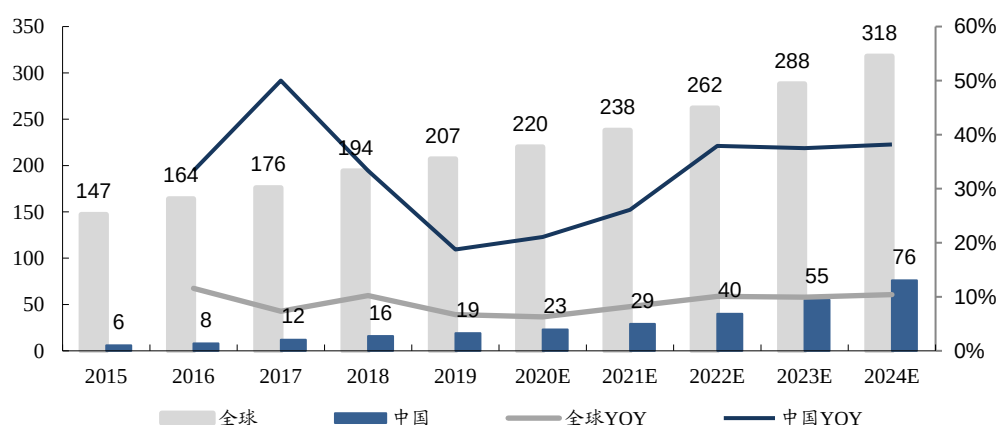
图44: 公司各业务历年占比情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

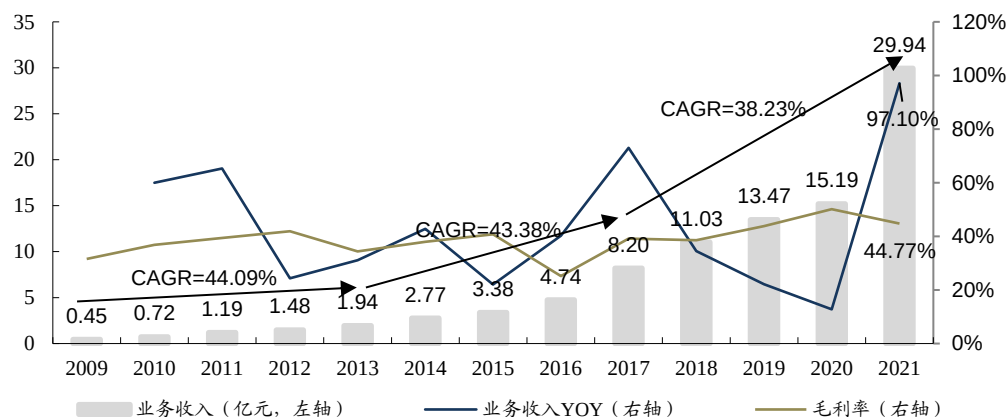
临床试验技术服务业绩增长强劲，毛利率维持高位。根据 Frost & Sullivan 预测，临床试验运营市场是全球临床 CRO 中占比最大的部分，2019 年占比为 51%；2019 年全球临床试验运营市场规模约为 207 亿美元，2024 年预计将增长到 318 亿美元，2019-2024 年 CAGR 为 9.0%；2019 年中国临床试验运营市场规模约为 19 亿美元，2024 年预计将增长到 76 亿美元，2019-2024 年 CAGR 为 32.2%。2021 年，公司主营业务临床试验技术服务实现营收 29.94 亿元，同比增长 97.10%，在全年疫情偶发的情形下仍保持了高速增长，2017-2021 年 CAGR 为 38.23%；临床试验技术服务毛利率常年维持在高位，2021 年该业务毛利率为 44.77%。

图45: 临床试验运营全球和中国市场规模（亿美元）



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

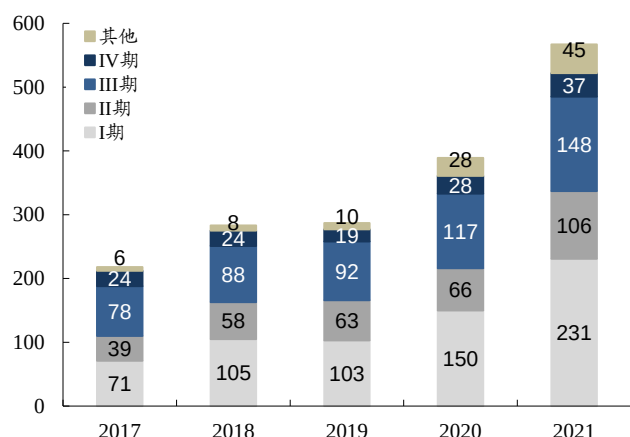
图46: 公司临床试验技术服务业务收入情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

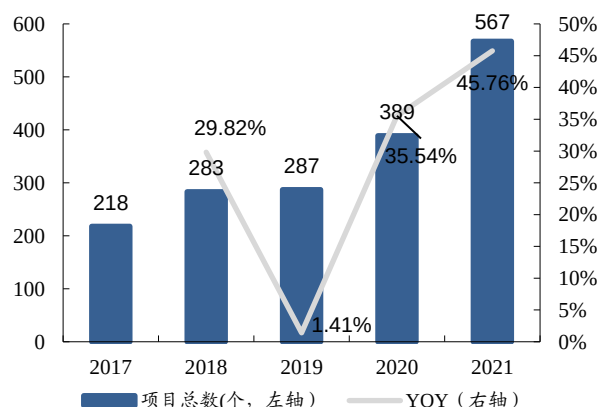
2021 年临床试验管线数量增长快, 未来业绩确定性高。公司自成立以来公司与中国超过 1200 家临床试验机构进行合作, 项目经验丰富。近 5 年来看, 公司在 2018-2019 年项目出现短暂缓慢增长后, 2020 年与 2021 年项目增长快速, 增长率分别为 35.54% 和 45.76%。2021 年在研临床试验有 567 项, 关键性 III 期临床试验项目为 148 项, 占比 26%, 显示出了较强的临床试验运营能力。若单纯以 CDE 公布的 2021 年登记的临床试验数量 3,358 项作为基数, 公司在 2021 年在研的临床试验项目占全年登记临床试验数量的 16.89%。(由于存在跨年登记的临床试验和非 CTR 登记的临床试验, 上述数据用于评估公司市占率存在一定偏差)

图47: 公司每年正在进行的药物临床试验数量 (按阶段分, 个)



数据来源: 公司年报, 公司招股书, 东吴证券研究所

图48: 公司每年正在进行的药物临床试验总数

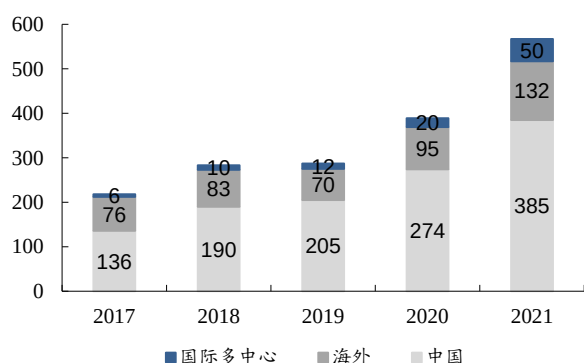


数据来源: 公司年报, 公司招股书, 东吴证券研究所

海外团队初具规模, 业务拓展卓有成效。截至 2021 年年报, 公司拥有 24 家海外子公司、超过 1,000 人的海外专业团队。公司在海外进行的单一区域临床试验数量也由 2017

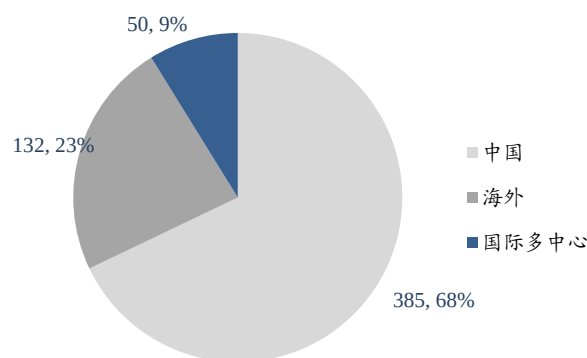
年的 76 项增长至 2021 年的 132 项。同时，公司参与国际多中心（MRCT）的临床试验项目也有明显的增长，2021 年 MRCT 参与项目达到 50 个，同比增长 150%。公司作为 Convdecia™（Ad5-nCoV）疫苗多中心三期临床研究的牵头临床合同研究机构，为该疫苗于 2021 年 2 月获中国国家药品监督管理局附条件批准做出贡献，这是由中国企业启动的首个三期疫苗临床研究，在巴基斯坦、墨西哥、俄罗斯、智利及阿根廷等地进行，覆盖多个大洲，受试者超过 40,000 人，显示出了公司强大的国际项目运作能力。

图49：公司每年末正在进行的药物临床试验数量（按区域分，个）



数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

图50：2021 年末公司正在进行的药物临床试验数量占比（按区域分，个）



数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

医疗器械临床试验业务健康发展，业务版图多方向延伸。公司自 2017 年收购泰州捷通泰瑞，布局医疗器械临床试验业务。背靠泰格医药丰富的临床试验经验、广泛的临床研究资源和成熟的临床运营团队，公司的医疗器械临床试验业务发展。公司 2021 年完成了 148 个医疗器械临床试验项目，2021 年底正在进行中的项目达 341 个，协助 3 个创新器械和 2 个人工智能医疗软件成功上市，整体表现亮眼。2021 年，公司真实世界研究团队启动 20 多项药物和医疗器械真实世界研究，5 月博鳌乐城临床研究中心落成，将不断扩大真实世界研究项目服务能力；公司已完成 74 个生物等消息（BE）项目，正在进行 161 个 BE 项目。

图51：一般医疗器械研发流程

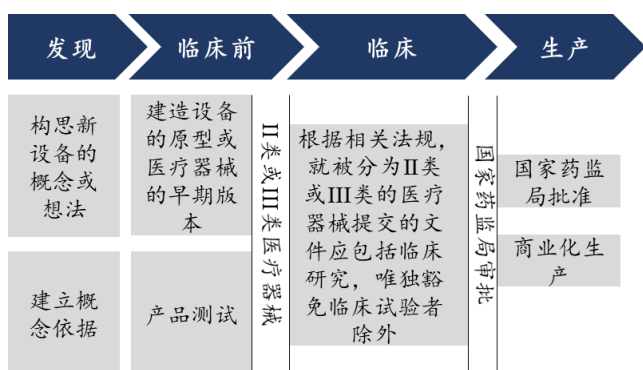
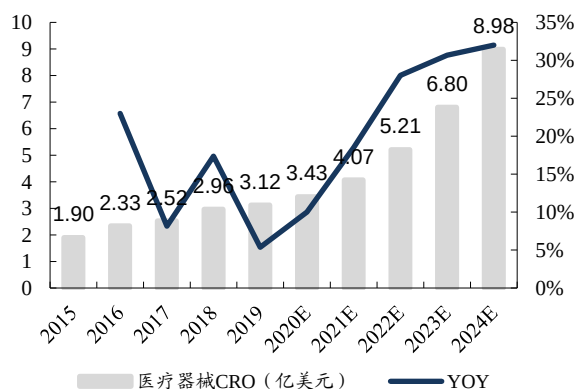


图52：中国医疗器械 CRO 市场规模



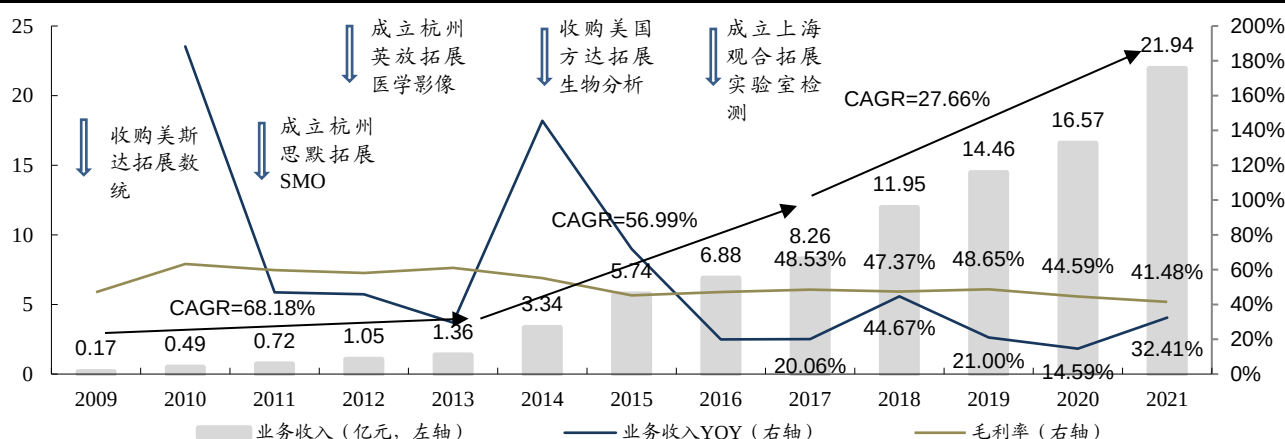
数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

3.2. 非临床试验技术业务全面，形成双轮驱动格局

临床试验相关及实验室服务业务进入业绩兑现期。公司在 09-16 年通过内生增长和外延并购等措施建立了实验室、数据管理与统计分析、临床试验现场管理等业务，业务能力得到全面提升。随着能力建设的告一段落，临床试验相关及实验室服务业务开始进入兑现期，2021 年业务收入 21.94 亿元，同比增长 32.41%，2017-2021 CAGR 为 27.66%，继续保持稳定增长。

图53：公司临床试验相关及实验室服务业务

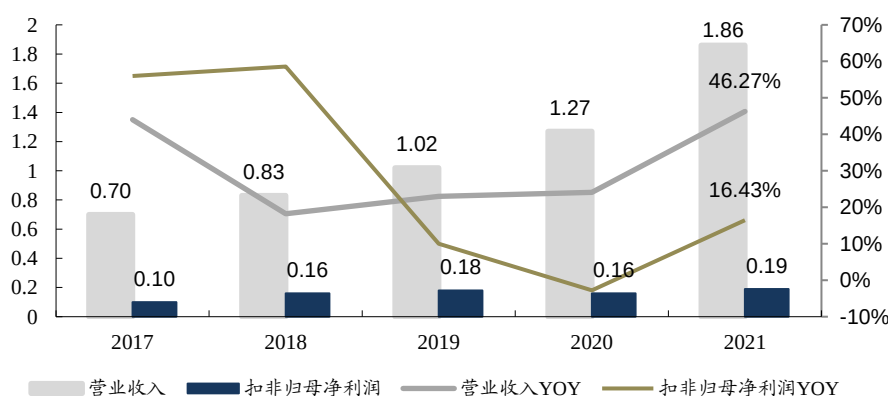


数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

3.2.1. 实验室服务业务

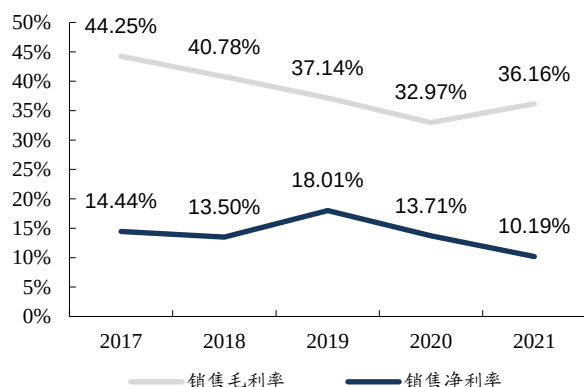
截至 2021 年 12 月 31 日公司持有方达控股 50.35% 股份，方达控股营收增长稳定。2021 年末，方达控股在执行实验室服务项目达 2,516 个，同比增长 24%，2021 年实现营收 1.86 亿美元，同比增长 46.27%，2017-2021 CAGR 为 27.67；实现扣非归母净利润 0.19 亿美元，同比增长 16.43%，2017-2021 CAGR 为 17.41%。

图54：方达控股业绩情况（亿美元）



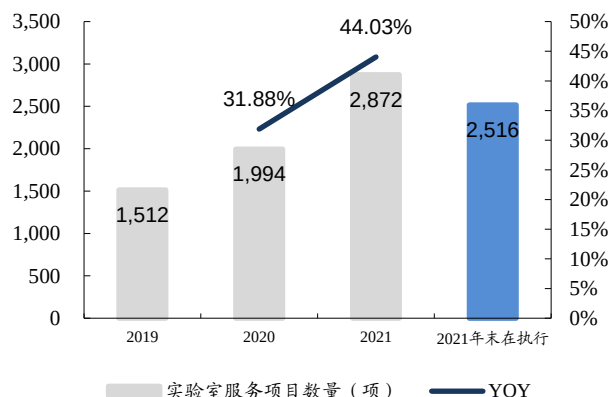
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图55: 方达控股毛利率、净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

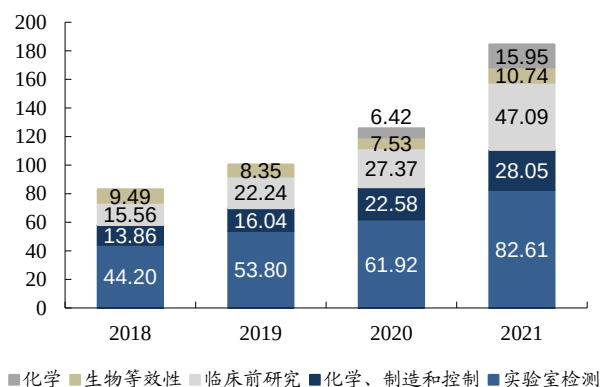
图56: 方达控股项目数量



数据来源: 公司推介材料, 东吴证券研究所

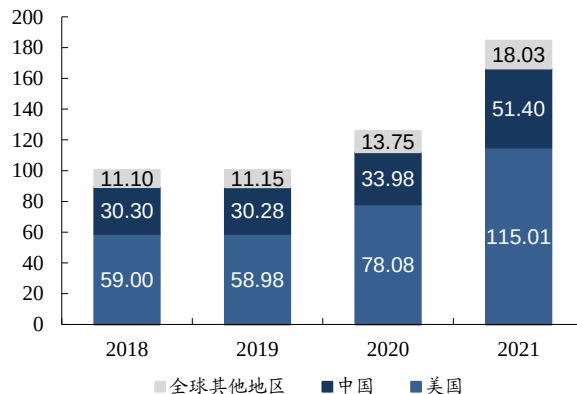
方达控股业务多元, 中国、北美两地运营。方达控股业务包括实验室检测 (2021 年营收占比 44.79%, 下同), 化学、制造和控制 (15.21%), 临床前研究 (25.53%), 生物等效性 (5.82%) 和化学 (8.65%), 主要服务于药物临床前及临床相关的检测等服务。公司在美国宾州、加州、俄亥俄州、新泽西州、佛罗里达州、加拿大温哥华、中国上海、江苏苏州、河南郑州和湖北武汉等均有设施场所。2021 年, 方达控股在美国的营业收入为 1.15 亿美元 (62.35%), 在中国的营业收入为 0.51 亿美元 (27.01%) 和在其他地区营业收入 0.18 亿美元 (10.93%)。

图57: 公司营收拆分 (按业务分, 百万美元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图58: 公司营收拆分 (按地区分, 百万美元)



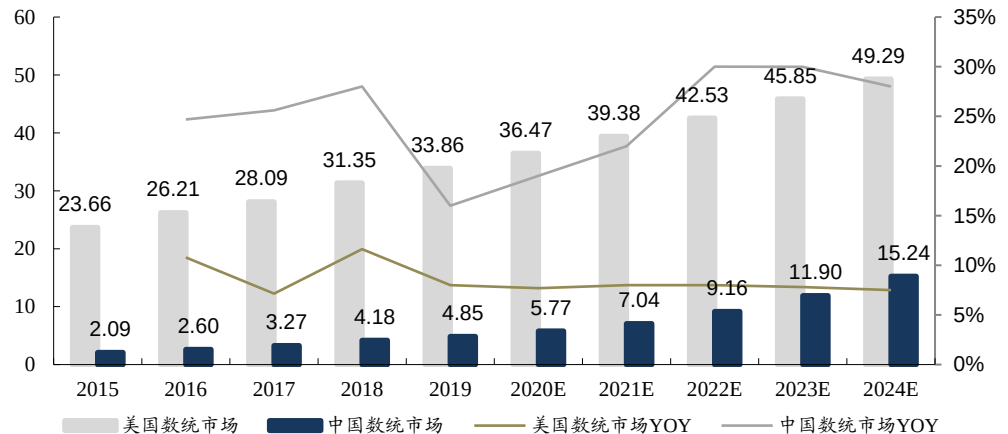
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

方达控股仍处于规模扩张期。2021 年 2 月, 方达控股在上海临港增加超过 6,200 平方米实验室; 4 月, 在苏州的新安全与毒理中心开工并于年底基本完成; 4 月, 方达美国启动放射性人体吸收、代谢和排泄 (hAME) 服务; 7 月, 在宾夕法尼亚州占地 6,600 平方米新的实验室已正式投入使用; 12 月, 在上海的中心实验室开始投入使用, 旗下子公司合亚医药新设 1,660 平方米药物发现实验室, 其中包括 10 个符合 cGLP 标准的药物化学实验室。随着能力的建设, 方达控股未来有望保持业务增长。

3.2.2. 数据管理与统计分析业务

数据管理与统计分析市场规模约为临床试验运营的 1/4, 作为附加值业务体量可观。根据 Frost & Sullivan 数据, 2019 年美国数统市场规模约为 33.86 亿美元, 到 2024 年预计为 49.29 亿美元, 2019-2024 CAGR 为 7.8%; 2019 年中国数统市场规模约为 4.85 亿美元, 约为临床试验运营体量的 1/4, 2024 年数统市场预计将达到 15.24 亿美元, 2019-2024 CAGR 为 25.7%。

图59: 中、美数据管理与统计分析市场规模 (亿美元)



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

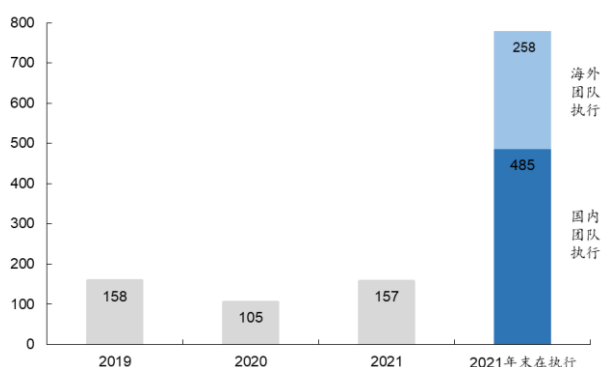
依托临床试验技术服务, 数据管理与统计分析实现高收益。公司数据管理与统计分析业务主要依托子公司美斯达, 并由嘉兴泰格和美国 BDM 共同辅助开展业务, 可以提供从临床试验计划到试验结束的全流程数据管理和统计分析业务。2021 年, 公司数统业务客户数量达 163 个, 同比增长 40.52%; 完成 157 个数统业务, 同比增长 49.52%; 在执行订单为 743 个, 在中国、韩国、美国及印度有超过 800 名专业人才队伍。根据美斯达 2015-2019 年业务数据情况, 数统业务销售净利润率高, 属于高附加值业务。

图60: 数据管理与统计分析业务内容



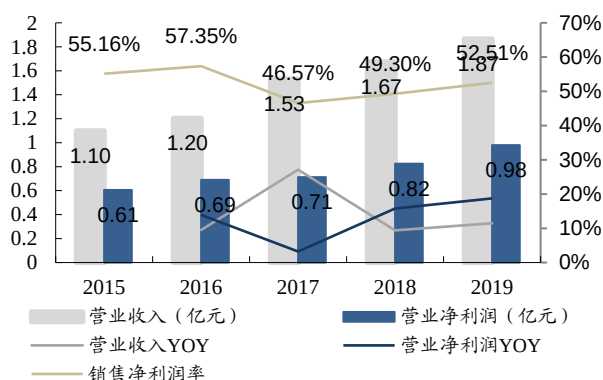
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图61: 公司数据管理与统计分析项目情况



数据来源: 公司推介材料, 东吴证券研究所

图62: 美斯达营收情况 (2015-2019)

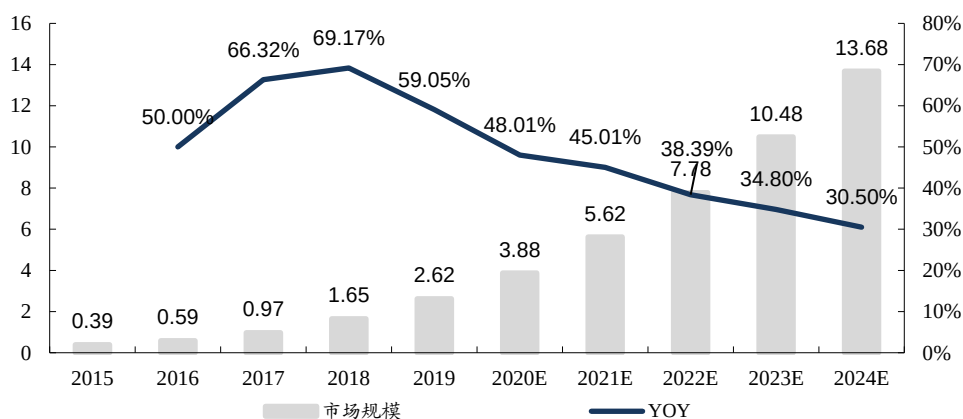


数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

3.2.3. 临床试验现场管理与患者招募业务

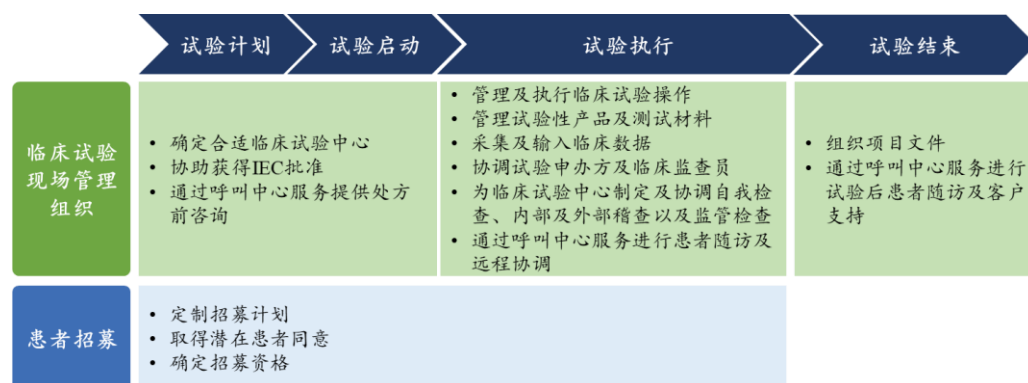
临床试验现场管理 (SMO) 与患者招募市场规模约为临床试验运营的 14%，未来增长迅速。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年中国 SMO 与患者招募市场规模约为 2.62 亿美元，约为临床试验运营的 14%，到 2024 年市场规模将扩大到 13.68 亿美元，2019-2024 CAGR 为 39.2%。SMO 业务内容主要为临床试验协调员 (CRC) 在临床试验中心协助执行临床试验相关的药品发放、患者协助、数据收集等，需要同时与临床试验中心的研究者、临床运营的项目经理/CRA、以及申办方 (药企) 沟通与协作，因此良好的各方合作基础是 SMO 业务开展的有利条件。公司 SMO 与患者招募业务依托既往与超过 1200 家临床试验中心和广泛的客户合作基础，业务可持续性较强。

图63: 中国临床试验现场管理与患者招募市场规模 (亿美元)



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

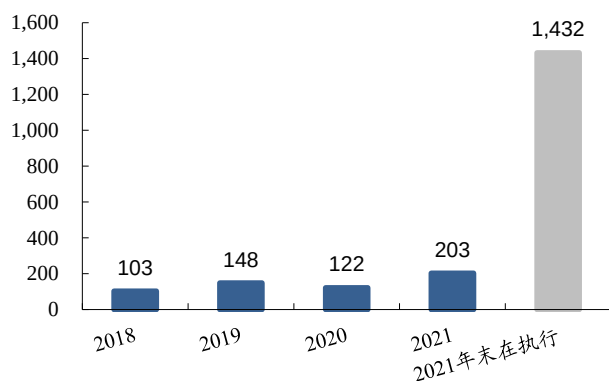
图64: SMO 与患者招募业务内容



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

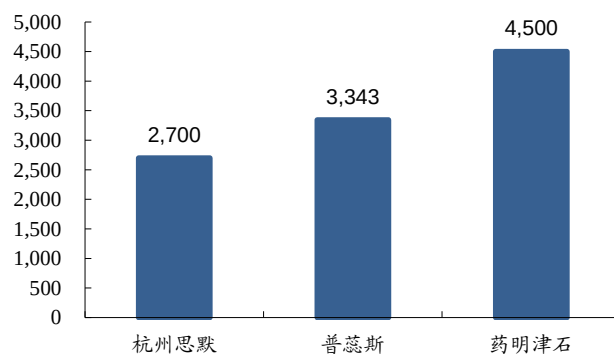
SMO 和患者招募业务与临床试验技术服务形成业务协同。2021 年, 公司专业临床研究协调员团队规模超过 2,700 名, 2021 年末在执行 SMO 订单达 1,432 个, 同比增长 21.36%; 2021 年完成项目数量 203 个, 同比增长 66.39%, 与国内 147 个城市的 1,267 家医院和临床试验中心合作, 处于 SMO 行业一流梯队。

图65: SMO 业务项目数量



数据来源: 公司推介材料, 东吴证券研究所

图66: 思默、普蕊斯、药明津石人员规模(人, 截至 2021 年报)



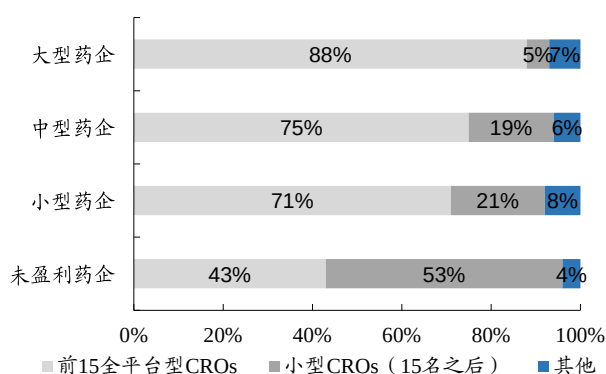
数据来源: 公司年报, Wind, 药明康德推介材料, 东吴证券研究所

4. 国内龙头优势明显，海外拓展道阻且长但可期待

4.1. 加深业务护城河，保持客户粘性

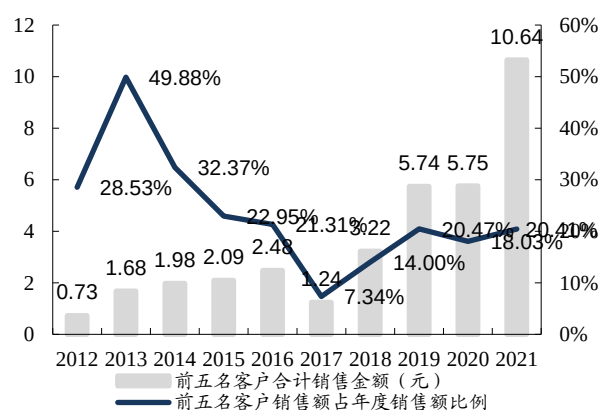
公司客户粘性强，客户结构健康。公司收入排名前 20 大客户中有 6 家是跨国大药企，有 16 家是上市公司；前十大客户保留率达 100%，公司也为很多大客户提供了至少 5 年以上的服务，客户粘性强。对盈利性药企来说，他们往往会更加倾向于和全平台型的行业内领先的 CRO 合作，这类客户通常具有更好的支付能力，更丰富的产品管线和更具有潜力的产品。公司业务全面，客户数量不断增加，前五大客户销售额整体增长明显，占比趋稳，客户结构健康。

图67：大型药企对 CRO 选择偏好



数据来源：Credit Suisse Research, 东吴证券研究所

图68：前五名客户销售情况



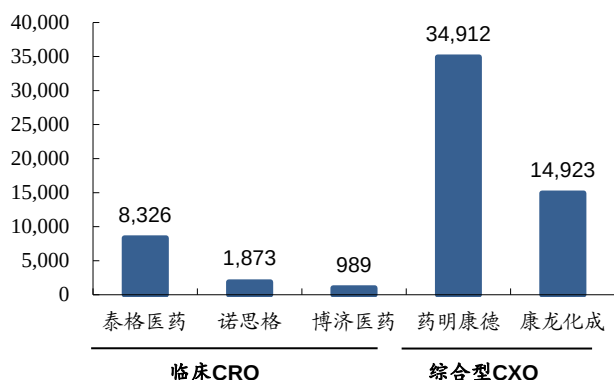
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

丰富的项目经验、广泛的医院合作基础、全面的业务平台加深公司护城河。公司 2021 年末在执行订单达到 567 个，已于中国超过 1,200 家临床机构合作，可以提供药物全生命周期临床一站式解决方案。药物临床试验由于其临床场景的复杂性、疾病的差异性、患者的异质性等，药物临床试验经验的积累对临床 CRO 工作开展有重要的借鉴意义，同时，流畅的工作流程、完善的质量管理体系和强大的项目交付能力可以赢得客户的信赖。公司凭借多年的项目经验、医院合作基础，以及业务间的关联性，可以为公司未来带来更多发展，大大加深公司的护城河。

4.2. 维持行业龙头地位，业绩增长可期

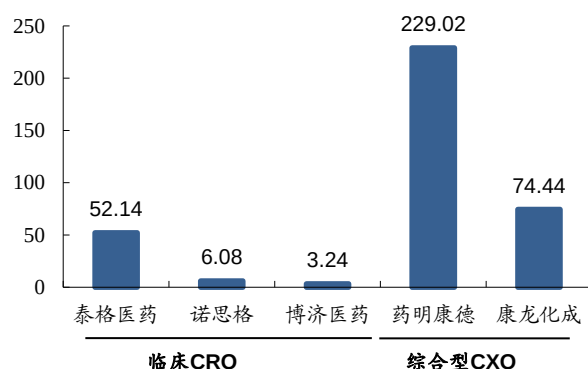
公司是临床 CRO 行业龙头，与后来者差距明显。国内前列的临床 CRO 公司中，博济医药上市多年，2021 年人员规模为 989 人，已过 IPO 的诺思格 2021 年人员规模为 1,873 人，均小于泰格医药的人员规模。人均创收上，2021 年诺思格与博济医药分别为 32.48 万元/人和 32.78 万元/人，而泰格医药为 62.62 万元/人，保持了领先地位，与后来者差距明显。

图69: 2021 年国内可比 CRO 公司人员规模 (人)



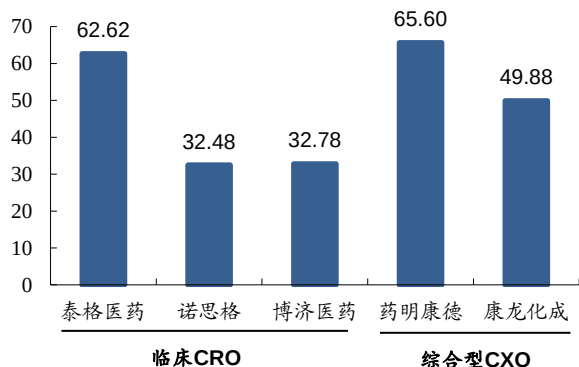
数据来源: Wind, 东吴证券研究所;

图70: 国内可比 CRO 公司营业收入 (2021 年, 亿元)



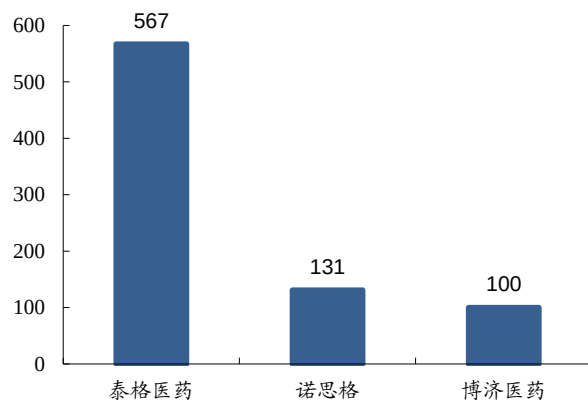
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图71: 国内可比 CRO 公司人均创收 (万元/人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图72: 国内临床 CRO 公司项目数量 (2021 年, 项)

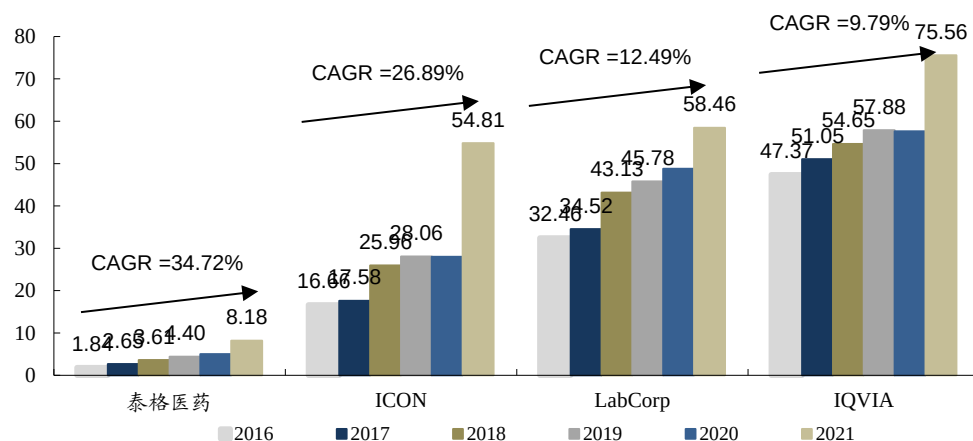


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

4.3. 巩固国内业务, 拓展海外业务, 公司未来前景广阔

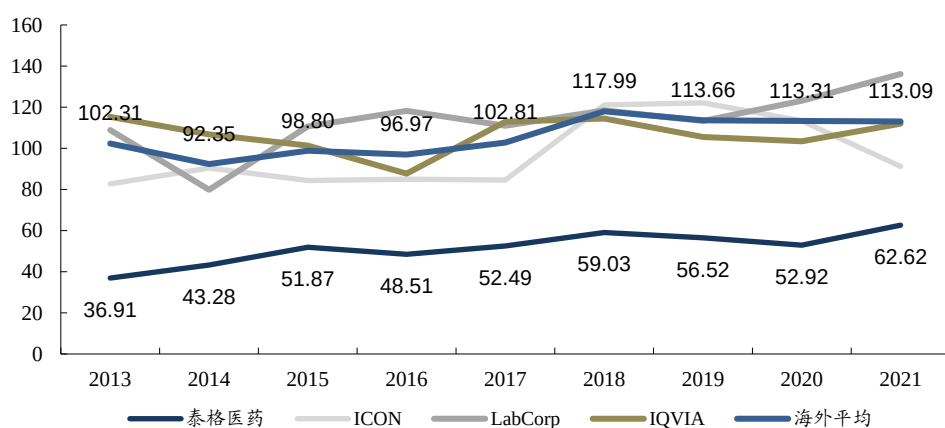
道阻且长, 与国际临床 CRO 龙头仍有差距。受限于国内临床 CRO 行业发展较晚, 国内药物注册审评审批体系与国际接轨时间仍短, 创新药发展相对滞后等, 国内临床 CRO 发展还存在较大空间。从营收规模来看, 泰格医药营收规模约为国际临床 CRO 龙头企业 IQVIA 的 11%; 从业务增速来看, 泰格医药营收保持了较高的增速, 显著高于 LabCorp、IQVIA 和 ICON (ICON 于 2021 年收购 PRA health, 导致营收增速较快)。国际临床 CRO 企业人均创收趋稳, 连续 3 年维持在人均创收 113 万元水平, 泰格医药人均创收依然保持了一定的增速, 2021 年同比增长 18.32%, 还有一定上涨空间。但从人员规模和业务体量来看, 泰格医药与国际临床 CRO 龙头仍有较大差距。

图73: 海外可比公司临床 CRO 部分业务收入情况 (亿美元)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所; 注: 汇率按 2021-12-31 日 1 美元=6.3757 计算, 泰格医药和 ICON 为公司总营收, LabCorp 为 Drug Development 部门业务收入, IQVIA 为 Research & Development Solutions 部门业务收入

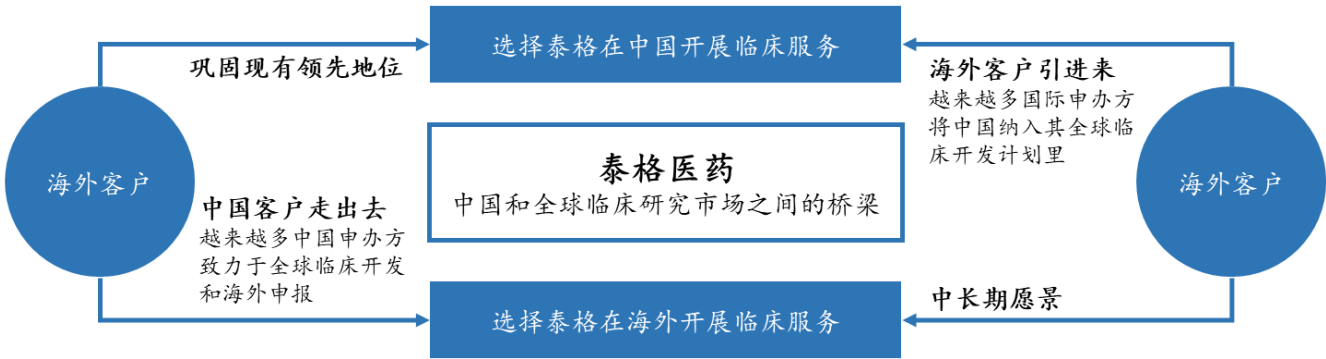
图74: 海外可比公司人均创收 (万元)



数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所; 注: 汇率按 2021-12-31 当日 1 美元=6.3757 人民币计

临床 CRO 细分赛道受益于国内新药研发热度增长, 保持了较高的景气度, 公司作为临床 CRO 龙头企业, 我们预测其市场份额有望进一步提升。随着国内企业对创新药出海的需求增长, 以及国外药企在国内布局临床试验情况的增多, 公司提前海外布局, 依托现有的资源和优势, 海外业务拓展也有望实现突破; 但同时也应注意到, 海外临床 CRO 龙头市占率较高, 海外市场推广压力较大, 且国内与海外医药监管体系差异带来业务的水土不服也是未来需要克服的难点。

图75：公司临床试验技术服务未来的增长策略



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 关键假设和收入拆分

根据公司历年经营情况、发展规划和行业未来发展，公司收入做如下拆分：

表4：泰格医药收入拆分（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	31.92	52.14	70.36	86.65	106.75
YOY		63.32%	34.95%	23.16%	23.19%
成本		29.43	40.32	48.66	60.05
毛利率	47.43%	43.55%	42.70%	43.85%	43.75%
1. 临床试验技术服务	15.19	29.94	43.41	54.27	67.83
YOY	12.77%	97.10%	45.00%	25.00%	25.00%
收入	15.19	29.94	43.41	54.27	67.83
毛利率	50.13%	44.77%	43%	45%	45%
2. 临床研究相关咨询服务	16.57	21.94	26.95	32.39	38.91
YOY	14.59%	32.41%	22.82%	20.19%	20.16%
收入	16.57	21.94	26.95	32.39	38.91
毛利率	44.59%	41.48%	41.46%	41.28%	41.04%
2.1 实验室服务	3.81	5.97	8.06	10.08	12.59
YOY		56.86%	35%	25%	25%
收入	3.81	5.97	8.06	10.08	12.59
毛利率	32.97%	36.16%	35%	35%	35%
2.2 数据管理与统计分析	2.25	2.93	3.57	4.28	5.05
YOY		30%	22%	20%	18%
收入	2.25	2.93	3.57	4.28	5.05
毛利率	70%	70%	70%	70%	70%
2.3 临床试验现场管理与患者招募	3.10	4.65	5.81	7.27	9.08
YOY		50%	25%	25%	25%
收入	3.10	4.65	5.81	7.27	9.08
毛利率	32%	32%	32%	32%	32%
2.4 其他临床相关业务	7.41	8.39	9.50	10.76	12.18
YOY		13.23%	13.23%	13.23%	13.23%
收入	7.41	8.39	9.50	10.76	12.18
毛利率	48.11%	40.58%	42%	42%	42%
3. 其他	0.16	0.26	0.26	0.26	0.26
YOY		62.50%	0.00%	0.00%	0.00%
收入	0.16	0.26	0.26	0.26	0.26
毛利率	85.94%	78.61%	78.61%	78.61%	78.61%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 盈利预测与估值

我们选取 A 股中同行业的昭衍新药、阳光诺和、药明康德、康龙化成作为可比公司，参考可比公司估值。2022 年行业可比公司平均估值为 48.66 倍，公司 2022 年估值为 23.85 倍，低于行业平均水平。

表5: 可比公司估值对比（数据截至 2022 年 6 月 16 日）

代码	公司	收盘价 (元)	EPS (元/股)			P/E (倍)			市值 (亿元)
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
603127.SH	昭衍新药	118.94	1.46	1.85	2.38	81.47	64.29	49.97	453.93
688621.SH	阳光诺和	98.07	1.32	1.88	2.67	74.30	52.16	36.73	78.46
603259.SH	药明康德	95.68	1.72	2.92	3.52	55.63	32.77	27.18	2828.31
300759.SZ	康龙化成	84.5	2.09	2.79	3.85	60.65	45.43	32.92	1006.45
可比公司平均						68.01	48.66	36.70	
300347.SZ	泰格医药	93.4	3.29	3.92	4.63	28.35	23.85	20.16	814.86

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 昭衍新药、药明康德和康龙化成盈利预测来自于东吴证券研究所, 阳光诺和盈利预测来自于 Wind 一致性预期

我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 70.36 亿元, 86.65 亿元, 106.75 亿元; 归母净利润分别为 34.17 亿元, 40.43 亿元, 46.91 亿元; 当前股价对应估值分别为 $24\times$, $20\times$, $17\times$, 公司为国内临床 CRO 龙头标的, 所在行业具备高景气发展, 首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) **新药研发不及预期风险:** 新药研发存在不确定性, 存在新药研发失败的风险。
- 2) **行业竞争风险:** 行业集中度较低, 存在行业竞争加剧的风险。
- 3) **投资收益波动:** 投资收益不及预期风险。
- 4) **汇兑损益风险:** 人民币存在升值的风险。
- 5) **创新药研发投入景气度下滑风险:** 由于公司所处行业与创新药企业研发投入有较大关系, 存在研发投入不及预期造成公司订单出现波动的风险。
- 6) **政策风险:** 由于创新药研发受政策影响较大, 可能存在国内政策收紧导致公司订单出现波动的风险。

泰格医药三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,852	15,717	21,581	28,377	营业总收入	5,214	7,036	8,665	10,675
货币资金及交易性金融资产	8,574	12,557	17,713	23,639	营业成本(含金融类)	2,943	4,032	4,866	6,005
经营性应收款项	875	1,442	1,609	2,018	税金及附加	23	28	35	43
存货	6	8	11	13	销售费用	129	192	234	285
合同资产	1,285	1,508	2,014	2,442	管理费用	547	803	974	1,193
其他流动资产	111	202	233	265	研发费用	212	310	379	463
非流动资产	12,889	14,159	15,448	16,726	财务费用	-216	-358	-529	-722
长期股权投资	739	1,417	2,096	2,774	加:其他收益	18	33	40	47
固定资产及使用权资产	906	1,039	1,158	1,257	投资净收益	312	494	606	730
在建工程	217	309	414	524	公允价值变动	1,815	1,815	1,815	1,815
无形资产	251	332	416	503	减值损失	-24	1	2	3
商誉	1,779	2,063	2,364	2,664	资产处置收益	-1	-1	-1	-2
长期待摊费用	35	37	39	41	营业利润	3,697	4,372	5,167	6,002
其他非流动资产	8,962	8,962	8,962	8,962	营业外净收支	-12	-1	0	-1
资产总计	23,741	29,876	37,029	45,103	利润总额	3,685	4,371	5,167	6,001
流动负债	2,413	4,425	6,716	9,166	减:所得税	293	374	432	502
短期借款及一年内到期的非流动负债	783	290	290	290	净利润	3,392	3,997	4,736	5,499
经营性应付款项	148	324	327	414	减:少数股东损益	518	580	693	808
合同负债	790	992	1,268	1,543	归属母公司净利润	2,874	3,417	4,043	4,691
其他流动负债	693	2,819	4,830	6,919	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.29	3.92	4.63	5.38
非流动负债	723	851	979	1,107	EBIT	1,366	1,672	2,178	2,686
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,563	1,858	2,394	2,923
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	43.55	42.70	43.85	43.75
租赁负债	407	535	662	790	归母净利率(%)	55.13	48.57	46.65	43.95
其他非流动负债	316	316	316	316	收入增长率(%)	63.32	34.95	23.16	23.19
负债合计	3,136	5,276	7,695	10,273	归母净利润增长率(%)	64.26	18.89	18.31	16.04
归属母公司股东权益	18,124	21,540	25,580	30,269					
少数股东权益	2,482	3,061	3,754	4,562					
所有者权益合计	20,605	24,601	29,334	34,830					
负债和股东权益	23,741	29,876	37,029	45,103					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,424	1,696	2,303	2,959	每股净资产(元)	20.77	24.69	29.32	34.69
投资活动现金流	-2,783	848	911	1,024	最新发行在外股份(百万股)	872	872	872	872
筹资活动现金流	-163	1,437	1,940	1,940	ROIC(%)	6.28	6.47	7.16	7.44
现金净增加额	-1,582	3,980	5,153	5,922	ROE-摊薄(%)	15.86	15.86	15.80	15.50
折旧和摊销	197	187	217	237	资产负债率(%)	13.21	17.66	20.78	22.78
资本开支	-367	-778	-827	-838	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.35	23.85	20.16	17.37
营运资本变动	-235	-413	-396	-477	P/B(现价)	4.50	3.78	3.19	2.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

