


日期: 2012年8月6日

行业: 医药

## 领先的临床试验合同研究组织

赵冰  
  
 ZHAOBING1704@163.com  
 证券从业证书编号: S0870511030004

询价区间 RMB 30.10-36.12  
 首日定价区间 RMB 37.62-45.14

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 13.4  
 发行后总股本 (百万股) 53.4  
 发行方式 网下询价发行 50%  
 网上定价发行 50%  
 保荐机构 中投证券

## 主要股东 (IPO 前)

叶小平 37.22%  
 QM8 Limited 17.39%  
 曹晓春 12.93%

## 收入结构 (MRQ)

临床试验技术服务 61.34%  
 临床试验统计分析服务 17.27%  
 临床试验现场服务 7.68%  
 注册申报服务 7.3%

报告编号: ZB12-NSP03

首次报告日期: 2012年8月6日

## ■ 投资要点

## 专注于临床试验合同研究组织 (CRO)

公司的主营业务是为国内外医药及健康相关产品的研究开发提供专业临床研究服务, 经营范围包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、数据管理、统计分析、注册申报、临床试验现场服务以及 I 期临床分析测试服务、SMO 服务等。

## 国内 CRO 行业处于高速发展期

2006-2010 年, 我国 CRO 行业的市场规模从 30 亿元增长到 98 亿元, 年均复合增长率为 34.44%; 其中临床试验 CRO 的市场规模从 17 亿元增长到 56 亿元, 年均复合增长率为 34.72%。

## 公司竞争优势突出

公司主要的竞争优势有: 1) 高素质且稳定的核心管理团队优势; 2) 临床研究能力与经验的优势; 3) 企业人才与管理优势; 4) 业务合作网络的优势; 5) 客户资源的优势。

## 上市 6 个月内的估值区间为 37.62-45.14 元

我们认为给予公司 12 年每股收益 35 倍市盈率这一可比公司平均的估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 37.62-45.14 元, 相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 42.03-50.44 倍。

## 建议询价区间为 30.10-36.12 元

近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 -2.38%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 23.92%, 发行价对应折扣率为 19.30%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们建议选取 20% 的折扣率, 对应的询价区间为 30.10-36.12 元, 相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 33.63-40.35 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	193.26	265.03	364.29	514.78
年增长率	57.32%	37.14%	37.45%	41.31%
归属于母公司的净利润	47.79	63.14	86.45	124.37
年增长率	50.72%	32.11%	36.93%	43.85%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.89	1.18	1.62	2.33

注: 有关指标按最新总股本计算

## 一、行业背景

### 发行人所处行业及简况

公司的主营业务是为国内外医药及健康相关产品的研究开发提供专业临床研究服务,经营范围包括I至IV期临床试验技术服务、数据管理、统计分析、注册申报、临床试验现场服务以及I期临床分析测试服务、SMO服务等,公司属于临床试验合同研究组织范畴。

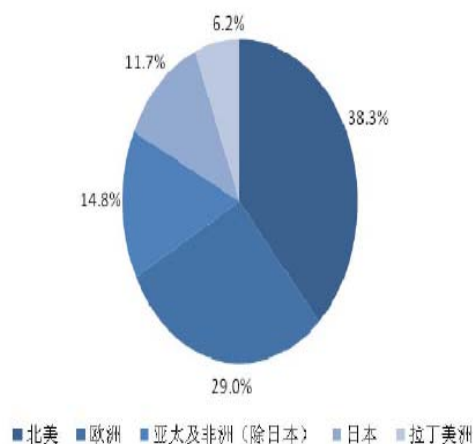
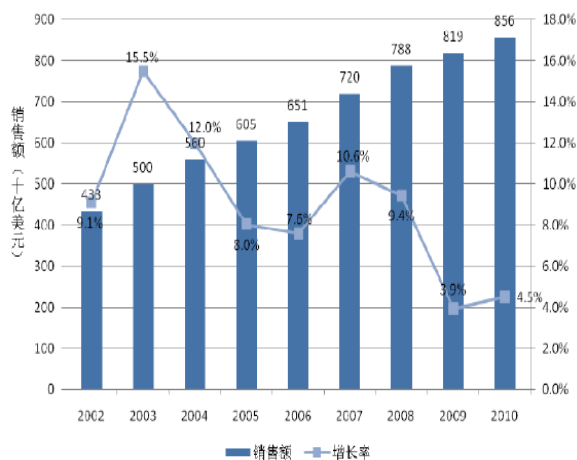
合同研究组织(CRO, Contract Research Organization)是一种学术性或商业性的科学机构和个人,负责实施药物研究开发过程所涉及的全部或部分活动,基本目的在于代表客户进行全部或部分的科学或医学试验,以获取商业性的报酬。CRO公司通常由熟悉药物研发过程和注册法律法规的专业化人才组成,具备规范的服务流程,在一定区域内拥有合作网络,可以在较短的时间内完成客户所需的专业研究服务,降低医药企业新药研发的风险。

### 行业增长前景

#### 1) 全球医药行业及医药研发的概况

随着全球经济一体化的发展、世界人口总量的增长及社会老龄化程度的进一步提高,全球医药产品市场一直保持较快的增长速度。2010年,全球医药产品市场销售额达8560亿美元,较2009年增长4.5%。全球医药产品市场具有较高的集中度,欧美及日本市场占据全球较大的市场份额,处于主导地位。2010年,北美市场医药产品的销售额达3351亿美元,占全球医药产品销售市场的38.3%;欧洲市场医药产品的销售额达2532亿美元,占全球医药产品销售市场的29.0%。近几年随着亚太地区及拉丁美洲的经济增长,这两个地区的医药产品市场也进入高速发展阶段,增长速度明显高于其他几个地区。亚太地区(除日本)2006年至2010年平均增长率高达14.5%,拉丁美洲的增长率达到12.1%,而同期北美地区的增长率仅为4.6%。

图 1 全球医药产品市场变化情况(2002 年-2010 年) 图 2 2010 年度全球医药产品市场分布情况



数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

## 2) 全球医药研发外包和 CRO 产业的情况

随着技术革命和经济全球化的发展, 医药产品公司的研发活动正在从研发全球化阶段向研发外包转变。20 世纪 90 年代以来, 一些跨国公司推行全球化战略, 统一组织国内外的研发活动, 并将其置于公司的全球化发展战略之中。从而使企业研发活动进入一个全球化的新时代, 海外研发机构不断增加, 研发投入也急剧上升。

由于开发新产品的复杂程度不断加大, 临床试验成本的增加以及监管法规的日趋严格, 高额的研发投资并未给跨国医药公司带来与投资相对应的巨额回报, 反而导致研发效率不断下降。每个新药的平均研发成本从 1975 年的约 1.4 亿美元, 上涨到 2009 年的 12 亿美元。因此, 近年来跨国公司开始调整其研发体系以应对市场变化, 并不断增加研发外包的比例。一方面, 由于医药产品开发日益呈现多学科性, 理论和结构生物学、计算机和信息科学越来越多的参与到新药的研究阶段, 需要不同领域的公司来提供专业化高效率服务, 以分解研发活动的复杂性, 缩短研发周期。另一方面, 跨国公司 will 部分研发工作向新兴市场 CRO 企业外包, 可以获得低成本的人力资源优势, 减少高额研发成本的压力。2006-2010 年, 全球医药研发外包的金额已经从 196 亿美元增长到 360 亿美元, 年均复合增长率达到 16.42%, 超过了全球医药公司每年研发费用的增长率。

## 3) 中国 CRO 行业及临床试验 CRO 行业的情况

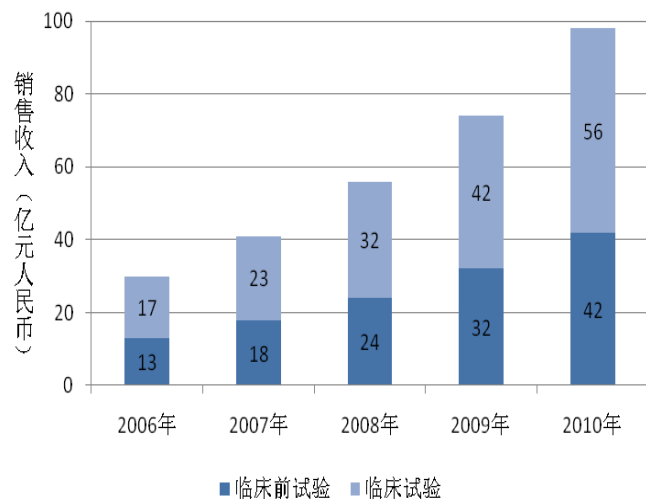
CRO 行业是我国近十五年来发展起来的新兴行业。1996 年, MDS Pharma Service 投资设立了中国第一家真正意义上的 CRO, 从事药物的临床研究业务。随后昆泰、科文斯及 Kendles 等跨国 CRO

开始陆续在中国设立分支机构。由于中国医药产业的高速发展，跨国制药企业陆续开始在中国启动研发业务，同时，药明康德、尚华医药等专注于早期化学研究的民营企业的高速发展，都推动了中国 CRO 产业的成长。

1998 年国家食品药品监督管理局（SFDA）成立后，制定颁布了一系列药品管理法规，强化药品审查制度，对新药临床试验的要求更加严格，逐步完善了我国的药品监督管理体系。同时，2003 年颁布的《药物临床试验质量管理规范》（GCP）规定，申办者可以委托 CRO 执行临床试验中的某些工作和任务。SFDA 的成立和一系列医药相关法规的规范和完善，为 CRO 行业在我国的出现和发展提供了必要的条件。

国内 CRO 行业的高速发展，吸引了一批海外高级技术人员回国创业，这些高级人才的流动在促使我国医药研发整体水平提升的同时，也吸引了大量跨国制药企业拓展在华研发业务，并寻求在华开展临床试验研究，这些均有力地推动了我国新药研发领域逐渐与国际标准接轨的过程，促进了我国 CRO 行业服务水平的进一步提升。2006-2010 年，我国 CRO 行业的市场规模从 30 亿元增长到 98 亿元，年均复合增长率为 34.44%；其中临床试验 CRO 的市场规模从 17 亿元增长到 56 亿元，年均复合增长率为 34.72%。

图 3 我国 CRO 行业规模及增长



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 行业竞争结构及公司地位

我国目前从事临床研究的 CRO 企业类型主要分为本土企业和跨国企业两种，其中，被跨国 CRO 全资收购的本土企业其实际业务归属于跨国企业运营体系。目前我国主要临床试验 CRO 企业有：

北京凯维斯医药咨询有限公司、润东-科若华医药研究开发有限公司、广州博济国家新药临床研究中心、VPS 万全阳光临床研究服务集团和依格斯（北京）医疗科技有限公司。跨国企业有：昆泰（Quintiles Transnational）、科文斯（Covance）、PPD（Pharmaceutical Product Development Inc.）和百瑞精鼎（Parexel International）。除上述跨国及本土临床试验 CRO 企业外，在国内 CRO 行业中，目前规模较大的是从事临床前研究的 CRO 公司。目前，国内的临床前 CRO 企业主要有：药明康德、尚华医药。

### 公司竞争优势

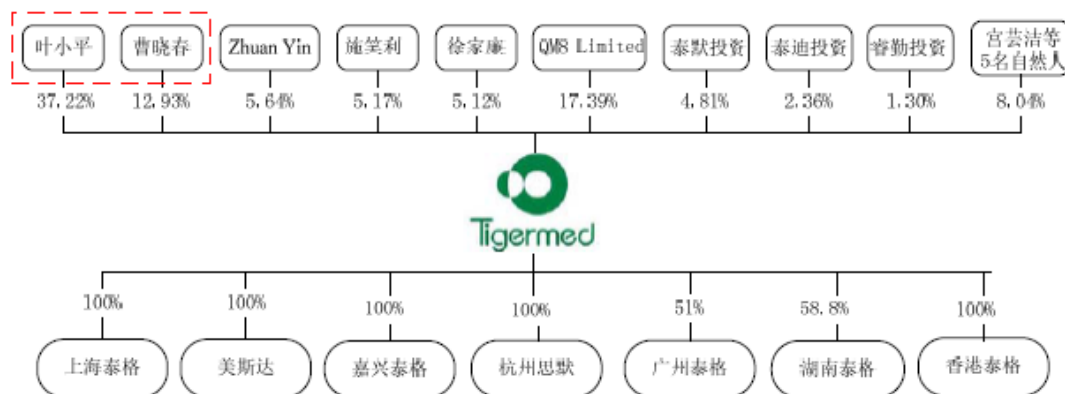
公司主要的竞争优势有：1）高素质且稳定的核心管理团队优势；2）临床研究能力与经验的的优势；3）企业人才与管理优势；4）业务合作网络的优势；5）客户资源的优势。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司系由泰格有限整体变更设立的股份公司。持有公司 5% 以上股份的股东为叶小平、曹晓春、Zhuan Yin、施笑利、徐家康和 QMS Limited，其中叶小平、曹晓春为控股股东。公司实际控制人为叶小平先生和曹晓春女士，两人合计持有泰格医药 50.1476% 股权。

图 4 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 公司业务简况及收入利润结构变化

2009-2011 年公司营业收入分别为 6279.29 万元、12284.41 万元及 19326.38 万元，公司营业收入基本由主营业务收入构成，主营业务收入占比均在 98% 以上，主营业务十分突出。

图 5 公司近年来收入及净利润增长

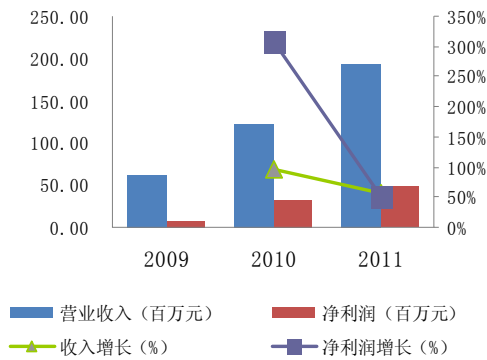
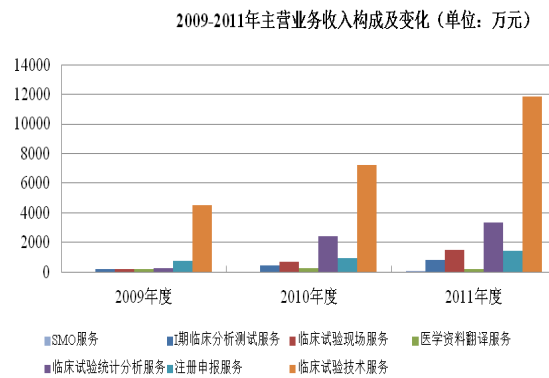


图 6 公司主营收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 募集资金投向

本次募集资金将按轻重缓急顺序投资于以下项目：

表 1 公司的募集资金项目计划概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	核准或备案情况	环保部门批文
1	临床试验综合服务平台	7,832.82	7,832.82	区发改 [2011]函 1 号	杭高环表 [2011]36 南环函
2	数据管理中心	11,608.36	11,608.36	南备发 [2011]021 号	[2011]58 号
3	SMO 管理中心	1,662.70	1,662.70	区发改 [2011]函 2 号	杭高环表 [2011]34
4	其他与主营业务相关的营运资金	--	--	--	--

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 临床试验综合服务平台

项目建设期为 1 年，投产期为 3 年。项目计算期 8 年（含 1 年建设期），投产后三年达产，投产第一年实现销售收入 7,557 万元，第二年实现销售收入 11,063 万元，第三年达产后每年实现销售收入 17,430 万元，投资利润率为 52.05%。项目投资回收期为 3.85 年（含建设期），财务内部收益率为 60.60%（IC=12%）。

### 数据管理中心

项目建设期为2年，投产期为3年。项目计算期9年（含2年建设期），投产后三年达产，投产第一年实现销售收入5,740万元，第二年实现销售收入8,876万元，第三年达产后每年实现销售收入12,936万元，投资利润率为40.67%。项目投资回收期为5.27年（含建设期），财务内部收益率为30.65%（IC=12%）。

### SMO 管理中心

项目建设期为1年，投产期为3年。项目计算期8年（含1年建设期），投产后三年达产，投产第一年实现销售收入902万元，第二年实现销售收入1,725万元，第三年达产后每年实现销售收入3,096万元，投资利润率为45.46%。项目投资回收期为4.65年（含建设期），财务内部收益率为56.00%（IC=12%）。

## 三、财务状况和盈利预测

### 综合毛利率稳定，同行业内领先

2009-2011年，公司综合毛利率分别为38.08%、47.93%和47.50%，2010年综合毛利率较2009年上升9.85个百分点；2011年综合毛利率仍然稳定在较高水平，同2010年基本持平，显示出公司服务产品具有较强的持续盈利能力。

### 主营业务收入和利润快速增长

2009-2011年，公司营业收入快速增长，2010年度、2011年度营业收入分别较上年增长95.63%、57.32%，快速增长的主要原因为：1）公司所处行业的市场规模增长；2）公司技术服务领先，业务规模不断扩张；3）公司服务质量和品牌优势，客户结构不断优化；4）公司成功收购美斯达，促进营业收入快速增长。

### 主要资产周转能力指标良好

2009-2011年，公司应收账款周转率（次数）分别为4.78、5.60、5.31，周转天数分别为75.31天、64.29天和67.80天，均在90天以内。应收账款周转率较高且稳定表明公司管理和控制应收账款回款风险的能力较强。2010-2011年公司存货周转率为2926.24次和1456.30次。

## 盈利预测及主要假设

- 1) 预计各产品毛利率、三费费用保持稳定;
- 2) 募投项目中, 预计临床试验综合服务平台和 SMO 管理中心 2013 年建成, 数据管理中心 2014 年建成。

基于以上假设, 我们预计 2012-2014 年归属于母公司的净利润将实现年递增 32.11%、36.93%和 43.85%, 相应的稀释后每股收益为 1.18 元、1.62 元和 2.33 元。

## 四、风险因素

### 人员成本及人力资源风险

公司作为临床试验 CRO 企业, 属于人才密集型行业, 人才是公司提供经营服务的关键生产要素。随着公司自身业务规模的不断扩大, 公司的人员规模、人员薪酬和福利成本也将持续提高。报告期内, 公司员工人数由 2009 年末的 241 人增至 2011 年末的 566 人, 增幅 134.85%。近三年公司员工 (按各期加权平均员工人数计算) 年度平均薪酬分别为 5.36 万元、9.71 万元和 10.23 万元。公司目前正处于快速发展时期, 尤其是本次发行后, 随着企业资产和业务规模的扩张, 对于高素质的人力资源管理、市场营销、企业管理、资本运营、财务管理、质量管理及技术研发方面人才需求将大幅增加。若公司不能培养或引进上述高素质人才以满足公司规模扩张需要, 将直接影响到公司的长期经营和发展。

### 成长性风险

公司自 2004 年成立至今一直处于高速增长中, 公司的高速成长对于运营、人力、财务体系均带来了较大的挑战。为了保持高速增长, 公司必须不断提升运营和管理能力以吸引和保留管理、科研和技术人才。公司的架构、职能部门设置尽管能支持公司高速增长至今日, 但必须与时俱进, 在此过程中任何偏差都可能影响公司的成长速度。另外国家政策、经济状况、医药产业发展景气度均会影响公司主营业务的市场规模, 导致公司增长减慢, 甚至停滞。如果公司未来新签订合同金额不能持续上升, 则公司面临增长放缓的风险。

### 综合毛利率波动的风险

报告期内, 公司综合毛利率分别为 38.08%、47.93%和 47.50%, 2010 年综合毛利率较 2009 年上升 9.85 个百分点, 2011 年综合毛利率稳定在较高水平, 但同比略有下降。造成 2011 年公司综合毛利率略有下降的主要原因系公司业务中毛利率最高的临床试验统计分析



业务（为子公司美斯达的主营业务）收入占公司总收入的比重由 18.07% 下降至 16.25%，其对公司整体毛利率水平的影响数也从 13.03% 下降至 11.74%，因此导致公司综合毛利率同比下降 0.43%。因此，公司存在未来综合毛利率波动的风险。

## 五、估值及定价分析

### 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2011 年业绩和 2012、2013 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 11 年、12 年平均市盈率为 50.63 倍、34.44 倍，最近上市的创业板医药公司 11 年、12 年平均市盈率为 38.99 倍、32.19 倍。国际同规模的医药制造业上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 33.85 倍、22.19 倍。由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 2 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
爱尔眼科	300015	19.96	0.40	0.56	0.78	49.60	35.83	25.64
通策医疗	600763	21.88	0.44	0.59	0.81	50.11	37.19	27.06
东软集团	600718	8.21	0.34	0.41	0.50	24.17	20.01	16.40
尚荣医疗	002551	18.82	0.24	0.42	0.67	78.63	44.72	28.25
行业平均						50.63	34.44	24.34
EMERGENT BIOSOLUTIONS INC COSMO	EBS US	13.99	0.60	0.66	0.95	23.32	21.26	14.70
PHARMACEUTICALS SPA	COPN SW	27.61	0.69	1.02	1.58	39.95	26.94	17.51
EVOTEC AG	EVT GR	3.44	0.07	0.09	0.13	51.31	36.32	26.15
SANTARUS INC	SNTS US	6.01	0.07	0.16	0.52	85.86	37.56	11.49
SPECTRUM PHARMACEUTICALS INC	SPPI US	10.76	1.31	1.24	1.03	8.21	8.65	10.42
SCICLONE PHARMACEUTICALS INC	SCLN US	6.17	0.52	0.70	0.73	11.87	8.88	8.45
STALLERGENES	GENP FP	63.20	3.84	4.03	4.45	16.46	15.70	14.20
行业平均						<b>33.85</b>	<b>22.19</b>	<b>14.70</b>

数据来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

表3 最近上市创业板医药公司市况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			首发 PE摊 薄	首日 涨跌 幅%	累计 涨 幅%
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E			
迪安诊断	300244	25.61	0.46	0.61	0.81	55.81	41.89	31.56	91.53	78.51	97.46
宝莱特	300246	12.86	0.46	0.64	0.80	27.81	20.06	16.01	92.41	73.64	-5.80
仟源制药	300254	8.23	0.26	0.18	0.22	31.16	45.72	37.41	93.28	29.38	-36.20
尔康制药	300267	18.20	0.49	0.78	1.08	36.95	23.36	16.90	94.16	33.50	33.44
和佳股份	300273	17.09	0.40	0.57	0.80	43.24	29.90	21.40	95.16	61.15	30.68
<b>平均</b>						<b>38.99</b>	<b>32.19</b>	<b>24.66</b>	<b>93.31</b>	<b>55.24</b>	<b>23.92</b>

数据来源: Wind, 上海证券研究所

### 公司可给的估值水平及价格区间

公司的竞争优势如下: 1) 高素质且稳定的核心管理团队优势; 2) 临床研究能力与经验的优势; 3) 企业人才与管理优势; 4) 业务合作网络的的优势; 5) 客户资源的优势; 我们认为给予公司 12 年每股收益 35 倍市盈率这一可比公司平均的估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 37.62-45.14 元, 相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 42.03-50.44 倍。近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 -2.38%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 23.92%, 发行价对应折扣率为 19.30%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们建议选取 20% 的折扣率, 对应的询价区间为 30.10-36.12 元, 相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 33.63-40.35 倍。

附表 1 泰格医药损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业总收入</b>	<b>122.84</b>	<b>193.26</b>	<b>265.03</b>	<b>364.29</b>	<b>514.78</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>88.35</b>	<b>139.08</b>	<b>190.38</b>	<b>262.07</b>	<b>367.73</b>
营业成本	63.76	101.10	140.19	192.98	270.19
营业税金及附加	3.10	4.93	6.63	9.11	12.87
销售费用	4.67	5.29	7.95	10.93	15.44
管理费用	16.32	26.34	35.78	49.18	69.50
财务费用	0.03	-0.12	-0.17	-0.12	-0.27
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.03	0.88	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>34.53</b>	<b>55.06</b>	<b>74.65</b>	<b>102.22</b>	<b>147.05</b>
加: 营业外收入	1.90	3.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.13	1.12	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>36.30</b>	<b>56.95</b>	<b>74.65</b>	<b>102.22</b>	<b>147.05</b>
减: 所得税	4.06	8.85	11.20	15.33	22.06
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>32.24</b>	<b>48.10</b>	<b>63.45</b>	<b>86.89</b>	<b>124.99</b>
减: 少数股东损益	0.53	0.31	0.32	0.43	0.62
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>31.71</b>	<b>47.79</b>	<b>63.14</b>	<b>86.45</b>	<b>124.37</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.59</b>	<b>0.89</b>	<b>1.18</b>	<b>1.62</b>	<b>2.33</b>

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
临床试验技术服务	7,091.16	11,855.02	16,597.03	22,903.90	31,149.30
注册申报服务	957.79	1,412.34	1,977.28	2,669.32	3,603.59
临床试验统计分析服务	2,421.81	3,339.30	4,508.06	6,085.87	8,215.93
医学资料翻译服务	283.89	205.19	235.97	271.36	312.07
临床试验现场服务	711.64	1,484.35	1,929.66	2,508.55	3,261.12
I 期临床分析测试服务	470.51	812.09	1,218.14	1,766.30	2,472.81
SMO 服务	-	12.44	37.32	223.92	2,463.12
<b>合计</b>	<b>12,284.41</b>	<b>19,326.38</b>	<b>26,503.44</b>	<b>36,429.23</b>	<b>51,477.94</b>
分业务增速	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
临床试验技术服务	57.27%	67.18%	40.00%	38.00%	36.00%
注册申报服务	23.08%	47.46%	40.00%	35.00%	35.00%
临床试验统计分析服务	742.90%	37.88%	35.00%	35.00%	35.00%
医学资料翻译服务	30.58%	-27.72%	15.00%	15.00%	15.00%
临床试验现场服务	220.37%	108.58%	30.00%	30.00%	30.00%

I 期临床分析测试服务	128.80%	72.60%	50.00%	45.00%	40.00%
SMO 服务	-	100.00%	200.00%	500.00%	1000.00%
<b>分业务主营成本 (万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
临床试验技术服务	4480.19	7188.88	10124.19	13971.38	19001.07
注册申报服务	389.34	565.50	810.68	1094.42	1477.47
临床试验统计分析服务	701.11	990.10	1352.42	1825.76	2464.78
医学资料翻译服务	90.50	85.07	94.39	108.55	124.83
临床试验现场服务	314.12	747.07	964.83	1254.28	1630.56
I 期临床分析测试服务	223.30	441.05	657.79	953.80	1335.32
SMO 服务	-	4.98	14.93	89.57	985.25
<b>合计</b>	<b>6198.58</b>	<b>10022.65</b>	<b>14019.22</b>	<b>19297.75</b>	<b>27019.28</b>
<b>毛利率</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
临床试验技术服务	36.82%	39.36%	39.00%	39.00%	39.00%
注册申报服务	59.35%	59.96%	59.00%	59.00%	59.00%
临床试验统计分析服务	71.05%	70.35%	70.00%	70.00%	70.00%
医学资料翻译服务	68.12%	58.54%	60.00%	60.00%	60.00%
临床试验现场服务	55.86%	49.67%	50.00%	50.00%	50.00%
I 期临床分析测试服务	52.54%	45.69%	46.00%	46.00%	46.00%
SMO 服务	-	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。