

创新政策催化不断，一体化临床 CRO 龙头稳健成长

2024 年 07 月 25 日

► **泰格医药：中国临床 CRO 龙头企业，一体化+国际化战略驱动迅速扩张。**公司自 2004 年成立以来持续深耕临床 CRO 领域，培育出临床试验技术服务（CTS）和临床试验相关服务及实验室服务（CRLS）共两大板块，提供全流程、一站式新药研发解决方案。公司具有专业化管理层及技术团队，坚持国际化拓展，主营业务稳健成长。

► **中国临床试验活动保持活跃，创新政策回暖驱动临床 CRO 行业持续增长。**从需求看，全球生物医药投融资触底反弹，创新需求回暖趋势确定，中国本土优质创新药在全球范围获得认可，中国临床试验活动仍然强劲，对于 CRO 的需求将稳健提升。从供给看，临床 CRO 市场持续扩容、渗透率保持增长，未来中国临床 CRO 市场集中度将不断提升，头部规模效应将逐步凸显，泰格等龙头企业将不断提高临床 CRO 服务国际竞争力和市场份额。在政策端，国家高度重视创新药产业发展，医药政策边际回暖，从研发、审批、准入、支付等环节全链条支持创新药高质量发展，并且各地医药产业基金也陆续成立和投资，带动国内生物医药投融资回暖和需求复苏。

► **巩固国内龙头地位、积极拓展海外市场，高效管理体系确保服务质量与盈利能力。**1) 深耕核心临床 CRO 服务，高质量赋能客户项目推进。公司提供全流程创新药和创新器械临床研发解决方案，国内外临床试验项目数高速增长，注册事务、医学撰写、医学翻译和药物警戒等业务持续发展，不断提升全链条服务能力。2) 围绕临床试验布局全链条服务能力，协同临床试验高效推进。公司数统业务快速发展，持续推进海外 BD 和国内服务下沉；SMO 服务广泛覆盖中国临床试验中心，进行中项目数高速增长；方达实验室检测和药物发现与开发双轮驱动，建设全球实验室赋能客户，产能爬坡后收入增速有望恢复。3) 内部建设+外部并购布局全球服务网络，专业团队和交付质量获得全球客户高度认可。公司与国内 1300 多家临床试验机构开展合作，服务网络覆盖国内大部分重点城市；同时积极参与全球临床研究，拓展海外运营团队和分支机构，全球化服务能力持续加强。公司建立了一支高素质的专业化员工团队，轻资产运营模式下具有较强的盈利端调节能力，在手订单稳健提升，优质和多元化客户订单驱动业绩长期增长。

► **投资建议：**公司是中国临床 CRO 外包龙头企业，在保持国内占有率领先的同时加速开拓海外市场，随着全领域服务布局深化，业务协同效应持续体现。我们预计 2024-2026 年公司实现收入 82.83/96.36/112.88 亿元，分别同比增长 12.2%/16.3%/17.1%，归母净利润 22.30/26.03/30.97 亿元，分别同比增长 10.1%/16.7%/19.0%，对应 PE 为 20/17/14 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**需求下降风险、海外政策风险、业务扩张风险、技术迭代风险、行业投融资环境变化风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,384	8,283	9,636	11,288
增长率 (%)	4.2	12.2	16.3	17.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,025	2,230	2,603	3,097
增长率 (%)	0.9	10.1	16.7	19.0
每股收益 (元)	2.34	2.58	3.01	3.58
PE	22	20	17	14
PB	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 25 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

51.71 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 乔波耀

执业证书：S0100123070005

邮箱：qiaoboyao@mszq.com

目录

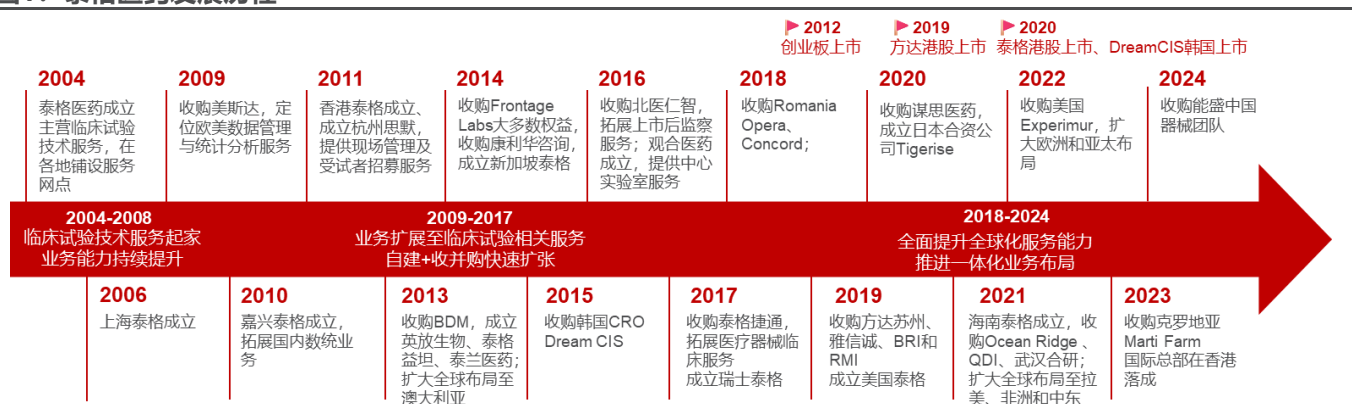
1 泰格医药：中国临床 CRO 外包龙头企业，一体化+国际化战略驱动公司迅速扩张	3
2 中国临床试验活动保持活跃，医药创新政策回暖驱动临床 CRO 行业持续增长	6
2.1 政策端：医药创新政策持续边际回暖，临床 CRO 行业向规范化和规模化方向发展	6
2.2 需求端：全球生物医药投融资触底反弹，创新需求回暖趋势确定	9
2.3 供给端：临床 CRO 市场持续扩容，头部规模效应将逐步凸显	12
3 巩固国内龙头地位、积极拓展海外市场，高效管理体系确保服务质量与盈利能力	17
3.1 深耕核心临床 CRO 服务，高质量赋能客户项目推进	17
3.2 围绕临床试验布局全链条服务能力，数统、SMO 业务快速成长	21
3.3 内部建设+外部并购布局全球服务网络，专业团队和交付质量获得客户高度认可	27
4 盈利预测与投资建议	31
4.1 盈利预测假设与业务拆分	31
4.2 估值分析	32
4.3 投资建议	33
5 风险提示	34
插图目录	36
表格目录	37

1 泰格医药：中国临床 CRO 外包龙头企业，一体化+国际化战略驱动公司迅速扩张

泰格医药：中国临床 CRO 行业龙头，打造赋能新药研发全产业链的创新生态。

泰格医药总部位于中国杭州，专注为创新药研发提供临床试验全流程的专业服务，历经 20 年发展成长为中国领先的一体化 CRO 平台。通过内生增长和外延并购，公司已在全球数十个国家布局 180 多个分支机构和运营网络，服务全球客户超过 3000 家，确保研究项目高质量交付，加速医药产品市场化进程。

图1：泰格医药发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

泰格医药以临床 CRO 为核心，提供全流程、一站式新药研发解决方案。公司业务主要分为两大板块：临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务。临床试验技术服务（CTS）涵盖临床运营、临床药理、注册与法规事务、科学事务、医学翻译、药物警戒、真实世界研究、第三方稽查与培训等服务，临床试验相关服务（CRLS）包括数据管理及统计分析、现场管理及受试者招募、医学影像和实验室等服务。公司服务覆盖临床前研究、IND 申报、临床试验 I-III 期、上市后研究全流程业务，高效串联新药研发各环节。

图2：泰格医药跨越全流程的端到端服务体系

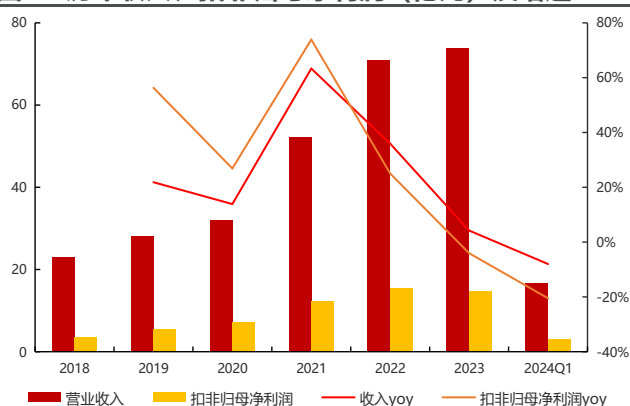


资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

管理层成员从业经验丰富，布局全球子公司为客户提供多领域服务。公司实际控制人是叶小平博士和曹晓春女士，分别直接持有 20.49%和 5.97%股权。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，拥有丰富的专业知识及领导才能，核心管理层成员都曾任职于全球或中国领先的生物制药公司，充分了解客户在临床开发过程中面临的挑战和需求。公司建立覆盖多领域的临床试验服务体系，主要子公司包括谋思医药、泰格捷通、美斯达、泰兰医药、英放生物、方达医药、杭州思默、DreamCIS、BDM 等。

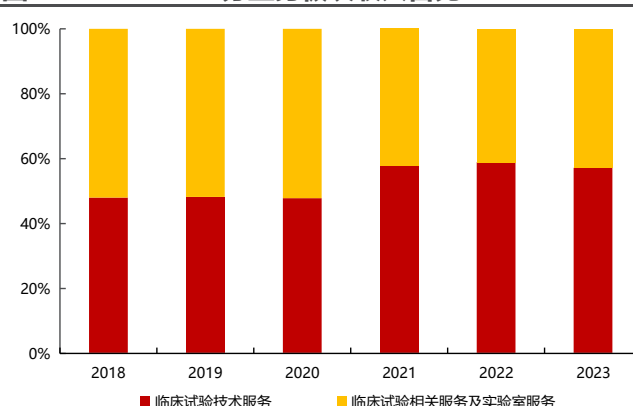
主营业务稳健成长，临床试验技术服务业务占比逐渐提升。2018-2023 年公司收入端稳健增长，2023 年实现收入 73.84 亿元，同比增长 4.2%，在新冠疫苗收入大幅下滑的基础上仍实现正增长，其中临床试验技术服务的收入占比为 57.2%，达到 41.68 亿元；扣非归母净利润 14.77 亿元，同比下降 4.1%。2024 年 Q1 公司营业收入 16.60 亿元，同比下降 8.0%，扣非归母净利润 3.03 亿元，同比下降 20.5%，主要系 23 年新签订单疲软影响 Q1 收入确认，而近期已经观察到行业需求复苏趋势。

图3：历年收入、扣非归母净利润（亿元）及增速



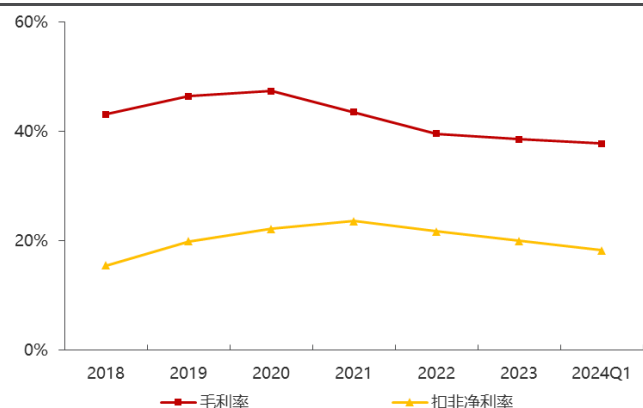
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2018-2023 分业务板块收入占比

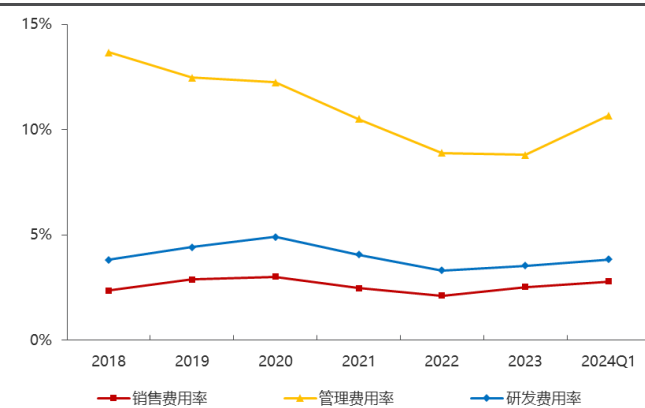


资料来源：wind，民生证券研究院

毛利率基本稳定，公司采用多种方法维持较高的盈利能力。2024 年 Q1 公司毛利率为 37.83%，扣非净利率为 18.26%，盈利能力长期维持在较高水平。轻资产运行模式赋予公司费用端的灵活性，可以通过人员配置调整、团队架构优化等方式进行费用端控制。目前费用端保持健康平稳，2024 年 Q1 管理费用率、销售费用率、研发费用率分别为 10.67%、2.80%和 3.85%，仍有进一步优化的空间。

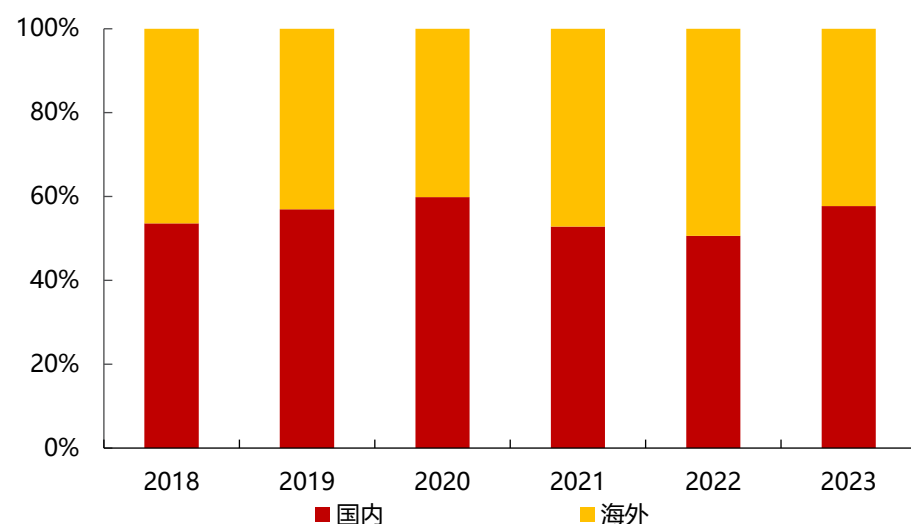
图5：2018-2024Q1 公司毛利率和扣非净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2018-2024Q1 公司销售、管理及研发费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

国内外业务协同发展，境内业务收入持续增加。公司国内业务迅速增长，以28.18%的 CAGR 从 201 年的 12.32 亿元增长到 2023 年的 42.63 亿元，持续巩固在中国临床外包服务市场的领导地位，临床 CRO、SMO、数统等业务稳步增长。同时公司坚持全球化战略布局，不断推进海外团队建设和收并购，2023 年境外业务收入为 31.27 亿元，同比下降 9.62%，主要系特定疫苗临床项目收入大幅下降，2023 年公司国内、海外业务收入占比分别为 57.7%和 42.3%。

图7：2018-2023 年公司分地域收入占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 中国临床试验活动保持活跃，医药创新政策回暖 驱动临床 CRO 行业持续增长

2.1 政策端：医药创新政策持续边际回暖，临床 CRO 行业 向规范化和规模化方向发展

中国生物制药行业已经取得长足发展，迈向差异化创新的新周期。中国生物医药行业历经三阶段发展，实现由“仿”到“创”的跨越式发展。初期研发以仿制药和跟进型药物为主，创新研发能力相对薄弱，随着人才聚集和产业链的逐步完善，医药行业通过快速跟进和差异化策略进行创新研发，同时在监管层面不断完善药政法规，持续缩小与发达国家的差距。2021 年起中国创新药海外授权交易逐年增加，不断加大创新药研发国际合作，中国生物医药行业正在进入差异化创新周期。

图8：中国医药行业发展历程



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

药审政策改革创新、行业标准国际接轨，营造健康的医药创新监管生态。2015 年 7 月 22 日，CFDA 发布《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》，中国临床试验数据自查核查成为常态化工作，临床试验监管趋于严格，此后一系列药审改革政策陆续出台和实施，激发药品和医疗器械的创新研发动力。行业标准也接轨国际，2017 年中国加入 ICH，到 2023 年末已全面转化实施其 67 个技术指导原则，药品监管体系实现国际接轨；研发理念与时俱进，2021 年 11 月 CDE 发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，坚定“以患者为中心”技术指导原则，落实以临床价值和患者需求为核心的研发理念，推动药品研发更加精准、高效，促进医药行业长期健康发展。

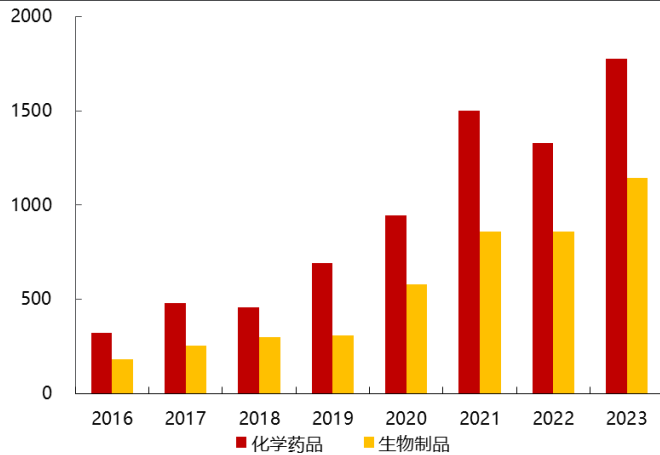
表1：药审制度改革相关政策和法规

政策文件	机构	发布时间	内容简介
《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	原国家食品药品监督管理总局	2015.7	CFDA 决定对部分已申报生产或进口的待审药品注册申请开展药物临床试验数据核查。此次药物临床试验数据自查核查涉及截至 2015 年 7 月 22 日 CFDA 收到的共计 1622 个待审药品注册申请。
《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国务院	2015.8	鼓励研究和创制新药，加快创新药审评审批，改进药品临床试验审批，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。
《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	国务院办公厅	2016.2	对一致性评价的对象、时限予以明确，落实企业主体责任，加强对一致性评价工作的管理。
《药品上市许可持有人制度试点方案》	国务院办公厅	2016.5	允许试点行政区域内的药品研发机构或者科研人员作为药品注册申请人，提交药物临床试验申请、药品上市申请，申请人取得药品上市许可及药品批准文号的，可以成为药品上市许可持有人。
《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	提出改革临床试验管理、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、提升技术支撑能力、加强组织实施等多项意见。
《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	国务院办公厅	2019.1	在试点城市中，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点。
《药品注册管理办法》	国家市场监督管理总局	2020.1	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、国家卫健委	2020.4	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	2020.7	鼓励研究和创制具有明显临床优势的药物，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	2020.7	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	2020.7	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》	国家药监局	2021.11	确定研发立题和临床试验设计应该以临床需求为导向，实现患者获益的最大化。临床对照药物应尽量为受试者提供临床实践中最佳治疗方式/药物，而不应为提高试验成功率和效率选择安全有效性不确定，或已被更优药物所替代的治疗手段。
《药物临床试验机构监督检查办法（试行）》	国家药监局	2023.11	规范药物临床试验机构监督检查工作，加强药物临床试验管理，适用于药品监管部门对试验机构备案及开展以药品注册为目的的药物临床试验活动遵守相关法律法规、执行《药物临床试验质量管理规范》等情况实施检查、处置等。

资料来源：各政府网站，民生证券研究院

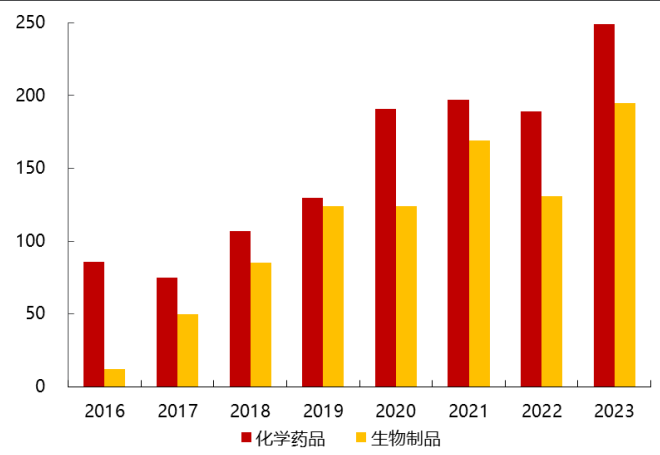
政策鼓励医药创新研发，中国新药 IND/NDA 申报量快速增长。随着药品审评审批制度的开展和系列创新支持政策的推动下，新药研发活力显著提升，审评审批流程也不断加速，推动新药 IND/NDA 申请数量逐年增长。2023 年中国新药 IND 申报量为 2997 件，同比增加 33.56%，其中化学药 IND 申报 1778 件、生物制品 IND 申报 1144 件；NDA 申报量为 470 件，同比增加 40.72%，其中化学药 NDA 申报 249 件、生物制品 NDA 申报 195 件。IND/NDA 数量快速增长反映出大量管线进入临床阶段，新药临床试验需求不断提升。

图9：2016-2023 年中国新药 IND 受理数量 (件)



资料来源：NMPA，民生证券研究院

图10：2016-2023 年中国新药 NDA 受理数量 (件)



资料来源：NMPA，民生证券研究院

医药政策持续边际回暖，全链条支持创新药高质量发展。中国政府高度重视创新药产业发展，明确对创新药进行全链条支持，在研发、转化、准入、生产、使用、支付等全生命周期各环节支持创新药发展。2024 年 2 月，医保局发布《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制（征求意见稿）》，鼓励以临床价值为导向的药物研发创新，试行以企业自主量化评价的分类办理模式，根据创新程度提供一定的首发价格自由度。4 月起北京、广州、珠海等地陆续发布支持创新药发展的政策，将推动创新药产业高质量发展，为国内 CRO 企业提供更多机会。

图11：北京、广州、珠海生物医药行业支持办法重点内容

	投融资	研发	审批	准入	支付	外包CXO
《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	1. 用好北京市医药健康产业投资基金，支持一批有重大潜在产值贡献的创新药械、CGT、数字医疗等领域产业项目落地并实现产品快速上市。 2. 2024年重点做好10家企业上市储备和服务。	1. 将临床试验启动整体用时压缩至28周以内，并持续加速。 2. 组建10家以上区域或专科、专病临床研究联合体。 3. 吸引全球高水平临床试验和国内首创标志性临床研究项目	1. 药品补充申请审评时限从200日压缩至60日、药品临床试验审评时限从60日压缩至30日。 2. 2024年新增10个创新医疗器械获批上市；推动10个临床急需品种进口	1. 优化药品阳光采购挂网流程，实现快速挂网；推动京津冀“3+N”药品、医用耗材集中带量采购合作。 2. 国谈药目录公布后一个月内召开药事会，全年药事会召开不少于4次。 3. 推进二级及以上定点医疗机构通过定点医疗机构和定点零售药店“双通道”保障国谈药供应。	1. 对符合条件的新药新技术费用，不计入DRG病组支付标准单独支付；国谈药和创新医疗器械涉及的诊疗项目，不受医疗机构总额预算指标限制。 2. 争取让更多创新药品通过谈判纳入国家医保目录。 3. 建立“北京普惠健康保”清单一动态调整机制，确保符合条件的创新药品“应进尽进”。	
《北京市加快医药健康协同创新行动计划（2024-2026年）》	1. 吸引3-5家跨国企业来京发展。 2. 支持营收规模10-20亿元企业加速发展，力争三年内15家企业实现营收规模50亿元以上。 3. 孵育新增20家以上科学家领衔创办的前沿技术企业 4. 引进不少于3家国际知名的专业孵化器、加速器，支持企业登陆国内外资本市场，新增上市企业20家。	1. 强化创新策源，加快前沿技术成果转化，打造5-10个基础与临床相结合的研究基地。 2. 加强临床研究，强化医研产协同，将临床试验启动用时压缩至25周以内。 3. 推动下一代双多抗、感染性疾病疫苗等大品种研发上市应用，产出十亿元以上品种30个。	1. 建立药械研审用联动的服务机制；提高审评效率。	1. 加速创新药械入院应用：建立定期召开药事管理与药物治疗学委员会工作会议的长效机制；对纳入医保目录的品种本着“应配尽配”原则尽快入院。	1. 推动国家医保谈判药品“双通道”工作；将符合条件的创新药械及相关技术服务纳入本市疾病诊断相关分组（CHS-DRG）付费除外支付范围。 2. 丰富多层次商业医疗保险体系：推动将纳入国家医保目录的创新药纳入北京普惠健康保。	1. 提升第三方服务平台规模效益：引导国内外优质医药外包服务平台不少于5家；提高生物药、CGT、小分子药物等第三方研发生产服务领军企业一站式能力，加速拓展全球业务。
《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》	1. 对具备颠覆性技术创新突破、应用前景广阔的生物医药项目，由市、区共同给予人才奖励、研发和产业化奖励、投资入股、贴息贷款等全链条支持，最高支持额度500万元，支持期限最长5年。 2. 支持国家级平台成果转化和产业化，市、区按1:1比例对项目最高按总投资额30%予以支持，单个项目支持金额不超过1亿元。	1. 对创新药、改良型新药和生物类似药，在国内临床试验研发费用投入1000万元以上的，分阶段最高按实际投入临床研发费用的40%给予资助：完成I、II、III期临床试验分别给予最高1000万元、2000万元、3000万元扶持，单个企业每年最高资助1亿元	1. 对取得国家药监局药品临床批件的药物，每个批件最高资助50万元。 2. 加速创新药、创新医疗器械“研审联动”机制建立：积极推动清单内项目列入省药监局“三重”创新服务名单，加快产品上市进程。	1. 鼓励各医保定点医疗机构在新版国家医保药品目录正式公布后一个月内召开药事会，按需纳入药品采购目录范围。 2. 用药目录新增1个创新药品/医疗器械目录中创新药，给予医疗机构20万元资助；同时按采购创新药品/医疗器械目录品种金额20%给予资助，每家医院每年最高资助300万元。		1. 对年收入1亿元以上、2亿元以上、3亿元以上、5亿元以上、10亿元以上，且同比实现正增长的CRO，分别给予100万元、200万元、300万元、500万元、1000万元资助。 2. 鼓励CDMO/CMO积极承担药品和医疗器械生产，对CDMO/CMO营收1亿元以上的企业，承接创新药、改良型新药、生物类似药、医疗器械生产的，按合同结算金额的1%予以资助，单个企业每年最高资助1000万元。
《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（征求意见稿）》	1. 对国家、省科技主管部门初次认定的生物医药与健康领域全国重点实验室、省重点实验室和省新型研发机构，按现行政策给予认定奖励或配套支持。对初次认定的生物医药与健康领域重点实验室和新型研发机构，鼓励所在区（功能区）依据实际情况给予资金支持。	1. 对完成I、II、III期临床试验阶段分别给予最高300万元、500万元和1000万元一次性奖励。 2. 对获得药品注册证书并实现销售的，按药品注册分类标准给予最高1000万元奖励。 3. 支持医疗机构开展临床研究，将临床研究纳入三级公立医院绩效考核指标体系。	1. 深化生物医药领域“放管服”改革，完善“一照通行”改革举措，将省药监局实施的部分药品审批事项纳入集成服务。	1. 支持企业纳入国家药械产品集中采购，对中标品种按当年采购总金额的3%予以资助。 2. 推广应用创新医药产品。支持我市生物医药企业创新产品优先纳入医保目录，鼓励医疗机构优先使用。		1. 打造园区公共技术服务平台，主要面向生物医药中小科技企业提供研发设计、设备共享、中试孵化、CRO/CDMO、实验动物培育、质量计量、检验检测、科技金融、招才引智、科技咨询等综合性服务，鼓励各区对平台建设、对外提供服务及使用平台服务的区内企业予以补贴。

资料来源：北京市医疗保障局网站，北京市人民政府网站，广州市人民政府网站，珠海市人民政府网站，民生证券研究院

政策指引下医药产业基金投资活动频繁，新基金陆续筹备设立。产业基金能发挥地方财政资金以及各类基金的联动作用，加速生物医药产业链、创新链、资金链融合。2020 年上海生物医药基金成立，总目标管理规模达到 500 亿元，已完成对国内外 46 家企业的 57 笔投资，共撬动社会资本超 190 亿元。2024 年 3 月，北京市医药健康产业投资基金在昌平签约设立，总规模 200 亿元，5 月已完成对炎明生物的 A+轮领投，未来将重点投向创新药、创新医疗器械、细胞基因治疗等领域。随着多地产业基金的成立和投资，未来医药行业投融资端将迎来较大幅度回暖。

表2：各地生物医药产业基金情况

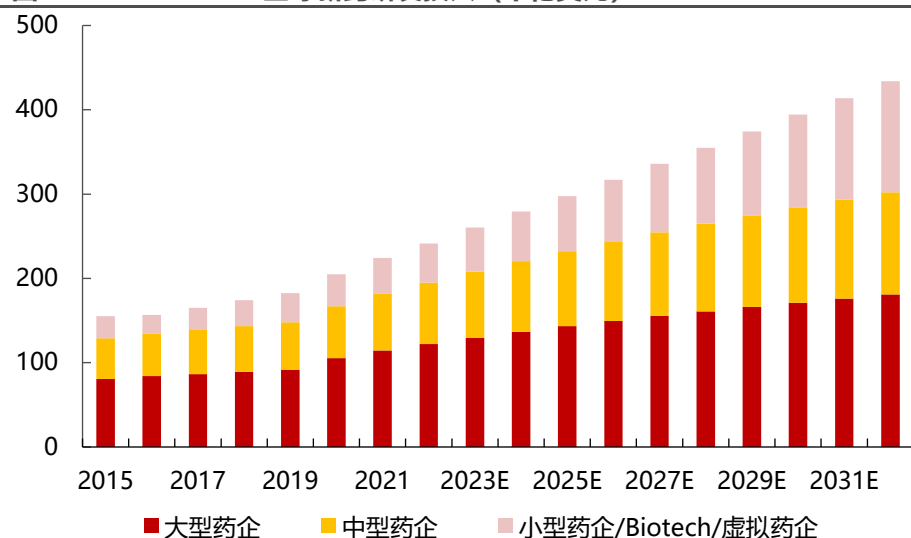
成立时间	地区	牵头单位	基金	规模
2020.12	上海	上海实业（集团）有限公司	上海生物医药基金 (市级产业基金)	总目标规模 500 亿元 首期规模 100 亿元
2022.11	天津	津药联合院、滨海产业基金、滨海新区国投公司	医脉基金	总规模 10 亿元
2023.6	安徽	安徽省财金投资有限公司、合肥产投资本	安徽省生命健康产业主题母基金	总规模不低于 135 亿元 母基金规模不低于 62 亿元
2024.3	北京	北京国有资本运营管理有限公司	北京市医药健康产业投资基金 (市级产业基金)	总目标规模 200 亿元 首期规模 100 亿元
2024.4	深圳	深圳市委市政府引导基金、复星医药	深圳生物医药产业基金	总目标规模 50 亿元
2024.7	上海	上海国经投资发展有限公司	生物医药母基金	总规模 215.01 亿

资料来源：上海市政府官网，投资昌平，安徽卫健委，湖南省财政厅等，民生证券研究院

2.2 需求端：全球生物医药投融资触底反弹，创新需求回暖

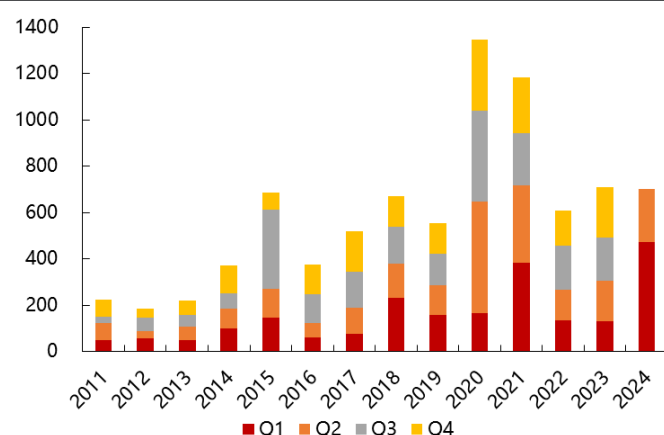
趋势确定

全球医药研发投入保持活跃，以 7%左右的 CAGR 稳定增长。2023 年全球医药 R&D 支出为 2605 亿美元，主要系中大型药企所推动，占到总研发支出的近 80%，而 biotech、小型药企的研发支出增速更快，2022-2027 年 CAGR 为 11.7%。根据 Frost&Sullivan 数据，未来全球医药研发投入将以 7%左右的 CAGR 稳定增长，预计 2027 年全球研发支出将达到 3357 亿美元。

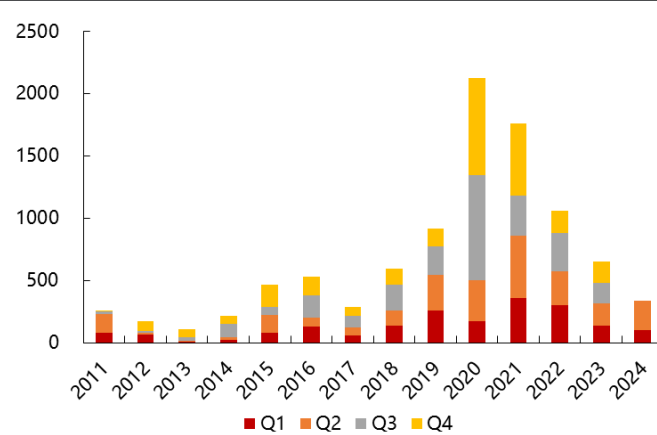
图12：2015-2032E 全球新药研发投入（十亿美元）


资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

24Q1 全球生物医药投融资强势反弹，海外需求呈现逐渐回暖趋势。在经历2022年全球资本市场预冷后，生物医药投融资在2023年出现反弹，根据Bioworld统计，2023年全球生物医药投融资额达到707.7亿美元，同比增长17%；2024年投融资延续强劲增长，H1达到700.9亿美元，同比增长129%，主要系IPO、follow-ons、公开融资及风险投资的出色表现所推动。而中国创新药投融资仍处于磨底阶段，随着多地医药创新利好政策推出和产业投资基金支持，创新药产业链展现复苏趋势。我们看好全球投融资将持续改善，下游客户在资金回暖后将优先推进临床阶段确定性较强的在研管线，带动临床CRO业绩稳健成长。

图13：按季度划分全球生物医药投融资金额（亿美元）


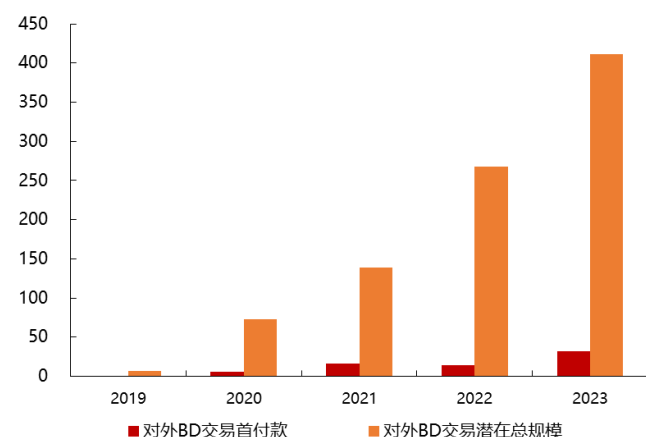
资料来源：BioWorld，民生证券研究院

图14：按季度划分的中国创新药投融资金额（亿元）


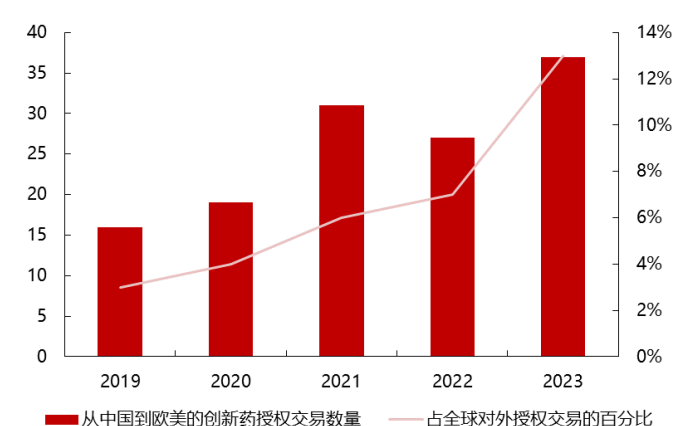
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

对外授权交易成为创新药资金来源的新渠道。尽管近几年国内融资下滑，但中国创新药资产对外BD授权交易持续升温，2023年国产创新药向海外License-out产品授权交易数量和金额创下新高，全年总交易数量80笔，潜在总金额达到411亿美元，同比增长53%，从中国到美国和欧盟的创新药授权达到37项，占全球out-licensing交易的13%。中国创新药行业正在迈向新的创新周期，聚焦源

头创新，授权至海外跨国药企成为创新药研发资金来源的新渠道。

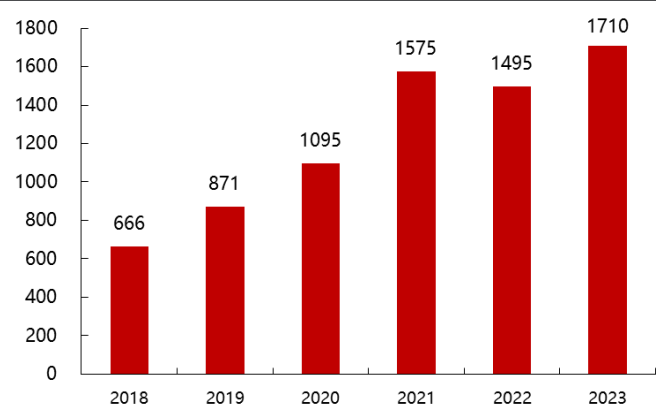
图15：中国药物对外授权交易规模显著增长（亿美元）


资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

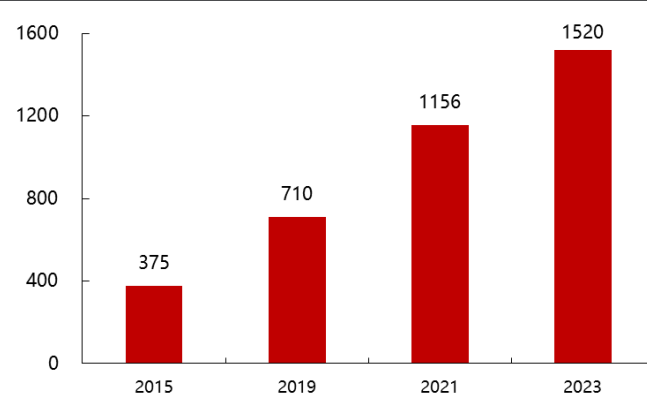
图16：中国到欧美的创新药授权交易数量（个）及占比


资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

中国临床试验活动仍然强劲，外资申办方对中国开展临床试验热情不减。中国临床管线和临床基地数量持续增长，2023 年中国新启动的创新药临床试验为 1710 项，同比增长 14.4%，经过认证的临床试验基地达到 1520 个，其中参与全球临床试验的中国基地占比提升至 6.4%，在承接全球临床试验中发挥更大作用。近年来外资申办方在中国开展的临床试验逐年增加，2023 年同比增长 18.5%，MNC 持续扩大自身研发管线并加大对中国的创新投入，对于 CRO 的需求将持续稳健提升。

图17：中国新启动的创新药临床试验数量（项）


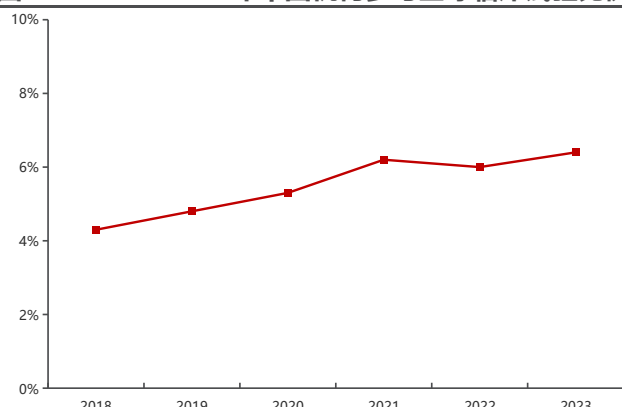
资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

图18：中国经认证的临床试验基地数量（个）


资料来源：泰格医药业绩推介 PPT，民生证券研究院

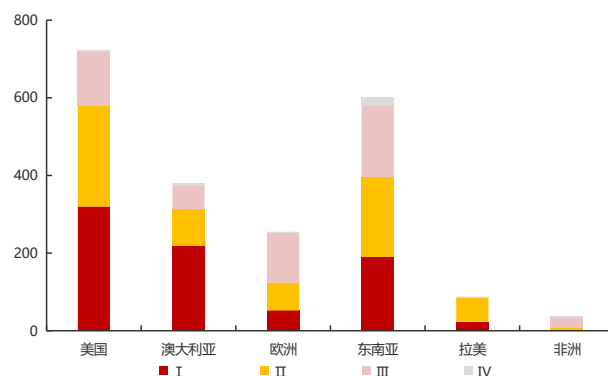
中国临床研究机构在将全球临床试验中发挥更大作用。中国临床研究机构逐渐提升全球临床试验参与度，参与全球临床试验百分比逐渐提升，从 2018 年的 4.3%提升到 2023 年的 6.4%，凸显其在全球临床试验中的重要地位。同时，中国企业也在全球积极开展临床试验活动，2018-2023 年，共有 1268 个临床试验由中国企业在海外发起，其中有 85%以上聚焦肿瘤领域。自 2019 年以来，以中国 PI 为主导的全球 II 期和 III 期临床试验有 12 项。中国研究机构和医药企业不断扩大其在全球临床试验中的影响力，彰显中国在全球医药研发领域中日益增长的关键作用。

图19：2018-2023 年中国机构参与全球临床试验比例



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

图20：2018-2023 中国企业发起的海外临床试验（个）



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

2.3 供给端：临床 CRO 市场持续扩容，头部规模效应将逐步凸显

新药研发的高难度、高投入促使药企积极寻求医药研发外包服务。CRO 服务包括新药发现、临床前研究、临床研究和上市后研究四个阶段，提供药物发现、药理药效、药动药代、安全性和毒理学、生物分析、临床试验监测、现场管理、数据管理和统计分析等服务。新药开发具有高投入、高失败率、时间周期长等特点，专业性临床 CRO 依托于广泛的医院渠道资源和高素质的临床研究人员能够加速客户的新药研发进程，提高在研项目的成功率。

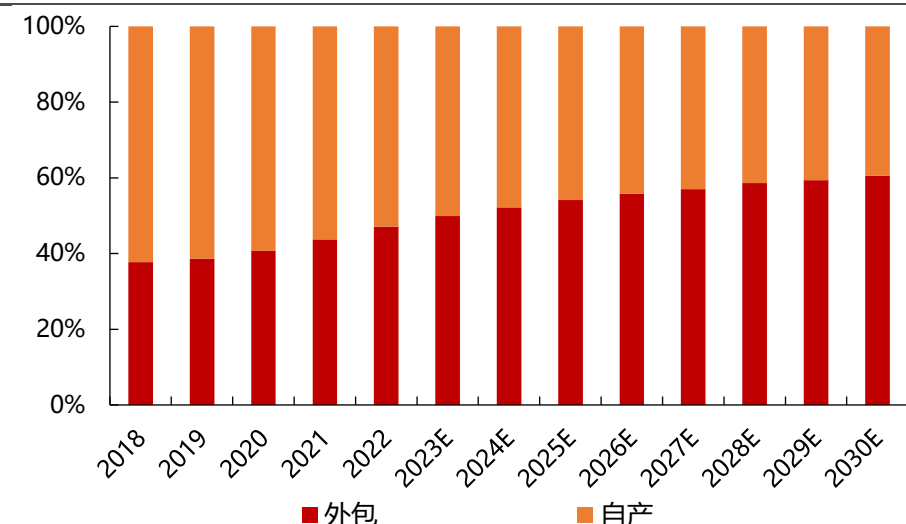
图21：CRO 在新药研发过程中提供的服务内容

	新药发现	临床前研发	临床研究	上市后研究
阶段介绍	药物发现是发掘新候选化合物的过程，其中包括： - 靶点识别 - 靶点验证 - 先导化合物生产 - 先导化合物优化	临床前研究需要进行并收集药代动力学、药效学、毒物动力学与毒理学各项安全性试验数据，其中包括： - 药理学研究 - 毒理学研究 - 药效学研究	临床研发通常包括 I,II,III,IV 期临床试验，以用来评估药物安全性与有效性	新药上市后阶段
服务项目	- 分子修饰 - 合成流程研究 - 新药研发筛选	药物活性成分研发		
化学药物				
生物药物	- 动物与细胞用作生产 - 基因组学与蛋白质组学数据 - 蛋白质与基因工程	- 蛋白质结构鉴定 - 生物安全与监测 - 蛋白质表达、纯化与冻干 - 生物分析	- 临床试验 I-IV 期 - 生物等效性实验 - 生物分析 - 实验室管理 - 数据管理与生物统计学研究 - 化学成分、生产与控制服务	稳定性研究等
两者兼备	- 疾病筛选 - 靶点选择 - 稳定性研究初试 - 初步实验研究	- 药理学研究 - 毒理学与药物动力学研究 - 质量标准研究 - 稳定性研究 - 化学成分、生产与控制服务		

资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

全球 CRO 外包渗透率逐年上升，医药研发外包模式成为主流。随着医药市场竞争的日益激烈和创新成本的不断提高，更多医药企业倾向于将研发工作外包给临床研究机构。2015-2022 年全球 CRO 外包率从 34.8% 上升到 47.1%，预计 2025 年全球 CRO 外包渗透率将达到 54.1%，其中美国为 60%，中国为 52%。2030 年外包率有望超过 60%，医药研发外包模式有望成为未来主流，助力新药开发的降本增效。

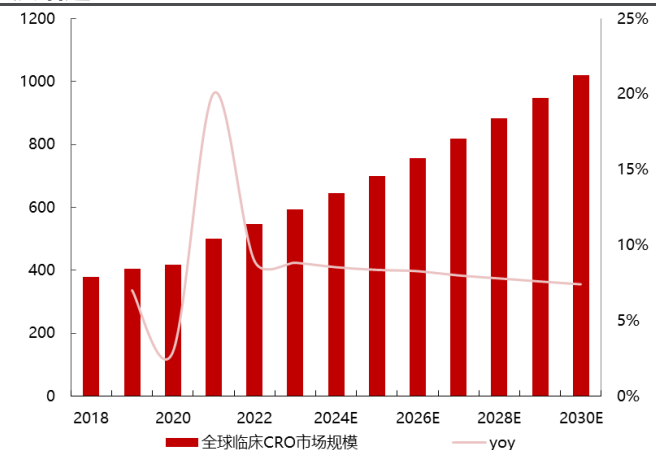
图22：2018-2030E 全球 CRO 外包渗透率逐年上升



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

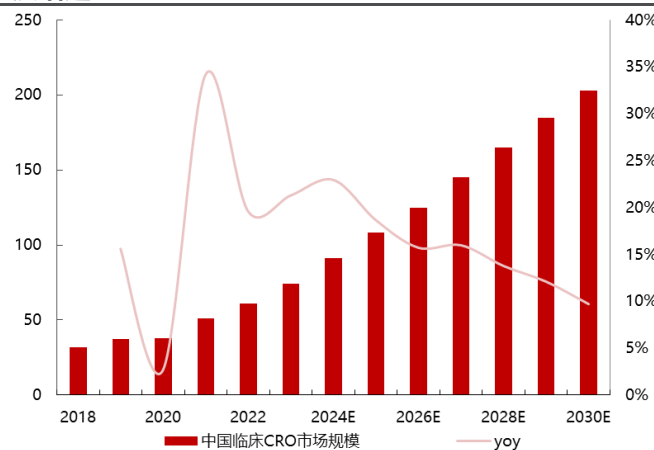
临床 CRO 全球市场持续扩容，中国市场具有更快的增长速度。2018-2022 年全球临床 CRO 市场规模稳健增长，从 379 亿美元以 9.6% 的 CAGR 增长到 547 亿美元，未来将保持稳定增速，预计 2030 年达到 1019 亿美元。相比全球市场，中国临床 CRO 仍处于发展中期，保持较高的增长速度，2023 年临床 CRO 市场规模为 74 亿元，预计将以 15.5% 的 CAGR 增长到 2030 年的 203 亿元。

图23：2018-2030E 全球临床 CRO 市场规模(亿美元)及增速



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

图24：2018-2030E 中国临床 CRO 市场规模(亿美元)及增速



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

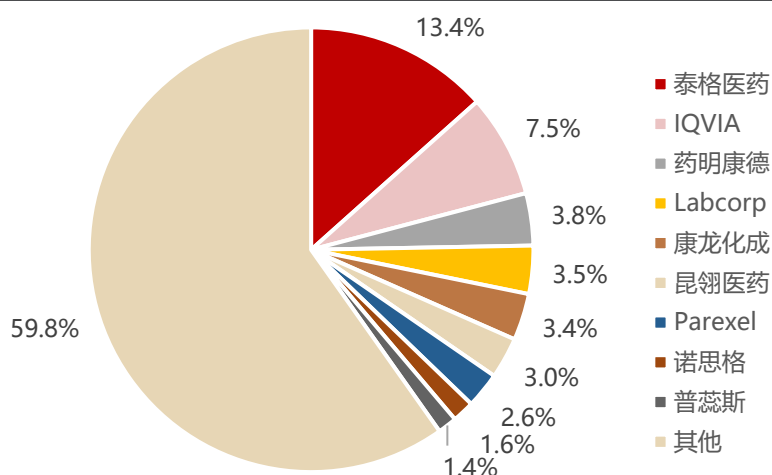
全球临床 CRO 市场集中度较高，泰格医药是中国临床 CRO 领导者。欧美 CRO 行业起步较早，IQVIA、ICON 等行业巨头已经占据较大市场份额，全球 CRO 行业已形成稳定竞争格局。中国临床 CRO 行业仍处于发展中期和市场集中度提升阶段，泰格医药作为中国临床 CRO 龙头在 2022 年中国市场份额达 13.4%。我们认为行业竞争将加速中小企业出清，优质客户和项目向头部 CRO 持续集中，本土龙头公司将持续增强在全球范围的市场竞争力。

表3：全球临床 CRO 竞争格局

公司	2023 年临床 CRO 收入 (亿美元) 及增速	订单 (截至 2024Q1)	总人数	2024 年指引 (亿美元)
IQVIA	83.95 (+6.0%)	在手订单 301 亿美元	87000	收入 87-88 (3.6%-4.8%)
ICON	81.20 (+4.9%)	在手订单 234 亿美元	41100	收入 84.80-87.20 (4.4%-7.4%)
FORTREA	31.09 (+0.4%)	在手订单 74.25 亿美元	19000	收入 27.85-28.55 (-10.0%~-7.8%)
MEDPACE	18.86 (+29.2%)	在手订单 29.07 亿美元 新签订单 23.57 亿美元	5900	收入 21.50-22.00 (14.0%-16.7%)
泰格医药	10.43 (4.2%)	在手订单 20.0 亿美元 新签订单 11.1 亿美元	9701	/

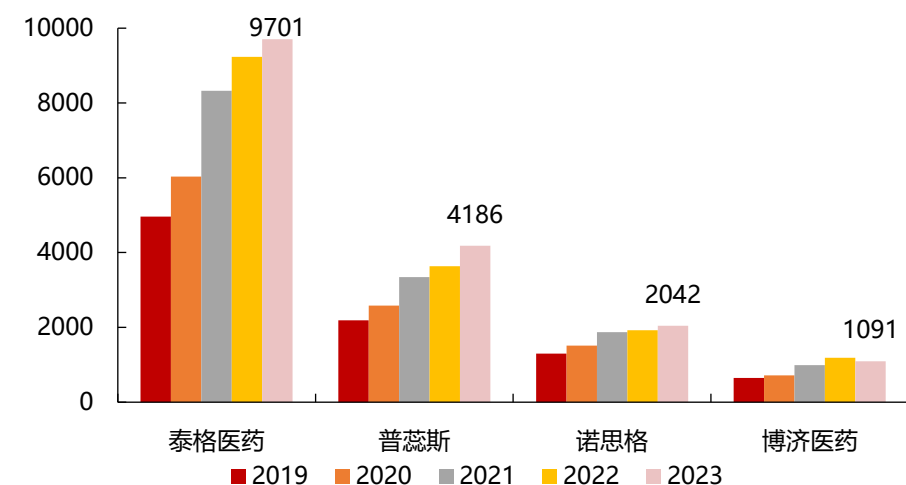
资料来源：各公司公告，民生证券研究院。注：MEDPACE 新签订单、泰格医药在手订单和新签订单均为 2023 年数据

图25：2022 年中国临床 CRO 市场竞争格局



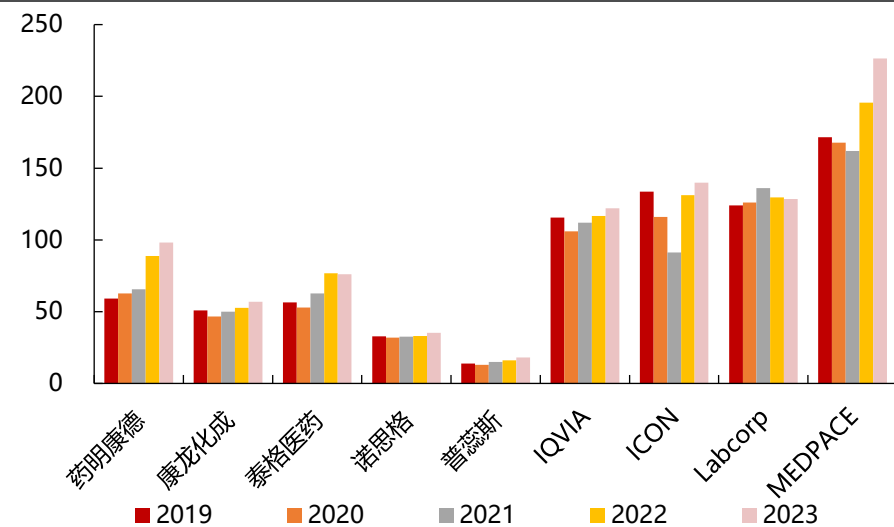
资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

临床 CRO 是人力密集型行业，高素质员工团队是核心竞争力。新药开发过程中方案设计、临床运营、数据管理等工作需要依赖大量专业人员执行，近年临床 CRO 人员规模迅速扩张，反映行业高景气度发展。截至 2023 年末，泰格医药、普蕊斯、诺思格、博济医药的员工人数分别为 9701、4186、2042、1091 人，泰格医药凭借高素质和大规模的临床 CRA、CRC 及其他专业人员占据龙头地位。

图26：2019-2023 年中国临床 CRO 人数规模（人）


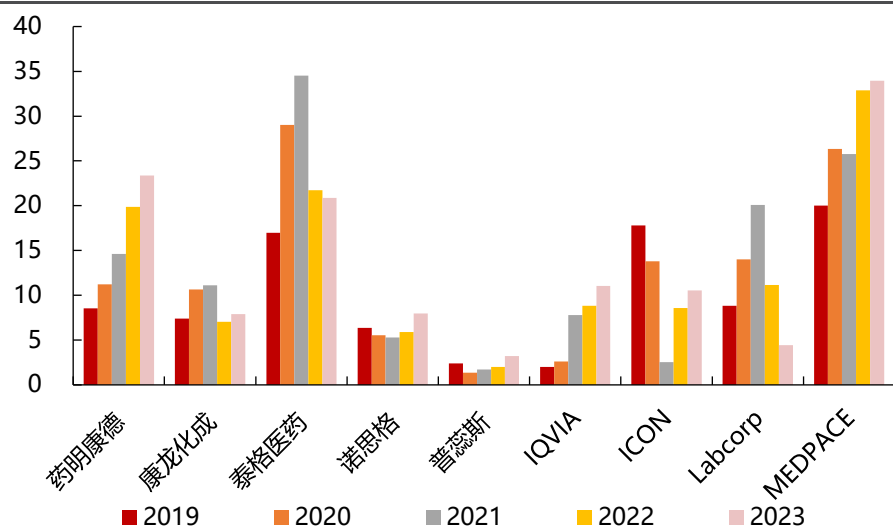
资料来源：wind，民生证券研究院

泰格医药具有行业领先的人效水平。海外临床 CRO 行业发展时间较长，已经发展为高效成熟的产业体系，国内头部 CXO 在人均产出方面与海外 CRO 龙头仍有一定差距。2023 年泰格医药人均收入达到 76.1 万元，IQVIA、ICON 人均创收在 130 万元左右；由于国内具有更低的临床试验成本和人力成本，泰格医药 2023 年人均创利在 20.9 万元，处于国际领先水平。

图27：2019-2023 年全球可比公司人均创收（万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图28: 2019-2023 年全球可比公司人均创利 (万元)



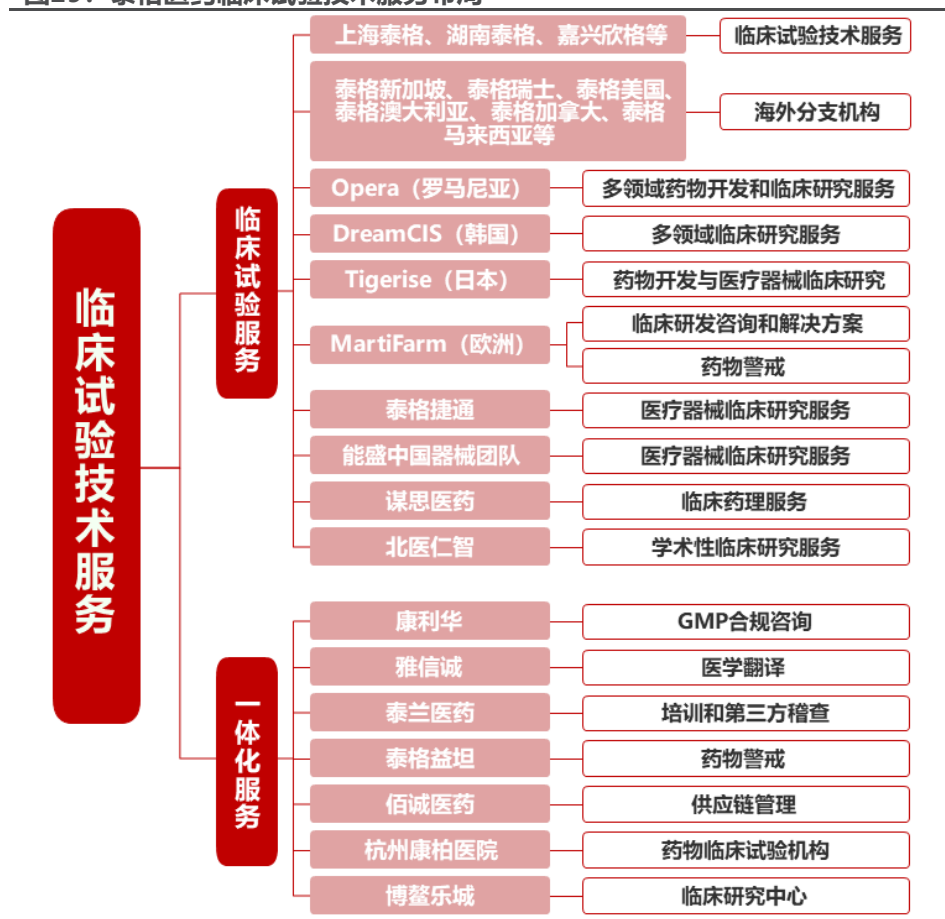
资料来源: wind, 民生证券研究院

3 巩固国内龙头地位、积极拓展海外市场, 高效管理体系确保服务质量与盈利能力

3.1 深耕核心临床 CRO 服务, 高质量赋能客户项目推进

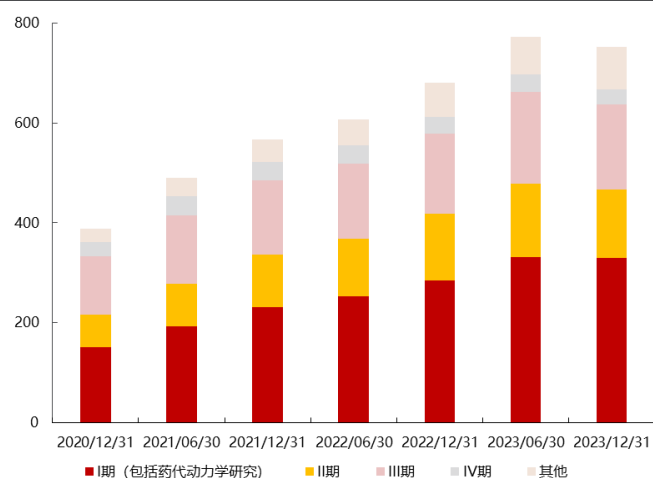
泰格医药提供全流程临床研发解决方案, 助力客户创新药项目高效研发。公司建立药品和医疗器械临床研究的一体化服务平台, 包括临床运营、临床药理、注册与法规事务、科学事务、医学翻译、药物警戒、真实世界研究、第三方稽查与培训等服务。覆盖适应症范围不断扩展, 在肿瘤领域基础上扩展至疫苗, 眼科, 皮肤, 罕见病, 神经, 心血管等治疗领域。公司持续整合临床研究服务能力并不断拓展业务范围, 为客户提供全面高效的一体化服务, 长期保持行业领先地位。

图29: 泰格医药临床试验技术服务布局

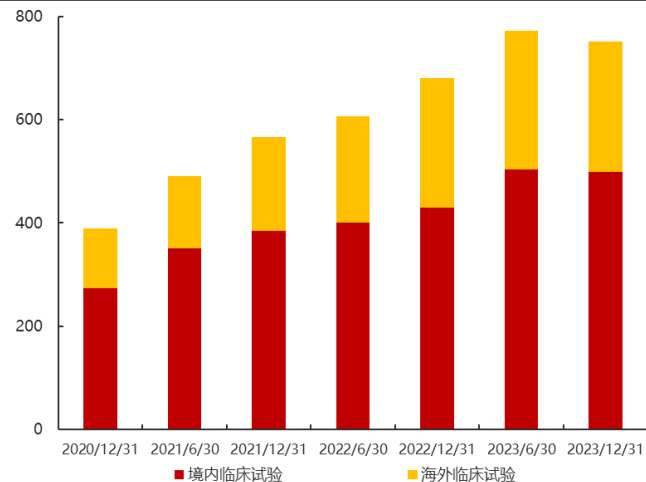


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司业务持续扩张, 临床试验项目数高速增长。随着客户对中国临床试验和全球多中心试验的需求提升, 公司临床试验数量迅速增长, 临床运营项目经验超过3500个, 累计为中国61%的已上市1类新药提供研发服务。截至2023年末公司在研临床试验项目752个, 其中临床I-IV期在执行项目数分别为330、136、171和31个。分地区看, 中国区和海外项目分别为499个和253个, 2023H2海外项目数量小幅下降主要系韩国和拉美地区顺利结束多个项目。

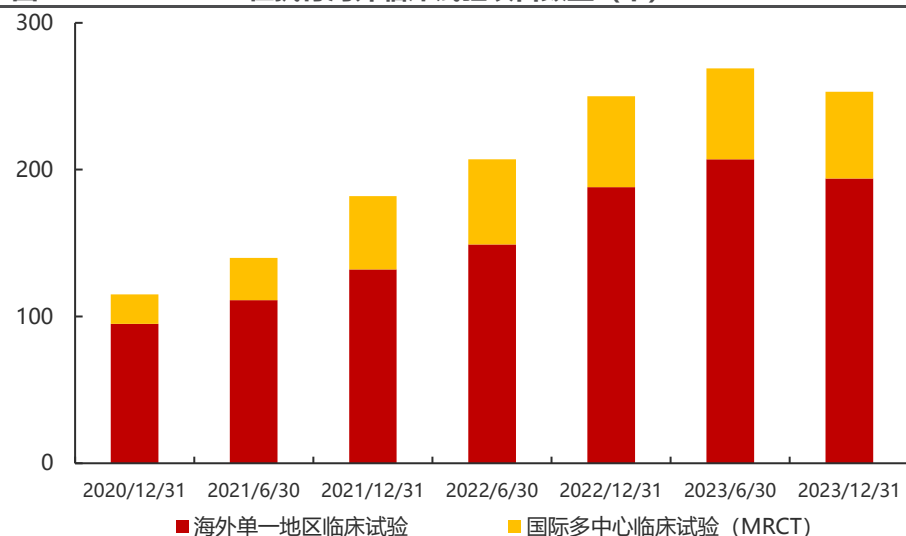
图30：2020-2023 分阶段进行中临床试验项目（个）


资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

图31：2020-2023 分地区进行中临床试验项目（个）


资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

海外业务高速发展，实现“服务全球化+人才本地化”。公司积极整合拓展全球临床业务，截至2023年公司正在进行的海外临床试验项目有253个，其中单一区域试验194个，主要集中于韩国、澳大利亚和美国；国际多中心试验59个，覆盖欧洲、北美、亚太和非洲，全年MRCT新增项目15个，累计项目超127个。分地区看，（1）美国：布局110多人PM和CRA团队，2023年临床试验收入、在手订单均显著增长，临床运营项目经验超过100个；（2）韩国：DreamCIS规模达369人，进行中项目超过100个；（3）东南亚：临床运营团队超过70人，进行中临床试验项目24个；（4）澳大利亚：新增临床试验项目20个，持续深化与澳洲临床试验机构合作。

图32：2020-2023 在执行海外临床试验项目数量（个）


资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

打造创新器械研发一体化服务平台，提供全生命周期解决方案。公司2017年收购泰格捷通拓展医疗器械领域，提供医疗器械试验运营、医学监查、方案设计和医学撰写等一体化服务。2023年公司助力6款创新医疗器械在中国成功上市，进

行中的医疗器械和 IVD 项目达 465 个，比去年增加 33 个；此外公司海外器械临床多中心项目也快速扩张，与 30 多个国家的 2100 多家医疗器械研发及生产企业建立长期合作关系，业务覆盖欧洲、韩国、美国和东南亚。2024 年 2 月公司收购 NAMSA 中国器械团队并达成与 NAMSA 在中国区域的独家合作及全球合作，助力公司服务更多中国医疗器械企业出海和拓展海外客户。

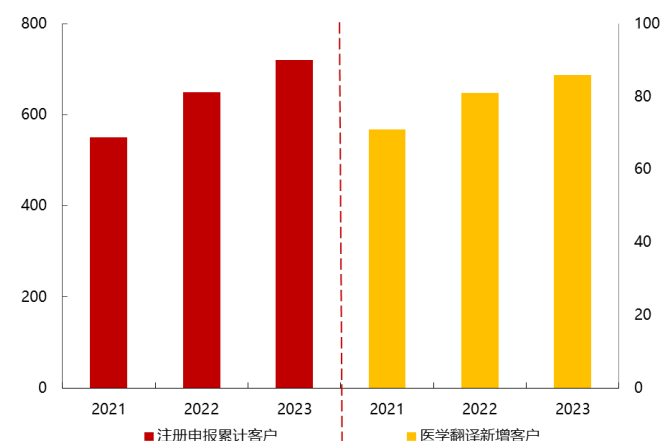
图33：泰格医药医疗器械研发一站式平台



资料来源：公司公告，民生证券研究院

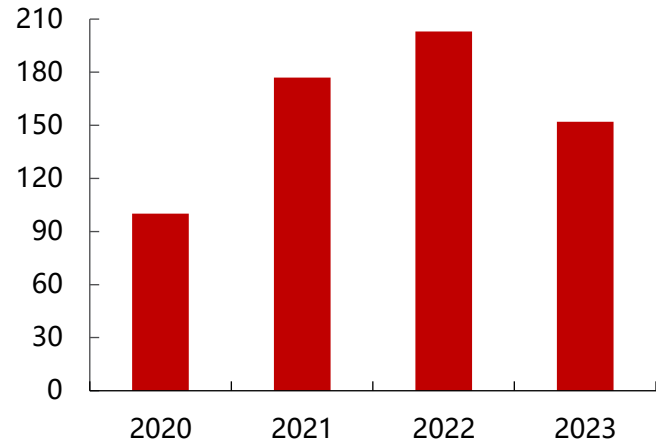
注册事务、医学撰写、医学翻译和药物警戒等业务持续发展，不断提升全链条服务能力。 (1) **注册与申报服务**：累计注册与申报项目 1009 个，2023 年新增美国 FDA IND 项目 29 个、中国获批上市项目 9 个，客户达到 720 家，比去年增加 71 家。(2) **医学撰写与翻译**：临床开发策略咨询团队服务 120 多个创新药 IND 方案撰写，其中 NDA 资料数量 25 个、已获批 10 个，中美双报方案 15+、已获批 8 个；医学翻译服务 2022、2023 年新增客户 81、86 个，成为多个欧美跨国药企的亚太区一级供应商和全球供应商，未来将研发医疗语言小模型并优化智能医学翻译和文档管理平台。(3) **药物警戒**：2023 年完成与克罗地亚 Marti Farm 整合，团队人数 150 人，实现全球临床阶段、上市后阶段药品、器械、疫苗、化妆品等多领域覆盖，累计助力 36 个中国 1 类新药成功上市，23 年药物警戒业务新增客户 134 个、新增项目数量达 152 个。

图34：2021-2023 年注册申报和医学翻译客户数（个）



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

图35：2020-2023 年药物警戒新增项目数量（个）



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

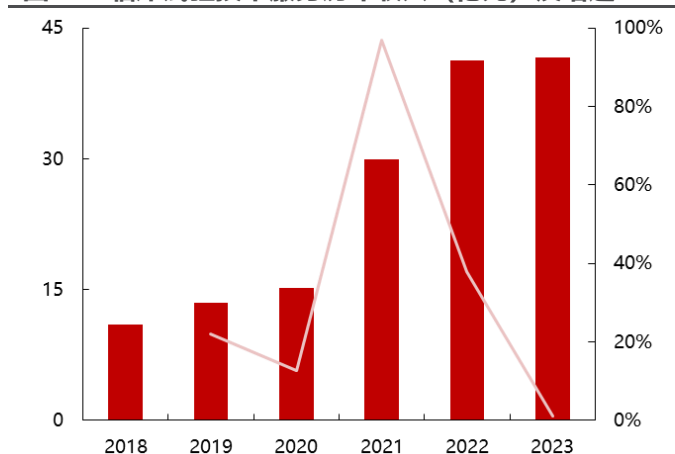
推出远程智能临床试验解决方案，在提高数据质量的同时改善患者体验。远程智能临床试验（DCT）是传统临床研究模式的一种转变，通过可穿戴设备、移动应用程序和其他远程监控技术实现远程数据采集，让受试者在传统临床中心之外的场所参与试验，具有数据管理效率高、数据质量高、临床成本低、患者体验感好等优点。公司于2023年建立并应用DCT技术平台，目前进行中的临床试验已有13%采用远程智能混合临床研究模式，可有效降低约30%的研究成本并且提高40%的运营效益，同时满足患者需求和监管要求。

图36：DCT 远程智能化服务解决方案

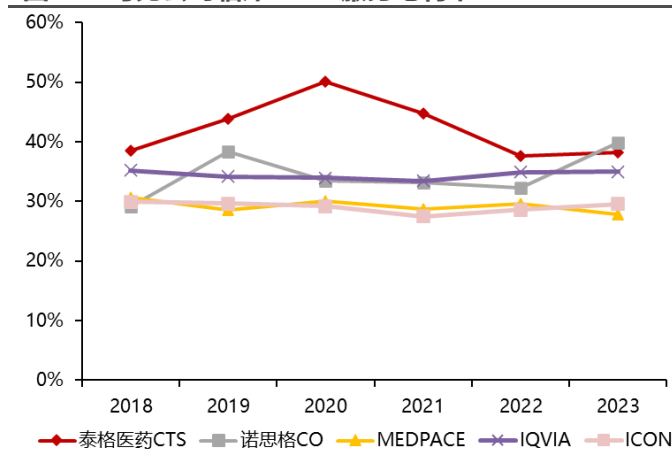


资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

临床 CRO 业务在高基数下仍保持正增长，维持良好的盈利能力。受益于新冠疫情催生的旺盛研发需求，2020-2022 年公司临床服务收入实现高速增长，2023 年临床试验技术服务收入为 41.68 亿元，同比提高 1.04%，其中特定疫苗的临床试验项目大幅减少，剔除该项目后实现正向增长；CTS 服务毛利率小幅上升至 38.21%，在国内外同行中保持了较高水平，公司持续通过多种降本增效策略维持良好的盈利能力。

图37：临床试验技术服务历年收入（亿元）及增速


资料来源：公司年报，民生证券研究院

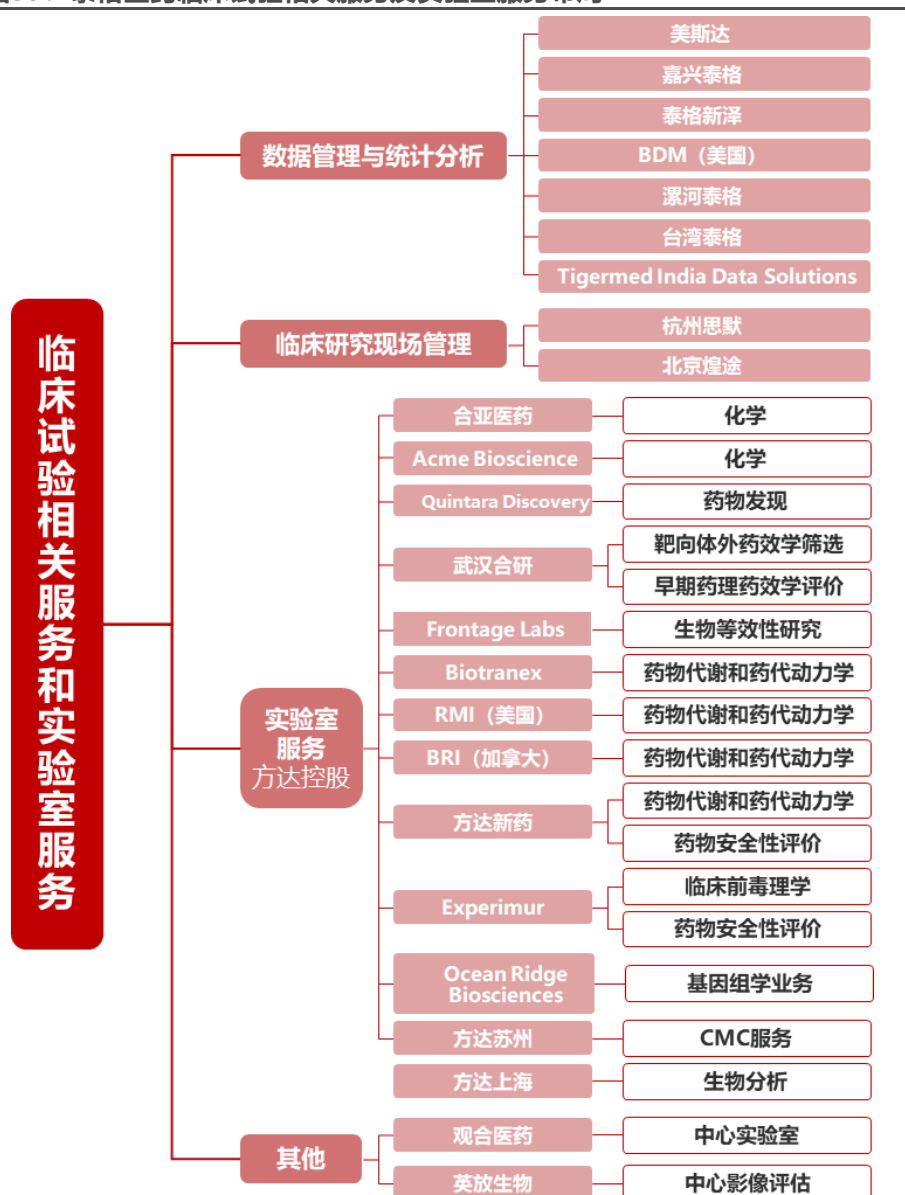
图38：可比公司临床 CRO 服务毛利率


资料来源：各公司年报，民生证券研究院

3.2 围绕临床试验布局全链条服务能力，数统、SMO 业务快速成长

全领域业务布局完善，协同临床试验高效推进。公司围绕临床试验布局全领域服务，临床试验相关服务（CRLS）包括数据管理与统计分析、现场管理与受试者招募和实验室服务等，与临床 CRO 板块实现高效的业务协同。公司数统业务主要由美斯达、BDM、漯河泰格等子公司承接，杭州思默主营 SMO 业务，方达控股承接实验室 CRO 服务，英放生物提供中心影像评估服务。

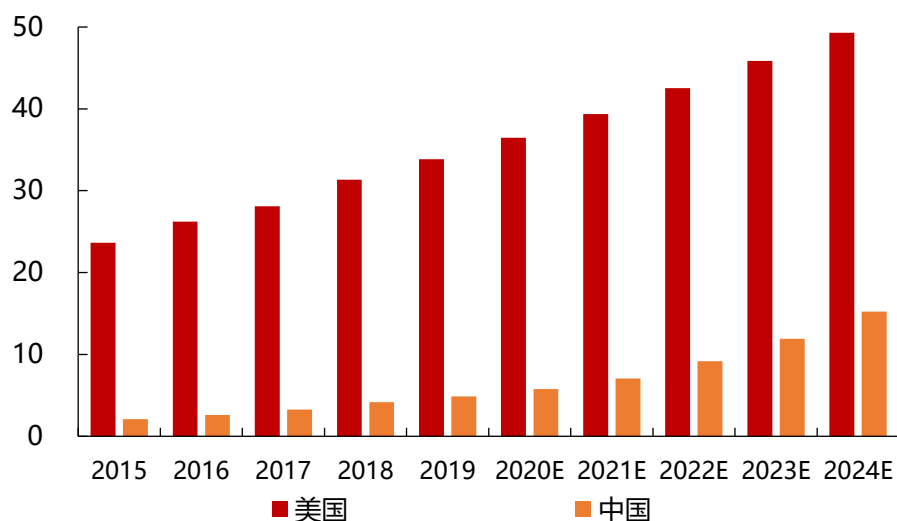
图39：泰格医药临床试验相关服务及实验室服务布局



资料来源：公司年报，公司官网，公司推介材料，民生证券研究院

基于统计学、生物科学人才优势和成本优势，中国将获得更多全球数统业务市场份额。数统业务主要有：1) 数据管理，包括临床数据采集、输入、储存、核查、传输及存档等；2) 数据分析，包括制定分析计划、统计数据分析和编撰分析报告。临床试验通常涉及大量数据，且需要将完整、合规的数据整理后提交给监管部门，数统服务能有效提升药企在项目开发中的数据质量和管理分析效率。根据Frost&Sullivan, 预计 2024 年美国和中国数统市场规模分别为 49.29 和 15.24 亿美元，依托于快速增长的下游需求和人才及成本优势，中国数据管理及统计分析市场具有更快的增长速度。

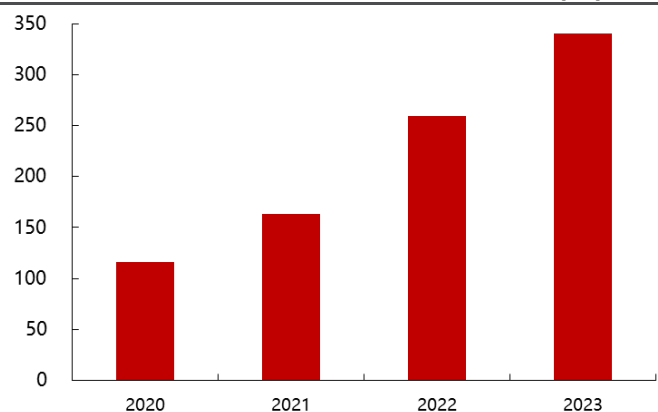
图40：2015-2024 年美国及中国数统市场规模（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

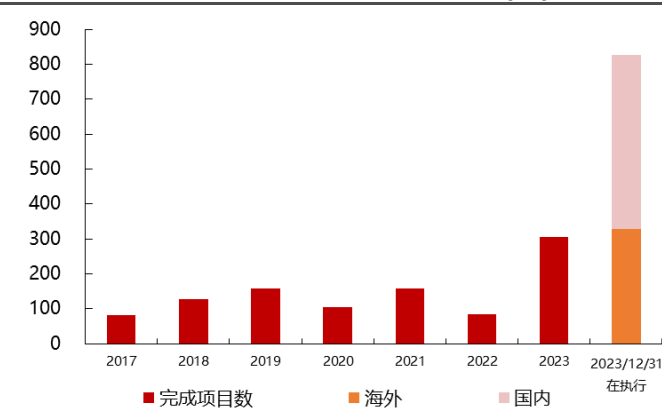
公司数统业务快速发展，持续推进海外 BD 和国内服务下沉。公司通过中国、美国、韩国、印度办事处为全球客户提供数据管理、生物统计和统计编程服务，已经成为多个跨国药企的首选合作伙伴，客户数量达到 340 家，同比增长 31.27%。截至 2023 年公司全球数统专业员工超过 850 人，全年完成 306 个项目，包括抗新冠药阿泰特韦片/利托那韦片、辉瑞治疗偏头痛新药乐泰可、基石药业 PD-L1 择捷美等重磅产品；进行中项目达到 826 个，其中国内 499 个、国外 327 个。公司也不断扩大数统业务国内布局，从一线市场逐渐下沉，子公司漯河泰格于 2022 年在河南省漯河市开始运营，在控制成本的同时扩大服务能力和规模。

图41：2020-2023 年数统业务全球客户数量（个）



资料来源：公司年报，公司推介材料，民生证券研究院

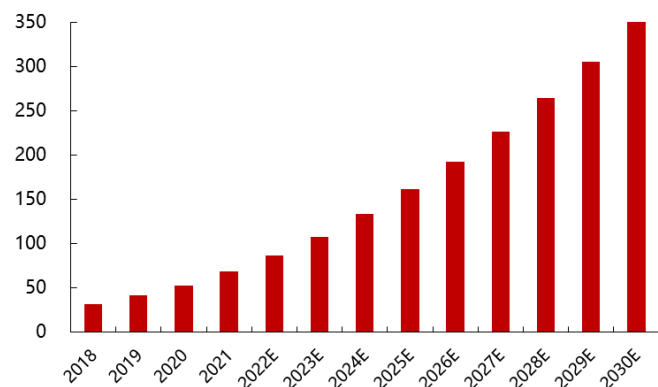
图42：2017-2023 年数统业务项目情况（个）



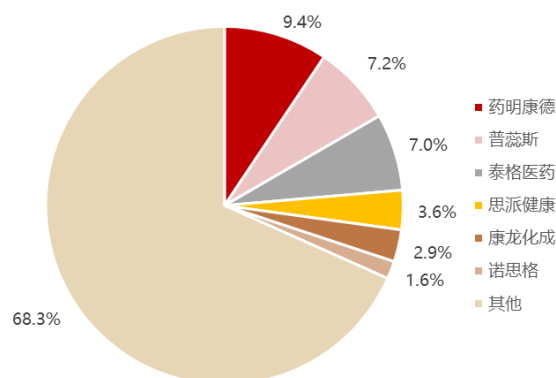
资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

中国 SMO 行业处于快速发展阶段，市场集中度将不断提升。SMO 作为专业的现场管理组织，通过分派经验丰富的 CRC 到临床试验现场支持日常非临床工作，能大幅减少 PI 的非临床工作量，从而提高临床试验整体效率和合规性。近年来国内外客户的临床试验项目数持续提升，SMO 服务需求也不断增长，2021 年中国 SMO 行业市场规模为 69 亿元，预计将以 19.8% 的 CAGR 增长到 2030 年的 350 亿元。从竞争格局上，目前数家头部企业与多家尾部企业并存，而 CRC 人员规模

超过 1000 人的 SMO 仅有 6 家,我们预计随着头部企业壁垒不断巩固,未来 SMO 行业集中度将进一步提升。

图43: 2018-2030E 中国 SMO 市场规模 (亿元)


资料来源: 思派健康招股书, 民生证券研究院

图44: 2021 年中国 SMO 行业竞争格局


资料来源: 思派健康招股书, 民生证券研究院

表4: SMO 行业头部公司人员规模及临床试验机构覆盖能力

公司	CRC 规模 (人)	进行中项目 (个)	覆盖城市数量	已覆盖医院	2023 年收入规模 (亿元)
普蕊斯	4024	1832	190+	900+	7.60 (+29.65%)
杭州思默 (泰格医药)	2700+	1952	140+	1100+	-
药明津石 (药明康德)	4600+	-	155+	1000+	(+26.1%)
比逊医疗 (思派健康)	1200+	756	51+	227+	3.62 (+13.3%)
联斯达 (康龙化成)	2500+	1450	120+	600+	-
圣兰格 (诺思格)	1500+	-	100+	500+	1.86 (+20.58%)
砒码斯 (博济医药)	500+	-	100+	300+	-
西斯比亚	800+	-	90+	450+	-

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

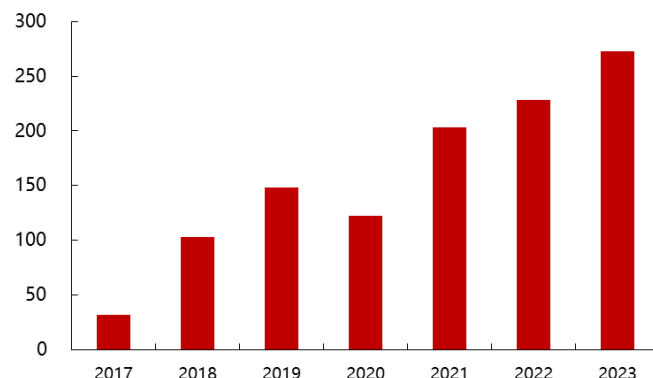
泰格 SMO 服务广泛覆盖中国临床试验中心, 项目数实现高速增长。作为人力密集型行业, 公司打造了一支经验和能力兼备的 CRC 团队, 规模超过 2700 人, 覆盖中国 140 多个城市的 1100 多家临床试验中心, 依托与医院和临床中心广泛的合作基础, 累计为 50 个中国获批的 1 类新药提供 SMO 服务。2023 年公司完成 273 个 SMO 项目, 进行中项目数量达到 1952 个, 比 2022 年末增加 331 个, 持续巩固中国领先的 SMO 行业地位。

图45：泰格医药 SMO 服务基本流程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图46：2017-2023 年公司 SMO 完成项目数 (个)

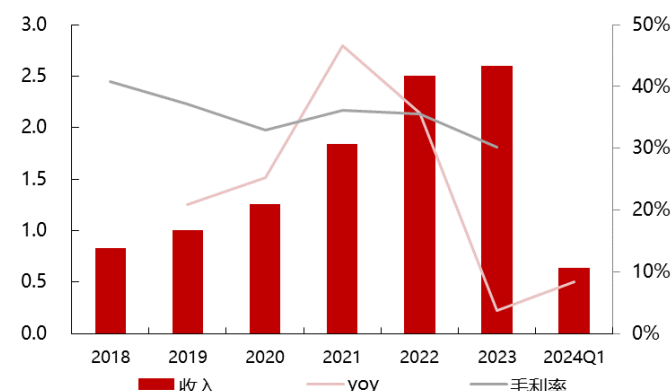


资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

方达实验室服务覆盖临床前到临床试验阶段，与公司形成良好协同效应。公司于 2014 年收购美国方达医药来拓展实验室业务。方达医药主营业务包括药物发现与开发服务、实验室服务两大板块，其中药物发现与开发服务包括药物化学、药理药效、ADME、DMPK、安评毒理、早期临床、生物等效性、工艺开发 CMC 等，实验室服务包括生物分析、生物标志物、基因组学和中心实验室服务等。目前方达医药主要在中国和北美开展业务，在全球拥有 23 个服务点和 1759 名员工，客户地区覆盖中国、北美、欧洲、日本、韩国、澳大利亚等。

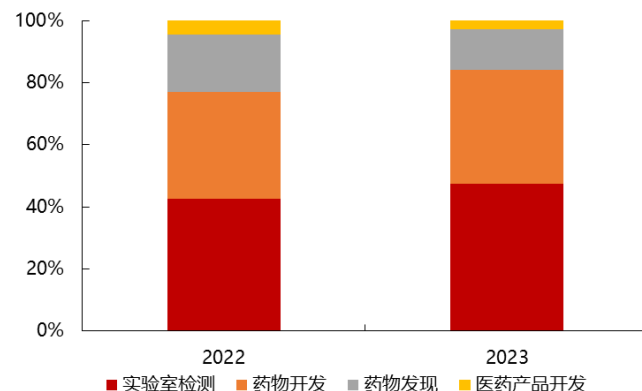
方达实验室检测和药物发现与开发双轮驱动，产能爬坡后收入增速有望恢复。2023 年方达实现收入 2.60 亿美元，同比增长 3.79%，早期药物发现服务受到全球投融资疲软而收入下降，而北美和中国产能投放带来折旧及间接成本上升，叠加公司为应对市场竞争采取更主动的定价策略，毛利率比去年同期下降 5.4pp。2023 年实验室服务完成 5818 个项目，在手订单 3.42 亿美元，随着公司产能利用率逐渐提高，24Q1 收入增速出现恢复趋势，我们预期盈利能力也将逐渐改善。

图47：2018-2023 年方达收入 (亿美元) 及毛利率



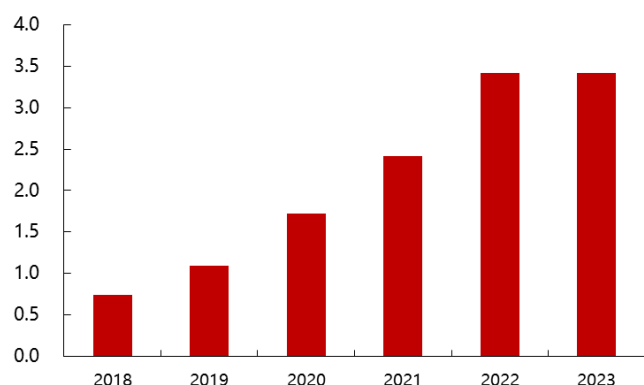
资料来源：方达控股公司公告，民生证券研究院

图48：2022-2023 年方达医药业务拆分



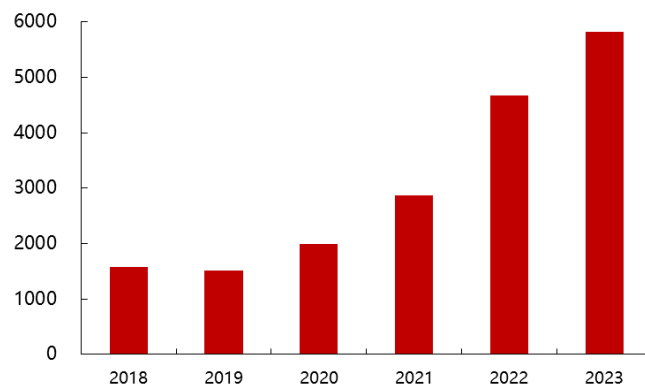
资料来源：方达控股公司公告，民生证券研究院

图49：2018-2023 年方达在手订单（亿美元）



资料来源：方达控股公司公告，民生证券研究院

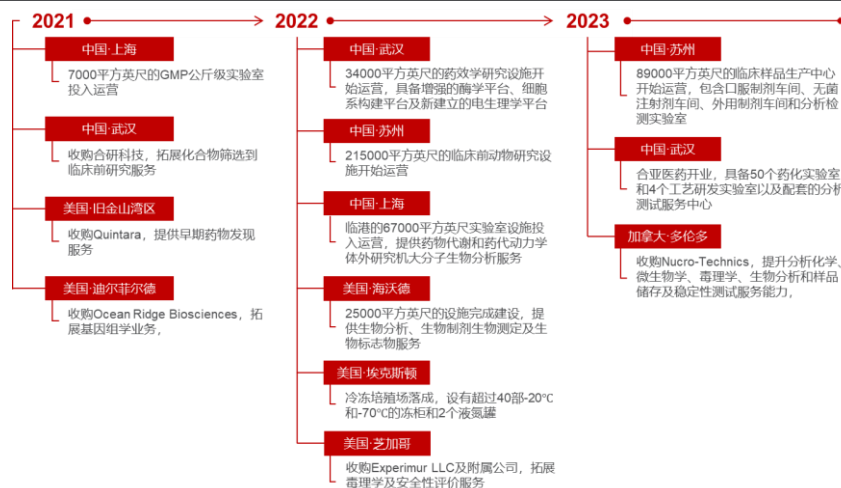
图50：2018-2023 年实验室业务服务完成项目数（个）



资料来源：方达控股公司公告，民生证券研究院

方达持续布局全球实验室产能，致力于完善一体化服务平台。近年来方达医药加快全球产能布局并不断拓展业务领域，通过自建和收购完善临床前与临床服务一体化平台。2023 年公司收购加拿大外包企业 Nucro Technics，进一步扩大在北美的服务覆盖范围；苏州安全评估中心于 2023 年 6 月获得 NMPA GLP 认证，大幅增强方达临床前研究的竞争优势；苏州 89000 平方米临床样品生产设施开始部分运营，包括口服固体剂型车间、无菌注射剂型车间等；武汉药物开发中心一期启动运营，具有 50 个药物化学实验室、4 个工艺研发实验室和 1 个分析及测试服务中心，为小分子新药提供从靶点筛选到临床前药物研究的全方位研发服务。

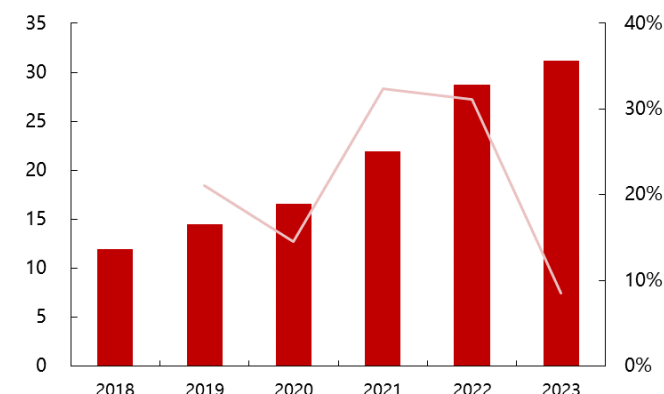
图51：2021-2023 年方达产能建设和收购情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

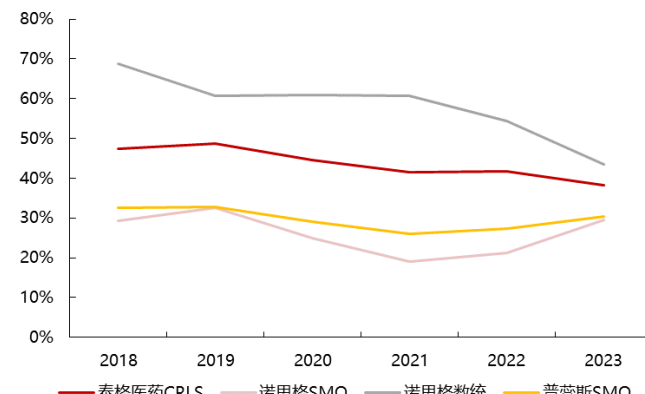
临床试验相关服务收入及实验室服务稳健增长，毛利率短期承压。公司专业高效的数统、SMO 业务收到客户广泛认可，2023 年 CRLS 板块实现收入 31.21 亿元，同比增长 8.5%，毛利率为 38.16%，比去年同期下降 3.60pp，主要系投融资预冷导致方达实验室业务增长承压、毛利率大幅下降，产能利用率低于预期，此外低毛利的 SMO 收入迅速增长也拉低了板块毛利率。2024 年海外投融资已经大幅回暖，方达 Q1 收入和盈利能力开始逐渐改善，叠加费用控制等措施后 CRLS 业务收入增速和毛利率将有所复苏。

图52：泰格医药临床试验相关服务收入（亿元）及增速



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图53：2018-2023 年可比公司临床相关服务毛利率

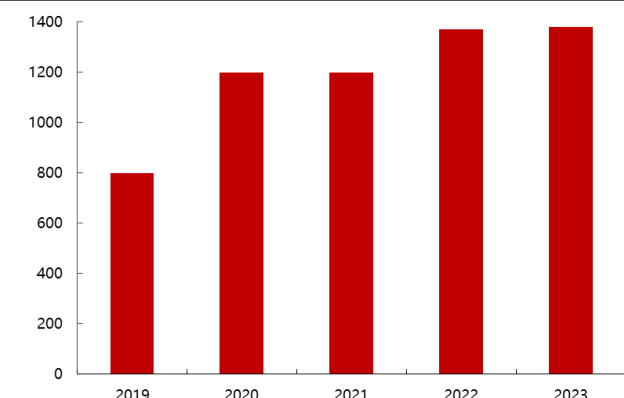


资料来源：各公司年报，民生证券研究院

3.3 内部建设+外部并购布局全球服务网络，专业团队和交付质量获得客户高度认可

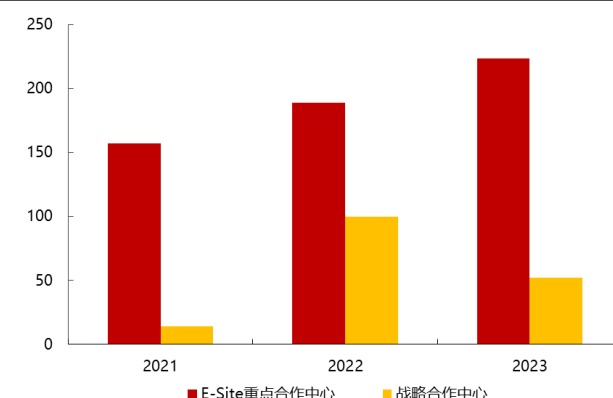
公司与国内 1300 多家临床试验机构开展合作，服务网络覆盖国内大部分重点城市。自成立以来，公司已与中国 1380 多家临床试验机构合作，国内办事处和运营网络超过 150 个，覆盖全国大部分大中型城市。为保障临床研究质量，泰格启动 E-Site 卓越临床研究中心战略，与临床机构深度合作，通过引入创新项目、提供临床技术支持和信息资源贡献实现综合研究能力的提升，截至 2023 年末公司已与 52 家中心正式达成战略合作，在全国有 224 家重点合作中心。

图54：公司在中国合作的临床试验机构数量（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图55：2021-2023 年 E-Site 建设情况（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

积极参与全球临床研究，持续拓展海外运营团队和分支机构。目前公司全球分支机构及运营网络超过 180 个，子公司和员工覆盖 28 个国家，战略合作 CRO 覆盖国家超过 30 个，赋能客户的国际研发项目。2023 年 8 月泰格医药国际总部在香港正式成立，持续吸引更多国际临床专业人才，更好协调全球临床试验项目，为公司未来海外业务拓展和增长建立新平台。

内生设立和外延并购同步进行，加强全球运营能力。公司 2011 年成立香港泰格开始承接全球业务，陆续在澳大利亚、印度、韩国、瑞士等地成立海外分支机构，2020 年在日本成立合资公司 Tigerise，不断增强与海外客户的接触。除内部设立之外，公司也在全球积极收购 CRO 企业，分别在 2013 年、2015 年、2018 年、2023 年收购美国 BDM、韩国 DreamCIS、罗马尼亚 Opera、克罗地亚 MartiFarm，积极进行业务整合和提升全球服务能力。

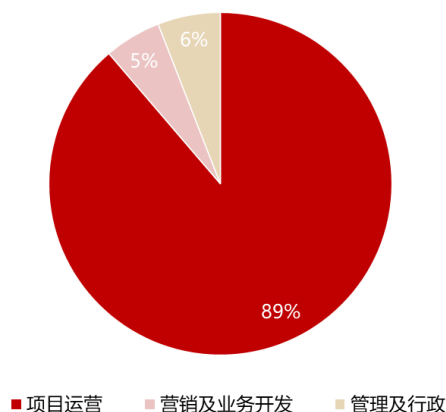
图56：公司海外设立和并购进程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

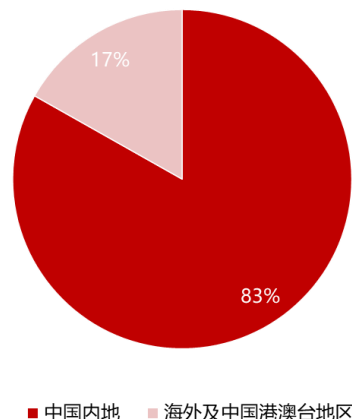
高价值的人才团队和高质量交付能力是公司核心竞争力。近年来公司招募、培养和储备大量的优质人才，并采用严格规范的质量体系，确保项目的高质量交付，截至 2023 年末公司员工人数达到 9701 人，其中 89%是项目运营人员；分地区看，海外员工达到 1632 名，支持全球临床业务高效运行。

图57：2023 年公司员工构成（按职能）



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

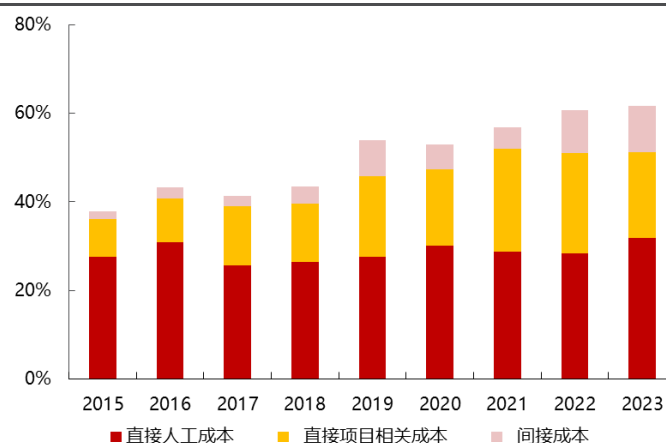
图58：2023 年公司员工构成（按地区）



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

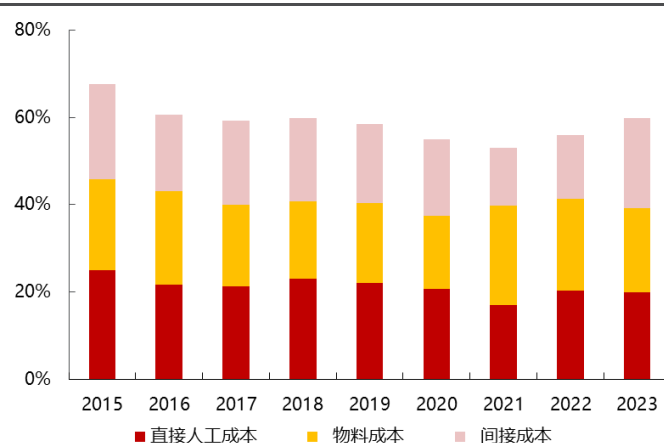
直接人工成本是成本端的主要来源，轻资产运营下盈利水平的调整能力较强。泰格作为临床 CRO 呈现出典型的轻资产运营模式特点，2023 年固定资产及在建工程占总资产比重在 3%左右，明显低于 CDMO 及临床前 CRO 公司。在成本结构上，直接人力成本是泰格的主要成本支出，2023 年直接人工成本占总成本的 51.5%，而药明生物为 33.2%。以人力成本为主的成本结构赋予公司较强的业务调整灵活性，可以通过优化人员结构快速适应市场变化，保障行业领先的盈利能力。

图59：2015-2023 年泰格医药成本细分占收入比重



资料来源：公司业绩推介材料，公司年报，民生证券研究院

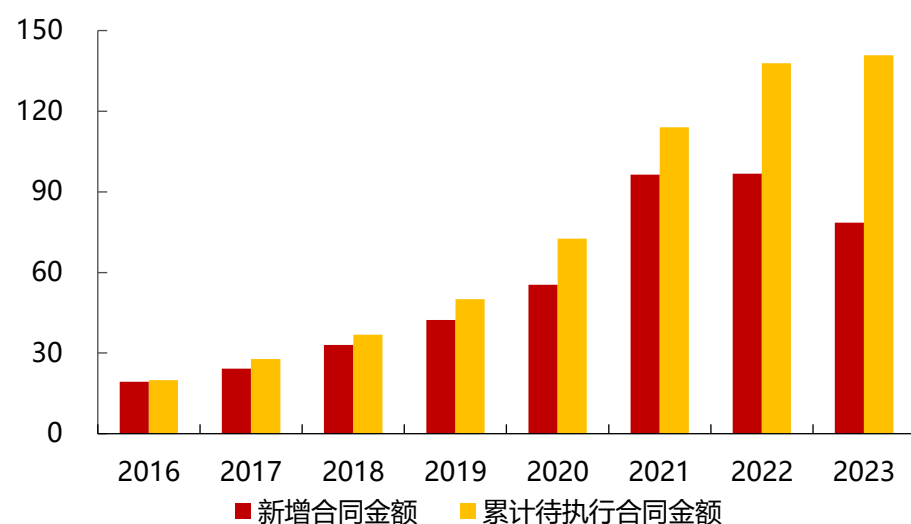
图60：2015-2023 年药明生物成本细分占收入比重



资料来源：药明生物业绩推介材料，民生证券研究院

在手订单稳健提升，优质、多元化客户驱动业绩长期增长。公司具备稳定、优质且多元的客户群体，前 20 大客户中包括 7 家跨国大药企和 14 家上市公司。2023 年公司新签订单 78.5 亿元，同比下降 18.8%，短期波动主要系过手费同比大幅下降以及 23Q4 部分客户取消订单，截至 2023 年末在手订单 140.8 亿元，同比增长 2.1%，公司在维持存量客户的同时通过价格策略等方式不断拓展国内外新客户，持续驱动未来业绩提升。

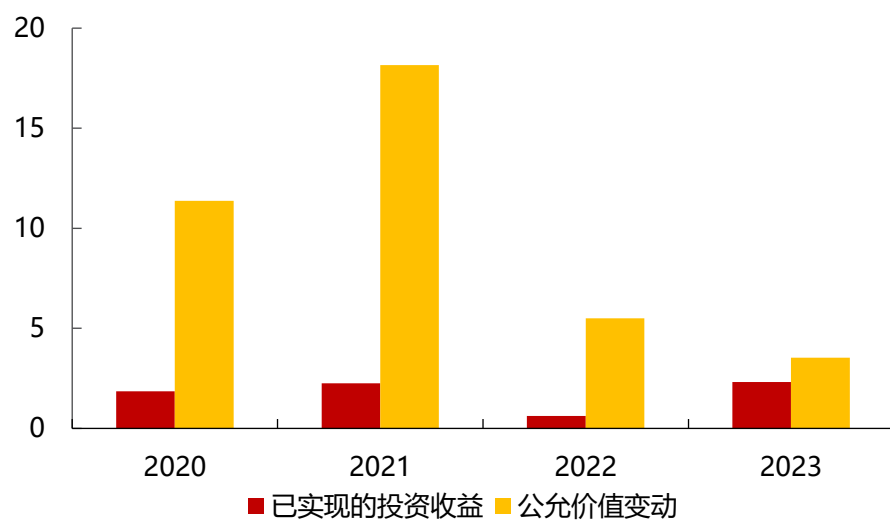
图61：2016-2023 年公司新签订单和在手订单（亿元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

泰格建立多元化投资组合，深度参与医药研发创新。公司及所投资基金持续对创新生物制药和医疗器械初创企业进行少数股权投资，截至 2023 年末投资组合包括医疗行业的 170 家公司和 55 只基金，账面价值达到 102.9 亿元。2023 年产生公允价值变动收益 3.53 亿元、投资收益 3.38 亿元，成功的战略投资对公司表观净利润产生较大贡献。

图62：2020-2023 年已实现投资收益和公允价值变动收益（亿元）



资料来源：公司推介材料，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司加强端到端、一体化业务布局，业务范围不断拓展，同时积极发展海外市场并加大客户拓展力度；随着 2024 年医药投融资逐渐恢复，全链条支持创新药发展政策利好本土医药创新，临床 CRO 市场需求将逐步恢复。公司作为国内临床 CRO 龙头供应商持续扩大市场份额，预计 2024-2026 年公司将实现收入 82.83/96.36/112.88 亿元，同比分别增长 12.2%/16.3%/17.1%；公司持续进行降本增效和提升信息化平台运用，毛利率预计稳重有增。预计 2024-2026 年毛利率分别为 38.4%/39.1%/39.8%。

1) 临床试验技术服务 (CTS)：临床端需求预计持续改善，公司加速全球化业务布局，海外业务增长迅速。预计 2024-2026 年临床试验技术服务收入为 45.85/52.04/59.32 亿元，预计增速分别为 10.0%/13.5%/14.0%。随着收入增速逐渐恢复，公司持续推进人效优化，预计 CTS 板块 2024-2026 年毛利率分别为 38.0%/38.5%/39.0%。

2) 临床试验相关服务及实验室服务 (CRLS)：依托公司一体化业务布局，SMO、数统等业务快速发展，国内外专业化团队规模不断增长，预计 2024-2026 年临床试验相关服务及实验室服务实现收入 35.89/43.07/52.11 亿元，增速分别为 15.0%/20.0%/21.0%。实验室业务产能利用率将逐渐提升，拉动毛利率上升，预计 CRLS 板块 2024-2026 年毛利率分别为 38.0%/39.0%/40.0%。

费用率预测：随公司费用端控制逐步进行，各类费用率将有所改善。1) 销售费用缓慢下降，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 2.4%/2.3%/2.2%。2) 管理费用将随公司人员架构优化将逐步改善，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 8.1%/7.7%/7.5%。3) 研发投入基本稳定，预计 2024-2026 年研发费用率分别为 3.3%/3.2%/3.1%。

表5：公司收入拆分及盈利预测（单位：亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	52.14	70.85	73.84	82.83	96.36	112.88
YoY	63.3%	35.9%	4.2%	12.2%	16.3%	17.1%
成本	29.43	42.77	45.36	51.06	58.72	67.96
毛利	22.71	28.08	28.49	31.77	37.65	44.92
毛利率	43.6%	39.6%	38.6%	38.4%	39.1%	39.8%
1、临床试验技术服务	29.94	41.25	41.68	45.85	52.04	59.32
YoY	97.1%	37.8%	1.0%	10.0%	13.5%	14.0%
成本	16.53	25.73	25.76	28.43	32.00	36.19
毛利	13.40	15.52	15.92	17.42	20.04	23.14
毛利率	44.8%	37.6%	38.2%	38.0%	38.5%	39.0%
2、临床试验相关服务及实验室服务	21.94	28.76	31.21	35.89	43.07	52.11
YoY	32.4%	31.1%	8.5%	15.0%	20.0%	21.0%
成本	12.84	16.75	19.30	22.25	26.27	31.27
毛利	9.10	12.01	11.91	13.64	16.80	20.85
毛利率	41.5%	41.8%	38.2%	38.0%	39.0%	40.0%
3、其他业务	0.26	0.84	0.95	1.09	1.26	1.44
YoY	63.1%	220.7%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	0.06	0.29	0.30	0.38	0.44	0.51
毛利	0.21	0.55	0.65	0.71	0.82	0.94
毛利率	78.6%	65.4%	68.8%	65.0%	65.0%	65.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

我们选取 A 股上市的医药研发外包服务 CRO 产业链的诺思格、普蕊斯、博济医药、阳光诺和作为可比公司，2024-2026 年可比公司的 PE 平均值分别为 22、16 和 13 倍，泰格医药为 20、17 和 14 倍，估值水平和可比公司相当。公司是中国一体化临床 CRO 龙头，具备较高行业壁垒，国内市场占有率高，伴随国内需求恢复、公司业务布局逐渐完善及国际化进程加速，收入端具备较大增长潜力；同时，公司积极改善费用端表现，利润端将恢复快速增长。此外，随创新药政策利好逐步落实，公司有望从其投资的创新药企业获取投资收益并持续获得业务转化，进一步推动公司收入及利润增长。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
301333.SZ	诺思格	43.86	1.69	1.8	2.27	2.82	26	24	19	16
301257.SZ	普蕊斯	26.21	2.20	2.53	3.11	3.77	12	10	8	7
300404.SZ	博济医药	7.04	0.06	0.19	0.27	0.33	117	37	26	21
688621.SH	阳光诺和	37.79	1.65	2.41	3.25	4.18	23	16	12	9
平均值								22	16	13
300347.SZ	泰格医药	51.71	2.34	2.58	3.01	3.58	22	20	17	14

资料来源：wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 wind 一致预期，股价时间为 2024 年 7 月 25 日

4.3 投资建议

公司是中国临床 CRO 外包龙头企业，一体化+国际化战略驱动业务迅速扩张，在保持国内占有率领先的同时加速开拓海外市场，随着全领域服务布局深化，业务协同效应持续体现。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 82.83/96.36/112.88 亿元，分别同比增长 12.2%/16.3%/17.1%，归母净利润 22.30/26.03/30.97 亿元，分别同比增长 10.1%/16.7%/19.0%，对应 PE 为 20/17/14 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 需求下降风险。公司业务的成功依赖与客户所签订服务合同的数量及规模,受惠于全球制药市场不断增长、客户研发预算增加及客户外包意愿增强等因素。上述趋势的放缓或逆转可能对公司服务的需求造成不利影响,生物制药研发服务的外包需求减少,可能对公司的业务、财务状况、经营业绩及前景产生不利影响。

2) 海外政策风险。公司属于生物制药研发行业,其运营或所提供服务通常受所在国家与地区的相关当地有关监管机构的严格监管。近年各国政府不断完善生物医药行业的政策法规,市场监管和准入控制不断加强,同时,国际政治局势波动、贸易政策变化等宏观因素也会对企业海外运营产生影响。鉴于公司收入结构中海外业务占比较大,海外政策的负面变动可能对公司业绩产生不利影响。

3) 业务扩张风险。公司预见未来业务增长,计划扩大服务范围并增强全球影响力,为此公司将不断提升并更新服务与技术,优化品牌、销售及营销,同时招募、培训并管理员工,由此产生巨大成本。若公司无法有效管理和执行战略,可能面临业务扩张失败,业务、财务状况和业绩可能受到重大影响。

4) 技术迭代风险。全球 ADC 及更广泛生物偶联药物行业技术发展迅速,新技术的开发有赖于多项技术的进步和有效载荷的推出。公司已掌握多项顶尖偶联技术并建立不断扩大的库,但无法保证开发、提升或适应新技术和方法,可能导致技术和服务过时。

5) 行业投融资环境变化风险。公司业务的稳定性与下游客户的持续研发需求及支付能力紧密相关,鉴于 CRO 行业服务的主要对象包括众多 biotech 等中小型企业,其研发投入及现金流状况对投融资环境的波动较敏感。当前行业投融资趋势呈现回暖迹象,但若此趋势未能持续保持强劲,可能将对公司项目获取和收入确认方面造成不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,384	8,283	9,636	11,288
营业成本	4,536	5,106	5,872	6,796
营业税金及附加	28	29	34	40
销售费用	187	199	222	248
管理费用	650	688	761	869
研发费用	262	273	308	350
EBIT	1,714	2,003	2,457	3,005
财务费用	-108	-97	-109	-129
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	338	398	434	508
营业利润	2,487	2,678	3,093	3,647
营业外收支	2	2	3	3
利润总额	2,489	2,680	3,096	3,649
所得税	339	343	387	456
净利润	2,150	2,337	2,709	3,193
归属于母公司净利润	2,025	2,230	2,603	3,097
EBITDA	2,053	2,354	2,831	3,402

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,420	8,871	10,476	12,449
应收账款及票据	1,261	1,310	1,524	1,785
预付款项	57	71	70	82
存货	23	33	38	43
其他流动资产	2,583	3,231	3,811	4,411
流动资产合计	11,344	13,517	15,919	18,771
长期股权投资	2,977	2,977	2,977	2,977
固定资产	639	678	699	733
无形资产	371	391	411	431
非流动资产合计	18,337	18,456	18,488	18,535
资产合计	29,681	31,973	34,408	37,305
短期借款	1,970	2,290	2,290	2,290
应付账款及票据	249	267	307	355
其他流动负债	1,920	2,041	2,266	2,551
流动负债合计	4,139	4,597	4,862	5,196
长期借款	434	435	435	435
其他长期负债	654	654	654	654
非流动负债合计	1,088	1,089	1,089	1,089
负债合计	5,227	5,686	5,951	6,285
股本	872	865	865	865
少数股东权益	3,427	3,534	3,640	3,736
股东权益合计	24,454	26,287	28,456	31,021
负债和股东权益合计	29,681	31,973	34,408	37,305

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.21	12.18	16.34	17.14
EBIT 增长率	-4.12	16.84	22.65	22.31
净利润增长率	0.91	10.12	16.74	18.99
盈利能力 (%)				
毛利率	38.58	38.36	39.07	39.79
净利率	27.42	26.92	27.01	27.44
总资产收益率 ROA	6.82	6.97	7.57	8.30
净资产收益率 ROE	9.63	9.80	10.49	11.35
偿债能力				
流动比率	2.74	2.94	3.27	3.61
速动比率	2.13	2.27	2.55	2.82
现金比率	1.79	1.93	2.15	2.40
资产负债率 (%)	17.61	17.78	17.30	16.85
经营效率				
应收账款周转天数	55.79	55.82	52.85	52.68
存货周转天数	1.81	1.97	2.15	2.14
总资产周转率	0.26	0.27	0.29	0.31
每股指标 (元)				
每股收益	2.34	2.58	3.01	3.58
每股净资产	24.31	26.30	28.69	31.55
每股经营现金流	1.33	2.12	2.60	3.09
每股股利	0.57	0.62	0.73	0.87
估值分析				
PE	22	20	17	14
PB	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	19.93	17.39	14.46	12.03
股息收益率 (%)	1.10	1.20	1.41	1.67

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,150	2,337	2,709	3,193
折旧和摊销	339	351	374	397
营运资金变动	-819	-426	-471	-575
经营活动现金流	1,150	1,831	2,251	2,672
资本开支	-308	-320	-283	-320
投资	-1,325	34	0	0
投资活动现金流	-1,534	93	151	188
股权募资	386	0	0	0
债务募资	684	285	0	0
筹资活动现金流	-8	-473	-797	-887
现金净流量	-383	1,451	1,605	1,974

插图目录

图 1: 泰格医药发展历程.....	3
图 2: 泰格医药跨越全流程的端到端服务体系.....	3
图 3: 历年收入、扣非归母净利润（亿元）及增速.....	4
图 4: 2018-2023 分业务板块收入占比.....	4
图 5: 2018-2024Q1 公司毛利率和扣非净利率.....	5
图 6: 2018-2024Q1 公司销售、管理及研发费用率.....	5
图 7: 2018-2023 年公司分地域收入占比.....	5
图 8: 中国医药行业发展历程.....	6
图 9: 2016-2023 年中国新药 IND 受理数量（件）.....	8
图 10: 2016-2023 年中国新药 NDA 受理数量（件）.....	8
图 11: 北京、广州、珠海生物医药行业支持办法重点内容.....	8
图 12: 2015-2032E 全球新药研发投入（十亿美元）.....	10
图 13: 按季度划分全球生物医药投融资金额（亿美元）.....	10
图 14: 按季度划分的中国创新药投融资金额（亿元）.....	10
图 15: 中国药物对外授权交易规模显著增长（亿美元）.....	11
图 16: 中国到欧美的创新药授权交易数量（个）及占比.....	11
图 17: 中国新启动的创新药临床试验数量（项）.....	11
图 18: 中国经认证的临床试验基地数量（个）.....	11
图 19: 2018-2023 年中国机构参与全球临床试验比例.....	12
图 20: 2018-2023 中国企业发起的海外临床试验（个）.....	12
图 21: CRO 在新药研发过程中提供的服务内容.....	12
图 22: 2018-2030E 全球 CRO 外包渗透率逐年上升.....	13
图 23: 2018-2030E 全球临床 CRO 市场规模（亿美元）及增速.....	13
图 24: 2018-2030E 中国临床 CRO 市场规模（亿美元）及增速.....	13
图 25: 2022 年中国临床 CRO 市场竞争格局.....	14
图 26: 2019-2023 年中国临床 CRO 人数规模（人）.....	15
图 27: 2019-2023 年全球可比公司人均创收（万元）.....	15
图 28: 2019-2023 年全球可比公司人均创利（万元）.....	16
图 29: 泰格医药临床试验技术服务布局.....	17
图 30: 2020-2023 分阶段进行中临床试验项目（个）.....	18
图 31: 2020-2023 分地区进行中临床试验项目（个）.....	18
图 32: 2020-2023 在执行海外临床试验项目数量（个）.....	18
图 33: 泰格医药医疗器械研发一站式平台.....	19
图 34: 2021-2023 年注册申报和医学翻译客户数（个）.....	20
图 35: 2020-2023 年药物警戒新增项目数量（个）.....	20
图 36: DCT 远程智能化服务解决方案.....	20
图 37: 临床试验技术服务历年收入（亿元）及增速.....	21
图 38: 可比公司临床 CRO 服务毛利率.....	21
图 39: 泰格医药临床试验相关服务及实验室服务布局.....	22
图 40: 2015-2024 年美国及中国数统市场规模（亿美元）.....	23
图 41: 2020-2023 年数统业务全球客户数量（个）.....	23
图 42: 2017-2023 年数统业务项目情况（个）.....	23
图 43: 2018-2030E 中国 SMO 市场规模（亿元）.....	24
图 44: 2021 年中国 SMO 行业竞争格局.....	24
图 45: 泰格医药 SMO 服务基本流程.....	25
图 46: 2017-2023 年公司 SMO 完成项目数（个）.....	25
图 47: 2018-2023 年方达收入（亿美元）及毛利率.....	25
图 48: 2022-2023 年方达医药业务拆分.....	25
图 49: 2018-2023 年方达在手订单（亿美元）.....	26
图 50: 2018-2023 年实验室业务服务完成项目数（个）.....	26
图 51: 2021-2023 年方达产能建设和收购情况.....	26
图 52: 泰格医药临床试验相关服务收入（亿元）及增速.....	27
图 53: 2018-2023 年可比公司临床相关服务毛利率.....	27
图 54: 公司在中国合作的临床试验机构数量（个）.....	27

图 55: 2021-2023 年 E-Site 建设情况 (个)	27
图 56: 公司海外设立和并购进程	28
图 57: 2023 年公司员工构成 (按职能)	28
图 58: 2023 年公司员工构成 (按地区)	28
图 59: 2015-2023 年泰格医药成本细分占收入比重	29
图 60: 2015-2023 年药明生物成本细分占收入比重	29
图 61: 2016-2023 年公司新签订单和在手订单 (亿元)	29
图 62: 2020-2023 年已实现投资收益和公允价值变动收益 (亿元)	30

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 药审制度改革相关政策和法规	7
表 2: 各地生物医药产业基金情况	9
表 3: 全球临床 CRO 竞争格局	14
表 4: SMO 行业头部公司人员规模及临床试验机构覆盖能力	24
表 5: 公司收入拆分及盈利预测 (单位: 亿元)	32
表 6: 可比公司 PE 数据对比	33
公司财务报表数据预测汇总	35

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026