



项目经验丰富带动临床试验技术服务效率逐步提升，回购公告体现管理层信心——泰格医药（3347.HK）投资价值分析报告

● 全球医药及医疗器械 CRO 市场规模预计稳健增长

由于人口老龄化、慢性病患率上升以及大众健康意识的不断提升等因素，全球医药市场及医疗器械市场规模逐步扩大。随着集采常态化，医疗企业整体降本增效需求更突出。此外，研发成本持续增加、投资回报率下降等也是推动 CRO 行业快速发展的重要因素。根据弗若斯特沙利文的数据，预计 2030 年，全球医药研发外包服务市场规模有望达到 1,648.3 亿美元，整体 CRO 市场 2022 至 2025 年复合增长率为 10.0%，2025 至 2030 年复合增长率为 8.9%。据前瞻产业研究院数据，预计到 2028 年，全球医疗器械合同研究机构市场规模将达到 118 亿美元，2023 年至 2028 年复合年增长率为 8.8%。

● 公司项目经验丰富，带动临床试验技术服务效率逐步提升

由于医药研发的长周期、高投入、高风险、专业性且需要与 CRO 企业共享技术资料信息等特征，医药企业往往选择行业声誉较好、项目经验丰富、能够提供综合化服务的 CRO 企业。泰格医药已建立药品和医疗器械两大一体化研发服务平台，成立近 20 年来已积累较为丰富的创新药物和医疗器械研发服务经验，目前全球客户超过 2,800 家，包括全球跨国药企和国内大型制药企业，中小型创新药研发企业等，截至 2023 年末，公司累计临床试验运营项目经验超过 3,500 个，包括 700 多项中国 1 类药物临床试验，120 多项国际多区域临床试验。丰富的项目经验将带动临床试验技术服务效率逐步提升，进而加固公司护城河。

● 发布回购公告，体现股东及管理层信心

公司于 2024 年 2 月 6 日、4 月 12 日及 4 月 30 日召开的董事会及股东大会审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》及《关于调整回购公司股份方案的议案》。根据股份回购方案，公司计划用自有或自筹资金通过集中竞价交易或其他法律法规允许的方式回购部分公司 A 股股份，回购资金总额将不低于人民币 5 亿元，且不超过人民币 10 亿元；回购价格不超过 72 元/股。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已以集中竞价交易方式累计回购公司股份 345.12 万股，回购总金额为 1.81 亿元（不含交易费用）。当前公司估值处于历史低位，公司回购有望提振市场信心。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 84.08、97.80、113.78 亿元，YOY 分别为 13.87%、16.32%、16.34%；EPS 分别为 2.68、3.07、3.49 元/股，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 37.46 港元/股，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

竞争加剧风险、汇率风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,384.04	8,408.28	9,780.48	11,378.48
YOY	13.87%	13.87%	16.32%	16.34%
归母净利润	2,026.51	2,320.18	2,658.34	3,018.74
EPS	2.34	2.68	3.07	3.49
P/E	10.48	9.15	7.99	7.04

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券国际有限公司研究部

生物医药行业组

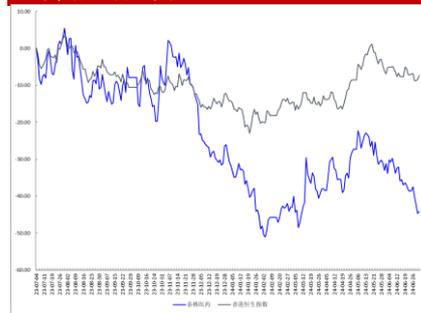
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2024.7.4

收盘价（港元）	26.90
一年中最低/最高（港元）	22.10/52.55
总市值（亿港元）	232.7
股东权益回报率	1.11%
PE（TTM）	12.60

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	4
1.1 医药研发外包服务	4
1.1.1 行业基本概念	4
1.1.2 行业规模	6
1.2 医疗器械研发外包服务	8
1.2.1 行业基本概念	8
1.2.2 行业规模	10
二、公司主要业务板块经营情况分析	11
2.1 公司主营业务及产品介绍	11
2.2 公司经营业绩情况	13
2.3 公司核心资源和竞争优势分析	15
2.3.1 项目经验丰富	15
2.3.2 全球同步运营和管理	16
2.3.3 综合及多元化服务	17
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	19
三、2024-2026 年公司整体业绩预测	21
四、公司估值分析	21
4.1 P/E 模型估值	21
4.2 DCF 模型	22
五、公司未来六个月内投资建议	22
5.1 公司股价催化剂分析	22
5.2 公司六个月内的目标价	22
六、公司投资评级	23
七、风险提示	23



图表目录

图 1: 医药 CRO 服务内容.....	5
图 2: 有无 CRO 参与的药物临床周期对比.....	6
图 3: 全球人口数量及 60 岁以上人口比例.....	6
图 4: 全球主要国家人口老龄化进程.....	6
图 5: 中国常见慢性病流行病学分析.....	7
图 6: 全球医药 CRO 服务市场规模按临床前、临床阶段及 CMC 业务拆分.....	8
图 7: 医疗器械 CRO 服务范围.....	9
图 8: 全球医疗器械 CRO 市场规模 (亿美元).....	11
图 9: 药品研发全流程一站式服务.....	11
图 10: 医疗器械研发全生命周期一站式服务.....	12
图 11: 公司营收及增速.....	14
图 12: 公司期内溢利及增速.....	14
图 13: 公司毛利率及净利率.....	15
图 14: 费用率走势.....	15
图 15: 可比公司固定资产周转率对比.....	19
图 16: 可比公司总资产周转率对比.....	19
图 17: 可比公司销售费用率对比.....	19
图 18: 可比公司管理费用率对比.....	19
图 19: 可比公司财务费用率对比.....	20
图 20: 可比公司毛利率对比.....	20
图 21: 可比公司净利率对比.....	20
图 22: 可比公司 ROE 对比.....	20
表 1: 医疗器械企业 CRO 主要需求分析.....	9
表 2: 正在进行的、按期划分的药物临床研究项目明细.....	13
表 3: 2024-2026 年公司收入预测.....	21
表 4: 可比公司估值表 (截止 2024 年 7 月 4 日).....	21
表 5: DCF 模型估值.....	22

一、公司所属主要行业情况分析

1.1 医药研发外包服务

1.1.1 行业基本概念

合同研究组织（CRO，Contract Research Organization）是在医药研发过程中受医药公司或其他医药研发机构委托进行部分或全部医学试验，以获取商业性报酬的组织或机构。CRO拥有专业化和富有经验的研发团队，能够提供从药物研发到上市过程中的全部或部分研发流程服务，有效缩短新药研发周期，降低新药研发费用，解决药企研发困难、低效率、高成本问题。

根据药物研发流程，CRO公司提供的服务范围包括药物发现、临床前、临床阶段及上市后阶段。提供包括但不限于药物发现、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。根据业务类型不同可以将CRO分为两大类：（1）非临床CRO服务，主要提供药物发现、临床前服务；（2）临床CRO服务，主要提供临床阶段研究、后续药品审批与药品上市等研究服务；（3）新药上市后，药品生产企业必须持续考察新药的生产工艺、质量、稳定性、疗效及不良反应等，并定期向监管部门提交报告。另外，根据需要，药品生产企业还需按照监管部门的要求开展IV期临床试验，以进一步研究药物的疗效和安全性。

在药物发现阶段，CRO可提供的服务包括靶点鉴别、靶点确认、生成先导化合物、优化先导化合物、疾病筛查等。针对药物的临床前研究阶段，CRO可提供药物代谢和药代动力学研究、安全与毒理学研究、体外和体内疗效研究等服务。到了药物临床研究阶段，CRO可提供的服务包括I至IV期临床试验运作、生物等效性研究（BE，Bioequivalency）、生物分析、数据管理及统计数据分析和现场管理及受试者招募、注册服务等。CMC（Chemistry, Manufacturing and Control，化学成分、生产与控制）一般会贯穿CRO服务的临床前研发和临床研究阶段。通常与临床前研发和临床试验同步进行，涵盖为临床前研究和临床I-III期试验提供药物物质和药物产品所需的所有内容。CMC主要负责原料药工艺开发与验证、原料药生产、制剂开发、稳定性测试等业务，以及用于IND（Investigational New Drug，新药研究申请）和NDA（New Drug Application，新药申请）申请的资料准备，其业务范围一般横跨了临床前和临床试验阶段。

图 1: 医药 CRO 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: <ul style="list-style-type: none"> • 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: <ul style="list-style-type: none"> • 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, 用来评估药物安全性与有效性	新药上市后阶段
服务项目	<ul style="list-style-type: none"> • 分子修饰 • 合成流程研究 • 新药研发筛选 	<ul style="list-style-type: none"> • 药物活性成分研发 	<ul style="list-style-type: none"> • 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 	<ul style="list-style-type: none"> • 稳定性研究等
化学药物				
生物药物	<ul style="list-style-type: none"> • 动物与细胞用作生产 • 基因组学与蛋白组学数据 • 蛋白质与基因工程 	<ul style="list-style-type: none"> • 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 		
两者兼备	<ul style="list-style-type: none"> • 疾病筛选 • 靶点选择 • 稳定性研究初试 • 初步实验研究 	<ul style="list-style-type: none"> • 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 		

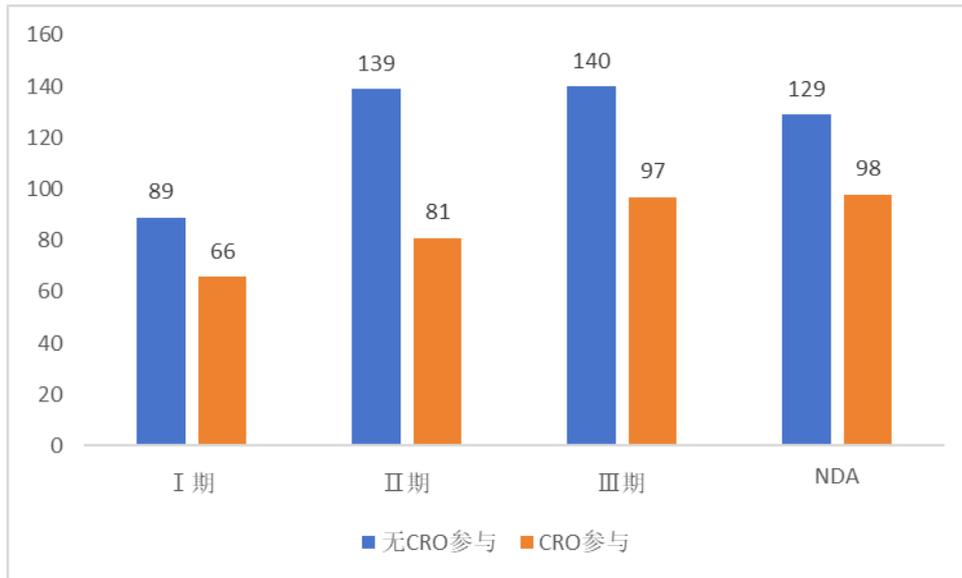
资料来源: 弗若斯特沙利文, 华通证券国际有限公司研究部

由于药物研发过程耗时较长, 通常至少花费十年才能实现药物资产的商业化。药物资产上市及商业化前, 整个药物研发过程通常涉及(i)四至六年的药物发现过程, 包括约 25 个月的靶点至苗头化合物阶段、约 25 个月的苗头化合物至先导化合物阶段以及约十个月的前导化合物优化阶段; (ii)一至两年的临床前候选化合物阶段; (iii)六至七年的临床试验阶段; 及(iv)半年至两年的监管审批阶段。

从化合物筛选的角度看, 根据头豹研究院的报告。一般而言, 超过一万种进入药物发现阶段的化合物中仅可筛选得到约 250 种化合物进入到下一阶段。在进入到非临床阶段的约 250 个化合物中, 一般仅有 5 个左右化合物能成功通过本阶段并向相关监管当局提交新药临床试验申请, 以获准开展临床试验。在前述进入到临床阶段的 5 个左右化合物中, 一般仅有 1 个能成功通过临床研究阶段并进行后续上市申请。

CRO 为制药和创新型生物技术公司带来的优势涵盖人才、技术、生产能力、质量、成本、风险控制等几个方面。CRO 拥有经验丰富的专业人才和昂贵的新药开发技术, 其人才和技术一方面确保了高质量产品的供给, 一方面能帮助制药公司规避常见错误、加速研发过程、降低研发成本和风险, 从而加快安全有效药物的开发。据头豹研究院数据, 相较于无 CRO 参与的项目, CRO 参与可明显缩短药物临床周期。

图 2：有无 CRO 参与的药物临床周期对比



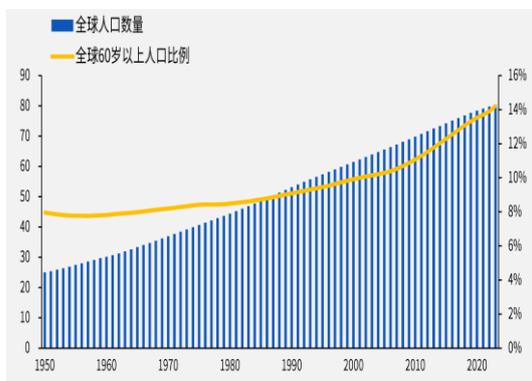
数据来源：头豹研究院、益诺思生物招股书、华通证券国际有限公司研究部

1.1.2 行业规模

根据联合国及弗若斯特沙利文数据，2001 年，全球老年人口比例首次达到 10% 的标志性水平，标志着全球正式进入老龄化社会。21 世纪之后，全球人口老龄化的趋势愈发显著。2023 年，全球人口总数首次超过 80 亿，其中，60 岁及以上的老年人口在总人口中的比例已经上升至 14.2%。

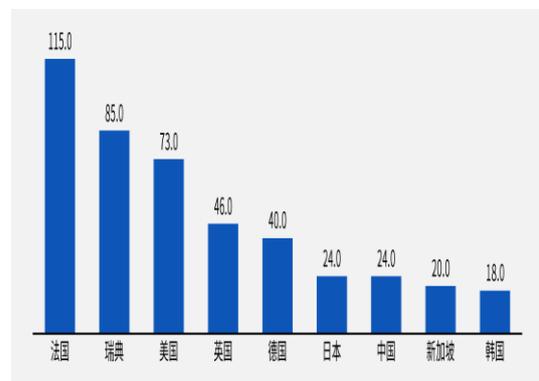
根据老龄化的速率进行对比，尽管亚洲国家相较于欧美国家较晚进入老龄化社会，但亚洲国家的老龄化进程明显快于欧美国家。据联合国人口署及弗若斯特沙利文研究，欧美国家平均需要大约 50 年的时间，将从老龄化社会向中度老龄化社会过渡，而亚洲国家，包括中国、日本、新加坡和韩国，分别需要 24、24、20、18 年完成这一转变。

图 3：全球人口数量及 60 岁以上人口比例



数据来源：联合国、弗若斯特沙利文、华通证券国际有限公司研究部

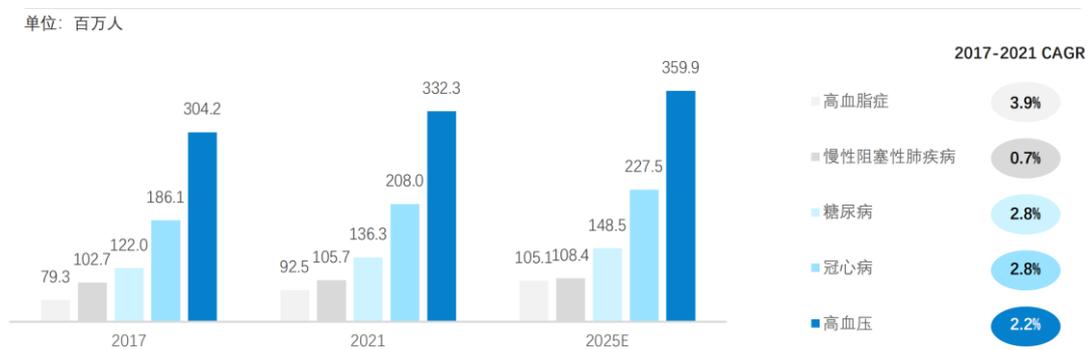
图 4：全球主要国家人口老龄化进程



根据中国疾病预防控制中心研究者发表的调查数据，我国 60 岁以上老年人群中患一种及以上慢性病的比例为 75.8%，在中国老龄化以及人口预期寿命延长的背景下，慢性病患者的基数不断扩大。同时，慢性病病程长，有导致严重并发症的风险，致残致死率高。2021 年，

我国高血压、冠心病、糖尿病、慢性阻塞性肺疾病、高血脂症等常见慢性病的患者人数分别达到 3.3 亿人、2.1 亿人、1.4 亿人、1.1 亿人以及 0.9 亿人。

图 5：中国常见慢性病流行病学分析

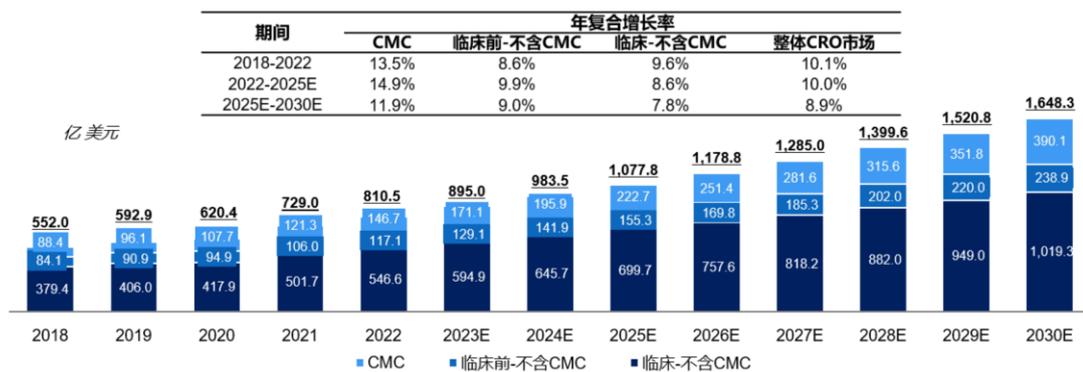


数据来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

由于人口老龄化、慢性病患者率上升以及大众健康意识的不断提升，可支配收入与医疗健康开支持续增加及承保范围不断扩大，科技进步及政府的优惠政策推动，全球医药市场规模不断扩大。根据弗若斯特沙利文的数据，2022 年，全球医药市场规模达到 14,950 亿美元，并且预计 2030 年将增至 20,908 亿美元。除了领先的市场规模，美国和中国的医药市场相较于世界其它地区均显示出较高的增速，主要驱动因素包括：医药需求的增长、专利药物的不断获批上市以及 CRO 市场的快速发展。

根据国家医保局披露信息，2023 年共有 121 个目录外药品谈判或竞价成功，平均降价 61.7%，幅度与 2022 年基本相当，随着药物集采常态化，药企整体降本增效需求更突出。此外，单药研发成本持续增加、投资回报率下降等也是推动 CRO 行业快速发展的重要因素。2013-2021 年，新药研发成本已由 13.0 亿美元增长至 20.1 亿美元，但回报率由 6.5% 下降至 3.2%。

以上因素推动医药企业对合同研究组织服务需求增长。根据弗若斯特沙利文的数据，2018 年到 2022 年，全球医药研发外包服务(CRO) 包含临床前、临床阶段及 CMC 业务的市场规模从 552.0 亿美元增长到 810.5 亿美元，期间复合年增长率为 10.1%。预计 2030 年，全球医药研发外包服务(CRO) 市场规模有望达到 1,648.3 亿美元。其中，CMC 业务板块的增速最快，预计将于 2030 年达到 390.1 亿美元。

图 6：全球医药 CRO 服务市场规模按临床前、临床阶段及 CMC 业务拆分


数据来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

1.2 医疗器械研发外包服务

1.2.1 行业基本概念

医疗器械产业是一个多学科交叉、多知识密集、多领域细分的高技术产业。多学科交叉体现在其涉及到生命科学、临床医学、电子科技、信息工程、材料科学等多个学科；多知识密集体现在医疗器械从研发到上市销售过程需要涉及到设计开发、专利产权、法律法规、工艺开发、生产管理等多种知识；多领域细分体现在医疗器械可依据用途划分为骨科器械、眼科器械、医疗影像设备、重症监护设备等。

医疗器械 CRO 通过合同形式接受医疗器械研发企业委托，提供包括研发试验、检测检验、临床试验、注册申报、上市后管理等定制化服务。医疗器械 CRO 机构通常由熟悉医疗器械研发、注册、检测等全流程的专业化人才组成，具备规范的服务流程，以满足医疗器械开发所特有的试验需求和监管要求，帮助委托方进行技术与设计优化、降低研发成本、缩短产品上市周期、降低失败风险。

根据弗若斯特沙利文的资料，医疗器械 CRO 服务范围广泛，主要包括临床前阶段的研发检测服务、动物实验服务；临床阶段的试验服务；注册阶段的申报服务；上市后阶段的生产体系法规服务及产品迭代研发服务等，服务内容覆盖医疗器械全生命周期。我国医疗器械 CRO 行业发展早期，多数医疗器械 CRO 主要提供临床组合服务及注册申报服务。随着下游医疗器械企业需求提升，专注于医疗器械生命周期其他阶段业务的企业不断涌现，服务类型包括临床前阶段的研发试验与检测、临床前动物实验等。预计未来，医疗器械 CRO 服务范围将持续拓展，逐步覆盖从研发检测、动物实验、临床试验、注册申报、到上市后管理的医疗器械产品全生命周期。

图 7：医疗器械 CRO 服务范围



资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

根据弗若斯特沙利文发布的《医疗器械 CRO 行业现状与发展趋势报告》，中国医疗器械 CRO 行业发展初期的主要服务对象为海外医疗器械企业，帮助其产品进入中国市场。随着国内医疗器械行业快速发展，国产企业的实力不断增强，医疗器械 CRO 的服务对象开始发生转变。下游不同类型的医疗器械企业对医疗器械 CRO 的需求各有侧重，驱动医疗器械 CRO 行业发展。

表 1：医疗器械企业 CRO 主要需求分析

需求方类型	主要需求分析	
海外企业	降本增效需求	中国医疗器械行业相关政策法规体系与审批制度逐渐完善，政策更新速度较快，海外企业需要耗费大量时间与资金组建成熟团队以快速响应政策变化，相较而言，选择医疗器械 CRO 提供服务可以帮助降低企业投入，提高产品审批效率。
	服务外包需求	国外医疗器械 CRO 行业起步早，发展成熟，构建了完善的全流程服务体系，海外企业在与医疗器械 CRO 合作方面有丰富经验，有寻求医疗器械 CRO 提供专业化服务的意识。
国内小型企业	专业团队需求	多数国内小型企业正处于起步阶段，其核心团队主要专注于产品的创新研发阶段，后续成果转化阶段相关经验有限，需要专业医疗器械 CRO 团队帮助解决检测检验、临床试验及注册申报过程中的问题。
	降低产品失败风险需求	国内小型企业通常围绕少数核心产品开展研发及商业化工作，产品管线单薄，抗风险能力较弱，难以承担核心产品研发或商业化失败带来的后果，需要医疗器械 CRO 提供专业且精细的服务以降低产品失败风险。
国内大型企业	产品出海需求	随着中国企业在海外医疗器械市场的影响力逐渐扩大，产品出海需求持续提高。不同国家地区的医疗器械监管要求及审批流程差异较大，自建团队需要消耗大量时间与资金，医疗器械企业逐步倾向寻求医疗器械 CRO 相关服务。

优先发展 核心项目 需求	为增加企业业务弹性，大型企业通常拥有丰富的产品线和产品项目，对执行团队的需求较大，基于成本与效益的考虑，部分企业选择就非核心项目与医疗器械 CRO 开展合作。
先发优势 需求	医疗器械的商业化是竞速过程，“先发优势”可以为企业带来持久的市场竞争力，提高市场占有率。缩短产品的研发及上市周期形成先发壁垒是企业的战略规划目标之一，而医疗器械 CRO 提供的专业化服务可以极大程度满足企业需求。

资料来源：弗若斯特沙利文，华通证券国际有限公司研究部

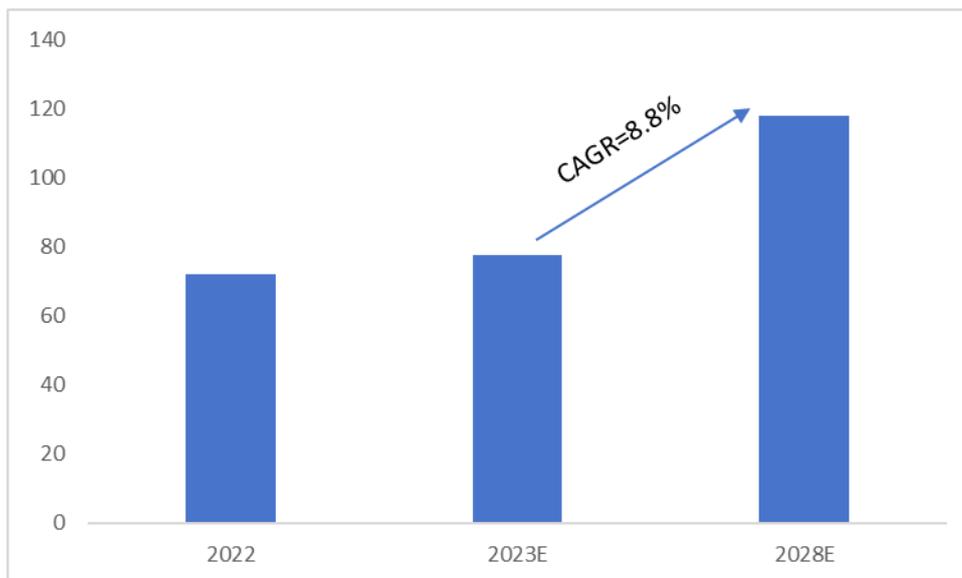
1.2.2 行业规模

近年来，国务院、国家卫健委、国家发改委等多个中央机构多次发布支持性政策，要求在采购需求管理中，优先采购符合要求的国产设备，同时鼓励医疗机构按照功能定位、医疗技术发展水平等合理配备适宜档次医疗设备，实施国产医疗设备发展应用试点，推动医疗机构配置国产实用型设备。为积极响应国家号召，北京市、四川省、贵州省、山西省、河北省、西藏自治区等多个省（市、自治区）也出台相应政策鼓励国产医疗器械的采购与配置，助力优质国产医疗器械实现快速市场准入。

随着我国科学技术水平的不断提升，国家政策对自主创新以及国产替代的支持，医疗器械行业持续突破技术壁垒，实现快速发展。2021 年我国医疗器械市场规模约为人民币 8,348 亿元，2017 年到 2021 年的年复合增长率高达 17.7%。同时，随着人均可支配收入提高、医疗保健意识提升、以及人口老龄化等因素推动，中国医疗器械产品的需求大幅提升，推动医疗器械市场规模持续增长，我国医疗器械市场规模预计在 2025 年及 2030 年分别达到人民币 12,442 亿元及 16,606 亿元，2021 年到 2025 年的年复合增长率为 10.2%，2025 年到 2030 年的年复合增长率为 5.9%。

医疗器械市场规模的快速增长将吸引更多医疗器械企业参与行业竞争，随着带量采购政策的发布，器械企业将持续加大研发投入及产品技术更新迭代，以保证企业核心竞争能力。医疗器械 CRO 作为医疗器械产业链中的关键环节，为医疗器械企业提供覆盖医疗器械产品全生命周期的专业服务，满足医疗器械企业对缩短器械研发周期、控制研发成本、降低失败风险等的需求。在医疗器械行业快速发展的影响下，医疗器械 CRO 行业也将逐步增长。据前瞻产业研究院数据，2022 年全球医疗器械 CRO 的市场规模约为 72 亿美元，预计到 2028 年，全球医疗器械合同研究机构市场规模将达到 118 亿美元，2023 年至 2028 年复合年增长率为 8.8%。

图 8：全球医疗器械 CRO 市场规模（亿美元）



数据来源：前瞻产业研究院，华通证券国际有限公司研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1 公司主营业务及产品介绍

泰格医药成立于 2004 年，公司通过一体化、覆盖全产业链的研发服务平台，提供药品和医疗器械研发一站式服务，跨越药品研发全流程和器械开发全生命周期，包括实验室服务、分析和检测、注册申报、临床开发与运营、上市后与真实世界研究等。公司已成长成为国内领先的，少数能够覆盖全球 5 大洲，具备全球同步研发服务能力的国际性合同研究机构公司。截至 2023 年，公司为中国 61% 的已上市 I 类新药提供了服务。根据弗若斯特沙利文的报告，公司连续多年在中国临床外包市场占据最大的市场份额，也是唯一进入全球前十的中国临床服务提供商。

图 9：药品研发全流程一站式服务



资料来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

图 10：医疗器械研发全生命周期一站式服务



资料来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部

随着监管制度的日趋严格、新技术和分析工具的迅速普及和临床研究全球化趋势加速等因素影响，客户对公司的新兴服务，如监管事务、早期药理学、药物警戒、真实世界研究等业务以及一体化、平台化服务，如数字化/去中心化临床研究（‘DCT’）平台的需求持续增加。因此，在 2023 年，公司加大了对新兴业务和技术的投入和生态圈的建设。

2023 年，公司持续深化全球布局和服务能力，持续拓展海外业务，以及加速国际化进程。公司在中国香港开设国际总部，作为公司海外职能支持和业务发展的主要枢纽。公司美国临床业务的临床试验服务收入及未完成订单均显著增长，服务领域涵盖肿瘤、疫苗、眼科、中枢神经和医疗器械等；EMEA（欧洲、中东、非洲）团队完成对克罗地亚 MartiFarm 和罗马尼亚 Opera 的业务和体系整合，形成一体化临床运营服务平台。

公司在境外（主要于南韩、澳大利亚及美国）进行中的单一区域临床试验由截至 2022 年末的 188 个增至截至 2023 年末的 194 个；在北美洲、亚太地区、欧洲及非洲进行中的国际多中心临床试验，由截至 2022 年末的 62 个小幅下滑至截至 2023 年末的 59 个，主要是因为韩国和拉丁美洲地区在 2023 年下半年结束了个别项目（包括个别新冠相关项目）。2023 年，公司新增 15 个多区域临床试验项目，累计处理多区域临床试验项目经验超过 127 个。截至 2023 年末，公司美国临床运营业务在一个支持完善的一体化平台上运营，该平台涵盖建立了包括中心启动、项目管理、临床运营、法规事务、生物统计、医学监察等，以及在北美洲的 42 个城市有超过 110 人的项目经理和 CRA 团队。截至 2023 年末，美国团队与 45 个州的超过 500 个临床中心开展合作，已自超过 100 个临床试验中积累知识。同一报告期内，公司在 EMEA 成立新医疗器械团队并支持了超过 10 个临床器械试验。南韩团队(DreamCIS)人员规模



达到 369 人，同比增长 28%，正在进行中的临床试验超过 100 个。东南亚团队超过 70 人，有 24 个正在进行中的临床试验项目分布在印度尼西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南、马来西亚及老挝等国家。澳大利亚新增临床试验项目 20 个，并与更多当地临床机构开展合作。

截至 2023 年末，公司员工数量达到 9,701 人，覆盖 28 个国家，其中海外员工 1,632 人。其中，有超过 950 名专业临床监查员（‘CRA’），超过 2,700 名专业临床研究协调员（‘CRC’），超过 850 名的数据管理及统计分析专家，以及 1,700 余名实验室服务人员。2023 年，公司前 20 大客户中有 8 家是跨国大药企，有 11 家是上市公司。截至 2023 年末，公司有 752 个正在进行的药物临床研究项目，同期为 680 个。

表 2：正在进行的、按期划分的药物临床研究项目明细

项目阶段	2022 年 12 月 31 日	截至 2023 年 6 月 30 日	2023 年 12 月 31 日
I 期（包括药代动力学研究）	285	332	330
II 期	134	146	136
III 期	160	185	171
IV 期	34	35	31
其他	67	74	84
合计	680	772	752

注：其他项目主要包括研究者发起的研究和真实世界研究

资料来源：公司年报，华通证券国际有限公司研究部

2.2 公司经营业绩情况

公司主要有两大业务分部，包括：临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务。2023 年，临床试验技术服务分部收入由去年同期的 41.25 亿元增至 41.68 亿元，同比增长 1.0%，于报告期间，新冠肺炎疫苗临床试验收入较同期大幅减少，对临床试验技术服务分部收入增长产生负面影响。撇除新冠肺炎相关收入带来的负面影响，临床试验技术服务分部实现稳定增长，主要由于(1)中国客户对临床试验的持续需求；及(2)海外临床试验业务（尤其是在美国）的快速增长。

2023 年，临床试验相关服务及实验室服务分部收入由去年同期的 29.60 亿元增至 32.16 亿元，同比增长 8.6%。该增加主要是由于报告期间公司的现场管理及患者招募服务、数据管理及统计分析服务以及实验室服务的收入增加。

从地域来看，公司于中国的收入由去年同期的 36.02 亿元增至 42.35 亿元，同比增长 17.6%，主要由于药物和医疗器械项目的临床试验运营收入增加。此外，公司的现场管理和患者招募业务、数据管理及统计分析、科研事务、医学影像、真实世界研究和药物警戒等服务于 2023 年实现收入稳步增长。公司的境外收入由去年同期的 34.84 亿元减至 31.50 亿元，同比下降 9.6%。该下降主要由于报告期间与新冠肺炎疫苗相关多区域临床试验收入减少。

整体来看, 2023 年, 公司的收入由去年同期的 70.85 亿元增至人民币 73.84 亿元, 同比增长 4.2%, 实现期内溢利 21.52 亿元, 同比下降 5.68%。2024 年第一季度, 公司实现营业收入 16.60 亿元, 同比下降 8.00%, 实现期内溢利 3.13 亿元, 同比下降 45.00%。

图 11: 公司营收及增速

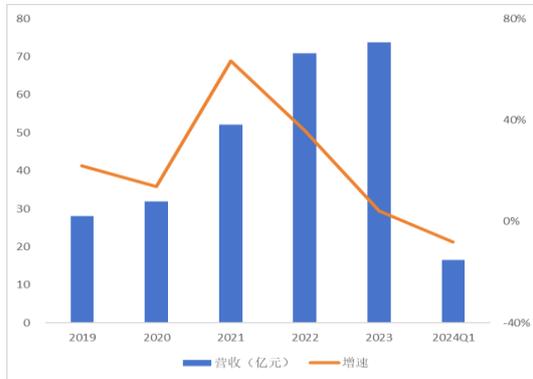
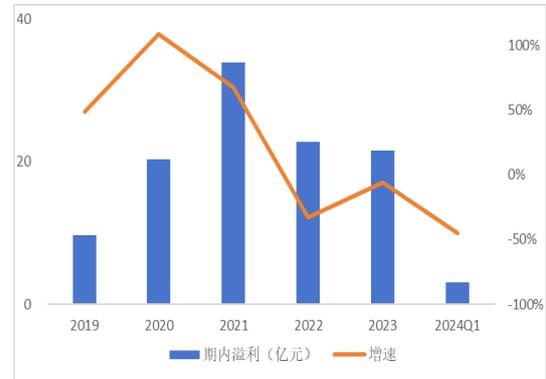


图 12: 公司期内溢利及增速



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

2023 年, 临床试验技术服务分部的毛利率由去年同期的 37.3% 增至 37.7%。毛利率增加, 主要由于(1)公司的临床试验技术服务效率有所提高, 部分由于 2023 年第二季度疫情控制措施放松; 及(2)公司的多区域临床试验(包括若干新冠肺炎相关试验)较少, 当中涉及较公司的常规临床试验项目更高的过手费。该等因素对临床试验技术服务分部的毛利率做出积极贡献。

2023 年, 临床试验相关服务及实验室服务分部的毛利率由去年同期的 42.2% 降至 38.8%, 下降 3.4 个百分点。毛利率下降主要由于(1)报告期间, 毛利率较低的现场管理服务较其他临床试验相关服务及实验室服务增长较快; 及(2)方达控股的收入增长较低, 尤其是在临床前研究、化学、制造和控制(CMC)方面。同时, 随着苏州临床前动物研究设施、上海临港实验室、武汉化学设施等位于中国的新投资的运营, 相关管理成本增加, 利率下降, 导致 2023 年实验室服务的毛利率大幅下降。

2023 年, 公司整体毛利率为 38.20%, 较去年同期下降 1.11 个百分点, 同期, 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.54%、8.97%、3.54%。净利率为 29.14%, 较去年同期下降 3.06 个百分点。

图 13：公司毛利率及净利率

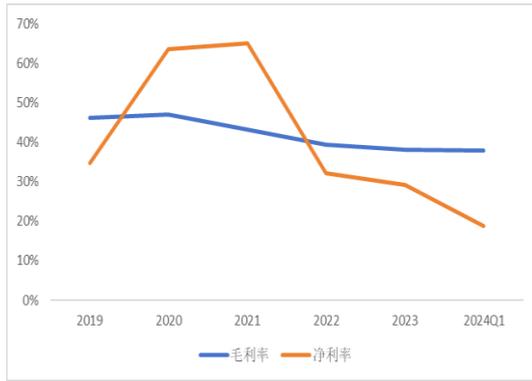
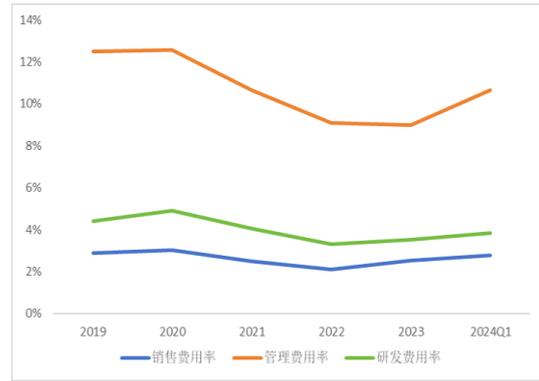


图 14：费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

2.3 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 项目经验丰富

根据弗若斯特沙利文的资料，由于医药研发的长周期、高投入、高风险、专业性且需要与 CRO 企业共享技术资料信息其特征，医药企业在为其新药寻找 CRO 企业时通常非常慎重。大型医药企业拥有完善的供应商管理体系，选择研发、生产服务合作伙伴时，会对 CRO 服务公司的服务范围、技术水平、质量体系、行业经验以及服务报价进行综合考虑，且通常会选择在该行业内声誉较好、拥有较为丰富经验的公司，以便于借助其现有成熟的 CRO 服务经验提高自身新药研发的效率。CRO 企业常年累积下来的项目经历、良好的合作记录等是药物研发企业选择合作伙伴的重要标准之一。由于医药企业选择 CRO 服务企业时十分谨慎且选择之后的粘性较高，因此 CRO 服务企业的客户资源积累和服务质量口碑成为其核心竞争力。CRO 行业的新进入者因无足够的拓展客户渠道或缺乏深入行业的见解，以致可能很难获得已有合作关系的客户，也难以依靠有限的合作经验获取订单。而对于未有合作关系的客户，其更倾向于选择品牌较大、声誉较好的 CRO 企业，因此也给 CRO 行业的新进入者造成了很高的客户资源壁垒。

泰格医药成立近 20 年来已积累较为丰富的创新药物和医疗器械研发服务经验，目前全球客户超过 2,800 家，包括全球跨国药企和国内大型制药企业，中小型创新药研发企业等，产品覆盖化药、生物制品、疫苗、医疗器械等各个类型，以及肿瘤、呼吸、感染、内分泌、血液、神经系统、心血管、皮肤、免疫、消化、代谢、罕见病等在内的绝大部分治疗领域。截至 2023 年末，公司累计临床试验运营项目经验超过 3,500 个，包括 700 多项中国 1 类药物临床试验，120 多项国际多区域临床试验。

截至 2023 年末，公司正在进行 465 个医疗器械和 IVD 项目，包括医疗器械和 IVD 临床试验运营、医学监查、方案设计和医学撰写等。报告期内，公司医疗器械团队承接国内多个

首款医疗器械产品的临床运营服务以及支持多个行业创新领先产品的临床策略，并助力 6 款创新医疗器械产品于 2023 年获得中国上市批准。

公司注册团队服务的客户数量从截至 2022 年末的 649 家增至截至 2023 年末的 720 家，累计完成 1,009 个项目经验，于 2023 年，助力 9 个产品在中国获批准，以及 40 项多区域临床试验国际新药（‘IND’）在多个国家和地区进行申请。报告期内，公司新增 FDA IND 项目 29 个，其中 16 个已进行临床试验。

公司的数据管理及统计分析团队继续在中国及海外市场开发新客户。全球客户数量由截至 2022 年末的 259 家同比增加 31.3% 至截至 2023 年末的 340 家。报告期内，公司数据管理及统计分析团队为中国多个新药审批提供数据管理及统计分析服务，包括辉瑞公司治疗偏头痛的乐泰可及全球首个针对复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤适应症获批的择捷美以及具有全球自主知识产权的口服新冠病毒药物。截至 2023 年末，公司完成 306 个项目，有 826 个正在进行的项目，其中 499 个项目由国内团队实施，327 个项目由海外团队执行并实施。

截至 2023 年末，公司的现场管理团队已完成 273 个 SMO 项目，正在进行的 SMO 项目由截至 2022 年末的 1,621 个增加至截至 2023 年末的 1,952 个。公司的现场管理团队覆盖中国超过 140 座城市，设置 25 个办事处，覆盖 1,100 多家临床试验中心，拥有 2,700 余名专业临床研究协调员(CRC)。截至 2023 年末，公司已提供 SMO 服务，累积为 50 个中国 1 类创新药品的审批提供支持。

2023 年，公司影像评估团队为 6 款中国获批新药提供了独立影像评估服务。于 2023 年，公司接受 20 次国家药品监督管理局的检查，概无发现任何问题。截至 2023 年末，累积为超过 280 个临床试验项目提供影像服务，其中 25 款产品获批。

2023 年，公司的医学翻译业务新增 86 家客户，其中药企 45 家，医疗器械企业 41 家，并于 2023 年成为多家全球药企的亚太地区供应商及/或全球供应商。截至 2023 年末，依托公司涵盖业务开发、系统(TMS/EP/TEP/TQC)、项目管理、质量控制、翻译和算法优化等方面的综合医学翻译平台，年翻译量达到 380 百万字。根据 CSA Research，公司的医学翻译业务在 2023 年 CSA 顶尖生命科学领域语言服务企业排名中位列全球第 7 位（中国大陆地区第一，亚太地区第三）。

2.3.2 全球同步运营和管理

在全球化的大环境下，愈来愈多生物制药与医疗器械公司趋向开发其产品，因而需要临床合同研究机构帮助彼等管理海外进行的临床试验及/或国际多中心临床试验，并指导彼等各国不同的监管规定事务。因此，临床合同研究机构逐步通过内部扩展或并购活动继续拓展

其的海外版图。

近年来，泰格医药在世界各洲多个国家布局分公司并组建本地临床团队，拥有熟悉各国药政法规和临床实践的专业人员，并建立同步运营和协作机制，形成了全球化项目同步执行的强大能力。同时，也通过收购海外合同研究机构公司来扩大海外客户群体和运营能力。截至 2023 年末，公司全球员工数量达到 9,701 人，覆盖全球 28 个国家。于 2023 年，公司在香港设立国际总部，成为泰格海外职能支持与业务发展的主要枢纽。

在中国，公司的办事处和运营网络超过 150 个，几乎覆盖国内全部中大型城市，合作的中国临床试验机构数量超过 1,380 家。在美国，公司与美国 45 个州的超过 500 个临床研究中心开展合作。公司还推出了临床试验卓越中心战略，持续加强与顶尖临床试验机构的合作，共同培养专业临床试验团队，共建临床中心，提升管理和效率，打造共赢和可持续的临床研究网络。截至 2023 年末，公司已与 52 家临床试验卓越中心达成战略联盟，在全国有 224 家核心合作中心。

截至 2023 年末，公司有 499 个药物临床研究项目在境内开展，253 个项目在境外开展，其中有 194 个项目在境外（主要于南韩、澳大利亚及美国）进行单一区域临床试验；有 59 个项目在亚太地区、北美洲、欧洲及非洲进行多区域临床试验，涉及治疗领域包括肿瘤、呼吸、心血管、内分泌、风湿免疫、感染、罕见疾病及疫苗等。

公司实现了 2023 年多区域器械项目的快速扩增，业务范围覆盖欧洲、韩国、美国、东南亚等地区。公司亦将医疗器械注册服务也拓展至美国、东南亚和沙特等国家。于 2024 年 2 月，公司公布收购 North American Science Associates, Inc. (‘NAMSA’) 的中国业务，并与 NAMSA 订立中国独家战略合作协议，扩大现有团队及全球影响，包括一般咨询、法规事务、质量咨询、临床研究等。

2023 年，公司持续加强药物警戒团队建设，为药品、医疗器械、疫苗和医美产品的新药申请(NDA)前和上市后项目提供全球安全监测解决方案。Marti Farm 药物警戒团队与公司于中国现有的药物警戒团队整合后，公司进一步提升了公司全球化服务能力，在全球范围内拥有近 150 人的药物警戒专业团队。截至 2023 年末，公司的信号管理工具处于最终测试阶段。同时，公司已与关注信号管理项目的潜在药物警戒客户建立联系。报告期内，公司药物警戒业务新增药物警戒项目 152 个，药物警戒新增客户数量超过 134 家。

2.3.3 综合及多元化服务

根据弗若斯特沙利文的资料。目前，CRO 服务企业逐步向一站式的模式发展，旨在将其服务拓展到医药研发产业链上的各个阶段和各个服务领域。大部分企业是基于自身的业务板

块，通过上下游业务的拓展形成一站式的模式，即覆盖药物发现、临床前研发、临床研究的各阶段的各服务项目（如靶点选择、药理学研究、临床试验 I-IV 期等）。对于外包服务企业来说，一站式服务能够使合作的深度和广度增加，也可以提高合作的稳定性，有利于未来的订单获取。对于医药企业来说，产品在整个研发流程仅需要与一个 CRO 服务企业进行对接，可以提高效率，减少产品从研发到商业化的时间。

目前，泰格医药已建立了药品和医疗器械两大一体化研发服务平台。公司的药品研发一体化服务平台可提供药物发现、临床前开发、IND 申报、临床 I 至 III 期试验、上市注册、上市后及真实世界研究等在内的全流程、端到端服务。公司的医疗器械研发一体化服务平台可提供产品设计与研发、临床前、临床开发与评价、注册申报、上市后研究等贯穿医疗器械研发全生命周期的研发服务。

2023 年方达医药完成对 Nucro-Technics Holdings, Inc. 及其子公司 Nucro-Technics, Inc 的收购，进而扩增了超过 5,574 平方米实验室，提升公司在北美的分析化学、微生物学、毒理学、生物分析和样品储存及稳定性测试服务。苏州新建的超过 8,000 平方米临床样品生产中心正式投入运营，进一步提高公司在良好生产规范临床样品生产方面的能力。方达医药苏州安平中心获得国家药品监督管理局颁发的 GLP 认证证书(Good Laboratory Practice, GLP)。于 2023 年 5 月 15 日，方达子公司合亚医药的武汉研发中心正式启用。研发中心总面积 18,000 平方米，一期工程建成 50 个化学药理实验室、4 个工艺研发实验室以及配套的分析测试服务中心，提供从靶点筛选到临床前药理研究的一站式研发服务。截至 2023 年末，在执行的实验室服务项目数量为 4,411 个。

真实世界研究团队与赛诺菲合作向 NMPA 提交其 Isatuximab 的新药注册申请（于 2023 年 12 月获 NMPA 受理），作为首批在海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区开展真实世界研究的三个试点药品之一，成为首个使用博鳌乐城国际医疗旅游先行区真实世界数据的血液肿瘤药物的新药注册申请获接纳的申请。报告期内，公司真实世界研究项目已进一步扩展至肿瘤、罕见病、骨科、糖尿病、呼吸疾病、心血管疾病、眼科、医美等多个治疗领域。

此外，公司借助少数股权投资，与创新生物制药及医疗器械初创企业建立了长期合作关系，并可借此促进中国乃至全球生物制药行业的持续创新。除了为初创企业提供资金支持之外，公司还关注科研成果的早期转化，整合政府、产业、高校、科研院所、医院、投资机构等各方医药创新创业资源，积极参与投资与孵化更多创新企业，并提供一站式研发解决方案和企业经营全生命周期服务。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取医疗研发外包领域凯莱英、药明康德、康龙化成、昭衍新药为可比公司。固定资产周转率方面，泰格医药、凯莱英、药明康德、康龙化成、昭衍新药 2023 年固定资产周转率依次为 6.81、1.53、1.64、1.29、1.87；总资产周转率方面，上述公司 2023 年总资产周转率依次为 0.26、0.41、0.58、0.49、0.23。

图 15: 可比公司固定资产周转率对比

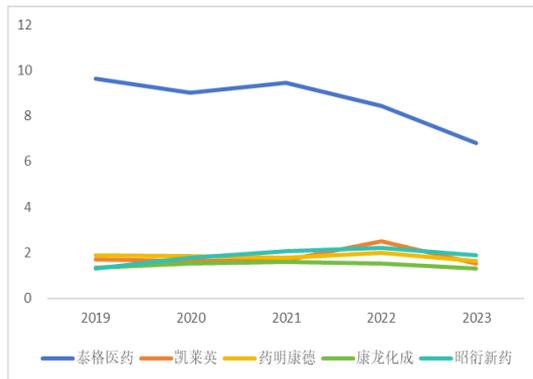
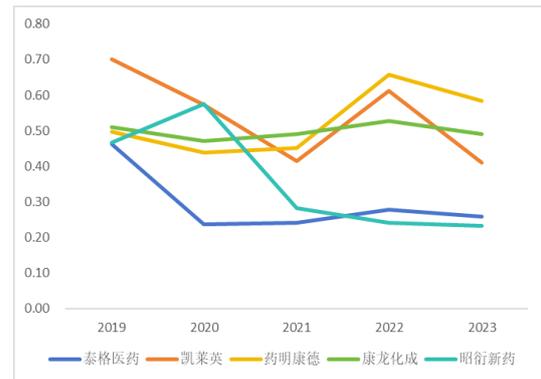


图 16: 可比公司总资产周转率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，泰格医药、凯莱英、药明康德、康龙化成、昭衍新药 2023 年销售费用率依次为 2.54%、2.52%、1.74%、2.19%、1.04%；管理费用率方面，上述公司 2023 年管理费用率依次为 8.97%、10.53%、7.42%、14.49%、12.48%。财务费用率方面，上述公司 2023 年管理费用率依次为 1.62%、0.08%、0.48%、1.58%、0.13%。

图 17: 可比公司销售费用率对比

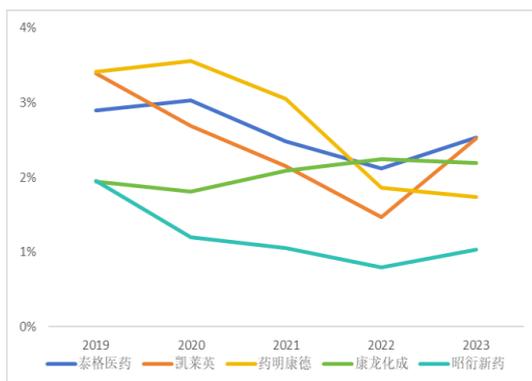


图 18: 可比公司管理费用率对比

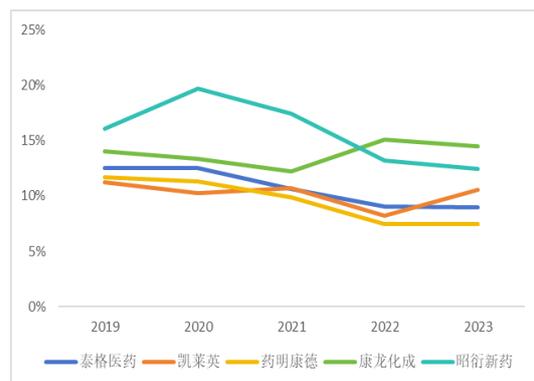
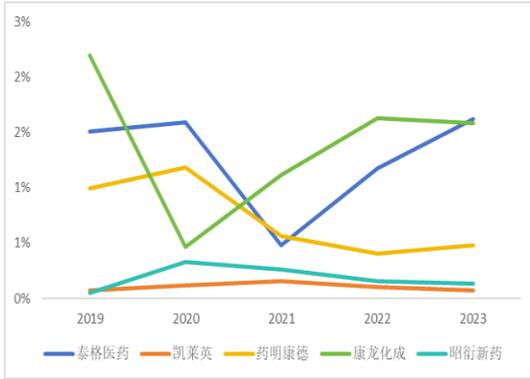


图 19: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 泰格医药、凯莱英、药明康德、康龙化成、昭衍新药 2023 年毛利率依次为 38.20%、50.89%、40.59%、35.49%、41.21%; 净利率方面, 泰格医药在可比公司中处于第一位, 上述公司 2023 年净利率依次为 29.14%、28.93%、26.77%、13.71%、16.48%; 净资产收益率方面, 上述公司 2023 年 ROE 依次为 9.96%、13.70%、21.02%、13.86%、4.82%。

图 20: 可比公司毛利率对比

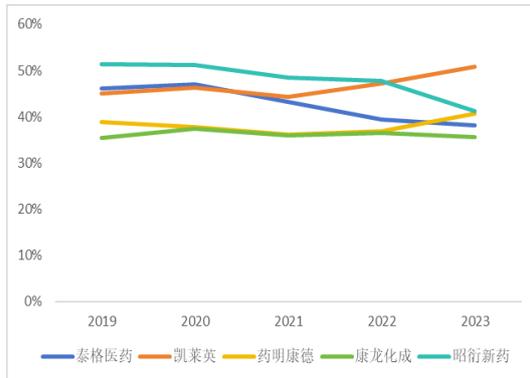


图 21: 可比公司净利率对比

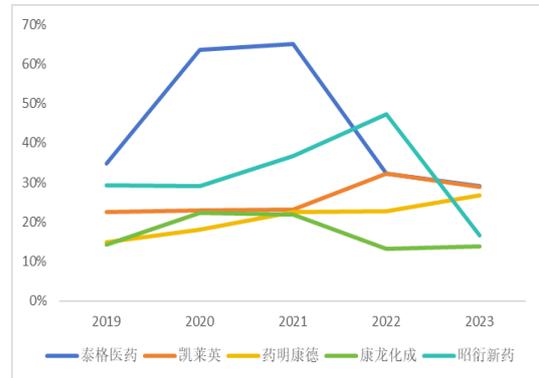
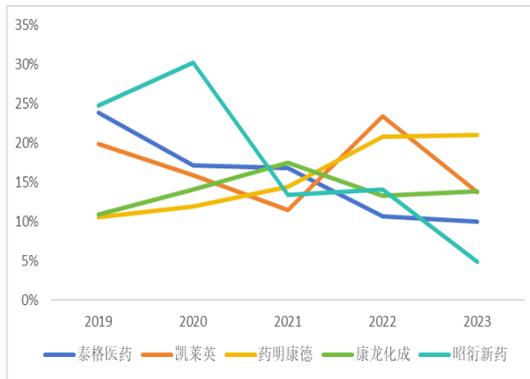


图 22: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券国际有限公司研究部

三、2024-2026 年公司整体业绩预测

关键假设：

a. 由于人口老龄化、慢性病患率上升等因素，全球医药及医疗器械市场有望稳步增加。在医药及医疗器械行业稳健发展的影响下，CRO 行业也将逐步增长。凭借药品和医疗器械研发一体化服务能力，泰格医药继续保持国内临床 CRO 行业的市场领先地位。2023 年，公司服务了 22 个中国已上市 1 类新药（尚未在中国或海外上市的创新药），以及 6 个中国已上市创新医疗器械的研发。从 2004 年成立至 2023 年间，公司累计为中国 61% 的已上市 1 类新药研发提供了服务。丰富的项目经验、良好的行业声誉以及一体化服务能力有利于加固公司护城河。同时，随着项目经验的积累，公司临床试验技术服务效率将逐步提高，有利于提升业务毛利率。

b. 结合往年数据，将临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务的 2024 年收入增长预测均设为 13%、15%；参考往年数据进行预测，将 2025 及 2026 年上述行业的收入增长设定为 15%、18%。

表 3: 2024-2026 年公司收入预测

	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
临床试验技术服务	收入 (亿元)	41.68	47.10	54.16	62.29
	YOY	1.04%	13.00%	15.00%	15.00%
临床试验相关服务及实验室服务	收入 (亿元)	32.16	36.98	43.64	51.50
	YOY	8.64%	15.00%	18.00%	18.00%
合计	收入 (亿元)	73.84	84.08	97.80	113.78
	YOY	4.21%	13.87%	16.32%	16.34%

数据来源：同花顺 iFinD，华通证券国际有限公司研究部

公司预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 84.08、97.80、113.78 亿元，同比增长 13.87%、16.32%、16.34%，归属于母公司股东净利润分别为 23.20、26.58、30.19 亿元，对应 EPS 分别为每股 2.68、3.07、3.49 元。

四、公司估值分析

4.1 P/E 模型估值

对比药明康德、药明合联、昭衍新药估值水平，综合考虑公司业绩成长性，公司给予公司 PE 估值 11X-16X，对应股价 29.48 元/股-42.88 元/股为合理估值区间。

表 4: 可比公司估值表（截止 2024 年 7 月 4 日）

	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
药明康德	1051.82	3.60	3.28	3.66	3.86	20.13	8.27	7.40	7.02
药明合联	174.34	0.24	0.48	0.77	1.09	123.30	29.70	19.02	13.18



昭衍新药	89.31	0.53	0.58	0.69	0.86	22.16	11.86	10.10	8.06
平均值						55.20	16.61	12.17	9.42

数据来源：同花顺 iFind，华通证券国际有限公司研究部

4.2 DCF 模型

公司以预测的 2024-2026 年 EPS 分别为 2.68、3.07、3.49 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 80.61 元。

表 5: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	8.51	61.64	70.15
组合二	8.00%	4.00%	8.51	77.79	86.31
组合三	8.00%	5.00%	8.51	104.72	113.24
组合四	9.00%	3.00%	8.43	50.43	58.86
组合五	9.00%	4.00%	8.43	61.10	69.53
组合六	9.00%	5.00%	8.43	77.11	85.54
平均值					80.61

数据来源：东方财富 Choice，华通证券国际有限公司研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；

（2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为 2024-2026 年，永续期自 2027 年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1 公司股价催化剂分析

公司于 2024 年 2 月 6 日、4 月 12 日及 4 月 30 日召开的董事会及股东大会审议通过了《关于回购公司股份方案的议案》及《关于调整回购公司股份方案的议案》。根据股份回购方案，公司计划用自有或自筹资金通过集中竞价交易或其他法律法规允许的方式回购部分公司 A 股股份，回购资金总额将不低于人民币 5 亿元，且不超过人民币 10 亿元；回购价格不超过 72 元/股。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已以集中竞价交易方式累计回购公司股份 345.12 万股，占公司总股本的比例为 0.3990%，占公司 A 股总股本比例为 0.4652%，回购总金额为 1.81 亿元（不含交易费用）。当前公司股价处于历史低位，公司回购有望提振市场信心。

5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，公司给予公司六个月内的目标价

为 34.84 元/股 (37.46 港元/股)，对应 2024 年 PE 为 13 倍。以 2024 年 7 月 4 日收盘价 26.90 港元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 39.27% 的上涨空间 (人民币/港币以 0.93 计)。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，公司给予公司“**推荐 (首次)**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数 $\pm 5%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1、竞争加剧风险

全球临床合同研究机构市场竞争日益激烈。公司面临多方面的竞争，包括价格、服务质量、服务范围及灵活性、能力、提供服务及时性、符合监管标准及客户关系等。公司亦与跨国合同研究机构、国内中小型合同研究机构、客户自有的开发团队竞争。

2、汇率风险

随着公司海外业务持续增长，汇率波动对公司收入影响加大。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
货币资金	7,406.83	7,840.07	10,068.60	12,553.50	
应收账款	1,260.92	1,326.25	1,542.69	1,794.75	
预付款项、按金及其他应收款项	167.29	196.89	229.03	266.45	
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	
存货	23.40	21.80	25.20	29.08	
其他流动资产	2,483.57	2,596.56	3,013.43	3,498.90	
流动资产总计	11,342.00	11,981.58	14,878.95	18,142.68	
长期股权投资	2,977.03	3,030.13	3,096.14	3,155.70	
固定资产	1,190.99	1,004.40	817.81	631.23	
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	
无形资产	866.50	722.08	577.66	433.25	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非流动资产	13,304.22	13,304.22	13,304.22	13,304.22	
非流动资产合计	18,338.74	18,060.83	17,795.84	17,524.39	
资产总计	29,680.74	30,042.41	32,674.79	35,667.07	
短期借款	2,366.38	0.00	0.00	0.00	
应付账款	249.31	249.38	288.23	332.65	
其他流动负债	1,523.05	2,298.34	2,654.58	3,061.84	
流动负债合计	4,138.74	2,547.72	2,942.81	3,394.49	
长期借款	434.22	434.22	434.22	434.22	
其他非流动负债	654.22	654.22	654.22	654.22	
非流动负债合计	1,088.44	1,088.44	1,088.44	1,088.44	
负债合计	5,227.18	3,636.16	4,031.25	4,482.93	
储备	20,196.72	20,196.72	20,196.72	20,196.72	
留存收益	0.00	1,669.10	3,581.47	5,753.10	
归属于母公司股东权益	21,069.14	22,738.25	24,650.61	26,822.25	
归属于非控制股东权益	3,384.42	3,668.01	3,992.92	4,361.89	
权益合计	24,453.56	26,406.25	28,643.54	31,184.14	
负债和权益合计	29,680.74	30,042.41	32,674.79	35,667.07	
现金流量表					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
税后经营利润	1,373.11	1,391.58	1,758.15	2,169.06	
折旧与摊销	339.02	331.00	331.00	331.00	
财务费用	119.90	45.85	-10.28	-18.53	
其他经营资金	-900.74	569.03	-273.75	-327.14	
经营性现金净流量	931.29	2,337.46	1,805.13	2,154.39	
投资性现金净流量	-1,315.08	1,159.09	1,159.09	1,159.09	
筹资性现金净流量	-7.81	-3,063.31	-735.69	-828.57	
现金流量净额	-391.59	433.24	2,228.53	2,484.91	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业额	7,384.04	8,408.28	9,780.48	11,378.48	
销售成本	4,563.38	5,297.22	6,122.58	7,066.03	
其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
销售费用	187.32	294.29	303.19	341.35	
管理费用	924.25	1,160.34	1,330.15	1,479.20	
财务费用	119.90	45.85	-10.28	-18.53	
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	105.18	53.10	66.01	59.56	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	1,694.38	1,663.68	2,100.85	2,569.97	
其他非经营损益	795.81	1,341.50	1,341.50	1,341.50	
税前利润	2,490.19	3,005.18	3,442.35	3,911.47	
所得税	338.61	401.41	459.10	523.77	
税后利润	2,151.59	2,603.77	2,983.25	3,387.70	
归属于非控制股东股利	125.08	283.59	324.92	368.97	
归属于母公司股东利润	2,026.51	2,320.18	2,658.34	3,018.74	
EBITDA	2,949.11	3,382.03	3,763.08	4,223.95	
NOPLAT	1,567.58	1,484.30	1,815.28	2,212.61	
EPS(元)	2.34	2.68	3.07	3.49	
主要财务比率					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营收额增长率	0.04	0.14	0.16	0.16	
EBIT 增长率	-0.03	0.17	0.12	0.13	
EBITDA 增长率	-0.00	0.15	0.11	0.12	
税后利润增长率	-0.06	0.21	0.15	0.14	
盈利能力					
毛利率	0.38	0.37	0.37	0.38	
净利率	0.29	0.31	0.31	0.30	
ROE	0.10	0.10	0.11	0.11	
ROA	0.07	0.08	0.08	0.08	
ROIC	0.09	0.07	0.09	0.11	
估值倍数					
P/E	10.48	9.15	7.99	7.04	
P/S	2.88	2.53	2.17	1.87	
P/B	1.01	0.93	0.86	0.79	
股息率	0.03	0.03	0.04	0.04	
EV/EBIT	8.01	6.06	4.87	3.79	
EV/EBITDA	7.09	5.47	4.44	3.49	
EV/NOPLAT	13.33	12.45	9.21	6.67	

数据来源：公司公告，华通证券国际有限公司研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但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。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 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日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。