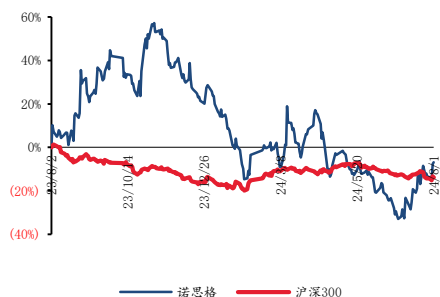


## 聚焦临床 CRO 领域，一站式赋能临床研发

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	0.96/0.96
总市值/流通(亿元)	44.54/44.54
12个月内最高/最低价(元)	81.38/33.05

### 相关研究报告

#### 证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

#### 证券分析师：张崑

电话：

E-MAIL: zhangwei@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524060001

## 报告摘要

**聚焦临床 CRO 领域，业务体系布局完善。**诺思格专注于临床 CRO 服务，为全球医药企业和科研机构提供综合的药物临床研发全流程一体化服务，具备临床试验全链条服务能力。目前，主营业务包括临床试验运营服务(CO)、临床试验现场管理服务(SMO)、生物样本检测服务(BA)、数据管理与统计分析服务(DM/ST)、临床试验咨询服务、临床药理学服务(CP)。

**临床 CRO 市场规模不断扩容，国内格局尚未完全固化。**临床是新药研发中花费最高、价值量最大的一环，受益于药企的创新转型及国家临床政策的出台，中国临床 CRO 市场规模不断扩容，预计 2030 年将增长到 1863.9 亿元。此外，全球临床 CRO 市场的竞争格局相对集中，2021 年前 5 大企业占据 65.4% 的市场份额，而我国 2023 年前 5 大企业占据 22.82% 的市场份额，市场竞争尚未完全固化，未来市场份额有望向头部企业集中。

**数统业务加速发展，结构优化盈利提升。**根据沙利文数据，2024 年中国、美国数统市场空间分别为 15.2、49.3 亿美元，海外数统市场空间更为广阔，公司也将大力发展海外业务，以子公司诺思格美国为窗口吸引海外订单。目前，公司收入结构仍以国内为主，2023 年国内外收入占比分别为 93%、7%，而国外业务毛利率显著高于国内业务，2023 年国内外毛利率分别为 39.42%、45.06%，未来随着数统业务的发展，高毛利的海外收入占比不断提升，公司整体盈利能力不断得到优化。

**临床 CRO 国际化空间大，定价及支付端变革有望提升国际竞争力。**我国本土临床 CRO 国际化空间大：1) 2023 年临床 CRO 海外收入占比仅为 33.75%，CDMO 和临床前分别为 80.29%、70.15%；2) 目前我国以本土临床试验为主，MRCT 占比较低，2023 年仅为 6.7%。近期创新药支持政策密集出台，创新药定价及支付或将得到明显改善，MNC 等对我国市场的重视程度及在我国开展的 MRCT 数量有望快速增长，其势必会推动我国本土临床 CRO 在亚太地区产业地位和 MRCT 项目经验的不断提升、企业的国际话语权也有望持续增强。

**新增合同金额高增长，高管具备丰富行业经验。**近年来公司以不断加大商务拓展与品牌推广力度，2023 年实现新增合同金额 9.76 亿元，同比增长 20.05%。此外，公司高管团队具备丰富行业经验，具备超 15 年医药行业经验及美国 FDA 药审中心从业经验，从而赋能客户新药临床研究。

**投资建议：**我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 8.79/10.68/12.92 亿元，同比增长 21.9%/21.5%/20.9%；归母净利润为 1.70/2.10/2.60 亿元，同比增长 4.5%/23.6%/23.7%，我们给予 2024 年预测归母净利润 35 倍 PE，对应目标市值 59.5 亿元，目标价 61.95 元/股，给予“买入”评级。

**风险提示：**新签订单不及预期、CRO 行业竞争加剧、医药投融资恢复不及预期、研发支出下滑或者外包意愿减弱、新药研发失败、核心人员流失等风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	721	879	1,068	1,292
营业收入增长率(%)	13.15%	21.91%	21.48%	20.92%
归母净利润（百万元）	163	170	210	260
净利润增长率(%)	43.27%	4.46%	23.60%	23.67%
摊薄每股收益（元）	2.08	1.77	2.19	2.70
市盈率（PE）	31.00	24.31	19.67	15.91

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 聚焦临床 CRO 领域，业务体系布局完善.....	5
(一) 扎根临床 CRO 行业多年，股权激励助力中长期发展.....	5
(二) 收入实现稳健增长，短期利润有所波动.....	6
二、 临床 CRO 市场空间广阔，国内市场集中度提升.....	7
(一) 新药研发周期长投入大风险高，临床 CRO 降本增效赋能药物研发.....	7
(二) 政策驱动及研发投入加大，临床 CRO 市场空间不断扩容.....	9
(三) 海外市场份额头部集中，国内格局尚未完全固化.....	13
三、 临床运营为核心，多业务协同发展.....	14
(一) CO 服务：临床运营为核心，临床试验全覆盖.....	14
(二) SMO 服务：实现全国覆盖，业绩快速增长.....	15
(三) BA 服务：检测能力搭建完善，不断寻求创新转型.....	16
(四) DM/ST 服务：专家团队背景亮眼，业务盈利能力强劲.....	16
(五) CP 服务：过往项目经验丰富，CP 业务快速增长.....	17
(六) 临床试验咨询服务：监管日趋严格，客户需求增加.....	18
四、 投资亮点.....	18
(一) 临床 CRO 国际化空间大，定价及支付端变革有望提升国际竞争力.....	19
(二) 新增合同高增长，人效不断提升.....	22
(三) 数统业务加速发展，结构优化盈利提升.....	24
(四) 高管团队经验丰富，具备深厚行业资源.....	25
五、 盈利预测与投资建议.....	26
(一) 盈利预测.....	26
(二) 投资建议.....	28
六、 风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 2018-2024Q1 营业收入及增速 (亿元)	7
图表 4: 2018-2024Q1 归母净利润及增速 (亿元)	7
图表 5: 2018-2024Q1 利润率	7
图表 6: 2018-2024Q1 费用率	7
图表 7: 新药研发流程	8
图表 8: 临床 CRO 是临床试验中重要参与方之一	9
图表 9: 中国临床 CRO 行业政策梳理	10
图表 10: 2017-2030E 中国医药研发投入 (亿美元)	12
图表 11: 2019-2023 年临床试验登记总量 (例)	12
图表 12: 2017-2030E 中国 CRO 市场规模 (亿元)	13
图表 13: 2021 年全球临床 CRO 竞争格局	14
图表 14: 2023 年中国临床 CRO 竞争格局	14
图表 15: CO 业务收入及增速 (亿元)	15
图表 16: CO 业务毛利及毛利率 (亿元)	15
图表 17: SMO 业务收入及增速 (亿元)	15
图表 18: SMO 业务毛利及毛利率 (亿元)	15
图表 19: BA 业务收入及增速 (亿元)	16
图表 20: BA 业务毛利及毛利率 (亿元)	16
图表 21: 数统业务收入及增速 (亿元)	17
图表 22: 数统业务毛利及毛利率 (亿元)	17
图表 23: CP 业务收入及增速 (亿元)	18
图表 24: CP 业务毛利及毛利率 (亿元)	18
图表 25: 临床试验咨询业务收入及增速 (亿元)	18
图表 26: 临床试验咨询业务毛利率 (亿元)	18
图表 27: 2023 年 CXO 板块海外收入占比	19
图表 28: 2023 年临床 CRO 海外收入占比	19
图表 29: 美国三期 MRCT 中国及其他地区分布	20
图表 30: 2023 年中国临床试验分布	20
图表 31: 2015-2024H1 中国 MRCT 及占比	20
图表 32: 2023 年甲肝灭活疫苗批签发	21
图表 33: Paxlovid 全球定价	22
图表 34: 新增合同金额及增速 (亿元)	23
图表 35: 新增及期末结余合同数量 (个)	23
图表 36: 2018-2023 员工人数 (个)	24
图表 37: 2018-2023 人均创收及创利 (万元)	24
图表 38: 2015-2024 美国数统市场规模及增速 (亿美元)	24
图表 39: 2015-2024 中国数统市场规模及增速 (亿美元)	24
图表 40: 2019-2023 国内外收入占比	25
图表 41: 2022-2023 国内外毛利率	25
图表 42: 高管团队具备丰富行业经验	25
图表 43: 收入拆分及盈利预测	28
图表 44: 可比公司估值表	29

## 一、 聚焦临床 CRO 领域，业务体系布局完善

### (一) 扎根临床 CRO 行业多年，股权激励助力中长期发展

临床 CRO 服务专家，业务链条全覆盖。诺思格专注于临床 CRO 服务，为全球医药企业和科研机构提供综合的药物临床研发全流程一体化服务，具备临床试验全链条服务能力。自 2008 年成立以来，公司已建立一套完整的研发服务体系，包括健全的质量管理、科学的专业知识及丰富的监管知识，以协助客户在日益复杂的行业及监管环境中高效迅速开发药品及医疗器械。目前，公司的服务涵盖医药临床研究的各阶段，主营业务包括临床试验运营服务 (CO)、临床试验现场管理服务 (SMO)、生物样本检测服务 (BA)、数据管理与统计分析服务 (DM/ST)、临床试验咨询服务、临床药理学服务 (CP)。

图表1：公司发展历程

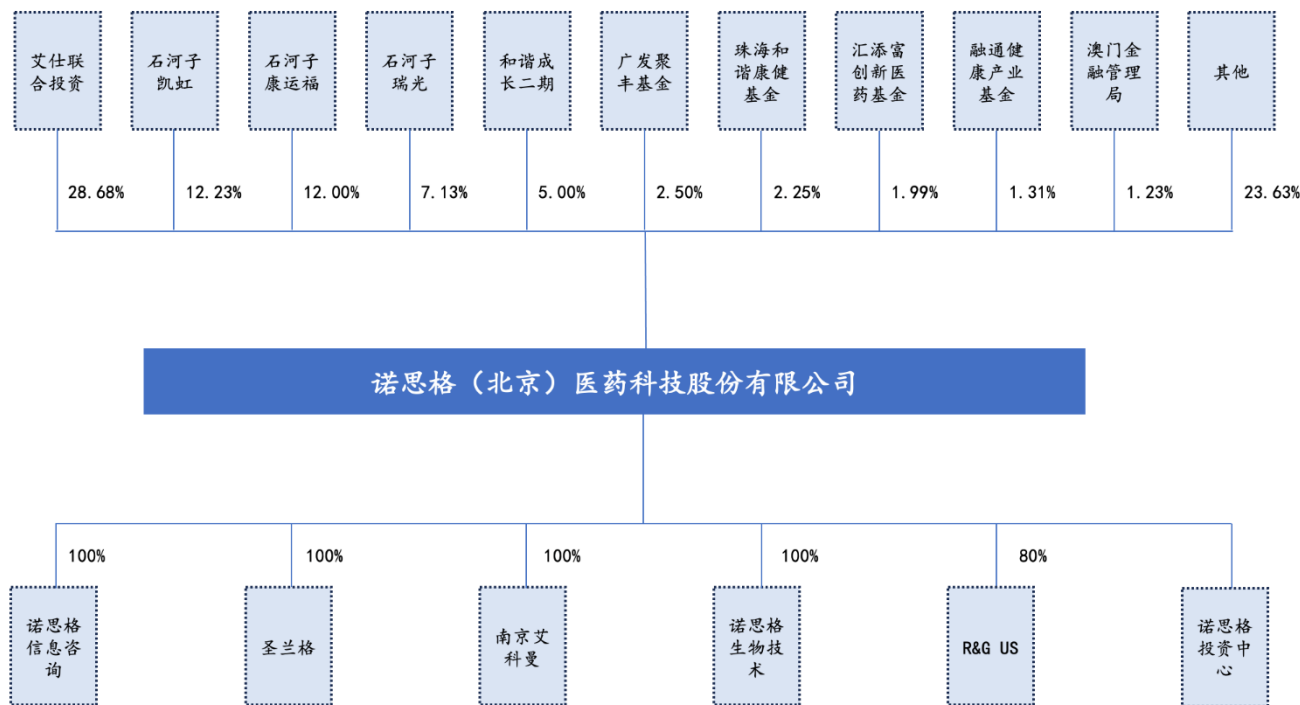
时间	发展阶段	事件
2008-2012	创业期	诺思格成立
		CRO 业务建立了良好的国内外客户关系
2013-2014		成立圣兰格 SMO 全资子公司
		为全球数统服务做准备
2015-2016	稳定期	追求卓越，持续拓展 CRO 业务，重点发展肿瘤领域项目经验，创新药临床服务数量遥遥领先
		收购中心实验室苏州海科医药
2017 至今	拓展期	建立艾科曼信息技术有限公司，实现全球数统服务，打造数统国际业务知名度
		形成肿瘤领域和创新药研发领域核心竞争力，通过数个 NDA 提交的 CFDI 核查
		建立临床药理学服务：领初医药
		成立 R&G 美国子公司开启中美双报服务，向更高层次国际化迈进

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司股权结构清晰，股权激励助力长期发展。截至 2024 年 3 月 31 日，公司控股股东为艾仕联合投资，持股比例为 28.68% (实控人为公司董事长、总经理武杰先生)，石河子凯虹持股比例为 12.23% (实控人为武杰先生之妻郑红蓓女士)，武杰先生、郑红蓓女士为公司实际控制人，双方签署了一致行动协议，合计持股比例为 40.91%。此外，公司于 2023 年 8 月对 251 名中高层管理人员及核心技术/业务人员实施股权激励计划，合计授予 240 万股，占激励时总股本的 2.50%，授予价格为 26.31 元/股，解除限售期共分为 3 期，分别占比 30%、30%和 40%，业绩考核目标以 2022 年净利润为基础，2023 年、2024 年和 2025 年的净利润增长率分别不低于 20%、44%以及 72.8%，

股权激励的出台可以更好地绑定核心人才，从而保障公司中长期的发展。

图表2：公司股权结构

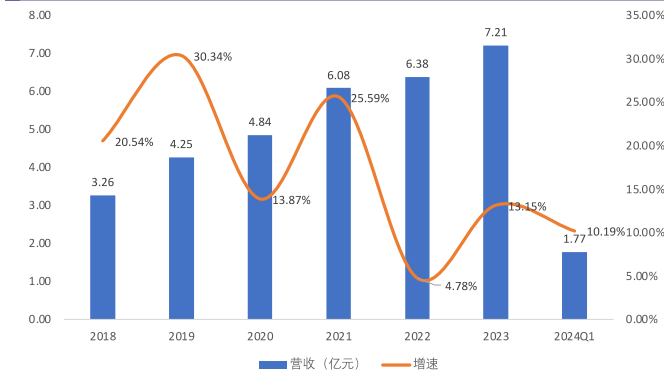


资料来源：公司 2024 年一季报，太平洋证券整理

## (二) 收入实现稳健增长，短期利润有所波动

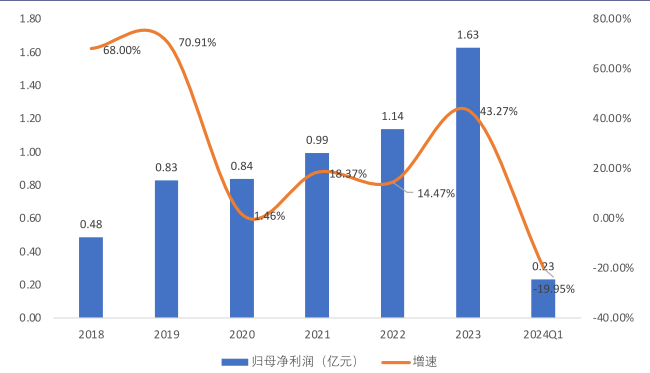
收入实现稳健增长，股权激励影响 24Q1 利润。从收入端来看，公司 2018 年营业收入为 3.26 亿元，随后快速增长到 2023 年的 7.21 亿元，2018 年-2023 年 CAGR 为 17.19%，2024 年第一季度营业收入为 1.77 亿元，同比增长 10.19%。利润端表现出相同的趋势，公司 2018 年归母净利润仅为 0.48 亿元，随后快速增长到 2023 年的 1.63 亿元，2018 年-2023 年 CAGR 为 27.44%，2024 年第一季度归母净利润为 0.23 亿元，同比下降 19.95%，主要原因是当期股权激励费用摊销增多，导致管理费用率同比增加 5.96pct（若剔除股权激励费用摊销影响，公司 2024Q1 归母净利润为 0.36 亿元，同比增长 23.83%）。

图表3：2018-2024Q1 营业收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

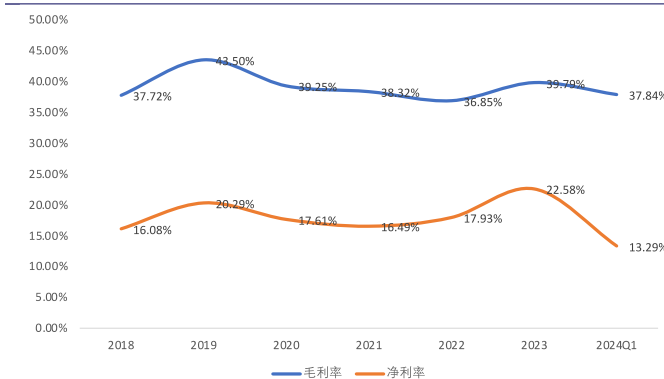
图表4：2018-2024Q1 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

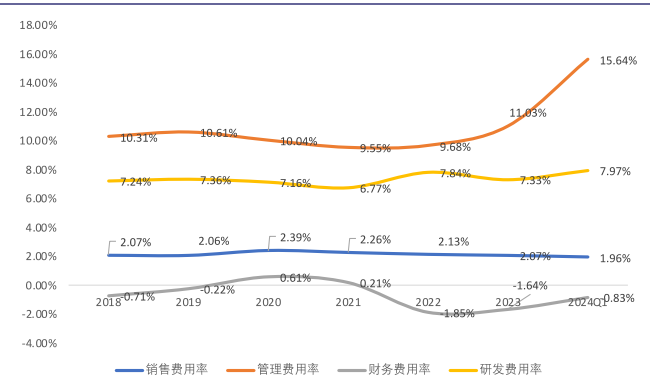
**毛利率基本保持稳定,24Q1 管理费用率提升。**公司近年来毛利率基本保持稳定,毛利率由 2018 年的 37.72%增长至 2023 年的 39.79%, 2024 年第一季度毛利率为 37.84%; 净利率由 2018 年的 16.08%增长至 2023 年的 22.58%, 2024 年第一季度为 13.29%, 主要原因是 2024Q1 股权激励费用摊销增多导致管理费用率提升明显 (同比增加 5.96pct), 2023 年和 2024 年第一季度管理费用率分别为 11.03%、15.64%。此外, 公司其他各项费用率基本保持稳定, 2023 年和 2024 年第一季度研发费用率分别为 7.33%、7.97%, 销售费用率分别为 2.07%、1.96%, 财务费用率分别为-1.64%、-0.83%。

图表5：2018-2024Q1 利润率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表6：2018-2024Q1 费用率



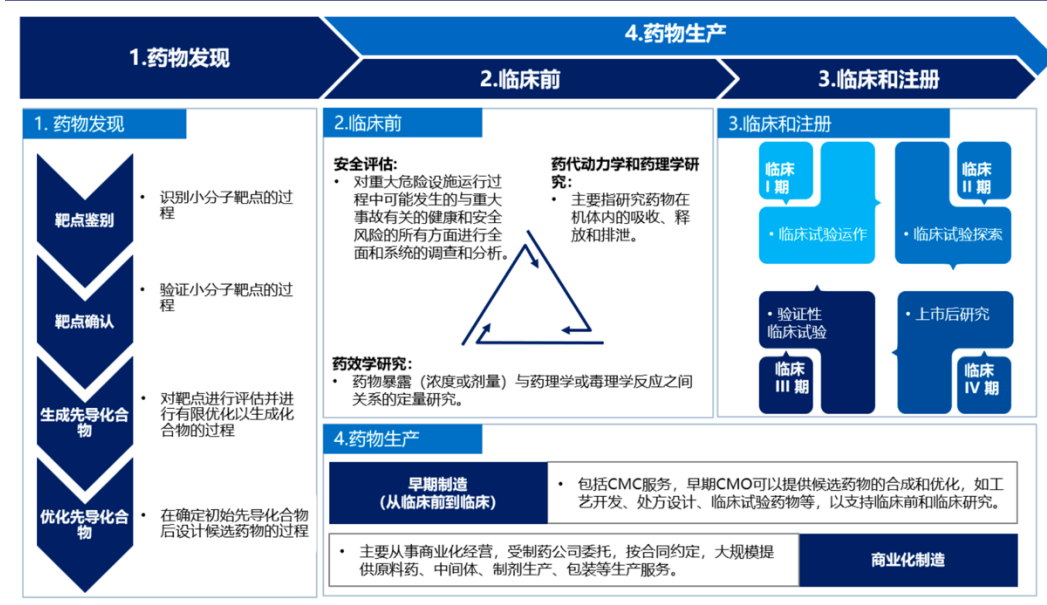
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 二、 临床 CRO 市场空间广阔，国内市场集中度提升

### (一) 新药研发周期长投入大风险高，临床 CRO 降本增效赋能药物研发

新药研发周期长，投入大、风险高。新药研发的主要阶段包括药物发现、临床前研究、临床和注册阶段。根据《2020 年中国新药研发行业分析报告》的数据显示，I 期临床药物最终获批概率仅有 11.30%，即使进入 III 期临床成功率也只有 53.40%，临床阶段整体费用占比高达 70%，因此创新药研发具有周期长、投入大、风险高等特点。

图表7：新药研发流程

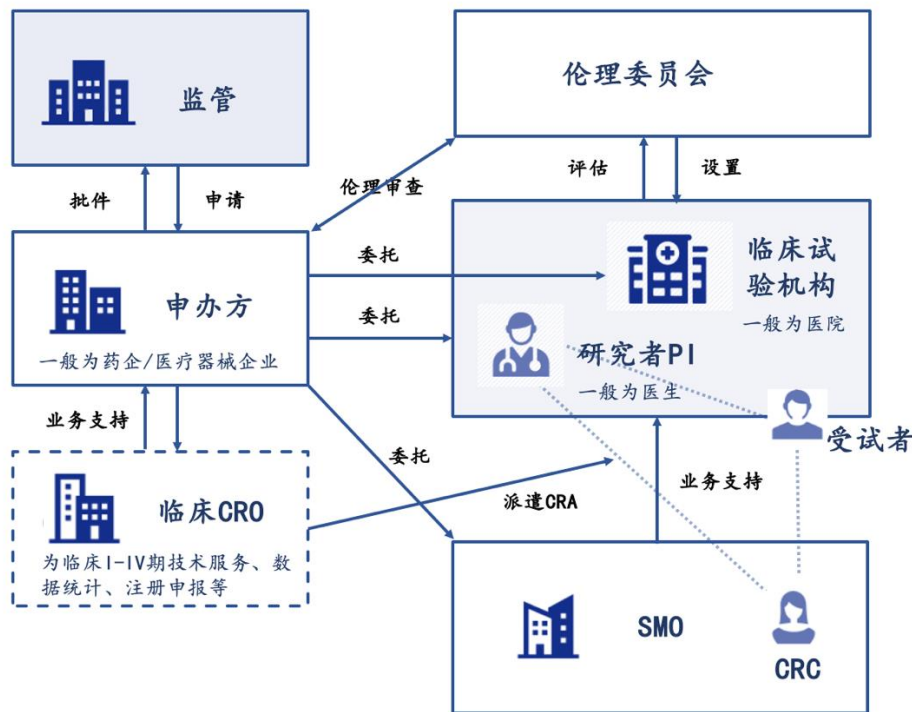


资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

临床 CRO 赋能新药研发，降本、增效、保质量。临床 CRO 主要是协助药物研发公司针对各个不同药物开展临床试验相关的各项工作，服务范围包括临床试验前准备、临床试验实施、临床试验总结等各阶段中的各类具体工作。临床试验是医药研发流程中重要的成本环节、限速环节和质量环节，临床 CRO 可以通过专业的项目管理能力，可以缩短药物研发周期，降低药物研发费用，从而帮助医药企业实现高质量的研究和低成本投入。



图表8：临床 CRO 是临床试验中重要参与方之一



资料来源：太平洋证券整理

## (二) 政策驱动及研发投入加大，临床 CRO 市场空间不断扩容

临床政策出台，药企转型创新。1) 创新转型+审批加快，临床试验数量快速增长：2010年起，我国医保控费的政策趋势逐渐明朗，招标、集采与一致性评价等政策先后出台，大幅降低药品价格的同时淘汰了一批低质量的仿制药企业，也促使国内药企向创新转型并加大研发投入；2016年国家药监局加快临床试验申请的审批速度，当年共批准了4000余件新药临床试验申请和500余件进口新药临床试验申请，有效解决了此前因审评慢而导致的临床试验申请积压的情况，我国新药临床试验数量实现快速增长；2) 国家核查出台，加强临床试验质量管理：2015年7月22日，国家药监局发布了《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》，对于临床试验数据不真实、不完整和不规范等的试验药物不予批准，并对申办方、临床试验研究者以及临床试验机构的权责作出明确划分，保证注册申请中临床试验数据的真实、完整和规范，临床试验数据质量的监管进一步加强。3) 加入ICH，与国际并轨：2017年6月中国正式加入ICH，成为全球第8个监管机构成员，2018年6月成为ICH管委会成员。加入ICH组织后，中国药企的研发和注册过程与结果必

须符合 ICH 的指南和国际标准，包括临床试验、药物警戒、注册申报、以及整个药品生产过程中的有效监管等。2020 年 4 月 23 日，国家药品监督管理局、国家卫生健康委颁布了参照国际通行做法新修订的《药物临床试验质量管理规范》，该规范于 2020 年 7 月 1 日生效，进一步细化了药物临床试验各方职责要求，并与 ICH 技术指导原则基本要求相一致。4) 以临床价值为导向，行业迎接高质量发展周期：2021 年 11 月 19 日，国家药监局药审中心（CDE）正式发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，旨在引导企业实现“真创新”，减少同质化竞争，行业步入高质量发展周期。

图表9：中国临床 CRO 行业政策梳理

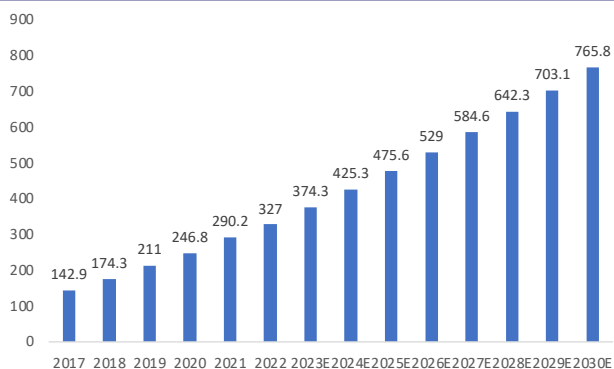
时间	政策	机构	内容
2010	《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	国务院	明确将生物医药产业纳入我国战略性新兴产业范畴，要求大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化。
2010	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	工信部、卫生部、国家药监局	鼓励医药企业技术创新，加大对医药研发的投入，鼓励开展基础研究和开发共性、关键性以及前沿性重大医药研发课题。支持企业加强技术中心建设，通过产学研整合技术资源，推动企业成为技术创新的主体。
2013	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	国家药监局	提出进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理。
2015	《药物临床试验质量管理规范》	国家药监局	规定了临床试验标准全过程，包括试验前的准备及必要条件、受试者的权益保障、研究者、申办者及监查员的职责、试验方案设计、组织实施、监查、稽查、记录与报告、数据管理与统计分析、试验用药品管理、试验质量保证和多中心试验。
2015	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	国家药监局	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 1,622 个待审药品注册申请。
2016	《医疗器械临床试验质量管理规范》	国家药监局	规范了医疗器械临床试验全过程，包括临床试验的方案设计、实施、监查、核查、检查，以及数据的采集、记录，分析总结和报告等。
2016	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划》	全国人民代表大会常务委员会	十三五规划纲要对医药产业在今后五年的发展做出了重要规划。其中，规划提出“鼓励研究和创制新药，将已上市创新药和通过一致性评价的药品优先列入医保目录”。
2017	《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、国务院办公厅	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。

2017	《“十三五”国家药品安全规划》	国务院	提出对创新药临床试验申请，重点审查临床价值和受试者保护等内容，加快临床试验审批；鼓励临床机构和医生参与创新药和医疗器械研发；对拥有产品核心技术发明专利、具有重大临床价值的创新医疗器械，以及列入国家重点研发计划、科技重大专项的临床急需药品医疗器械，实行优先审评审批；全面实施药物非临床研究质量管理规范、药物临床试验质量管理规范、医疗器械临床试验质量管理规范；依托现有资源，建立临床试验数据管理平台，加强临床试验监督检查，严厉打击临床数据造假行为，确保临床试验数据真实可靠。
2017	《国际服务外包产业发展“十三五”规划》	商务部、国家发改委	提出着力提升新药研发全程服务水平和创新能力，完善医药研发服务链，提升符合国际规范的综合性、多样化的医药研发水平。优化医药和生物技术研发服务结构，发展药物产品开发、临床前试验及临床试验、国际认证及产品上市辅导服务等业态。
2017	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	国家药监局	对具有明显临床价值、符合特定情形的药品注册申请，防治特定疾病且具有明显临床优势的药品注册申请以及其他特殊情形下的药品注册申请实行优先审评审批。
2018	《关于组织实施生物医药合同研发和生产服务平台建设专项的通知》	国家药监局	提出重点支持一批高水平、国际化的综合性生物医药合同研发和生产服务平台建设，着力提升生物医药研发和生产服务能力，促进生物产业倍增发展，培育生物经济新业态新模式。
2018	《接受药品境外临床试验数据的技术指导原则》	国家药监局	允许药品在中国境内申报注册时，接受申请人采用境外临床试验数据作为临床评价资料。
2020	《药物临床试验质量管理规范》	国家药监局、国家卫健委	参照国际通行做法，细化明确药物临床试验各方职责要求，并与 ICH 技术指导原则基本要求相一致，在总体框架和章节内容上较 2003 年版《药物临床试验质量管理规范》做出了较大幅度地调整和增补。
2021	《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	指出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。在涉及到临床对照药物部分，该指导原则提出，应尽量为受试者提供临床实践中最佳治疗方式/药物，而不应为提高临床试验成功率和试验效率，选择安全有效性不确定，或已被更优的药物所替代的治疗手段。

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

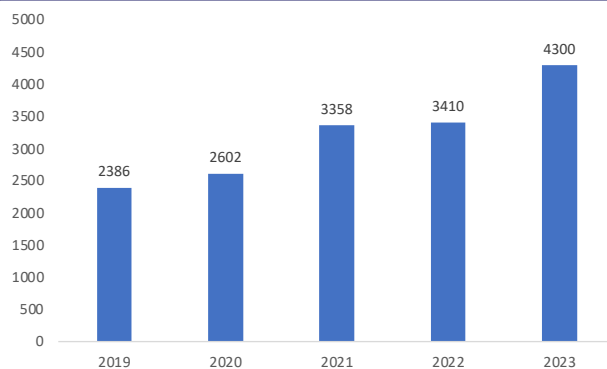
**医药研发持续投入，临床数量不断攀升。**创新是医药行业的核心竞争力之一，研发的持续投入是医药创新的重要驱动力。全球医药市场的研发投入规模从 2017 年的 1651 亿美元增长至 2021 年的 2241 亿美元，CAGR 为 7.9%，预计 2025 年将达到 3068 亿美元，2030 年将达到 4177 亿美元。随着国内药物创新需求的提升、国家政策的扶持以及投融资活跃等因素，我国医药研发投入总体呈现显著上升趋势，研发投入规模从 2017 年的 143 亿美元增长至 2021 年的 290 亿美元，CAGR 为 19.4%，预计 2025 年达到 476 亿美元，2030 年达到 766 亿美元，期间 CAGR 达到 10% 以上。与此同时，我国临床试验登记总量不断攀升，从 2019 年的 2386 项迅速增长到 2023 年的 4300 项，同比增长 26.1%，其中受理登记 2323 项，BE 备案号登记 1977 项。

图表10：2017-2030E 中国医药研发投入（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

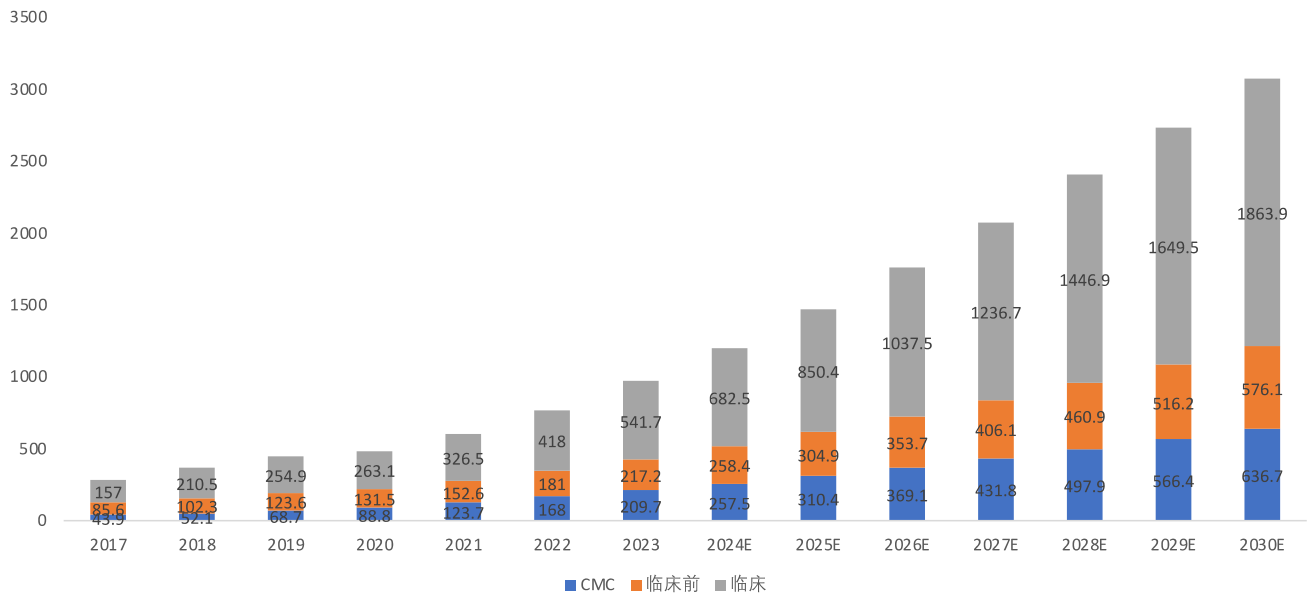
图表11：2019-2023 年临床试验登记总量（例）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

临床 CRO 市场规模不断扩容，预计 2030 年将达 1863.9 亿元。临床是新药研发中花费最高、价值量最大的一环，对应的临床 CRO 也是医药研发外包中市场空间最大的，根据沙利文数据，2023 年中国临床 CRO 市场空间为 541.7 亿元，占比 55.93%。此外，近年来国内临床 CRO 行业市场规模呈现高速增长的态势，从 2018 年的 210.5 亿元增长至 2023 年的 541.7 亿元，CAGR 为 19.4%。未来，随着医药研发支出的扩张、临床试验数量的增加、新药研发难度的加大、药企外包意愿的提升以及国内本土创新药产业链支持政策的出台，未来国内临床 CRO 行业市场规模将继续保持稳健增长，预计在 2024 年将进一步增长至 682.5 亿元，2030 年预计达到 1863.9 亿元，CAGR 为 15.4%。

图表12：2017-2030E 中国 CRO 市场规模（亿元）

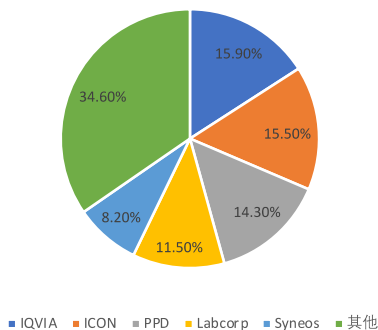


资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

### （三）海外市场份额头部集中，国内格局尚未完全固化

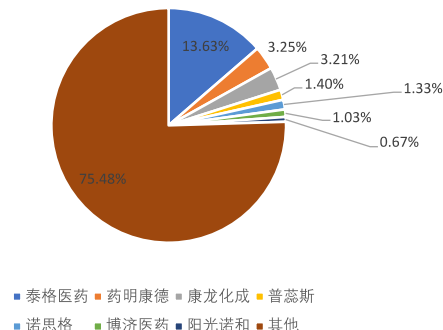
海外市场份额头部集中，国内格局尚未完全固化。全球临床 CRO 市场的竞争格局相对集中，2021 年 IQVIA、LabCorp、Syneos 等前 5 大企业占据 65.4% 的市场份额，IQVIA 市场份额约为 15.9%，ICON 市场份额约为 15.5%，PPD 市场份额约为 14.3%，Labcorp 市场份额约为 11.5%，Syneos 市场份额约为 8.2%。目前我国临床 CRO 行业处于快速发展阶段，市场格局尚未完全固化，2023 年泰格医药、药明康德、康龙化成等前 5 大企业占据 22.82% 的市场份额，未来有望向头部企业集中的趋势，泰格医药市场份额约为 13.63%、药明康德市场份额约为 3.25%、康龙化成市场份额约为 3.21%、普蕊斯市场份额约为 1.40%、诺思格市场份额约为 1.33%。

图表13：2021 年全球临床 CRO 竞争格局



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

图表14：2023 年中国临床 CRO 竞争格局



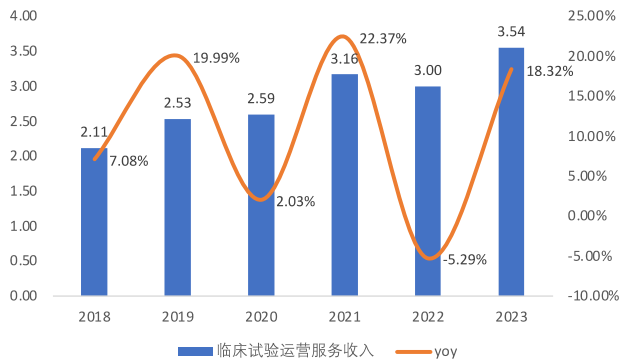
资料来源：各公司年报，弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

### 三、 临床运营为核心，多业务协同发展

#### (一) CO 服务：临床运营为核心，临床试验全覆盖

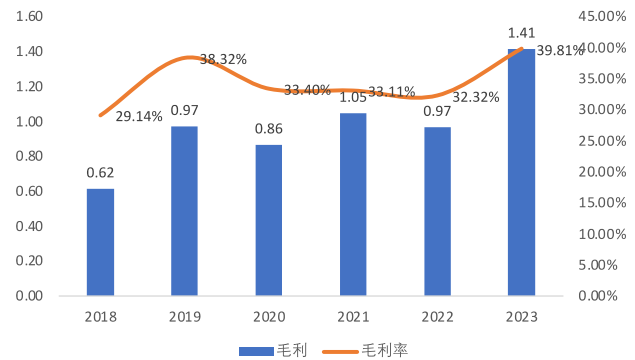
临床运营 (CO) 业务为核心，覆盖临床试验全过程。目前，公司的服务涵盖医药临床研究的各阶段，可以为客户提供一站式临床 CRO 服务，主营业务包括临床试验运营服务 (CO)、临床试验现场管理服务 (SMO)、生物样本检测服务 (BA)、数据管理与统计分析服务 (DM/ST)、临床试验咨询服务、临床药理学服务 (CP)，其中临床运营 (CO) 为核心。其中，CO 服务是指公司为申办方提供的 I 至 IV 期临床试验综合服务，协助制药企业及医疗器械企业进行临床试验，具体工作涵盖了临床试验的全过程，包括组织和参与临床试验方案的讨论、临床试验机构的管理、临床试验项目管理等。公司临床运营部成立于 2008 年，目前总人数约 500 人，其中管理和质量人员约 100 人，CRA 及助理约 400 人，基本覆盖全国所有临床试验涉及的城市及地区，累计服务 500 余项 I 期至 IV 期临床试验。近年来 CO 业务保持稳定增长的趋势，收入从 2018 年的 2.11 亿元增长到 2022 年的 3.00 亿元，CAGR 为 9.14%，毛利从 2018 年的 0.62 亿元增长到 2022 年的 0.97 亿元，CAGR 为 12.00%；2023 年实现收入 3.54 亿元，同比增长 18.32%，毛利为 1.41 亿元，同比增长 45.78%，毛利率为 39.81%。

图表15: CO 业务收入及增速 (亿元)



资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

图表16: CO 业务毛利及毛利率 (亿元)

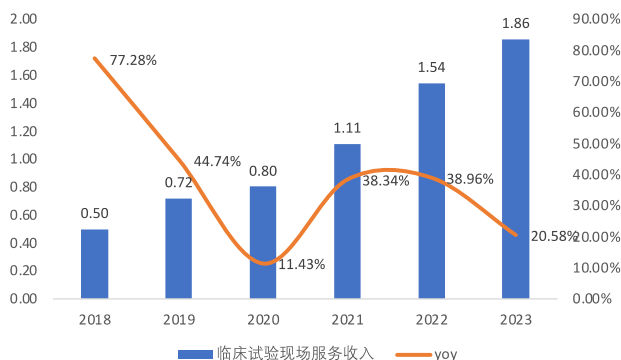


资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

## (二) SMO 服务: 实现全国覆盖, 业绩快速增长

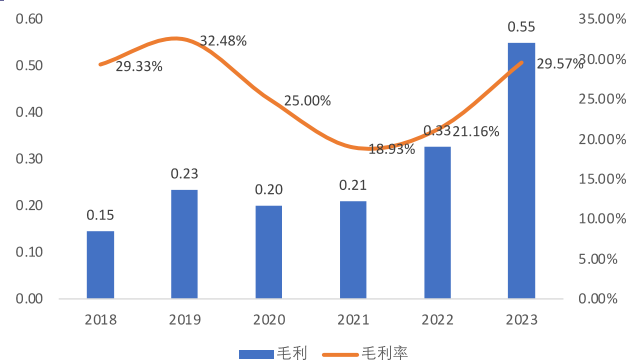
**能力逐步完善, 业绩快速增长。** 临床试验现场管理服务 (SMO 服务) 是指公司协助临床试验医疗机构提供临床试验具体操作的现场管理服务, 即通过派遣临床研究协调员 (CRC), 协助研究者执行临床试验中非医学判断性质的具体事务性工作, 以确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规定。公司 SMO 业务主要由子公司圣兰格运营, 覆盖全国 100 多个城市, 拥有 1000 人左右稳定的专业化团队, 为全国 500 多个研究中心提供专业的服务, 拥有 800 多个临床研究项目操作经验。近年来 SMO 业务保持快速增长的趋势, 收入从 2018 年的 0.50 亿元快速增长到 2022 年的 1.54 亿元, CAGR 为 32.70%, 毛利从 2018 年的 0.15 亿元快速增长到 2022 年的 0.33 亿元, CAGR 为 22.30%; 2023 年实现收入 1.86 亿元, 同比增长 20.58%, 毛利为 0.55 亿元, 同比增长 68.49%, 毛利率为 29.57%。

图表17: SMO 业务收入及增速 (亿元)



资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

图表18: SMO 业务毛利及毛利率 (亿元)

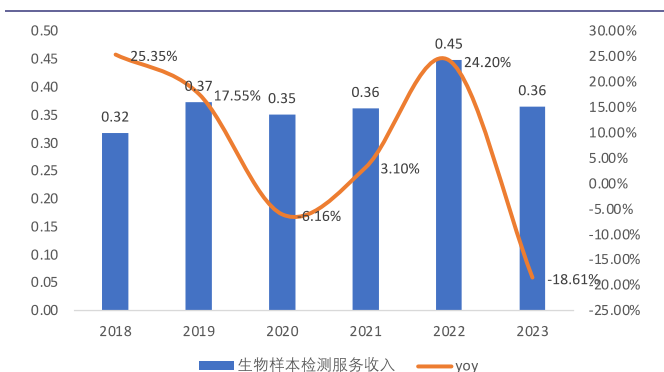


资料来源: iFinD, 太平洋证券整理

### (三)BA 服务：检测能力搭建完善，不断寻求创新转型

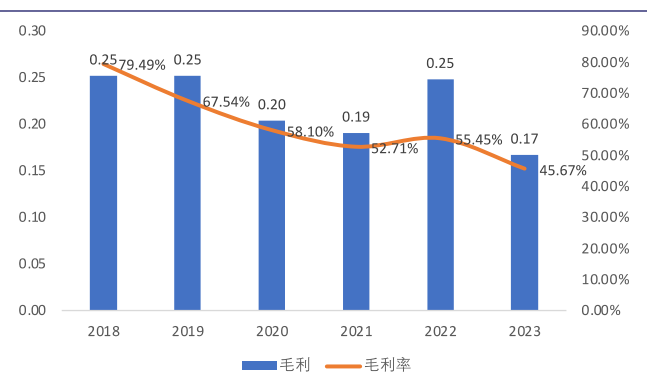
苏州海科承担 BA 业务，收入稳定增长、利润有所波动。生物样本检测服务（BA 服务）主要是对药物研发相关的生物样本进行分析检测，包括药物及代谢产物的浓度检测等，以反映试验用药物在体内的吸收、分布、代谢、排泄等情况，是药物研发过程中验证产品功能、安全性的必要环节。BA 业务主要由苏州海科承担，现有约 3000 平方米的实验室以及 70 人的专业团队，目前已完成新药临床前 ADME 研究 60 多项，服务客户近 200 家。近年来 BA 业务收入保持稳定增长，收入从 2018 年的 0.32 亿元快速增长到 2022 年的 0.45 亿元，CAGR 为 9.02%，利润受到疫情及设备折旧影响有所波动；2023 年实现收入 0.36 亿元，同比下降 18.61%，毛利为 0.17 亿元，同比下降 28.46%，毛利率为 45.67%。同时，公司不断寻求创新转型，发展大分子及创新药检测服务，有望成为新增长点。

图表19：BA 业务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表20：BA 业务毛利及毛利率（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

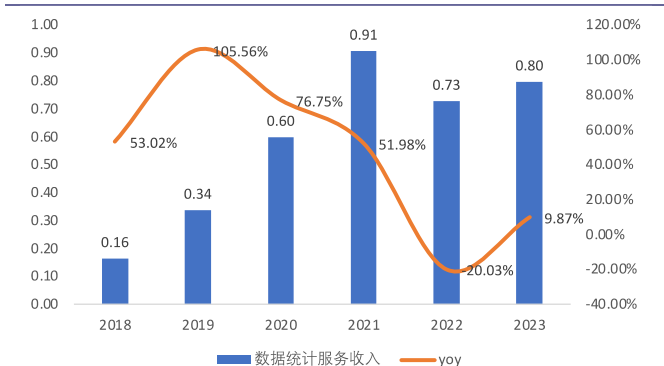
### (四)DM/ST 服务：专家团队背景亮眼，业务盈利能力强劲

数统业务高成长，盈利能力强。临床试验须应用统计学原理对试验相关的因素做出合理的、有效的安排和计划，并最终对试验结果进行科学合理的分析，公司可提供完善的数据管理与统计分析服务（DM/ST 服务）。数统业务主要由南京艾科曼承担，由前美国强生及 FDA 统计学专家陈刚博士、何崑博士领衔，管理团队多名核心成员曾任职于辉瑞、强生、礼来等跨国药企，拥有 200 余名统计学、计算机编程及数据管理方面的专业人员，在南京、合肥两地建立了数据统计科学中心，并在上海、北京、武汉、成都、美国马里兰州和新泽西州设有办公室。目前已为 200 多家医药企业超过 400 个 I、II、III 期及上市后临床试验项目提供服务。近年来数统业务保持快速增长的趋势，收入从 2018 年的 0.16 亿元快速增长到 2022 年的 0.73 亿元，CAGR 为 44.96%，毛利从 2018



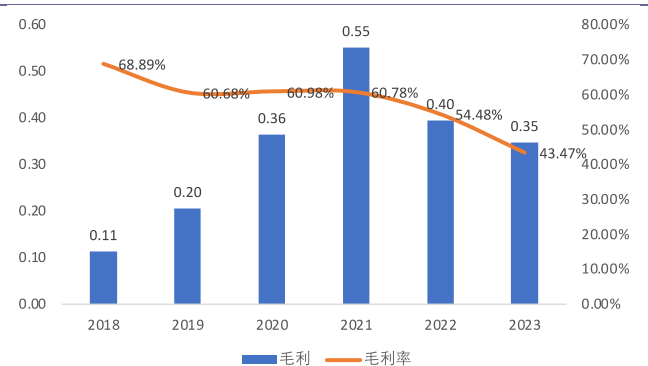
年的 0.11 亿元快速增长到 2022 年的 0.40 亿元，CAGR 为 36.70%；2023 年实现收入 0.80 亿元，同比增长 9.87%，毛利为 0.35 亿元，同比下降 12.33%，毛利率为 45.67%。

图表21：数统业务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表22：数统业务毛利及毛利率（亿元）

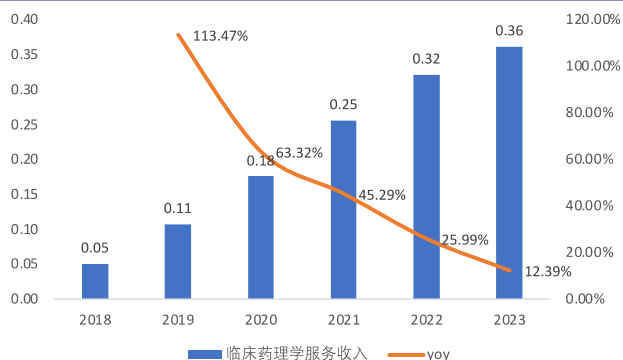


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

### (五)CP 服务：过往项目经验丰富，CP 业务快速增长

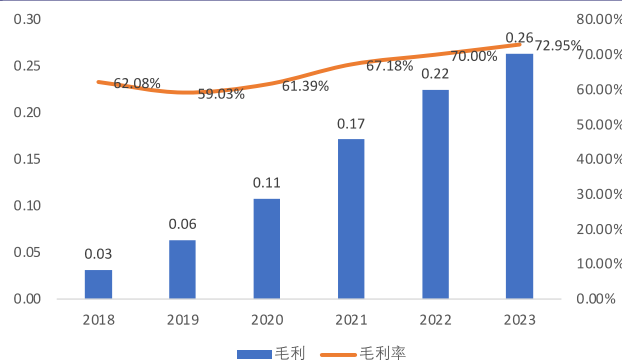
**临床药理快速增长，保持较高盈利能力。**临床药理学服务（CP 服务）是针对临床试验过程中收集到的数据，在临床试验的各个阶段综合分析评估药代动力学、药效动力学和安全性等指标，并在此基础上构建“药物剂量-暴露量-效应（疗效或不良反应）”的证据链条，以支持临床试验开展中的剂量选择等工作，提高药物开发效率并降低研发风险，是临床试验中必不可少的环节。临床药理主要由北京领初承担，由临床药理学专家胡蓓教授和刘萍博士领衔，目前有近 60 名专业人员，至今已为国内外 100 多个客户提供 400 多项临床药理学服务。近年来临床药理业务保持快速增长的趋势，收入从 2018 年的 0.05 亿元快速增长到 2022 年的 0.32 亿元，CAGR 为 58.94%，毛利从 2018 年的 0.03 亿元快速增长到 2022 年的 0.22 亿元，CAGR 为 36.70%；2023 年实现收入 0.36 亿元，同比增长 12.39%，毛利为 0.26 亿元，同比增长 17.14%，毛利率为 72.95%。

图表23：CP 业务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表24：CP 业务毛利及毛利率（亿元）

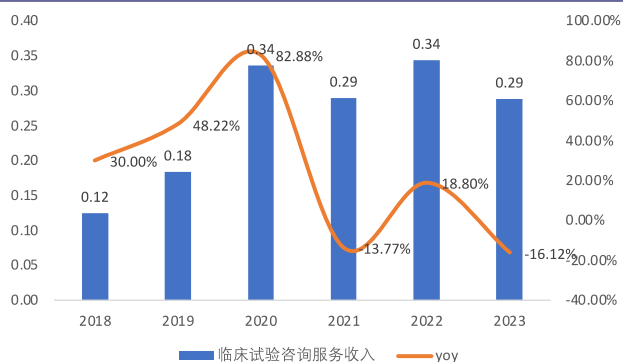


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## （六）临床试验咨询服务：监管日趋严格，客户需求增加

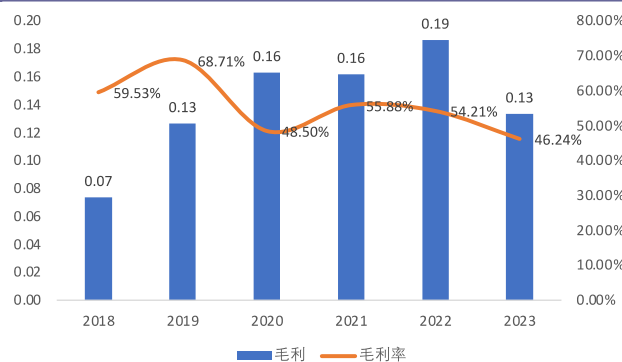
临床咨询业务有所波动，2023 年收入利润下降。试验咨询服务是指公司根据现行法规和客户的需求制定药物临床研发策略（如临床研发与医学事务（CDMA））以及其他临床试验相关的专业咨询服务，如注册申报（RA）、药物警戒（PV）等。近年来随着国家对新药临床试验质量的要求提高，客户对专业的咨询业务需求有所增加，收入从 2018 年的 0.12 亿元快速增长到 2022 年的 0.34 亿元，CAGR 为 29.09%，毛利从 2018 年的 0.07 亿元快速增长到 2022 年的 0.19 亿元，CAGR 为 26.10%；2023 年咨询业务增长有所波动，2023 年实现收入 0.29 亿元，同比下降 16.12%，毛利为 0.13 亿元，同比下降 28.46%，毛利率为 46.24%。

图表25：临床试验咨询业务收入及增速（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表26：临床试验咨询业务毛利率（亿元）



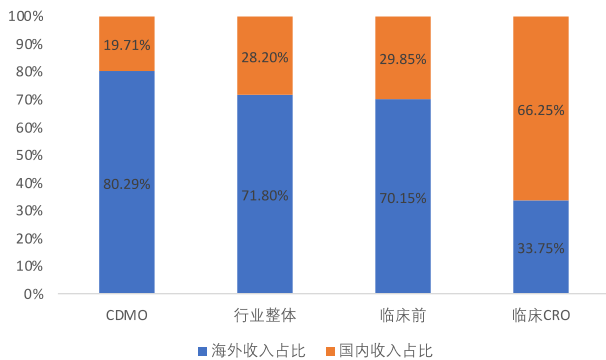
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

## 四、投资亮点

### (一) 临床 CRO 国际化空间大，定价及支付端变革有望提升国际竞争力

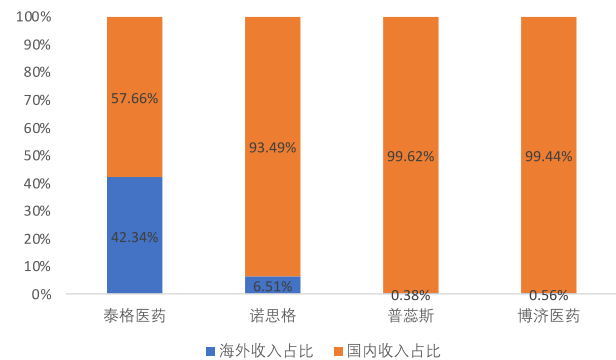
CXO 具备国际竞争优势，临床 CRO 海外收入占比低。我们以 A 股上市的 19 家创新药 CXO 企业为例，分别统计了 2023 年各个业务阶段的海外收入占比，CXO 行业整体海外收入占比为 71.80%，板块整体具备国际竞争优势。其中，CDMO 海外收入占比最高，为 80.29%；临床前海外收入占比次之，为 70.15%；而临床 CRO 海外收入占比最少，为 33.75%，未来国际化空间较大。在临床 CRO 板块内部，泰格医药国际化程度最高，诺思格次之，海外收入占比分别为 42.34%和 6.51%，普蕊斯和博济医药基本以本土业务为主，海外收入占比不足 1%。

图表27：2023 年 CXO 板块海外收入占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

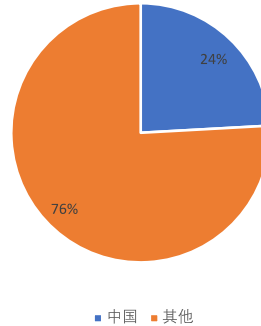
图表28：2023 年临床 CRO 海外收入占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

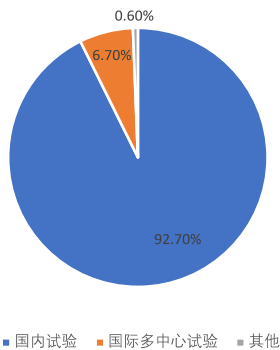
**国内临床试验为主导，中国 MRCT 占比较低。**根据 CDE 数据，中国药物临床试验总体以国内临床试验为主，2023 年国内药物临床试验共有 3988 项，占比为 92.7%，国际多中心试验有 290 项，占比为 6.7%，其他有 22 项，占比为 0.6%。根据医药魔方数据，2024 年上半年中国的国际多中心试验有 167 项，占比为 6.91%。此外，根据 Clinical Trails 数据，2023 年美国共开启 456 项 MRCT 三期临床，其中 110 项包含了中国中心(包括部分中国企业发起的中美双报项目)，占比仅为 24%。目前全球国际多中心临床纳入中国中心的比例较低，主要原因是：1) 中国医生作为亚太地区核心 PI 及国际多中心临床研究的专家委员会成员数量较少；2) 我国创新药定价及支付能力有限，中国市场对 MNC 等 MRCT 发起方吸引力不高，因此我国本土临床 CRO 可承接到的 MRCT 项目数量较少，经验积累有限，国际竞争力徘徊不前。

图表29：美国三期 MRCT 中国及其他地区分布



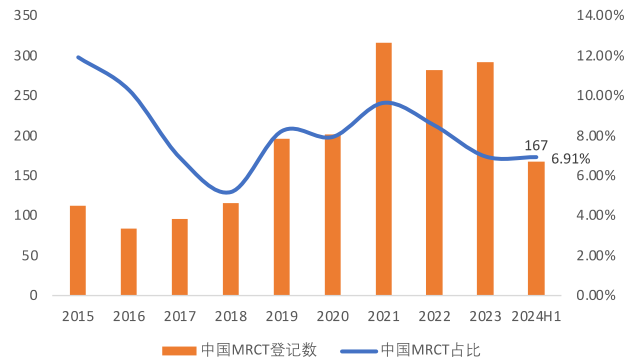
资料来源：Clinical Trails, 太平洋证券整理

图表30：2023 年中国临床试验分布



资料来源：CDE, 太平洋证券整理

图表31：2015-2024H1 中国 MRCT 及占比



资料来源：医药魔方, 太平洋证券整理

中国药品定价及支付能力有待改善，MNC 优先保障定价高、支付能力强的市场供应。由于国内外部分药品定价存在较大差异，海外 MNC 一般会优先保证高定价地区的药物供应。以甲肝疫苗为例，国产甲肝疫苗约为 90 元/支，进口甲肝疫苗约为 150 元/支（商品名：Vaqta）；而根据美国疾控数据，Vaqta 在美国价格约 30 美元/支，定价高出中国定价 45%。根据中检院数据，2023 年默沙东甲肝疫苗批签发次数仅为 2 次，占比仅有 1.90%，该产品于 1999 年获批，近年来批签发数量连续下滑，主要原因是：1) 默沙东将有限的产能优先分配给 HPV 和水痘疫苗，2) 默沙东优先保障美国等定价及支付能力更高的地区。2024 年 3 月 27 日，默沙东宣布将不再向中国市场供应其甲肝疫苗，主要是基于全球商业策略的调整、现有研发与生产资源的谨慎评估以及对本土产品可满足市场需求的充分考量。此外，诺和诺德减肥药 Ozempic 在全球定价也表现出较大差异，该

药美国的售价为 935 美元/支 (2mg/1.5mL)，加拿大售价为 400 美元 (2mg/1.5mL)，中国约为 55 美元/支 (2mg/1.5mL)，诺和诺德于 2024 年 7 月 24 日表示将限制减肥药在华供应量，以避免全球供应中断。

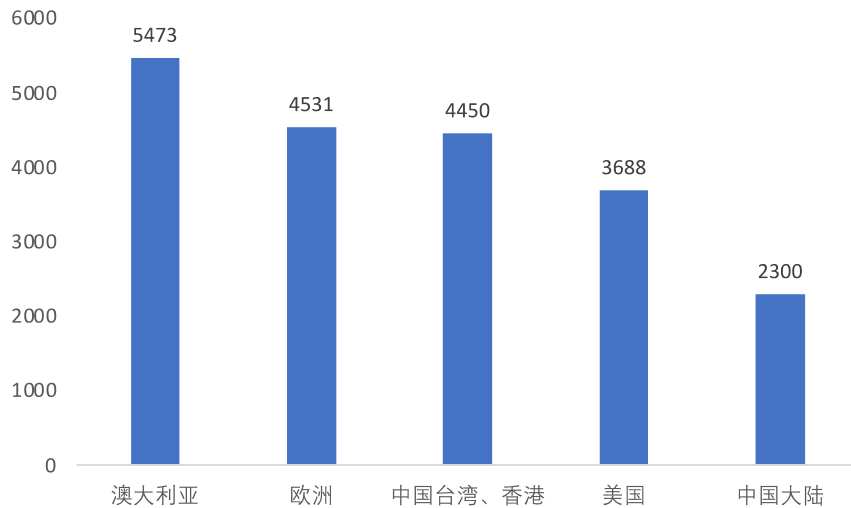
图表32：2023 年甲肝灭活疫苗批签发

厂商	批签发次数	占比
北京科兴	28	26.67%
默沙东	2	1.90%
中国医学科学院生物研究所	16	15.24%
艾美疫苗	19	18.10%
普康生物	16	15.24%
长春生物	24	22.86%

资料来源：中检院，太平洋证券整理

**我国创新药定价及支付能力有限，或抑制 MRCT 纳入中国中心的意愿。**国内开展 MRCT 的占比仍处于低位，我们认为主要原因是我国创新药的定价和支付机制仍处发展当中，我国创新药的定价在全球范围内较低，从而一定程度上限制了 MNC 在中国开展 MRCT 的意愿。以辉瑞的小分子口服新冠药 Paxlovid 为例，该药在全球各国的价格存在显著差异，美国政府采购价为 529 美元/盒（约合人民币 3688 元），欧洲多个国家的政府采购价为 650 美元/盒（约合人民币 4531 元）；澳大利亚的市场售价为 1159 澳元/盒（约合人民币 5473 元）；而中国大陆的医保采购价为 2300 元/盒。此外，泽布替尼的各国定价也存在显著差异，泽布替尼在美国定价约为 12935 美元（120 粒/瓶），而国内医保谈判后的定价为 5440 元/盒（80mg\*64 粒/盒），国内月用药费用约为美国月用药费用的 1/8。总体来看，我国创新药定价及支付能力有限，MNC 对中国市场的重视程度不足，或抑制 MRCT 纳入中国中心的意愿。

图表33: Paxlovid 全球定价



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

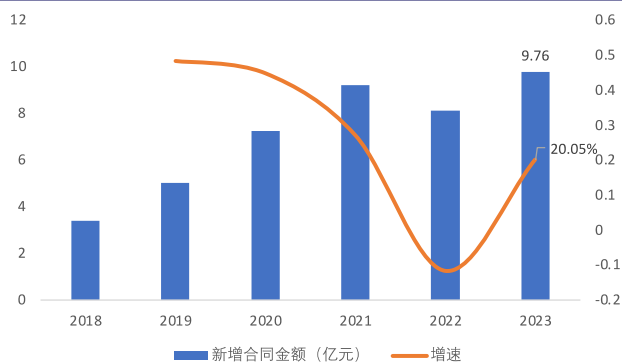
**创新药定价及支付政策密集出台，本土临床 CRO 国际话语权有望日益增强。**2024 年 2 月，国家医疗保障局出台《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》征求意见稿；2024 年 7 月，国务院常务会议审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，对创新药的定价和支付进行了明确要求，具体为：1) 定价端：将推动完善创新药价格形成机制，有望打破全球“地板价”，提升企业自主定价权；2) 支付端：将建立完善多元支付体系，进一步拓展商保等多元化的支付手段，在医保市场之外，谋求多层次支付准入空间。我们认为，随着各项创新药支持政策的落地，我国创新药的定价和支付或将得到明显改善，这也将为创新药更早更快上市创造有利环境，同时也会提升 MNC 等创新药研发企业对我国市场的重视程度和在中国开展 MRCT 的整体数量。相信随着中国 MRCT 数量及占比的增长，我国本土临床 CRO 在亚太地区的产业地位和 MRCT 项目经验亦将不断提升。此外，伴随着项目经验的逐步丰富，我国本土临床 CRO 或不断拓展海外子公司和当地临床运营团队，进一步扩大海外客户群体，逐渐提升全球产业的参与度，未来我国本土临床 CRO 的国际话语权有望持续增强。

## (二) 新增合同高增长，人效不断提升

**新增合同高增长，保障未来业绩成长性。**近年来公司以客户为导向，不断加大商务拓展与品牌推广力度，新增合同快速增长，公司新增合同金额从 2018 年的 3.38 亿元快速增长到 2022 年的 8.13 亿元，CAGR 为 24.54%，2023 年实现新增合同金额 9.76 亿元，同比增长 20.05%；与此同时，

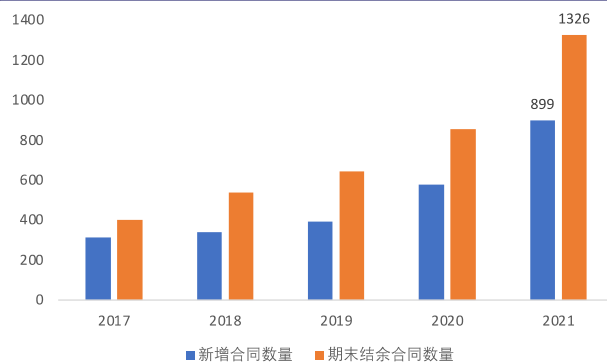
公司新增及在手合同数量也保持相同高速增长的趋势，2021 年公司新增合同数量 899 个，同比增长 56.35%，期末结余合同数量 1326 个，同比增长 55.09%，充沛的新增及在手合同保障了未来业绩的持续高增长。（注：新增合同数量和期末结余合同数量于招股书中披露，后续年报未见披露，因此数据更新至 2021 年）

图表34：新增合同金额及增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司 2023 年报，太平洋证券整理

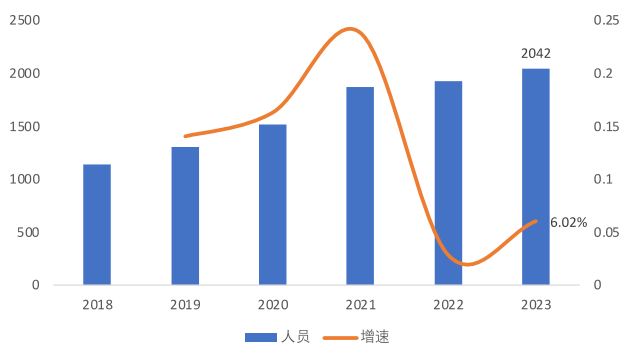
图表35：新增及期末结余合同数量（个）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

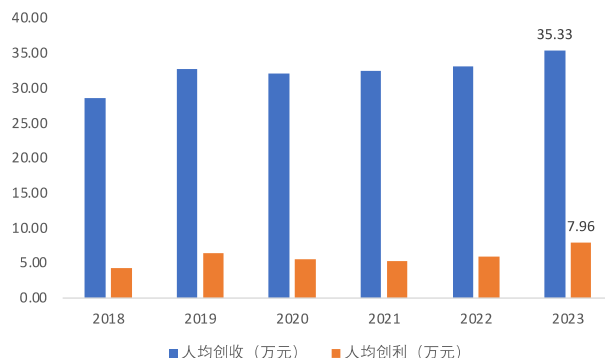
**能力建设完善，人效不断提升。**近年来，随着公司订单的不断增长，公司不断加大人员招聘以及机构覆盖力度。员工人数从 2018 年的 1141 人快速增长到 2023 年的 2042 人，CAGR 为 12.35%，充足的人员储备为订单的转化打下基础。目前，公司已与全国各主要城市医疗机构、各治疗领域的研究者建立了良好的长期合作关系，能够快速、高效地根据申办方的需求，协助申办方选择或调整临床试验医疗机构，并协助申办方推进其产品的临床试验。此外，公司不断提升管理水平，近年来人效不断提升，人均创收从 2018 年的 28.61 万元不断增长到 2023 年的 35.33 万元，CAGR 为 4.31%，人均创利从 2018 年的 4.24 万元不断增长到 2023 年的 7.96 万元，CAGR 为 13.44%。

图表36：2018-2023 员工人数（个）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表37：2018-2023 人均创收及创利（万元）

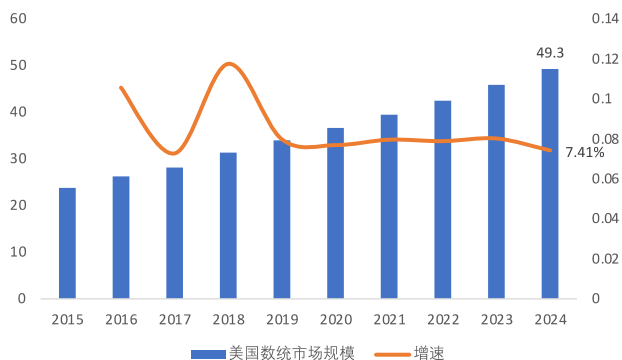


资料来源：iFinD，太平洋证券整理

### (三) 数统业务加速发展，结构优化盈利提升

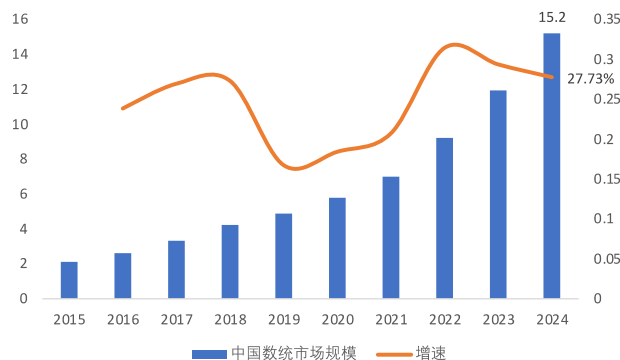
海外数统市场空间广阔，中国离岸外包具备优势。中国数统市场空间正处于快速增长阶段，根据沙利文数据，中国数统市场规模从 2015 年的 2.1 亿美元快速增长到 2024 年的 15.2 亿美元，CAGR 为 24.6%；美国数统市场空间较为广阔，美国数统市场规模从 2015 年的 23.7 亿美元稳定增长到 2024 年的 49.3 亿美元，CAGR 为 8.48%。此外，由于数统业务具备可远程提供和人才密集的属性，而中国具备人才和成本优势，未来海外数统订单在中国离岸外包是行业发展趋势。

图表38：2015-2024 美国数统市场规模及增速（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

图表39：2015-2024 中国数统市场规模及增速（亿美元）



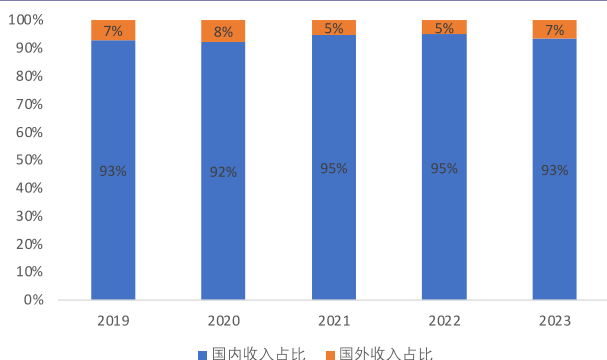
资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理

大力发展海外业务，结构优化提升盈利能力。公司数统团队拥有经验丰富的行业专家，多名核心成员曾任职于跨国药企。基于数统业务可远程提供的属性，公司将搭建面向全球业务的数据管理与统计分析团队，以子公司诺思格美国为国际业务的开展窗口，吸引海外订单；同时，以国内



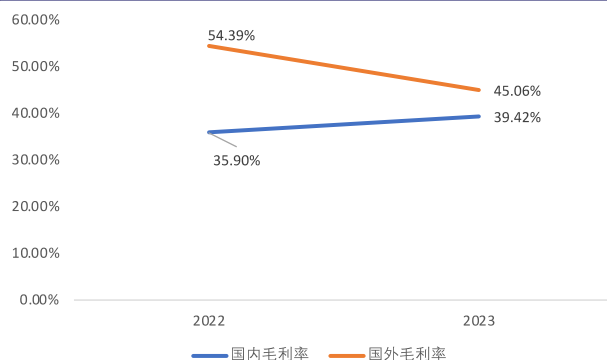
子公司为数据管理与统计分析业务的执行中心，结合国内的人工成本优势，加强数统服务的全球竞争力。目前，公司收入结构仍以国内为主，国外为辅，2023 年国内外收入占比分别为 93%、7%，而国外业务毛利率显著高于国内业务，2023 年国内外业务毛利率分别为 39.42%、45.06%，未来随着数统业务的发展，高毛利的海外收入占比不断提升，公司整体盈利能力不断得到优化。

图表40：2019-2023 国内外收入占比



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表41：2022-2023 国内外毛利率



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

#### (四) 高管团队经验丰富，具备深厚行业资源

高管团队经验丰富，具备 MNC 及 FDA 从业经历。公司管理团队由具有大型跨国公司的任职经历的管理人员，以及医药研发行业的专家组成，在医疗领域具有平均超过 15 年的研究和管理经验。公司专家团队包括曾经任职于美国 FDA 药审中心等机构或《财富》世界 500 强中制药公司的资深行业专家，拥有丰富的临床研发和临床审评经验，曾参与多项国家标准、行业标准的制定，对临床试验相关的监管要求和行业标准有深刻的理解，从而为国内外客户提供专业化、个性化的研发策略、顶层设计、数据解读、申报材料准备等相关服务。

图表42：高管团队具备丰富行业经验

姓名	职位	教育背景	行业经验
武杰	董事长	美国桥港大学，工商管理学硕士 MBA	2002 年回国，曾就职于泛海国际、天发石油、万通地产，历任高级副总裁、CEO 等职；荣获“2005 年中国最具影响力企业家”与“2005 年中华十大财智人物”；2008 年创建诺思格，担任董事长、总经理。
陈刚	首席科学官/艾科曼董事长	美国马里兰大学，统计学博士	30+年美国 FDA 和医药行业生物统计经验；曾任美国 FDA 肿瘤药物评审中心生物统计部门高级统计审评员和部门负责人，强生美国肿瘤药物研发临床生物统计部和强生中国区定量科学部负责人；现任诺思格首席科学官、子公司艾科曼信息技术有限公司董事长。

何崑	首席统计师、美国子公司 R&GUS 创始人	中国科技大学学士，北京大学硕士，美国康奈尔大学统计学博士	美国 FDA 工作 20 年，曾任 FDA 血液和肿瘤学审批的生物统计部门副主任。
李树奇	董事、高级副总裁、董事会秘书	中国中医科学院，中西医结合肿瘤临床专业博士	曾就职于中国中医科学院广安门医院，担任肿瘤科担任副主任医师；具有 20+ 临床研究经验。
滕乐燕	现任诺思格董事、高级副总裁、首席运营官	新加坡国立大学医学院，药理学博士；清华大学，高级工商管理硕士	20+ 临床研究经验，具有全球及中国临床运营经验，质量及培训体系管理经验，含质量及培训管理体系搭建及持续改进、质量保证及质量控制、培训、供应商管理及稽查等，拥有丰富的高级管理经验。
王维	现任诺思格董事、高级副总裁	南京中医药大学，中药药理专业；清华大学，高级工商管理硕士	22 年临床研究经验，曾担任江苏恒瑞医药股份有限公司发展部副部长，南京从一医药咨询有限公司总经理。
李继刚	高级副总裁、首席医学官	美国罗切斯特大学病理学硕士	强生公司和诺思格 15 年临床研发/医学事务经验；领导 50+ 创新药研发策略，包括 CNS、血液、肿瘤、免疫、心血管、内分泌等多领域。
刘萍	领初医药总经理	美国佛罗里达大学药学博士	19 年临床药理学工作经验（在辉瑞美国及中国工作 15 年）；参与 80+ 项创新药的 I-IV 期临床试验，支持新药递交/批准，与世界各地监管机构互动经验丰富；发表 30+ 篇 SCI 文章。
王涛	高级副总裁	英国阿伯丁大学，公共卫生硕士	超过 20 年临床研究经验，曾就职于诺华，强生、赛诺菲、诺和诺德、大家等多家国际知名企业，历任中国、亚太和欧洲区域临床运营负责人；曾参与多个创新药在中国和全球的开发，涵盖多个治疗领域
陈笑艳	海科医药副董事长、创始人	中科院上海药物研究所，研究员，博士生导师	中国科学院“百人计划”入选者；负责或参与完成 270 多种创新药物的临床前和临床 ADME 研究；发表 SCI 收录的期刊论文 180 多篇
裘建成	助理副总裁	军事医学科学院，药剂学硕士	18 年药品及器械注册及管理经历；曾先后就职于诺华、赛诺菲（健赞）及 Clinipace 等知名药企，担任（高级）注册经理、注册总监及亚太区域注册负责人等职位。
胡蓓	首席临床药理科学家、领初医药创始人	中国协和医科大学，医学博士；美国华盛顿大学药物化学系，博士后；原北京协和医院，博士生导师，临床药理学教授	30+ 年临床药理教学和实践及新药临床研究经验，参与 100+ 项创新药的 I/II 期临床试验；发表 130+ 篇 SCI 文章。

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## 五、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测

截至 2024 年 8 月 1 日，公司的收盘价为 46.40 元，我们预计 2024 年-2026 年公司营业收入分别为 8.79/10.68/12.92 亿元，同比增长 21.9%/21.5%/20.9%；归母净利润为 1.70/2.10/2.60 亿元，同比增长 4.5%/23.6%/23.7%，EPS 分别为 1.77/2.19/2.70 元/股，市盈率分别为 26.23/21.23/17.16 倍，关键假设如下：

1) 收入假设：公司主营业务为临床 CO 业务，我们预计 2024-2026 年的营业收入分别为

4.25/5.10/6.13 亿元，分别同比增长 20.0%/20.0%/20.0%。此外，考虑到临床 CRO 行业周期、订单报价以及人效等因素，我们预计 2024-2026 年的毛利率分别为 35.0%/35.0%/35.0%；我们预计 SMO 业务 2024-2026 年的营业收入分别为 2.23/2.68/3.21 亿元，同比增长 20.0%/20.0%/20.0%，毛利率分别为 27.0%/27.0%/27.0%；在暂不考虑并购的情况下，我们预计数统业务 2024-2026 年的营业收入分别为 1.08/1.40/1.75 亿元，同比增长 35.0%/30.0%/25.0%，毛利率分别为 45.0%/50.0%/55.0%；我们预计生物样本检测业务 2024-2026 年的营业收入分别为 0.44/0.53/0.63 亿元，同比增长 20.0%/20.0%/20.0%，毛利率分别为 48.0%/50.0%/52.0%；我们预计临床试验咨询业务 2024-2026 年的营业收入分别为 0.35/0.42/0.50 亿元，同比增长 20.0%/20.0%/20.0%，毛利率分别为 48.0%/50.0%/52.0%；我们预计临床药理业务 2024-2026 年的营业收入分别为 0.55/0.56/0.70 亿元，同比增长 25.0%/25.0%/25.0%，毛利率分别为 70.0%/70.0%/70.0%。

2) 费用率假设：研发费用方面，基本保持平稳，我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 7.50%/7.50%/7.50%；销售费用方面，我们预计 2024-2026 年分别为 2.0%/2.0%/2.0%；管理费用方面，我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 9.0%/9.0%/9.0%；所得税方面，我们预计 2024-2026 年不考虑新的税收减免政策，所得税率为 10.0%。

图表43：收入拆分及盈利预测

诺思格 (亿元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2.71	3.26	4.25	4.84	6.08	6.38	7.21	8.79	10.68	12.92
yoy		20.54%	30.34%	13.87%	25.59%	4.78%	13.15%	21.91%	21.48%	20.92%
营业成本	1.73	2.03	2.40	2.94	3.75	4.03	4.34	5.53	6.61	7.87
毛利	0.98	1.23	1.85	1.90	2.33	2.35	2.87	3.27	4.07	5.05
毛利率	36.16%	37.72%	43.50%	39.25%	38.32%	36.85%	39.79%	37.15%	38.13%	39.11%
临床试验运营服务	1.97	2.11	2.53	2.59	3.16	3.00	3.54	4.25	5.10	6.13
yoy		7.08%	19.99%	2.03%	22.37%	-5.29%	18.32%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1.43	1.50	1.56	1.72	2.12	2.03	2.13	2.77	3.32	3.98
毛利	0.54	0.62	0.97	0.86	1.05	0.97	1.41	1.49	1.79	2.14
毛利率(%)	27.64%	29.14%	38.32%	33.40%	33.11%	32.32%	39.81%	35.00%	35.00%	35.00%
业务收入比例(%)	72.82%	64.69%	59.55%	53.36%	51.99%	47.00%	49.14%	48.37%	47.78%	47.42%
临床试验现场服务	0.28	0.50	0.72	0.80	1.11	1.54	1.86	2.23	2.68	3.21
yoy		77.28%	44.74%	11.43%	38.34%	38.96%	20.58%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.17	0.35	0.49	0.60	0.90	1.21	1.31	1.63	1.95	2.34
毛利	0.11	0.15	0.23	0.20	0.21	0.33	0.55	0.60	0.72	0.87
毛利率(%)	38.13%	29.33%	32.48%	25.00%	18.93%	21.16%	29.57%	27.00%	27.00%	27.00%
业务收入比例(%)	10.35%	15.22%	16.91%	16.54%	18.22%	24.17%	25.76%	25.35%	25.04%	24.85%
数据统计服务	0.11	0.16	0.34	0.60	0.91	0.73	0.80	1.08	1.40	1.75
yoy		53.02%	105.56%	76.75%	51.98%	-20.03%	9.87%	35.00%	30.00%	25.00%
成本	0.03	0.05	0.13	0.23	0.36	0.33	0.45	0.59	0.70	0.79
毛利	0.08	0.11	0.20	0.36	0.55	0.40	0.35	0.48	0.70	0.96
毛利率(%)	75.77%	68.89%	60.68%	60.98%	60.78%	54.48%	43.47%	45.00%	50.00%	55.00%
业务收入比例(%)	3.96%	5.03%	7.94%	12.32%	14.91%	11.38%	11.05%	12.23%	13.09%	13.53%
生物样本检测服务	0.25	0.32	0.37	0.35	0.36	0.45	0.36	0.44	0.53	0.63
yoy		25.35%	17.55%	-6.16%	3.10%	24.20%	-18.61%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.07	0.07	0.12	0.15	0.17	0.20	0.20	0.23	0.26	0.30
毛利	0.18	0.25	0.25	0.20	0.19	0.25	0.17	0.21	0.26	0.33
毛利率(%)	72.56%	79.49%	67.54%	58.10%	52.71%	55.45%	45.67%	48.00%	50.00%	52.00%
业务收入比例(%)	9.35%	9.72%	8.77%	7.23%	5.93%	7.03%	5.06%	4.98%	4.92%	4.88%
临床试验咨询服务	0.10	0.12	0.18	0.34	0.29	0.34	0.29	0.35	0.42	0.50
yoy		30.00%	48.22%	82.88%	-13.77%	18.80%	-16.12%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	0.03	0.05	0.06	0.17	0.13	0.16	0.16	0.18	0.21	0.24
毛利	0.06	0.07	0.13	0.16	0.16	0.19	0.13	0.17	0.21	0.26
毛利率(%)	65.49%	59.53%	68.71%	48.50%	55.88%	54.21%	46.24%	48.00%	50.00%	52.00%
业务收入比例(%)	3.52%	3.79%	4.31%	6.93%	4.76%	5.39%	4.00%	3.94%	3.89%	3.86%
临床药理学服务		0.05	0.11	0.18	0.25	0.32	0.36	0.45	0.56	0.70
yoy			113.47%	63.32%	45.29%	25.99%	12.39%	25.00%	25.00%	25.00%
成本		0.02	0.04	0.07	0.08	0.10	0.10	0.14	0.17	0.21
毛利		0.03	0.06	0.11	0.17	0.22	0.26	0.32	0.39	0.49
毛利率(%)		62.08%	59.03%	61.39%	67.18%	70.00%	72.95%	70.00%	70.00%	70.00%
业务收入比例(%)		1.54%	2.52%	3.62%	4.19%	5.04%	5.00%	5.13%	5.28%	5.46%

资料来源：太平洋证券整理

## (二) 投资建议

公司作为行业领先的临床 CRO 公司，具备行业竞争优势，近年来公司持续推进海外及数统业务发展，未来随着高毛利的海外及数统业务占比提升，公司整体盈利能力将不断提升，可比上市公司包括泰格医药、博济医药等。我们参考可比公司的平均市盈率，给予 2024 年预测归母净利润 35 倍 PE，对应目标市值 59.5 亿元，目标价 61.95 元/股，给予“买入”评级。

图表44：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	净利润（亿元）				PE		
				2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300347.SZ	泰格医药	52.45	422	20.25	21.81	25.56	30.23	19	17	14
300404.SZ	博济医药	7.6	29	0.24	0.73	1.01	1.27	40	29	23
	平均	30.03	226	10.25	11.27	13.28	15.75	29	23	18
301333.SZ	诺思格	46.4	45	1.63	1.70	2.10	2.60	26	21	17

资料来源：除诺思格来自太平洋证券研究院预测外，其他数据均来自 iFinD，太平洋证券整理

## 六、风险提示

新签订单不及预期、CRO 行业竞争加剧、医药投融资恢复不及预期、研发支出下滑或者外包意愿减弱、新药研发失败、核心人员流失等风险。

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,522	991	1,165	1,364	1,611
应收和预付款项	78	93	103	125	151
存货	53	51	69	83	98
其他流动资产	156	871	920	966	1,019
流动资产合计	1,809	2,006	2,257	2,537	2,880
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	35	30	35	39	43
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	13	18	19	20	21
长期待摊费用	2	1	1	1	0
其他非流动资产	1,833	2,024	2,279	2,560	2,905
资产总计	1,883	2,074	2,334	2,620	2,970
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	32	41	46	55	66
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	257	278	407	474	552
负债合计	289	319	453	529	617
股本	60	96	96	96	96
资本公积	1,079	1,057	1,060	1,060	1,060
留存收益	449	596	766	976	1,235
归母公司股东权益	1,588	1,748	1,874	2,084	2,343
少数股东权益	6	6	7	8	9
股东权益合计	1,594	1,755	1,881	2,092	2,353
负债和股东权益	1,883	2,074	2,334	2,620	2,970

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	130	193	144	200	250
投资性现金流	-12	-705	-2	-2	-2
融资性现金流	1,036	-19	32	0	0
现金增加额	1,160	-530	174	198	248

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	638	721	879	1,068	1,292
营业成本	403	434	553	661	787
营业税金及附加	3	4	4	5	6
销售费用	14	15	18	21	26
管理费用	62	80	79	96	116
财务费用	-12	-12	0	0	0
资产减值损失	0	-2	0	0	0
投资收益	8	23	15	15	15
公允价值变动	1	4	0	0	0
营业利润	129	182	190	234	290
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	129	182	190	234	290
所得税	15	20	19	23	29
净利润	114	163	171	211	261
少数股东损益	1	0	1	1	1
归母股东净利润	113	163	170	210	260

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	36.85%	39.79%	37.15%	38.13%	39.11%
销售净利率	17.79%	22.53%	19.31%	19.64%	20.09%
销售收入增长率	4.78%	13.15%	21.91%	21.48%	20.92%
EBIT 增长率	-3.84%	34.77%	30.31%	23.60%	23.67%
净利润增长率	14.32%	43.27%	4.46%	23.60%	23.67%
ROE	7.15%	9.30%	9.06%	10.07%	11.08%
ROA	6.02%	7.84%	7.27%	8.01%	8.74%
ROIC	5.94%	7.36%	9.03%	10.04%	11.04%
EPS (X)	1.38	2.08	1.77	2.19	2.70
PE (X)	59.67	31.00	24.31	19.67	15.91
PB (X)	3.11	3.54	2.20	1.98	1.76
PS (X)	7.75	8.58	4.69	3.86	3.20
EV/EBITDA (X)	23.78	28.57	14.95	11.36	8.41

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。