

中国临床 CRO 好时代来了？

——临床 CRO 行业深度报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 联系人: 郭双喜
✉️ : guoshuangxi@stocke.com.cn

行业评级

医药生物

看好

报告导读

2015-2021 年全球创新药投融资金额持续新高奠定临床 CRO 龙头超额收益基础。国内外临床 CRO 业绩-估值-股价相关性高，不同疾病领域项目管理经验和获单能力会带来明显溢价。泰格医药等国内临床 CRO 远高于海外龙头的估值和涨幅一方面来自于业绩高增长，另一方面反映了本土需求及业绩持续性高增长预期，其管理经验、网点数量和盈利能力均有较大成长空间，维持重点推荐国内临床 CRO 公司。

投资要点

□ 超额：全球临床 CRO 超额收益显著

1) 临床 CRO 行业投资收益率明显高于制药企业。对比海外 MNC 以及临床 CRO 平均涨幅 (81% vs 229%，最高涨幅艾伯维 142% vs PRA 602%)，我们发现从投资收益角度来看作为创新药研发产业链上游服务方的临床 CRO 收益更显著，主要是高研发投入推动上游临床 CRO 更高景气。2) 泰格医药相对创新药企也具有明显超额收益。与美国等成熟市场相比中国生物医药指数收益明显高于大盘指数涨幅源自国内创新药投融资更高的景气和临床 CRO 更好的竞争格局。

□ 源头：超额收益源自景气、格局优化

1) 高景气：投融资景气奠定超额基础。2014-2015 年开启免疫治疗时代，2017-2018 年开启细胞和基因治疗时代直接推动投融资高增长，奠定临床 CRO 超额收益基础。2023-2025 年 AI 制药、异体 CAR-T 以及细胞治疗药物在实体瘤突破、基因治疗药物在大病领域突破迎来新一轮的投融资高峰期，为 CXO 业绩持续增长提供需求来源。2) 高集中度：临床 CRO 集中度高于药企。从集中度角度来看，2016-2020 年全球处方药销售额 CR5 维持在 17%-19%，对于临床 CRO 来讲，头部 5 家市占率已经接近 50%，这也意味着竞争壁垒较高。丰富的管理经验以及与医院 (尤其是 PI) 建立的紧密合作关系是临床 CRO 行业短期较难突破的壁垒所在。3) 高壁垒：临床 CRO 相比下游格局更优。CXO 出现大幅降低创新药物研发壁垒，然而临床 CRO 的服务壁垒并没有显著降低，我们认为恰恰相反的是壁垒在不断强化。这一点可以从 2016-2020 年临床 CRO 企业临床服务业务市占率持续提升可以得到验证。

□ 复盘：业绩-估值-股价相关性高

通过复盘我们发现：临床 CRO 龙头业绩-估值-股价相关性高，更高的收入增速体现更高的估值水平，也对应更高的股价涨幅。1) 股价涨幅：泰格医药 (32.95 倍) > ICON (8 倍) > PRA (7.4 倍) > IQVIA (5.16 倍) > Syneos (3.45 倍)；2) 收入增长幅度：泰格医药 (14.79 倍) > Syneos (2.75 倍) > IQVIA (1.89 倍) > PRA (1.18 倍) > ICON (1.09 倍)；3) PS 估值水平 (从估值角度：我们通过分析发现 PE 受到分红、投资收益等多因素影响不能真实反应临床 CRO 估值差异性，PS 相对更加合理)：泰格医药 (37.3 倍) > ICON (4.23 倍) > IQVIA (3.83 倍) > PRA (3.16 倍) > PPD (2.91 倍) > Syneos (2.02 倍)；4) 估值扩张幅度：

相关报告

- 1 《医药行业周报 20210910: 澳华即将上市，内镜市场前景如何》2021.09.11
- 2 《【浙商医药】2021H1: 中国景气，上游新势力——中小 CXO 及科学服务中报总结》2021.09.05
- 3 《医药行业周报 20210905: 从“PB-ROE”，医药投资“性价比”已现》2021.09.05
- 4 《【浙商医药】CXO 板块 2021 中报业绩总结：边际加速，看好 CDMO》2021.09.02
- 5 《制药产业链上游公司 2021 年中报总结：产品升级的边际变化带来 ROE 持续改善》2021.08.29

报告撰写人：孙建
数据支持人：郭双喜

PRA (3.47 倍) > IQVIA (2.4 倍) > ICON (1.79 倍) > 泰格医药 (1.7 倍) > Syneos (1.10 倍)。

□ 溢价：管理经验带来明显溢价

1) 能力：大疾病领域管理经验带来估值溢价。从数据来看，ICON 在心脑血管、糖尿病等慢病领域以及开发难度较大的中枢神经系统和疫苗等大疾病领域均具有极强的管理经验和患者招募能力，这也为 ICON 带来更高的估值溢价。同样的 PPD 和 PRA 在估值上也体现明显溢价。**2) 管理-订单-成长性。**龙头在手订单加速趋势体现了其强大的获单能力，为未来 3 年业绩成长性奠定基础，这也体现在临床 CRO 龙头估值差异性上。IQVIA 更大的在手订单体量 (226 亿美金) 以及较快的增速水平使得 PS 维持在较高水平。

□ 泰格医药：大空间才刚刚打开

1) 复盘：国内新需求+更优格局下靓丽表现。泰格医药更高的投资收益率可能一方面来自于其更高的净利率水平 (22.18% vs 5.69%)，另一方面远高于海外龙头的收入复合增速水平 (38% vs 15%)；**2) 高估值：相比海外更高估值的合理性？**泰格医药作为本土临床 CRO 龙头，其更高估值更大的受益于国内本土创新药行业崛起带动的业绩高成长确定性。**3) 空间：从能力积累到新发展空间。**对比海外龙头发展路径和管理能力，公司管理项目数量、全球临床试验研究站点拓展空间以及人均创收和创利能力均有较大的成长性。

□ 投资建议：

把握临床 CRO 公司不同发展阶段以及优势业务持续受益中国市场红利以及国际化拓展中投资机会，**重点推荐临床 CRO 龙头企业泰格医药 (A+H)、药明康德 (A+H)、康龙化成 (A+H)，建议关注阳光诺和、诺威健康 (港股 IPO)、医渡科技 (H 股)、诺思格 (A 股 IPO)、普蕊斯 (A 股 IPO) 等。**

□ 风险提示：

业务拓展不及预期风险、订单风险、竞争风险、创新药研发投入不及预期风险、国内药审政策波动风险。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	股价 (元)			EPS (元)			PE (倍)			评级
		9 月 25 日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
300347.SZ	泰格医药	169.54	2.01	2.19	2.59	85	77	65	买入		
603259.SH	药明康德	150.88	1.21	1.67	2.15	124	90	70	买入		
300759.SZ	康龙化成	216.6	1.48	1.83	2.42	147	118	90	买入		
688621.SH	阳光诺和	161.72	1.21	1.26	1.73	128	94	66	未评级		

资料来源：Wind，阳光诺和盈利预测来自于 Wind 一致预测，浙商证券研究所

正文目录

1. 超额：全球临床 CRO 超额收益显著	5
1.1 临床 CRO 投资收益率明显高于制药企业	5
1.2 泰格医药相对本土创新药企超额收益明显	6
2. 源头：超额收益源自景气、格局优化	7
2.1 高景气：投融资景气奠定超额基础	7
2.2 高集中度：临床 CRO 集中度高于药企	7
2.3 高壁垒：临床 CRO 相比下游格局更优	8
3. 复盘：业绩-估值-股价相关性高	9
3.1 IQVIA：在手订单景气，奠定高估值基础	10
3.2 ICON：慢病和疫苗领域领军临床 CRO	11
3.3 PRA：并购提升渗透，NASH 研究引领者	13
3.4 Syneos：在手订单高增长助力估值提升	14
3.5 泰格医药：国内景气+更优格局，发展跃迁在即	16
4. 溢价：管理经验带来明显溢价	17
4.1 能力：大疾病领域管理经验带来估值溢价	17
4.2 成长：管理-订单-成长性	20
5. 泰格医药：大空间才刚刚打开	21
5.1 复盘：国内新需求+更优格局下靓丽表现	21
5.2 高估值：相比海外更高估值的合理性？	21
5.3 空间：从能力积累到新发展空间	22
6. 投资建议	23
7. 风险提示	23

图表目录

图 1：2015-2021 年跨国临床 CRO 股价涨幅可观	6
图 2：2015-2021 年 MNC 股价涨幅情况	6
图 3：2015-2021 年海外临床 CRO、MNC 和指数涨幅对比	6
图 4：2015-2021 年泰格医药、创新药企和指数涨幅对比	6
图 5：2011-2021 年全球投融资趋势推演	7
图 6：药品市场销售额前 10 MNC 收入及市占率情况	8
图 7：全球临床 CRO 企业临床服务业务收入对比（亿美元）	8
图 8：临床 CRO 公司全球市占率	8
图 9：制药企业处方药 CR5 和临床 CRO 企业临床服务 CR5	8
图 10：药明生物等 CRO 公司极大降低了行业进入壁垒	9

图 11: IQVIA: 2013-2020 年收入增长 1.89 倍, PS 增长 2.4 倍, 股价涨幅 5.16 倍.....	10
图 12: IQVIA: 估值提升波动性分析.....	11
图 13: ICON: 2006-2020 年收入增长 5.13 倍, PS 增长 1.16 倍, 股价涨幅 24.37 倍.....	12
图 14: PRA: 2014-2020 年收入增长 1.18 倍, Non-GAAP 净利润增长 4.50 倍, 股价涨幅 7.40 倍.....	13
图 15: Syneos: 2014-2020 年收入增长 2.74 倍, PS 增长 1.01 倍, 股价涨幅 3.45 倍.....	15
图 16: 泰格医药: 2013-2020 年收入增长 14.79 倍, PS 增长 1.7 倍, 股价涨幅 32.95 倍.....	16
图 17: 临床 CRO 龙头各疾病领域管理经验对比.....	18
图 18: 全球临床 CRO 龙头临床服务在手订单情况.....	20
图 19: 中国本土研发投入复合增速高于全球增速.....	22
图 20: 泰格医药全球化布局拓展空间大.....	23
图 21: 泰格医药人均创收(万美元)提升空间大.....	23
图 22: 泰格医药人均创利(扣非, 万美元)仍有空间.....	23
表 1: 盈利预测与财务指标.....	2
表 2: 近 5 年来 ICON 各疾病领域临床试验相关数据.....	13
表 3: 近 5 年来 PRA 各疾病领域临床试验相关数据.....	14
表 4: 近 5 年来 Syneos 各疾病领域临床试验相关数据.....	16
表 5: 近 5 年来 PPD 各疾病领域临床试验相关数据.....	19
表 6: 近 5 年来 Covance 各疾病领域临床试验相关数据.....	20
表 7: 泰格医药与海外临床 CRO 财务数据对比(单位: 亿美元).....	21

1. 超额：全球临床 CRO 超额收益显著

全球临床 CRO 市场集中度开始加速提升。2015 年独立临床实验室公司 LabCorp 收购 Covance，将业务拓展至临床 CRO 行业，2017 年收购 Chiltern，完成了药物全研发流程业务覆盖增强中心实验室与临床 CRO 业务协同；2016 年临床 CRO 昆泰与数据咨询公司 IMS Health 合并，希望增强大数据与临床 CRO 业务的协同，提升患者招募速度；2021 年 ICON 宣布与 PRA 合并以加速远程健康技术和数字化医疗智能技术在药物临床试验中应用；设备和耗材供应商 Thermo Fisher 2021 年宣布收购 PPD 进入 CRO 行业，这也是继 2017 年收购 Patheon 进入 CDMO 行业后进一步完成对 CXO 产业链布局。可以看到全球临床 CRO 市场在发生明显变化。

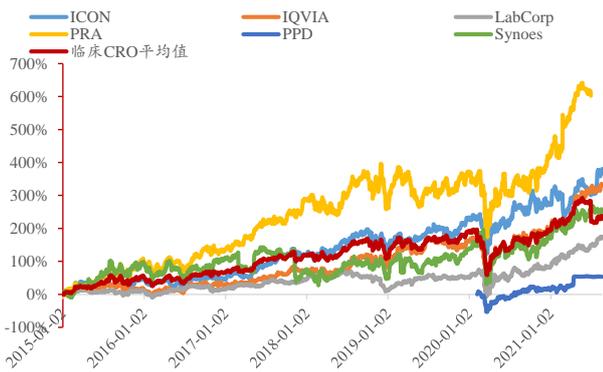
看国内：2015 年是中国创新药行业和临床 CRO 发展拐点。2015 年 7 月 22 日 CDE 发布《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》之后国内临床试验监管真正走向规范化。2015 年 8 月国务院发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，提高审评审批质量和透明度，解决注册积压，鼓励研究和创制新药。2017 年 6 月 19 日中国国家食品药品监督管理总局正式加入 ICH，推动创新药企业和临床 CRO 加速国际化。而且 2017 年 10 月 1 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，开始对临床试验管理进行深层次改革（包括临床试验机构资格认定实行备案管理、支持临床试验机构和人员开展临床试验、完善伦理委员会机制、提高伦理审查效率、优化临床试验审批程序、接受境外临床试验数据等多个方面），这也直接推动临床 CRO 行业进入高速发展期，国内临床 CRO 进入相对规范化的发展阶段。

我们通过复盘 2015-2021 年跨国临床 CRO 股价涨幅发现：PRA、ICON、IQVIA、Syneos、LabCorp 和 PPD（2020 年 2 月 6 日重新上市）分别上涨 602%、380%、331%、254%、175%、54%，6 家典型临床 CRO 企业平均上涨 229%，显示出较好的投资收益率。2015-2021 年间，泰格医药上涨 1284%。我们希望通过分析全球临床 CRO 行业变化，挖掘本土临床 CRO 企业未来可能出现的投资机遇。此篇报告为我们临床 CRO 龙头系列报告第一篇，将从海外临床 CRO 企业相比创新药企更高收益率角度切入剖析临床 CRO 行业特点以及估值变化原因，同时分析国内外临床 CRO 估值体系方面的差异性，并进一步分析本土临床 CRO 投资前景。

1.1 临床 CRO 投资收益率明显高于制药企业

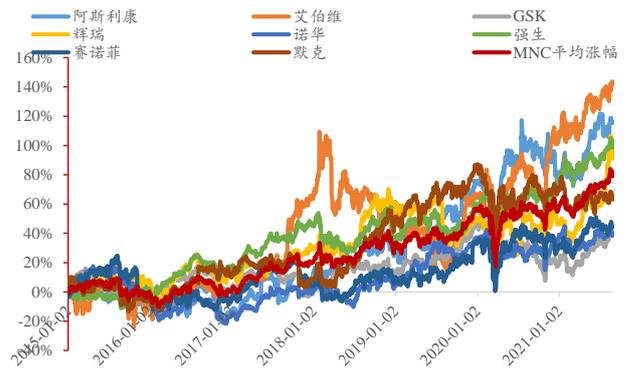
通过对比海外 MNC 以及临床 CRO 企业平均涨幅（81% vs 229%，最高涨幅艾伯维 142% vs PRA 602%），我们发现从投资收益角度来看作为创新药研发产业链上游服务方的临床 CRO 收益更显著，也验证了投资者对临床 CRO 赛道相比创新药行业具有更高景气度的认可。我们通过复盘 2015-2021 年跨国临床 CRO 股价涨幅发现：PRA、ICON、IQVIA、Syneos、LabCorp 和 PPD（2020 年 2 月 6 日重新上市）分别上涨 602%、380%、331%、254%、175%、54%，6 家典型临床 CRO 企业平均上涨 229%，显示出较好的投资收益率。而同时期海外 MNC 典型企业平均涨幅仅有 79%，其中艾伯维、阿斯利康、强生、辉瑞、默克、赛诺菲、诺华和 GSK 分别上涨 142%、116%、99%、91%、63%、44%、39%和 39%。

图 1：2015-2021 年跨国临床 CRO 股价涨幅可观



资料来源：Wind（截止 8 月 20 日），浙商证券研究所

图 2：2015-2021 年 MNC 股价涨幅情况



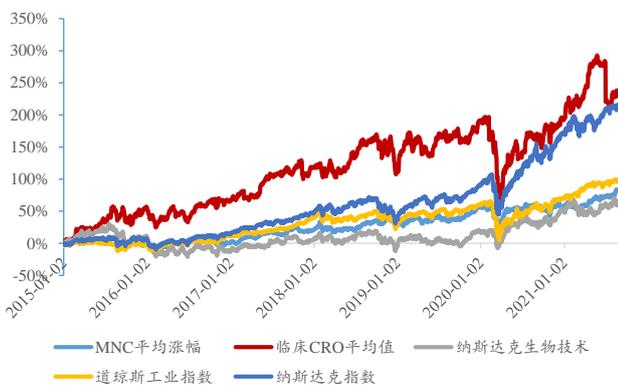
资料来源：Wind（截止 8 月 27 日），浙商证券研究所

高研发投入推动上游临床 CRO 更高景气。通过对比 2015-2021 年美股指数纳斯达克指数、道琼斯工业指数以及纳斯达克生物技术指数涨幅明显能看到 MNC 典型企业平均涨幅与道琼斯工业指数以及纳斯达克生物技术指数涨幅基本一致，这也跟纳斯达克生物技术指数中 MNC 权重占比较大（虽然 Biotech 上市公司数量更多占比 80%，但是市值占比较小）以及道琼斯工业指数偏传统制造业（MNC 目前基本盘仍是药物制造与销售）相关。但是也观察到临床 CRO 平均涨幅与纳斯达克指数均具有可观涨幅，我们预计这跟纳斯达克指数纳入更多技术属性较强公司相关，而临床 CRO 也在某种程度上具备“科技属性”从而带来更高的涨幅。我们预计临床 CRO 涨幅超过 MNC 和纳斯达克生物技术指数主要是因为创新高药企持续保持高研发投入下，上游服务类企业订单稳定性较高，以及新型药物（小分子-大分子-细胞和基因治疗药物）不断出现也促使产业链上游服务商订单持续高景气，业绩保持稳确定性稳定增长。

1.2 泰格医药相对本土创新药企超额收益明显

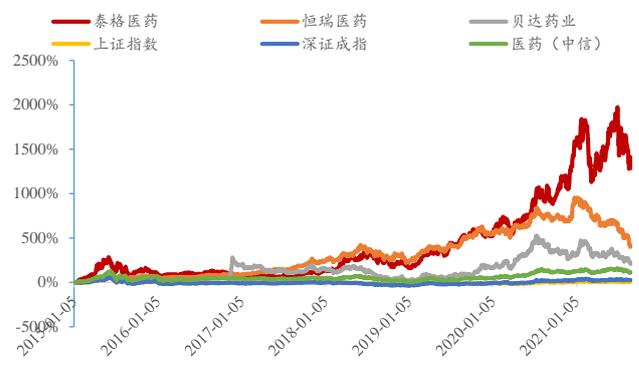
同样的，我们也在国内二级市场看到类似于海外现象：**临床 CRO 收益率明显高于创新药企。**2015-2021 年泰格医药、恒瑞医药和贝达药业分别上涨 1284%、407%和 206%，泰格医药和创新药企业涨幅明显高于同时期上证指数、深证成指涨幅（分别上涨 5%和 25%），医药（中信）指数上涨 109%，与美国等成熟市场相比中国生物医药指数收益明显高于大盘指数涨幅主要是因为国内创新药和 CXO 起步较晚，2015-2021 年正处于创新药上下游高速发展时期，更高的景气度让投资者更倾向于布局生物医药赛道。

图 3：2015-2021 年海外临床 CRO、MNC 和指数涨幅对比



资料来源：Wind（截止 8 月 20 日），浙商证券研究所

图 4：2015-2021 年泰格医药、创新药企和指数涨幅对比



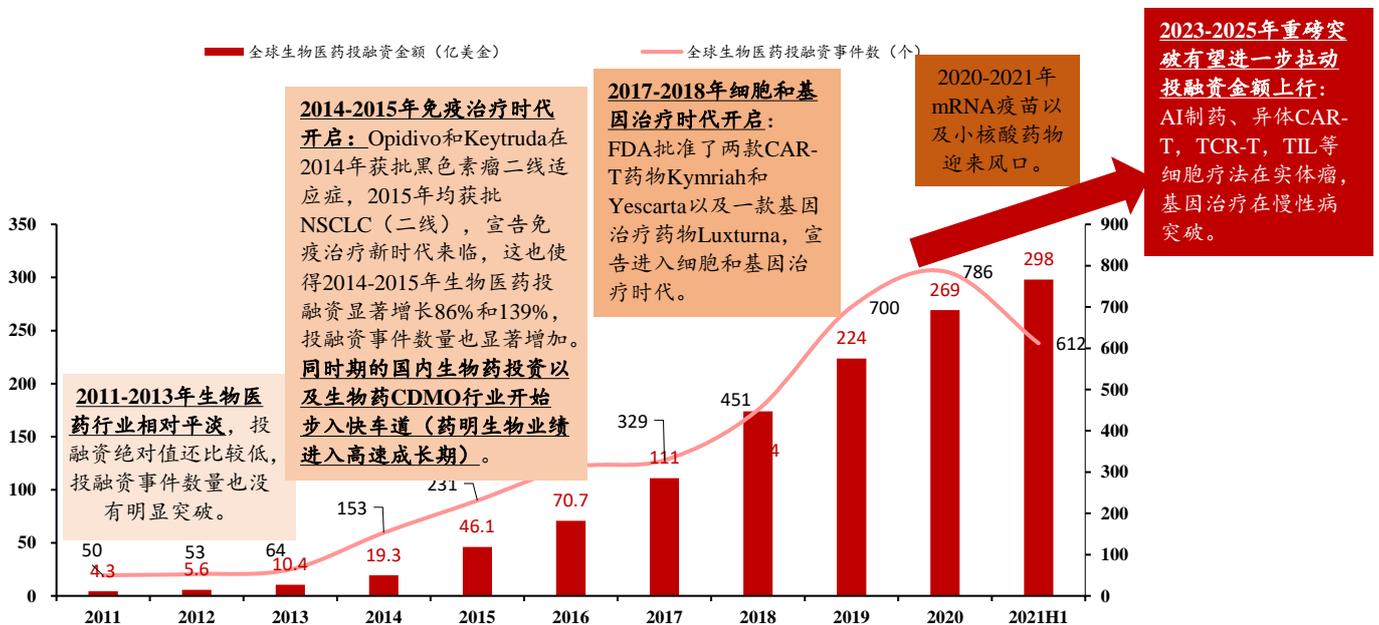
资料来源：Wind（截止 8 月 27 日），浙商证券研究所

2. 源头：超额收益源自景气、格局优化

2.1 高景气：投融资景气奠定超额基础

我们认为临床 CRO (也包括 CDMO 等其他 CRO) 有超额收益的行业层面的原因可能是基于行业更高的景气度，这一点可以从全球医疗健康领域投融资金额持续新高来判断。2014-2015 年受益于 Opdivo 和 Keytruda 上市开启免疫治疗新时代，生物医药投融资开始爆发式增长。2017-2018 年受益于 FDA 批准两款 CAR-T 药物 (Kymriah 和 Yescarta) 和一款基因治疗药物 Luxturna 上市引发 CGT 领域投融资高速增长拉动生物医药行业投融资加速增长。我们认为这是 2015-2021 年全球 CXO 行业出现明显超额收益的底层逻辑。我们通过分析最近几年细分赛道临床进展以及投融资数据推演 2023-2025 年有望因为 AI 制药、异体 CAR-T 以及细胞治疗药物在实体瘤突破、基因治疗药物在大病领域突破迎来新一轮的投融资高峰期，为 CXO 业绩持续增长提供订单来源。

图 5：2011-2021 年全球投融资趋势推演

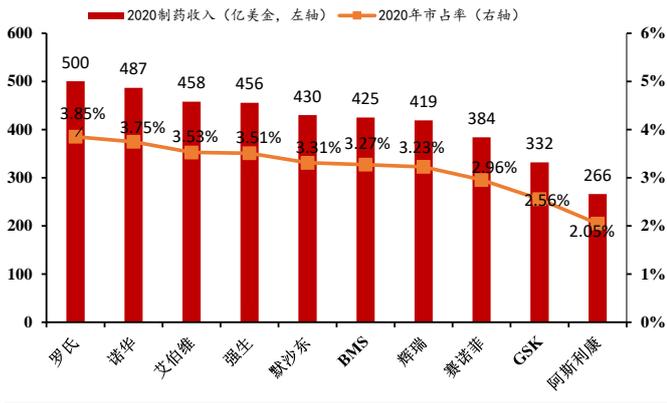


资料来源：动脉网，浙商证券研究所

2.2 高集中度：临床 CRO 集中度高于药企

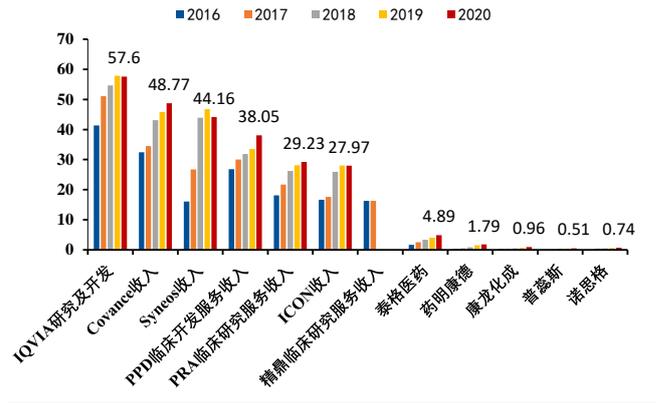
对于 MNC 与 Biotech 来讲，在研发实能力没有明显区分情况下，药企很难通过一个或者数个完全具备差异化创新药物去实现收入市占率远超同体量公司，这就使得 TOP 5 MNC 收入体量差距不大。从集中度角度来看，2016-2020 年全球处方药销售额 CR 5 大致维持在 17%-19%，并没有明显变化除非通过不断并购新公司、新技术、新药物，但是考虑到目前药物开发技术以及药物靶点公开性，我们预计目前并不会出现一家独占某一个突破性技术或者重磅靶点/药物可能性。

图 6：药品市场销售额前 10 MNC 收入及市占率情况



资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

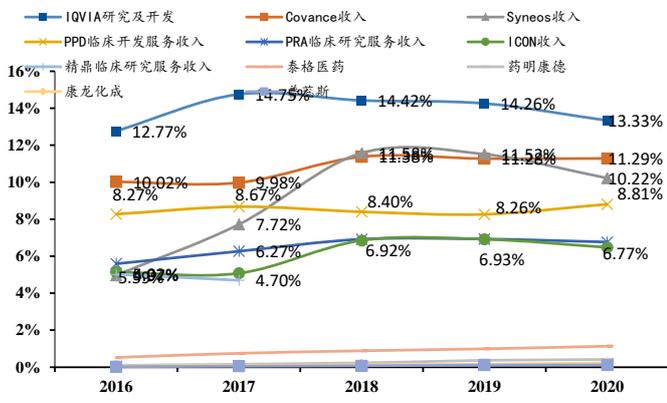
图 7：全球临床 CRO 企业临床服务业务收入对比（亿美元）



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

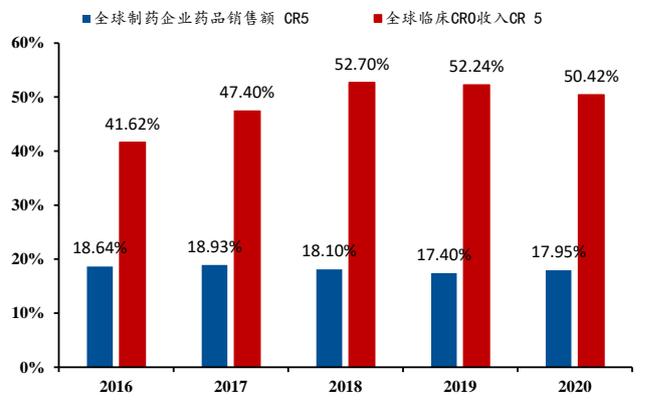
丰富的管理经验以及与医院（尤其是 PI）建立的紧密合作关系是临床 CRO 行业短期较难突破的壁垒所在。对于临床 CRO 来讲，头部 5 家市占率已经接近 50%，这也意味着竞争壁垒较高。与制药行业不同的是，临床 CRO 行业经历了 40-50 年发展历史，目前 TOP 5 公司集中度远超制药行业，2016-2020 年 CR 5 逐步从 2016 年的 42% 提升至 2020 年的 50%。我们认为临床 CRO 行业集中度远超制药行业的原因可能主要归结为：1）管理经验不可复制性带来的高壁垒；2）跟医院临床资源良好对接记录的不可颠覆的先发优势。这也导致头部临床 CRO 企业在获单方面存在明显优势（这里需要强调的一点是以上头部跨国临床 CRO 在成本上基本没有明显优势，所以跨国临床 CRO 之间的壁垒的比较更多的是来自于管理经验以及医院资源的 PK）。

图 8：临床 CRO 公司全球市占率



资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

图 9：制药企业处方药 CR5 和临床 CRO 企业临床服务 CR5



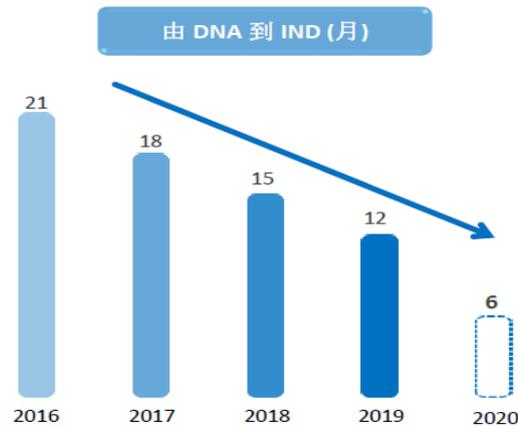
资料来源：Wind，各公司年报，浙商证券研究所

2.3 高壁垒：临床 CRO 相比下游格局更优

CXO 出现大幅降低创新药物研发壁垒。在外包行业持续发展了几十年之后，药明康德、药明生物、康龙化成显著降低了药物研发的进入壁垒，以药明生物为例，公司凭借强大的技术平台和一体化的服务模式，进一步缩减从拿到 DNA 片段到提交 IND 临床资料所需标准时间至 6 个月（在 2016 年完成整个流程需要 21 个月）。药明康德早期药物筛选（DEL、SBDD、HTS 平台均有布局）平台建立、成都先导（DEL）和维亚生物（SBDD）等一系列药物筛选平台的出现大幅降低了小分子创新药物研发源头的化合物核心专利 IP 创造壁垒，为更多的 Biotech 甚至仿制药和中药企业切入创新药市场提供了极佳的切入点。

越来越多的新技术 CRO 和 CDMO 服务也快速崛起（比如 ADC、CGT、小核酸药物），这也为 Biotech 突围提供了很好的窗口。

图 10：药明生物等 CRO 公司极大降低了行业进入壁垒



资料来源：药明生物公司官网 ppt，浙商证券研究所

然而，临床 CRO 的服务壁垒并没有显著降低，我们认为恰恰相反的是壁垒在不断强化。经历了 50-60 年发展周期，临床服务的运营管理经验和医院资源对接能力出现了明显的分化，头部企业最开始凭借先发优势不断积累管理经验以及跟医院资源的对接能力，不断形成竞争壁垒，然后通过内生或者外延方式补足能力短板或者完善产业链布局，然后也获得了更多订单。这一点可以从 2016-2020 年临床 CRO 企业临床服务业务收入市占率持续提升可以得到验证。此外 2020 年新冠疫情爆发之后我们也看到头部临床 CRO 企业虽然受到疫情影响导致临床服务相关订单执行和收入确认出现问题，但是 2020H2 头部临床 CRO 企业开始陆续承担了很多 COVID-19 相关临床订单（如 ICON 承接了辉瑞和 BioNTech 合作开发新冠疫苗临床，PPD 承接了 Moderna 新冠疫苗临床），这也验证了我们提到的由于头部临床 CRO 运营管理经验更丰富以及临床资源对接更迅捷的观点。

3. 复盘：业绩-估值-股价相关性高

通过复盘我们发现：临床 CRO 龙头业绩-估值-股价相关性高，更高的收入增速体现更高的估值水平，也对应更高的股价涨幅。此外我们也发现临床 CRO 龙头估值上差异也体现了一部分公司业务上不同管理经验以及未来成长性预期。

1) 股价涨幅：泰格医药（32.95 倍）> ICON（8 倍）> PRA（7.4 倍）> IQVIA（5.16 倍）> Syneos（3.45 倍）；

2) 收入增长幅度：泰格医药（14.79 倍）> Syneos（2.75 倍）> IQVIA（1.89 倍）> PRA（1.18 倍）> ICON（1.09 倍）>；

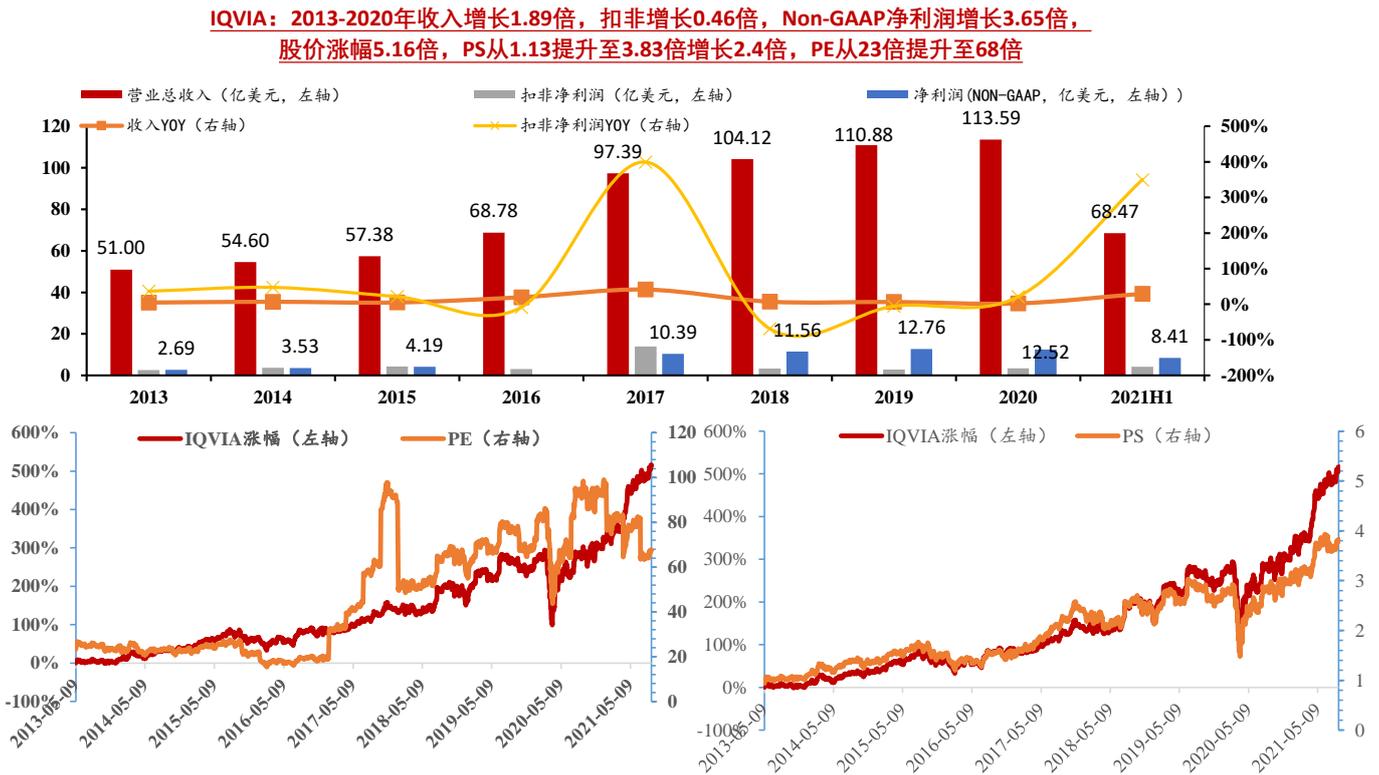
3) PS 估值水平（从估值角度：我们通过分析发现 PE 受到分红、投资收益等多因素影响不能真实反应临床 CRO 估值差异性，PS 相对更加合理）：泰格医药（37.3 倍）> ICON（4.23 倍）> IQVIA（3.83 倍）> PRA（3.16 倍）> PPD（2.91 倍）> Syneos（2.02 倍）；IQVIA、ICON、PRA、Syneos、PPD 和泰格医药历史平均 PS 分别为 2.04、2.49、2.04、1.48、2.91 和 18.55 倍；

4) 估值扩张幅度：PRA（3.47 倍）> IQVIA（2.4 倍）> ICON（1.79 倍）> 泰格医药（1.7 倍）> Syneos（1.10 倍）。

3.1 IQVIA：在手订单景气，奠定高估值基础

业绩稳增长，估值持续提升。2013-2020 年收入增长 1.89 倍，扣非增长 0.46 倍，Non-GAAP 净利润增长 3.65 倍，股价涨幅 5.16 倍（截止 2021 年 8 月 27 日），PS 从 1.13 提升至 3.83 倍增长 2.4 倍，PE 从 23 倍提升至 68 倍。公司 2015-2020 年收入复合增速 14.6%，扣非归母净利润复合增速 -4.2%，但是经调整 Non-GAAP 净利润复合增速高达 24.5%，我们预计公司历史上较好的业绩表现奠定了公司 PS 估值持续提升。

图 11：IQVIA：2013-2020 年收入增长 1.89 倍，PS 增长 2.4 倍，股价涨幅 5.16 倍



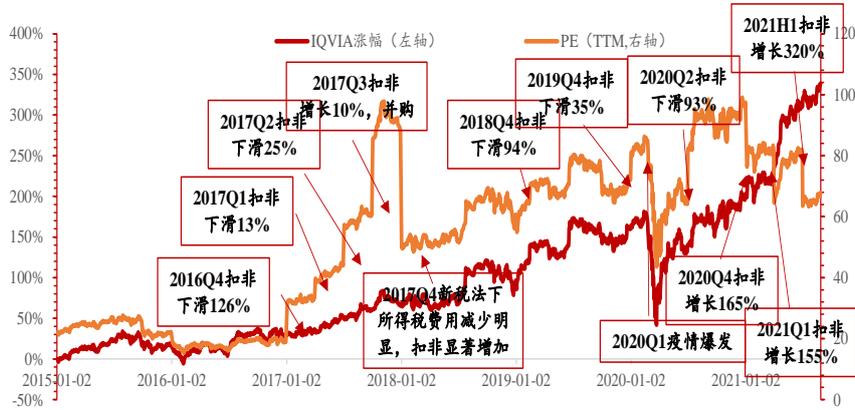
资料来源：Wind, Bloomberg (截止 2021 年 8 月 27 日数据)，公司历年年报，浙商证券研究所

看 PS：龙头溢价以及业绩可持续性使得估值维持较高水平。我们预计公司较高的 PS 水平能来自于：**1) 龙头溢价：**昆泰在与 IMS 合并后整体的竞争力、临床管理能力以及患者招募能力均有明显提升，公司作为全球最大的临床 CRO 龙头，享受明显的估值溢价。**2) 订单超强，业绩增长确定性高：**公司 2019-2021H1 研究与开发在手订单维持高增长（2019 年 YOY 11%，2020 年 YOY 19%，2021H1 YOY 17%）以及遥遥领先的绝对值（2021H1 达到 239 亿美元，2020 年在手订单是 PPD 在手订单的 2.76 倍），让我们看到公司未来 3 年业绩稳定增长高确定性，这也使得公司的估值水平处于稳定提升趋势中。

看 PE：不具备参考价值。历史上 IQVIA 经历了多次业绩增速下滑使得 PE 被动提升过程。2013-2021 年，IQVIA 平均 PE 在 48 倍。在 2016 年底开始 PE (TTM) 从 19 倍一直上涨至 2017 年底的 89 倍 PE，回溯 IQVIA 2017 Q1-Q4 业绩可以明显看到一季报至三季报公司扣非净利润分别下滑 13%、22%和 13%，四季度因为并表昆泰业绩导致 2017 年扣非净利润同比上涨 358%，这也使得公司 PE 水平从 2017 年底 89 倍下降至 50 倍。但是 2018 年开始季度业绩也出现持续下滑导致估值一直处于提升趋势中，直到 2020 年底业绩因为新冠疫情带来订单确认使得业绩增速重回高增长趋势（2021Q1 和 2021H1 扣非净利润同比增长 155%和 320%，收入 YOY 分别为 24%和 30%）。2018-2019 年扣非净利润分

别下滑 76%（即使不受并表 IMS 影响，2018 一季报至三季报扣非仍是下滑）和 12%，但是相应股价 2 年翻倍，PE 从 2019 年 89 倍下降至 2019 年底的 72 倍。

图 12：IQVIA：估值提升波动性分析



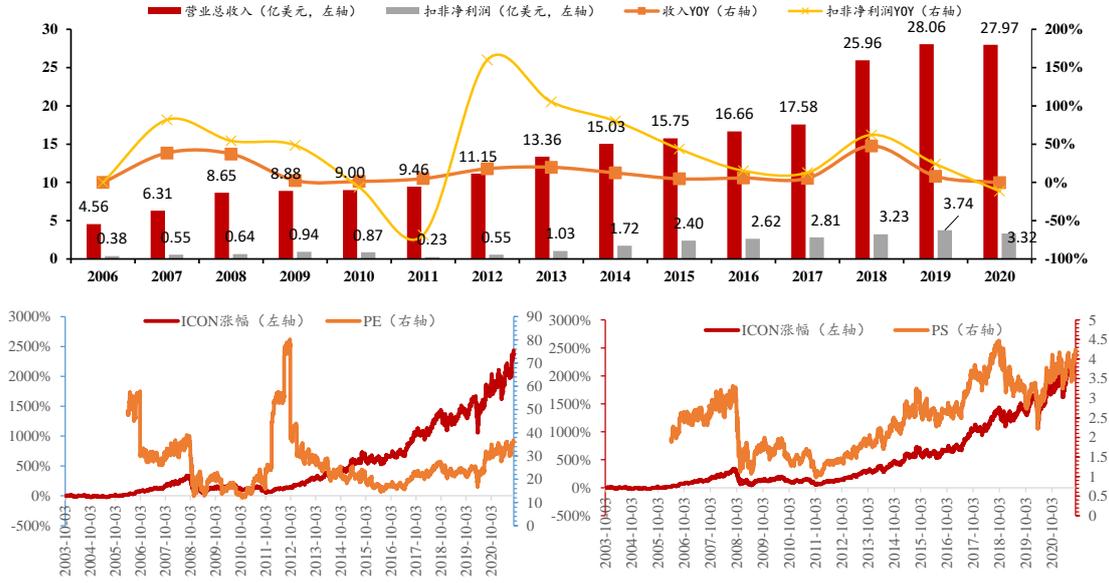
资料来源：Wind, Bloomberg（截止 2021 年 8 月 27 日数据），公司历年年报，浙商证券研究所

3.2 ICON：慢病和疫苗领域领军临床 CRO

业绩增速快支撑股价最好表现。2006-2020 年收入增长 5.13 倍，扣非增长 7.74 倍，股价涨幅 24.37 倍（股价截止 2021 年 8 月 27 日），PS 从 1.96 倍提升至 4.23 倍增长 1.16 倍，PE 从 49 倍下滑到 37 倍，期间收入复合增速达到 13.83%，扣非后归母净利润复合增速达到 16.75%。2013-2021 年股价涨幅 8 倍（截止 2021 年 8 月 27 日），收入增长 1.09 倍，扣非增长 2.22 倍，PS 从 1.52 提升至 4.23 倍增长 1.79 倍，PE 从 30 倍提升至 37 倍，期间收入复合增速达到 11.13%，扣非后归母净利润复合增速达到 18.20%，我们认为这是支撑公司股价表现较为突出的底层逻辑。

图 13: ICON: 2006-2020 年收入增长 5.13 倍, PS 增长 1.16 倍, 股价涨幅 24.37 倍

ICON: 2006-2020 年收入增长 5.13 倍, 扣非增长 7.74 倍, 股价涨幅 24.37 倍, PS 从 1.96 倍提升至 4.23 倍增长 1.16 倍, PE 从 49 倍下滑至 37 倍
2013-2020 年股价涨幅 8 倍, 收入增长 1.09 倍, 扣非增长 2.22 倍, PS 从 1.52 提升至 4.23 倍增长 1.79 倍, PE 从 30 倍提升至 37 倍



资料来源: Wind, Bloomberg (截止 2021 年 8 月 27 日数据), 公司历年年报, 浙商证券研究所

看 PS: 2011 年以来业务不断拓展完善带来估值提升。2009-2011 年公司整体收入增速一直维持在较低的个位数水平导致 PS 下滑至 1.03 倍, 2011 年开始业务加速拓展收购 Oxford Outcomes (健康数据咨询公司) 和 Firecrest Clinical (临床试验现场管理公司), 2012-2014 年仍保持持续并购 (PriceSpective、BeijingWits、Akos 和 Aptiv Solutions) 收入同比增速也逐渐提速至两位数增长, PS 逐步提升至 3.25 倍。但是 2015 年 (并购了 MediMedia 和 PMG) 收入增速放缓至 4.77%, 而且主要是业务并表带来业绩增长使得 PS 下滑。2017 年 ICON 收购 MAPI 集团 (临床后期研发服务商), 成为全球第二大后期服务提供商, 也受益于此公司 2018 年收入同比增长 47.62%, 从 2017 年初的 2.5 提升至 2018 年最高 4.5 倍 PS, 但是由于内生增速较慢 (2018 年固定汇率下内生收入同比增速仅有 7%), 2019 年收入增速有所回升, PS 进一步提升至 3.4 倍, 但是因为 2020Q1 受到疫情影响导致业绩下滑同时股价也因为疫情加剧下投资者对二级市场悲观情绪蔓延导致大幅调整 PS 开始下滑至 2.2 倍。随后开始持续提升, 一方面受益于较好的业绩表现, 另一方面也因为公司获得了较多的尤其是头部新冠疫苗企业辉瑞和 BioNTech 相关订单, 也拉动公司估值进一步提升至 4.2 倍 PS。

业务: 在慢性病和疫苗领域强大的招募能力和管理能力, 也使得公司维持较高估值水平。我们通过梳理公司在各项疾病领域服务的临床试验数量以及患者招募数量情况, 能够明显看出 ICON 在心脑血管、糖尿病等慢性病领域具有较强的管理经验和患者募集能力。此外我们也看到公司在疫苗相关临床试验的执行项目数量和患者招募人数也极具规模, 公司目前正执行超过 130 个新冠相关疫苗临床试验, 据 2020 年报数据披露公司在 4 个月内为辉瑞和 BioNTech 新冠疫苗 III 期临床招募 4.4 万受试者, 这也得益于公司广泛覆盖的全球近 4000 个临床试验研究站点。

表 2：近 5 年来 ICON 各疾病领域临床试验相关数据

	项目数量	site 数量	招募患者人数
心血管系统疾病	660+	28700+	71 万+
糖尿病		5000	40 万
疫苗	185	3992	29.69 万+
Covid-19-疫苗	>130		包括辉瑞和 BioNTech 新冠疫苗临床试验，临床 III 期在 4 个月内招募人数超过 4.4 万人
中枢神经系统	830+	21000+	15.09 万+
罕见病	700+	24500+	10.8 万+
内科和免疫学	360+	21000	8.7 万+
传染病	253	5500+	5.43 万+
肿瘤	363	15110	4.88 万+
女性健康	70+	3300	2.25 万
儿科		7357+	1.46 万+
CGT	63	992	3469

资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

3.3 PRA：并购提升渗透，NASH 研究引领者

业绩高增长，估值提升明显，推动股价较好表现。2014-2020 年收入增长 1.18 倍，Non-GAAP 净利润增长 4.50 倍，股价涨幅 7.40 倍（2015 年 1 月 2 日至截止 2021 年 6 月 30 日），PS 从 0.71 倍提升到 3.16 倍增长 3.47 倍，PE 从 152 倍下滑至 58 倍。复合增速角度来看，2014-2020 年收入复合增速为 13.87%，经调整净利润（Non-GAAP）复合增速为 32.86%，我们认为这是公司股价涨幅较高的基础原因。

图 14：PRA：2014-2020 年收入增长 1.18 倍，Non-GAAP 净利润增长 4.50 倍，股价涨幅 7.40 倍



资料来源：Wind, Bloomberg (截止 2021 年 8 月 27 日数据)，公司历年年报，浙商证券研究所

看 PS：并购加速大药企渗透，估值提升明显。2013 年 9 月公司完成对 ReSearch Pharmaceutical Services(简称 RPS) 并购，由于 PRA 历史上都是以小的 biotech 以及小型药

企为主，并购 RPS 快速帮助公司拿到服务大药企能力，从数据来看 2015 年 15% 收入来自于小型到中型药企，22% 收入来自于较大型的生物科技公司，15% 来自于新兴的生物科技公司，48% 收入来自于并购 RPS 后全球前 20 大药企贡献。这也使得公司在 2014 年上市后，PS 一直持续提升至 2018 年的 2.6 倍。随后估值基本平稳，2020Q1 因为新冠疫情爆发导致估值下滑至 1.3 倍，随后估值持续回升，2021 年 2 月因为受到与 ICON 合并消息刺激估值持续提升至 3.3 倍。

业务：强势疾病领域是呼吸系统和肝病，估值提升可能也受益于 NASH 研究领先地位。近五年已经进行了 300 多项呼吸系统疾病试验，从最常见的适应症如慢性阻塞性肺病(COPD, 30 多项研究)，鼻窦炎(20 多项研究)，囊性纤维化(25 多项研究)。此外 PRA 在肝病领域尤其是新兴的 NASH 领域具有较强的竞争力，其承担了 34 项 NASH 临床试验和 5 项 III 期 NASH 临床试验（全球 NASH 药物处于 III 期数量总共 8 个），以上在呼吸系统疾病、肝病领域较强的管理经验和项目执行经验也为公司高估值带来支撑。

表 3：近 5 年来 PRA 各疾病领域临床试验相关数据

	项目数量	site 数量	招募患者人数
呼吸系统疾病	300+	1.05 万+	9.5 万+
传染病	150+	5300+	7.17 万+
肿瘤和血液瘤	310+	1.49 万+	5.84 万+
神经系统和疼痛	334	7500	5.3 万
心脑血管	53+	3000+	4.53 万+
免疫学	158	8800+	3.4 万+
儿童药	156+	7357+	1.46 万
肝脏疾病	130+, 其中肝脏相关疾病 62+ (32+NASH, 其中 5 个 III 期), 肝炎相关 68+	1950+ (NASH)	
生物类似药	55+	1800+	1 万+

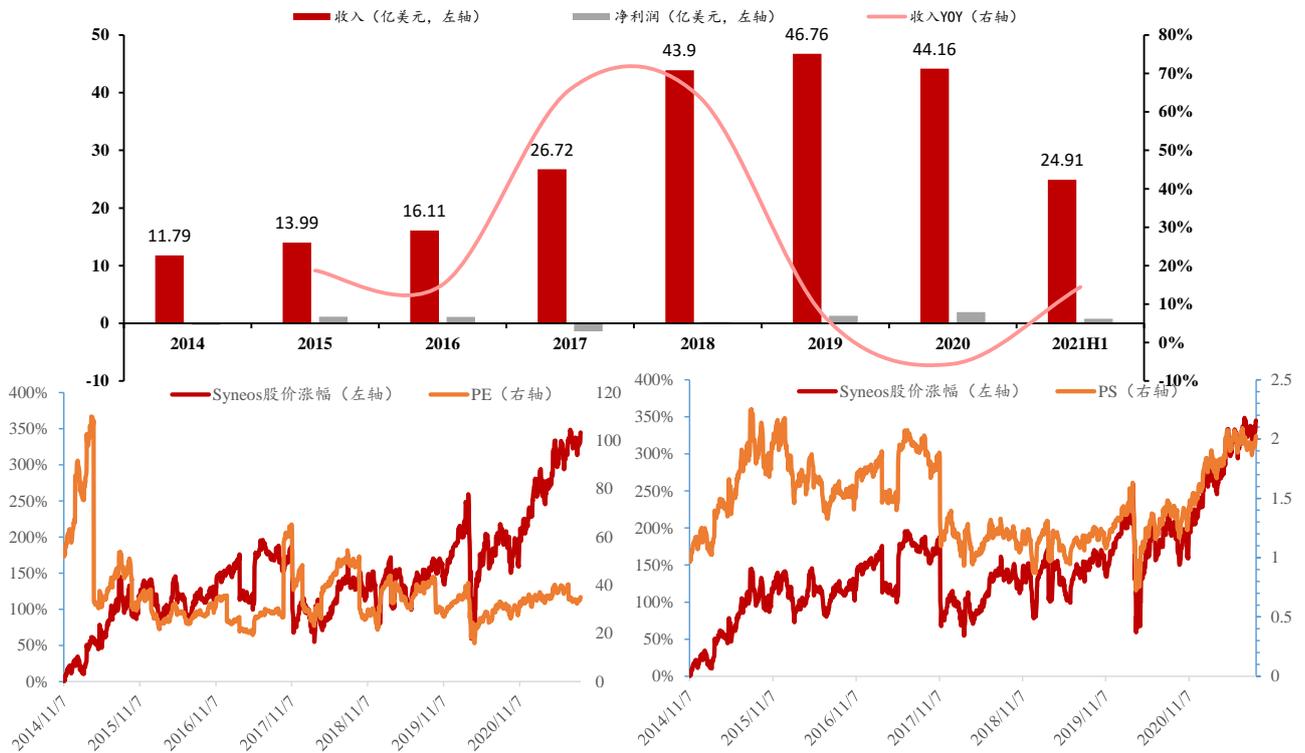
资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

3.4 Syneos：在手订单高增长助力估值提升

并表带来收入增速高。2014-2020 年收入增长 2.75 倍，股价涨幅 3.45 倍，PS 从 0.96 提升至 2.02 倍（增长 1.10 倍），PE 从 52 倍下滑至 35 倍；收入复合增速为 24.6%，主要是因为并购带来。

图 15: Syneos: 2014-2020 年收入增长 2.74 倍, PS 增长 1.01 倍, 股价涨幅 3.45 倍

Syneos: 2014-2020 年收入增长 2.75 倍, 股价涨幅 3.45 倍, PS 从 0.96 提升至 2.02 倍 (增长 1.10 倍), PE 从 52 倍下滑至 35 倍



资料来源: Wind, Bloomberg (截止 2021 年 8 月 27 日数据), 公司历年年报, 浙商证券研究所

看估值: 波动大, 高景气订单有望助力估值进一步提升。2014 年 3 月份并购 MEK 咨询公司, 进一步扩大业务版图至中东和北美市场。2014 年纯服务业务收入同比增速达到 23% 进一步推动公司 PS 从上市以来的 0.96 倍提升至 2015 年最高的 2.25 倍。2017 年 5 月公司宣布并购 inVentiv, 扩大了其在临床阶段和商业化阶段外包服务能力, 使得公司 PS 快速从 1.5 倍提升 2.1 倍。但是公司 2018 年底 PS 明显下滑至 1 倍附近, 主要是因为 2018 年并表 inVentiv 带来收入端同比增速高达 66%, 但是扣除并表影响公司内生纯服务业务收入同比增速为负增长。2020Q1 受到疫情影响 PS 快速下滑, 但是公司 2020 年和 2021H1 在手订单高景气 (YOY 分别为 23% 和 21%) 也使得公司 PS 持续提升。

业务: 中枢神经系统、肿瘤和 NASH 领域经验丰富。在过去 5 年中服务或者帮助商业化 91% FDA 批准的新型中枢神经系统药物, 全部的 EMA 批准中枢神经系统药物。其在 NASH 研究领域也位于行业前列, 前五年共承担了 20 项 NASH 临床研究服务, 包括 2 个全球 III 期临床患者招募项目。

表 4：近 5 年来 Syneos 各疾病领域临床试验相关数据

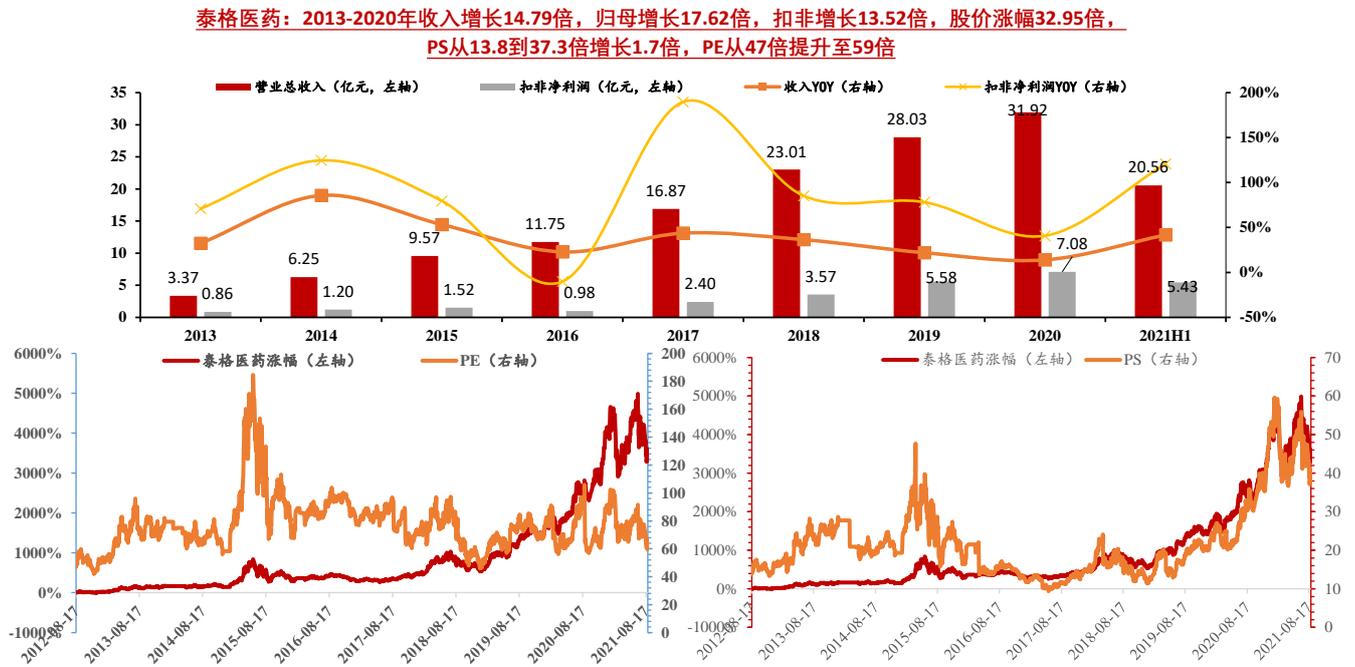
	项目数量	site 数量	招募患者人数
中枢神经系统	350+	1.8 万+	10.9 万+
肿瘤和血液肿瘤	549	1.9 万	7.4 万+
肿瘤免疫相关	169		1.9 万
细胞和基因治疗	17		1000+
疫苗	709		4.9 万+
传染病	336	1.4 万	
女性健康	88	5269	4.7 万+
内分泌	114	4200+	3.7 万+
免疫学和炎症	135	7000+	3.3 万+
眼科	44	1991	1 万+
非病毒肝病	46	2658	5044
NASH	20	1053	2967

资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

3.5 泰格医药：国内景气+更优格局，发展跃迁在即

股价较佳表现更多受益于收入较高增长。2013-2020 年收入增长 14.79 倍，扣非增长 13.52 倍，股价涨幅 32.95 倍，PS 从 13.8 到 37.3 倍增长 1.7 倍，PE 从 47 倍提升至 59 倍。2013-2020 年收入复合增速高达 37.88%，远高于 IQVIA、ICON、PRA、PPD、Syneos 等海外临床 CRO 龙头，扣非后归母净利润复合增速高达 35.14%。因此我们认为泰格医药更高的收益率来自于业绩强力支撑，同时也受益于国内更好的投融资环境。

图 16：泰格医药：2013-2020 年收入增长 14.79 倍，PS 增长 1.7 倍，股价涨幅 32.95 倍



资料来源：Wind, Bloomberg (截止 2021 年 8 月 27 日数据)，公司历年年报，浙商证券研究所

看估值：产业链布局不断完善，估值处于不断提升趋势。公司 2012 年上市后，不断完善产业链布局，2013 年分别成立杭州英放生物、杭州泰兰医药、益坦医药等子公司，增加临床试验中心影像、第三方稽查和培训、药物警戒和药物安全等业务领域，这也带来了 PS 持续提升从刚上市的 13 倍持续提升至 2014 年初最高 29 倍 PS。2014 年 5 月宣布收购美国方达控股，可能基于投资者对于公司并购非临床 CRO 相关业务的疑惑，公司 PS 下滑至 18 倍。2015 年初国内股票市场出现牛市行情，公司 PS 水平快速拉升，但是 2015 年 7 月 22 日 CDE 发布《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》，导致市场担心会对公司临床业务造成较大影响，估值持续回落。2017 年 6 月 19 日中国国家食品药品监督管理局正式加入 ICH，10 月 1 日《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》出台，等一系列加快创新以及提升临床质量标准的政策，直接推动国内临床 CRO 行业进入高速发展期。一致性评价政策的实施也拉动公司 2017 年 BE 业务高速增长，泰格医药整体估值水平从 2017 年 9.4 倍 PS 持续提升至 24.1 倍。2018 年 7 月 15 日，CDE 通告长春长生生物冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假，引起市场对生物医药行业悲观猜想导致整个医药板块出现明显回调。2018 年 11 月份《4+7 城市药品集中采购文件》的发布更是将整个生物医药行业悲观情绪推至高点，整个生物制药板块估值均出现明显下滑，公司 PS 下滑至最低 11.4 倍。随后公司估值一直处于持续提升趋势中（除了 2020 年上半年受到新冠疫情影响对公司业绩和估值造成明显波动）。

4. 溢价：管理经验带来明显溢价

估值差异跟业绩相关性强。从前面分析也可以看出临床 CRO 龙头业绩跟估值相关性较强。IQVIA、ICON、PRA、Syneos、PPD 和泰格医药历史平均 PS 为 2.04、2.49、2.04、1.48、2.91 和 18.55，截止 2021 年 8 月 27 日，PS 分别为 3.83、4.23、3.16（6 月 29 日）、2.02、2.92 和 37.3 倍。

我们通过对比临床 CRO 龙头在不同业务领域的竞争力发现海外临床 CRO 龙头估值差异体现了各自不同的管理经验以及成长性预期。

4.1 能力：大疾病领域管理经验带来估值溢价

通过分析发现，临床 CRO 龙头在不同疾病领域拥有差异化的管理能力，这也为后续在强势领域获得更多订单提供支撑，也奠定了估值差异的基础。从数据来看，ICON 在心血管、糖尿病等慢病领域，以及开发难度较大的中枢神经系统和疫苗等大疾病领域均具有极强的管理经验和患者招募能力，这也为 ICON 带来更高的估值溢价。同样的 PPD 和 PRA 在估值上也体现明显溢价。

图 17：临床 CRO 龙头各疾病领域管理经验对比

	ICON	PPD	PRAH	Covance	Syneos
心脑血管	深	浅	浅	浅	浅
肿瘤	浅	深	浅	深	浅
罕见病	浅	深	浅	浅	浅
中枢神经系统	深	浅	浅	浅	深
疫苗	深	浅	浅	浅	浅
传染病	浅	深	浅	浅	浅
肝病	浅	浅	深	浅	浅
内分泌	深	浅	浅	浅	浅
儿科	浅	深	浅	浅	浅
呼吸系统	浅	浅	浅	深	浅
细胞和基因治疗	浅	浅	浅	深	浅

资料来源：各公司官网（颜色越深代表管理经验越丰富，患者招募数量越多），浙商证券研究所
备注：主要是通过管理项目数量和招募患者人数

ICON：在心脑血管、糖尿病、疫苗、中枢神经系统和罕见病领域管理经验极其丰富，估值受益于新冠疫苗研究能力。近五年看到公司在疫苗相关临床试验的执行项目数量和患者招募人数也极具规模，公司目前正执行超过 130 个新冠相关疫苗临床试验，据 2020 年报数据披露公司在 4 个月内为辉瑞和 BioNTech 新冠疫苗 III 期临床招募 4.4 万受试者。公司在细胞和基因治疗药物临床方面也处于行业前列，近五年共执行 63 个 CGT 药物临床试验，入组超过 3400 受试者。我们认为这是公司相对 PS 水平高于其他临床 CRO 龙头的原因。

PPD：强势领域在传染病、HIV、罕见病和儿科等，估值受益于新冠药物项目研究领先地位。公司目前承接了全球 78+新冠相关临床项目（其中 53+新冠治疗相关项目和 25+新冠疫苗临床项目），包括瑞德西韦、Moderna mRNA-1273 II 期和 III 期临床。2020 年底累计招募超过 7.5 万新冠受试者，这也使得公司在 2020Q1 新冠疫情导致股价回调低点后涨幅最高的临床 CRO 龙头（涨幅 341%）；此外 PPD 在传染病、HIV、罕见病、儿科、肿瘤和中枢神经系统等多个疾病领域项目数量和招募患者人数均处于行业前列，支撑公司较高估值体系。

表 5：近 5 年来 PPD 各疾病领域临床试验相关数据

	项目数量	site 数量	招募患者人数
传染病	470+	11200+	23.5 万+
Covid-19 相关	78+ (治疗 53+, 疫苗 25+)	1080+	7.5 万+
HIV	260+		11.9 万+
罕见病	515+	覆盖 70+国家	12.10 万+
儿科	290+	14 个研究中心	11.72 万+
肿瘤学/血液学	576	27000+	10.4 万+
神经科学	340+	11800+	7.36 万+
内分泌或代谢紊乱	115+	2900+	4.55 万+
呼吸系统疾病	165	6800+	3.8 万+
免疫学/风湿病学	175+	5500+	3.15 万+
泌尿外科	35+	2675+	1.57 万+
生物类似药	57+	2200+	1.2 万+
肾病	101+	1795+	1.14 万+
眼科	50+	2300+	0.99 万+
CGT	50		

资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

PRA：强势疾病领域是呼吸系统和肝病，估值受益于在 NASH 研究领先地位。近五年已经进行了 300 多项呼吸系统疾病试验，从最常见的适应症如慢性阻塞性肺病(COPD, 30 多项研究)，鼻窦炎(20 多项研究)，囊性纤维化(25 多项研究)。此外 PRA 在肝病领域尤其是新兴的 NASH 领域具有较强的竞争力，其承担了 34 项 NASH 临床试验和 5 项 III 期 NASH 临床试验（全球 NASH 药物处于 III 期数量总共 8 个），以上在呼吸系统疾病、肝病领域较强的管理经验和项目执行经验也为公司高估值带来支撑。

Covance：在肿瘤（尤其是细胞和基因治疗领域）和 COPD 等呼吸系统疾病领域经验丰富。相比 PRA 公司承担的 COPD 和哮喘研究项目数量以及受试者资源均具有明显优势。而且公司在细胞和基因治疗领域具有最丰富的项目管理经验，目前承担了 90 多个临床试验，5 年内为 3 种 FDA 批准 CAR - T 疗法和 2 种 FDA 批准基因疗法药物提供临床开发服务。

表 6：近 5 年来 Covance 各疾病领域临床试验相关数据

	项目数量	site 数量	招募患者人数
心血管系统疾病	>350		20 万+
肺病和呼吸系统	550 多项免疫介导的炎症性疾病临床试验，其中包括 92 项哮喘、67 项 COPD、20 项 CF 和 20 项 IPF 试验	6257	超 15 万哮喘/COPD 患者，拥有全球 3000 多名哮喘和 2500 多名 COPD 研究人员资源
肿瘤	975	1.9 万	10.4 万
儿科	200 多项儿科试验，其中近一半的试验涉及罕见疾病适应症	(14-18 年: >3800)	7.2 万+
罕见病药物开发	700+	1.13 万	4.7 万+
皮肤科	163	2,831	2.8 万+
传染病	>150		1.7 万+
细胞和基因治疗	90+		Covance 支持了 3 种 FDA 批准 CAR-T 疗法和 2 种 FDA 批准基因疗法药物开发

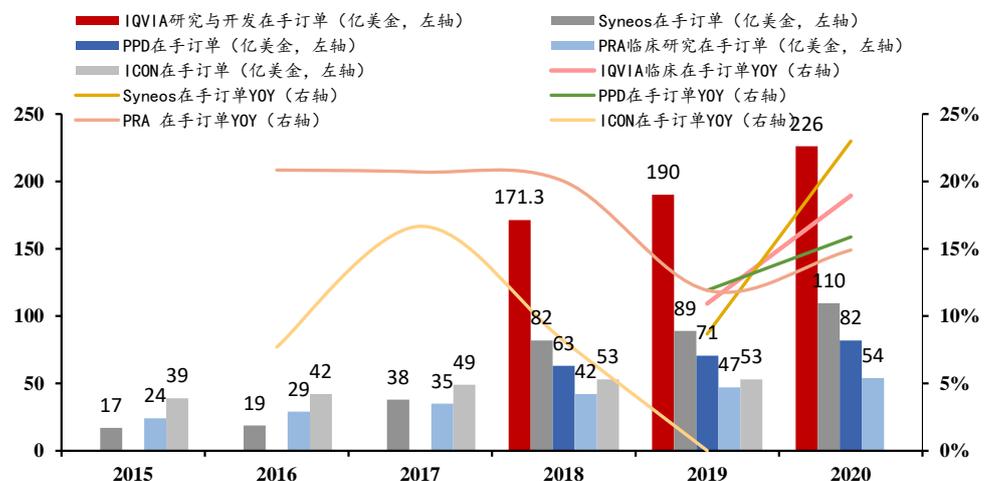
资料来源：公司官网，公司年报，浙商证券研究所

Syneos：中枢神经系统、肿瘤和 NASH 领域经验丰富。在过去 5 年中服务或者帮助商业化 91% FDA 批准的新型中枢神经系统药物，全部的 EMA 批准中枢神经系统药物。其在 NASH 研究领域也位于行业前列，前五年共承担了 20 项 NASH 临床研究服务，包括 2 个全球 III 期临床患者招募项目。PRA 和 Synoes 是全球 NASH 临床研究领域最强的两家临床 CRO，不管是临床管理经验还是患者招募能力，这也从两家公司承担的临床项目以及招募患者人数可以看到。

4.2 成长：管理-订单-成长性

通过对比海外临床 CRO 龙头在手订单情况，我们明显看到临床 CRO 龙头获单能力持续强大，一方面跟龙头管理经验差异相关，另一方面我们认为也体现了临床 CRO 经过长期经验积累构建较高护城河有关。

图 18：全球临床 CRO 龙头临床服务在手订单情况



资料来源：各公司官网（颜色越深代表管理经验越丰富，患者招募数量越多），浙商证券研究所

我们发现 2020 年头部临床 CRO 在手订单均呈现明显加速, 比如: IQVIA (2020 YOY 19% vs 2019 11%), Syneos (2020 YOY 23% vs 2019 9%), PRA (2020 YOY 15% vs 2019 12%), PPD (2020 YOY 16% vs 2019 12%), 相对于 2019 年在手订单同比明显加速, 我们预计一方面来自于疫情负面影响下更多的临床订单为了保持进度不受影响而选择患者招募能力以及管理经验更丰富的头部临床 CRO。另一方面我们预计也跟全球较多的新冠相关临床项目增量有关。

以上在手订单加速趋势体现了龙头强大的获单能力, 为未来 3 年业绩成长性奠定基础, 这也体现在临床 CRO 龙头估值差异性上。IQVIA 更大的在手订单体量(226 亿美元)以及较快的增速水平使得 PS 维持在较高水平。

5. 泰格医药：大空间才刚刚打开

5.1 复盘：国内新需求+更优格局下靓丽表现

泰格医药历史高估值和涨幅可能来自于更高业绩增速和盈利能力。泰格医药更高的投资收益率可能一方面来自于其更高的净利率水平, 2020 年扣非净利率 22.18%, 相比海外临床 CRO 龙头 IQVIA、ICON 和 PRA 具有更高的盈利能力。另一方面 2013-2020 年泰格医药收入和扣非净利润复合增速分别为 38%和 35%, 远高于 IQVIA、ICON、PRA 和 PPD, 这一点类似于 ICON 相比 IQVIA、PRA 有更高的收益率原因分析。

表 7：泰格医药与海外临床 CRO 财务数据对比（单位：亿美元）

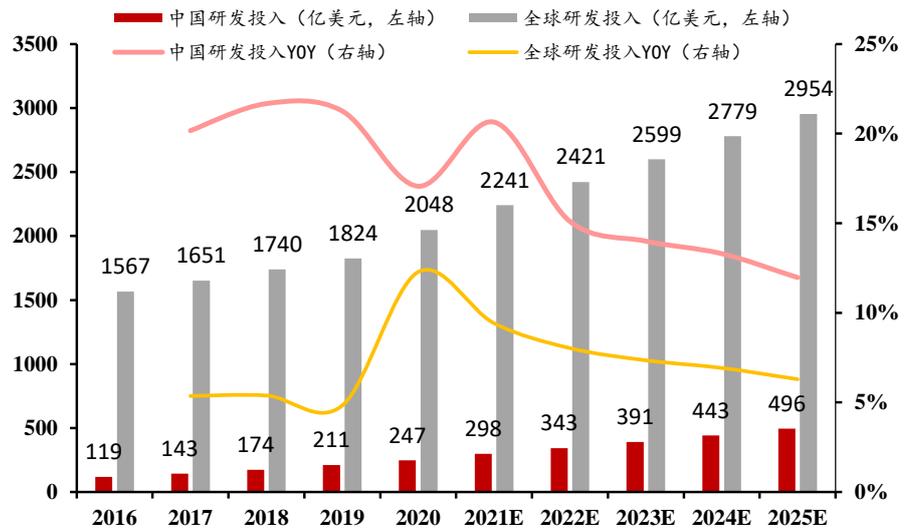
公司	市值 (亿美元)	2020 年收入	PS (TTM, 倍)	2020 年扣 非净利润	PE (TTM, 倍)	2020 年经调 整净利润	调整后 PE(倍)	扣非净 利率	收入复合 增速	扣非净利润复 合增速
IQVIA	502	113.59	3.83	3.44	68	12.52	40	3.03%	12.12%	4.08%
ICON	136	27.97	4.23	3.31	37	3.32	41	11.87%	11.13%	18.20%
PPD	164	46.81	2.92	1.71	47		96	3.65%	14.96%	-5%
PRA	107	31.83	3.16	1.53	58	3.08	35	4.84%	13.87%	13%
Syneos	100	44.16	2.02	2.24	35	3.59	28	5.07%	24.62%	-
泰格医药	171	4.9	37.3	1.09	53	1.54	111	22.18%	37.88%	35.14%

资料来源：各公司年报（复合增长计算起点 ICON 2006 年，泰格医药和 IQVIA 均为 2013 年，Syneos 为 2014 年，PRA 为 2015 年，PPD 为 2016 年），泰格医药市值和经调整净利润按照汇兑美元兑人民币 6.5: 1 计算，市值统计截止日期为 2021 年 9 月 2 日，浙商证券研究所

5.2 高估值：相比海外更高估值的合理性？

泰格医药高估值体现了本土需求高增长下龙头溢价以及未来业绩可持续性高增长预期。我们认为目前泰格医药相对海外临床 CRO 更高的估值水平具备一定合理性, 一方面来自于泰格医药更高的盈利能力和更高的成长性(前文已经阐述), 另一方面可能来自于国内创新药研发投入更高的景气度水平。泰格医药作为本土临床 CRO 龙头, 其更高估值更大的受益于国内本土创新药行业崛起带动的业绩高成长确定性。2016-2020 年本土研发投入复合增速远高于全球水平(20.1% vs 6.9%), 预计 2020-2025 年本土研发投入复合增速仍保持远高于全球水平(15% vs 7.6%)。再考虑到国内更好的融资环境和对创新研发融资支持(港股 18-A, 科创板, 以及即将推出的北京交易所)我们预计本土研发投入增速有可能更快, 这也就意味着以本土临床订单为主的临床 CRO 龙头泰格医药未来 3-5 年增速水平有可能仍远超海外临床 CRO, 泰格医药估值水平可能仍有提升空间。

图 19：中国本土研发投入复合增速高于全球增速



资料来源：凯莱英港股招股书，浙商证券研究所

5.3 空间：从能力积累到新发展空间

我们认为：泰格医药作为本土具有明显竞争力的临床 CRO 龙头仍有较强的成长空间。

1) 管理项目数量提升空间大。2019 年公司临床研究项目中有 153 个肿瘤学项目，32 个内分泌学项目和 29 个皮肤病学项目。相比海外临床 CRO 龙头 3000 以上管理项目数量具有很大的提升空间。

2) 全球临床试验研究站点拓展空间大。截至 2021H1，公司有 351 个药物临床研究项目正在国内进行，140 个在海外进行，其中 111 个为单一区域试验，主要在韩国、澳大利亚及美国进行，29 个为多区域临床试验，主要在北美洲、亚太地区、欧洲、非洲及拉丁美洲等 20 多个国家进行，涉及的治疗领域包括肿瘤、疫苗、心血管疾病及罕见疾病等。由于泰格医药国际化刚开始进入到加速期，对比海外临床 CRO 龙头以万为单位计算的研究站点数量提升空间较大。招募患者人数也会伴随着国内需求持续以及国际化持续推进带来很大的提升空间。2021H1，公司患者招募团队已为临床试验成功招募超过 1 万名患者作为受试者。

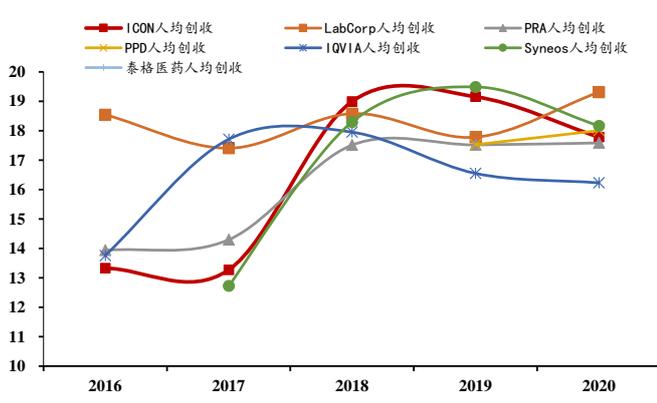
图 20：泰格医药全球化布局拓展空间大



资料来源：泰格医药港股招股书，浙商证券研究所

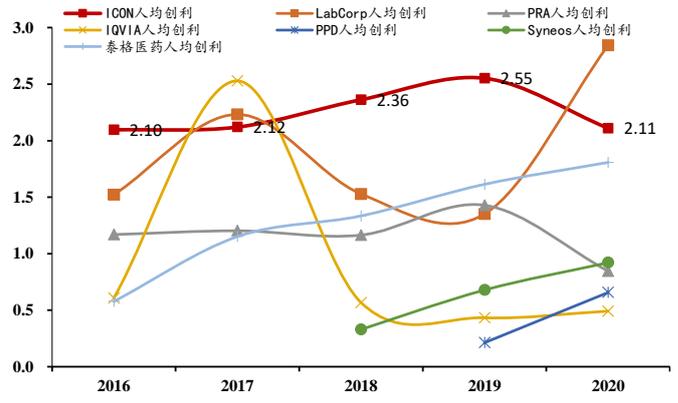
3) 人均创收和创利能力仍有提升空间。对比海外临床 CRO 龙头平均 18 万美元的人均创收能力，泰格医药仍有翻倍以上提升空间。

图 21：泰格医药人均创收（万美元）提升空间大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：泰格医药人均创利（扣非，万美元）仍有空间



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 投资建议

把握临床 CRO 公司不同发展阶段以及优势业务持续受益中国市场红利以及国际化拓展中投资机会，重点推荐临床 CRO 龙头企业泰格医药（A+H）、药明康德（A+H）、康龙化成（A+H），建议关注阳光诺和、诺威健康（港股 IPO）、医渡科技（H 股）、诺思格（A 股 IPO）、普蕊斯（A 股 IPO）等。

7. 风险提示

业务拓展不及预期风险、订单风险、竞争风险、创新药研发投入不及预期风险、国内药审政策波动风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>