

**医药生物**
**泰格医药(300347)**
**发行价格**
**37.88 元**
**本次发行情况单位：万股**

发行前总股本	4000
计划发行股数	1340
上市后总股本	5340
第一大股东	1489 (27.88%)

**财务数据(最新报告期)**

每股收益(元)	1.19
每股净资产(元)	3.53
净资产收益率(%)	40.76
资产负债率(%)	22.13
H股(亿股)	-
第一大股东占比(%)	37.22

数据来源：公司公告，日信证券研究所

**研究员**

谢宁宁  
 执业证书编号：S0070511060001  
 电话：021-61635651  
 邮箱：[xienn@rxzq.com.cn](mailto:xienn@rxzq.com.cn)

研究支持  
 张斌  
 电话：021-61635643  
 邮箱：[zhangbin@rxzq.com.cn](mailto:zhangbin@rxzq.com.cn)

销售支持  
 罗美思  
 电话：010-83991840  
 邮箱：[luoms@rxzq.com.cn](mailto:luoms@rxzq.com.cn)

**业务高端化收入有望加速增长**
**——泰格医药新股研究报告**
**盈利预测**

单位：百万元；每股单位：元

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	122.84	193.26	270.74	412.77	618.95
增长率(%)	95.63	57.32	40.09%	52.46%	49.95%
归属母公司净利润	32.24	48.10	66.51	93.24	129.90
增长率(%)	306.48	50.72	39.16%	40.20%	39.32%
每股收益	0.59	0.89	1.25	1.75	2.43
市盈率(倍)					

数据来源：Gildata，日信证券研究所

**投资要点**

- 公司业务覆盖临床 CRO 研究全产业链。** 主要为医药产品研发提供临床研究外包服务(CRO)，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、医学翻译以及 I 期临床分析测试服务等，构筑了覆盖临床研究产业链各个环节的完整服务体系。
- 跨国药企重视中国市场及国内药企加大创新投入共同推动临床 CRO 行业快速增长。** CRO 使药企降低研发成本、提高研发效率。随着 2007 年《临床试验管理办法》的出台，临床试验监管趋严，临床外包行业快速发展，年均复合增长率为 34.72%。跨国药企重视中国市场带来国际多中心临床、注册临床、上市后临床业务增长；国内药企对创新药投入加大推动行业增长。
- 丰富的行业经验及研究网络优势促进业务和客户结构升级。** 公司在创新药研发、国际多中心临床等具有高水平的临床研究能力与丰富的行业经验。公司在全国 40 个城市建立了服务网点。近年来公司客户逐渐向盈利能力强的跨国企业发展，占收入比重不断提高。
- 募投项目加强临床研究服务能力。** 临床试验综合服务平台通过项目管理中心、档案管理中心、药品管理中心和培训中心的建设，可提高公司项目管理水平；数据管理中心将增强公司在临床实验 CRO 数据管理方面的专业服务水平，积极发展离岸外包服务；SMO 管理中心的实施有利于公司扩展临床试验 CRO 相关产业链，把握国内 SMO 市场发展先机，增强综合竞争力。
- 盈利预测。** 根据公司新增合同预计 12-14 年收入分别增长 40%、52%、50%，归属母公司净利润分别增长 39%、40%、39%，EPS 分别为 1.25、1.75、2.43 元。
- 风险提示。** 人力成本大幅增加的风险；对下游医药产业研发投入和研发政策依赖的风险；因处于业务结构转型期而导致 2012 年业绩不达预期的风险。

## 目录

<b>1 内资临床 CRO 行业领先者</b>	<b>3</b>
1.1 公司业务覆盖临床 CRO 研究全产业链	3
1.2 业务收入利润快速增长	4
1.3 股本结构与本次发行情况	5
<b>2 跨国药企重视中国市场及国内药企加大创新投入共同推动临床 CRO 行业快速增长</b>	<b>6</b>
2.1 CRO 使药企降低研发成本、提高研发效率	6
2.2 行业规模快速增长	6
2.3 跨国药企重视中国市场及国内药企加大创新投入共同推动临床 CRO 行业快速增长	7
2.3.1 跨国药企重视中国市场带来国际多中心临床、注册临床、上市后临床业务增长	7
2.3.2 国内药企对创新药投入加大推动行业增长	8
2.4 行业大公司占据金字塔高端	8
<b>3 丰富的行业经验及研究网络优势促进业务和客户结构升级</b>	<b>9</b>
3.1 高水平的临床研究能力与丰富的行业经验	9
3.2 临床研究网络覆盖广	10
3.3 服务对象及业务结构升级	10
<b>4 募投项目加强临床研究服务能力</b>	<b>11</b>
<b>5 盈利预测</b>	<b>12</b>

## 插图目录

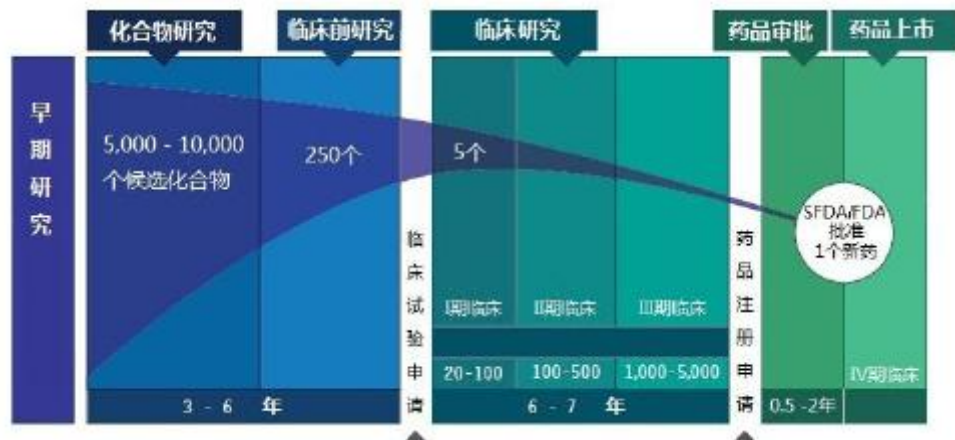
图表 1: 新药研发过程	3
图表 2: 业务覆盖临床研究全产业链	3
图表 3: 收入利润加速增长（以 2009 年包括美斯达全年计）	4
图表 4: 主营业务分类情况	4
图表 5: 员工数随着收入增长	4
图表 6: 临床研究经验丰富	4
图表 7: 公开发行前后股权结构	5
图表 8: 全球研发外包规模快速增长	6
图表 9: 临床研究经验丰富	6
图表 10: 国内 CRO 行业高速增长	7
图表 11: 全球药品市场增长缓慢	7
图表 12: 中国药品市场增长远高于全球增速	7
图表 14: 国内药企当前研发投入较少	8
图表 15: 临床试验 CRO 业务竞争格局	9
图表 16: 公司业务逐渐以外资及国外客户为主	11
图表 17: 国外客户业务盈利水平高（临床技术服务近三年平均值计）	11

# 1 内资临床 CRO 行业领先者

## 1.1 公司业务覆盖临床 CRO 研究全产业链

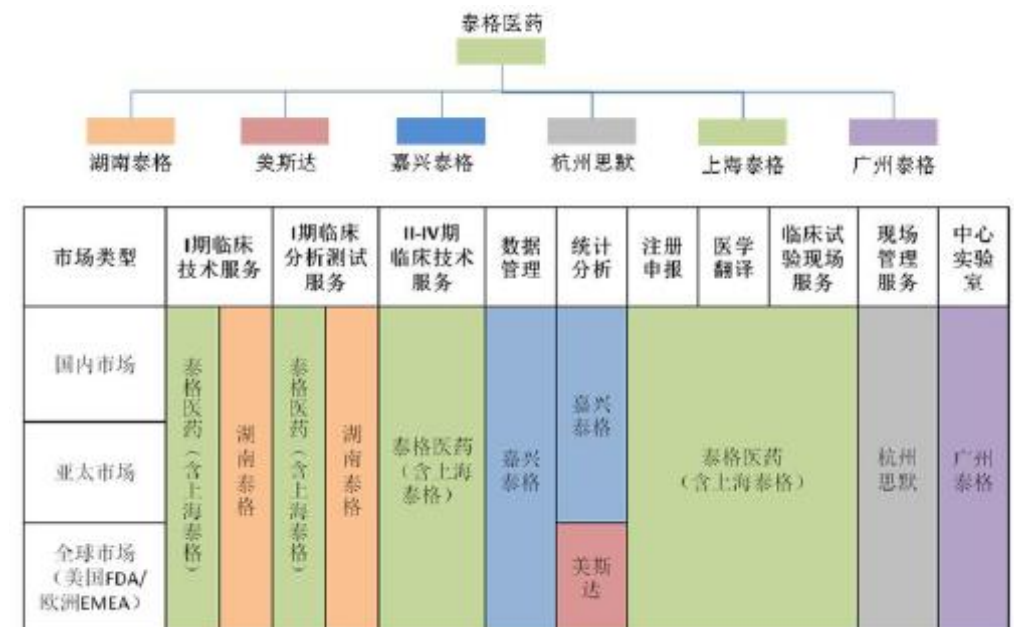
公司主要为医药产品研发提供临床研究外包服务（CRO），包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、数据管理、统计分析、注册申报、临床试验现场服务、医学翻译以及 I 期临床分析测试服务等，构筑了覆盖临床研究产业链各个环节的完整服务体系。截至 2011 年 12 月 31 日，公司在国内 40 个主要城市设有服务网点，拥有 566 人的专业服务团队。

图表 1: 新药研发过程



数据来源：公司招股书、日信证券研究所

图表 2: 业务覆盖临床研究全产业链



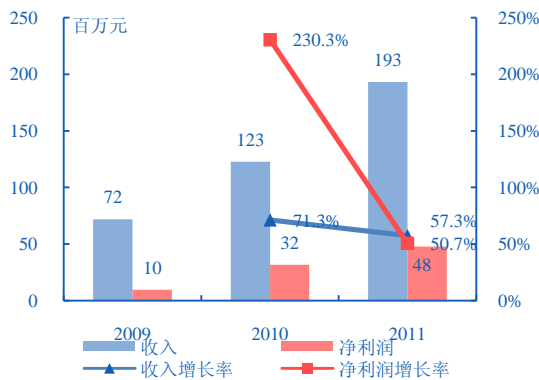
数据来源：公司招股书、日信证券研究所

## 1.2 业务收入利润快速增长

截至 2011 年 12 月 31 日，公司已完成临床研究项目 541 个，正在执行临床研究项目 327 个。

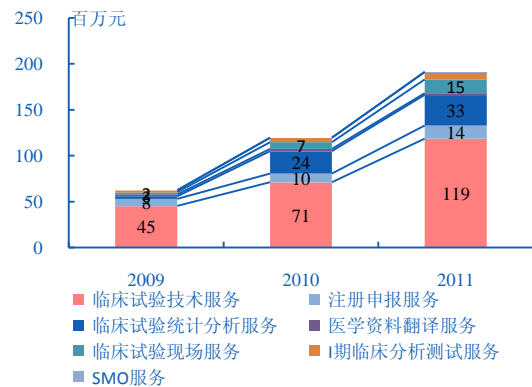
报告期内，公司的临床研究业务进入高速发展阶段，营业收入年均复合增长率为 75.44%，归属母公司所有者的净利润从 2009 年度的 780.10 万元增长到 2011 年度的 4,779.18 万元，年均复合增长率为 147.51%，其中，2011 年较 2010 年的净利润增幅达到 50.72%，新增合同金额为 21,379.07 万元。

图表 3: 收入利润加速增长 (以 2009 年包括美斯达全年计)



数据来源: 公司招股书日信证券研究所

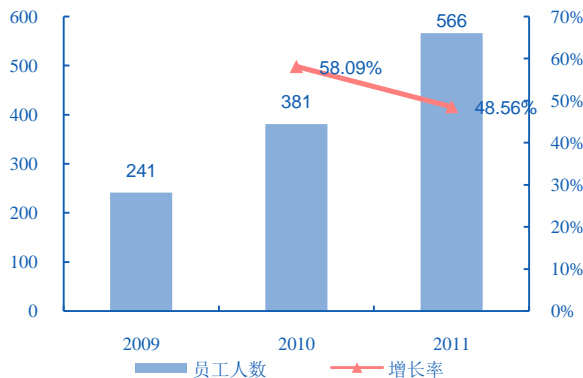
图表 4: 主营业务分类情况



数据来源: 公司招股书日信证券研究所

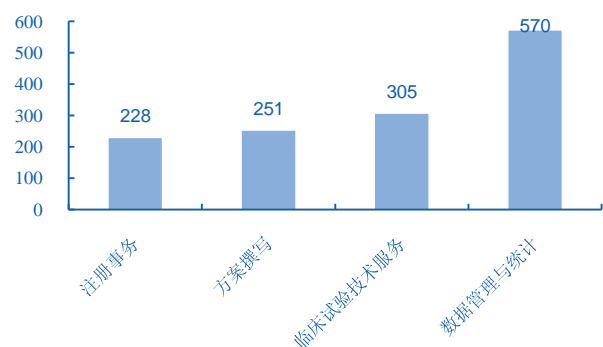
临床试验 CRO 公司的业务规模与其人员的规模存在直接关系，一般业务人员数量较多的公司能够开展规模较大的临床研究项目，从而获得较高的收入。公司近三年来人数增长迅速，平均年增长率达到 62.17%。公司在临床研究领域，业务量及业务类型均处于本土 CRO 企业的领先地位。截至 2011 年 12 月 31 日，公司共计进行临床研究项目 949 项，其中已完成的临床研究项目为 541 项。

图表 5: 员工数随着收入增长



数据来源: 公司招股书日信证券研究所

图表 6: 临床研究经验丰富



数据来源: 公司招股书日信证券研究所

截至 2012 年 3 月 31 日，在未将以签署框架合同为主要形式的医学资料翻译服务和临床试验现场服务等所涉及的框架服务合同统计在内的情况下，公司在执行合同所涉及到的合同总金额为人民币 50,840.54 万元，累计待执行的合同金额为 31,072.49 万元，其中 2012 年一季度，新增合同金额为 9,224.00 万元。

### 1.3 股本结构与本次发行情况

叶小平和曹晓春为一致行动人，合计持有发行后股本 37.5%。本次发行前公司总股本为 4,000 万股，本次拟发行 1,340 万股，占发行后总股本的 25.09%，发行后总股本 5,340 万股。

图表 7 公开发行前后股权结构

股东及股份类型		发行前		发行后	
		股数 (万股)	持股比例 (%)	股数 (万股)	持股比例 (%)
有限售条件的股份	一、自然人股	<b>2,965.316</b>	<b>74.1328</b>	<b>2,965.316</b>	<b>55.530</b>
	叶小平	1,488.896	37.2224	1,488.896	27.882
	曹晓春	517.008	12.9252	517.008	9.682
	Zhuan Yin	225.600	5.6400	225.600	4.225
	施笑利	206.668	5.1667	206.668	3.870
	徐家廉	204.980	5.1245	204.980	3.839
	Bing Zhang	106.800	2.6700	106.800	2.000
	宫芸洁	103.336	2.5834	103.336	1.935
	Wen Chen	50.656	1.2664	50.656	0.949
	Hongqiao Zhang	33.768	0.8442	33.768	0.632
	Minzhi Liu	27.600	0.6900	27.600	0.517
	二、一般法人股	<b>1,034.688</b>	<b>25.8672</b>	<b>1,034.688</b>	<b>19.377</b>
	QM8	695.648	17.3912	695.648	13.027
	泰默投资	192.484	4.8121	192.484	3.605
	泰迪投资	94.556	2.3639	94.556	1.771
睿勤投资	52.000	1.3000	52.000	0.974	
本次发行的股份	三、社会公众股			<b>1,340.00</b>	<b>25.094</b>
合计		4,000.00	100.00%	5,340.00	100.00%

数据来源：公司招股书日信证券研究所

## 2 跨国药企重视中国市场及国内药企加大创新投入共同推动临床 CRO 行业快速增长

### 2.1 CRO 使药企降低研发成本、提高研发效率

20 世纪 90 年代开始的大型药企全球化发展，不断投资海外研发机构，带来了研发投资成本巨大及研发周期长等问题。

2009 年全球制药企业的研发总投入达到 1310 亿美元，研发新药的平均成本从 1975 年的约 1.4 亿美元，上涨到 2009 年的约 12 亿美元。

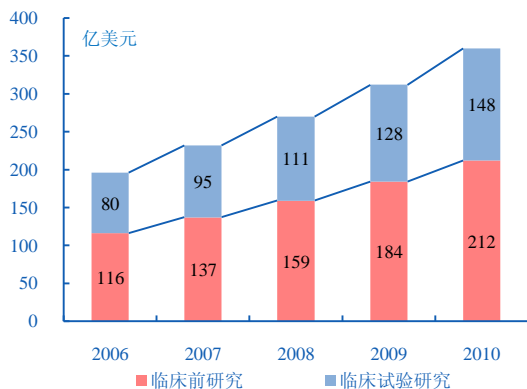
随着疾病复杂程度的提升，市场开发新药的周期也越来越长，目前美国制药企业的新药品种从实验室发现到进入市场平均需要 10 至 15 年时间，新药开发期的不断延长导致其上市后享有的专利保护期减短，对于销量大的明星药品，专利保护期的缩短意味着预期营业收入的大量减少。

当前，制药企业正在从研发全球化阶段向研发外包转变。CRO 的产生是全球专业化分工的结果，CRO 带来了研发成本降低及研发周期缩短。据统计，CRO 能够使新药研发降低 30-70% 的成本，缩短 30% 的研发周期。

### 2.2 行业规模快速增长

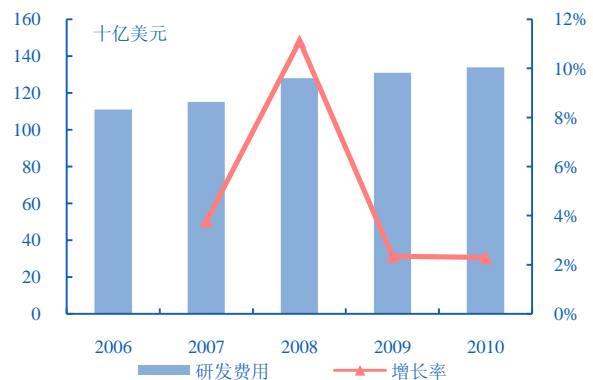
近年来跨国公司开始调整其研发体系以应对市场变化，并不断增加研发外包的比例。2006 年至 2010 年，全球医药研发外包的金额已经从 196 亿美元增长到 360 亿美元，年均复合增长率达到 16.42%，超过了全球医药公司每年研发费用的增长率。

图表 8: 全球研发外包规模快速增长



数据来源：公司招股书日信证券研究所

图表 9: 临床研究经验丰富

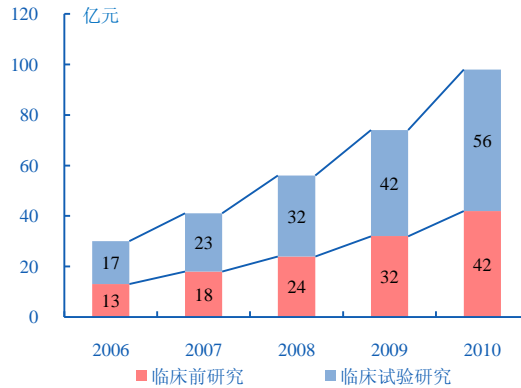


数据来源：公司招股书日信证券研究所

随着 2007 年《临床试验管理办法》的出台，临床试验监管趋严，临床外包行业快速发展。2006 年至 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 的规模从 17 亿元增长到 56 亿元，年均复合增长率为 34.72%。

图表 10:国内 CRO 行业高速增长



数据来源：公司招股书、日信证券研究所

## 2.3 跨国药企重视中国市场及国内药企加大创新投入共同推动临床 CRO 行业快速增长

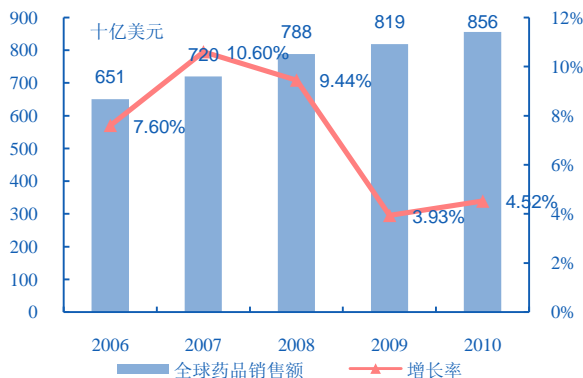
行业规模增长依赖于医药和生物技术企业的研发投入，以及这些企业将研发外包的意愿。

当前的趋势是，国内监管部门对仿制药批准数量逐渐减少，但积极鼓励创新药的研发；而跨国公司整体缩减研发投入，但由于中国医药市场的高速增长，各公司重视在中国的研发投入。

### 2.3.1 跨国药企重视中国市场带来国际多中心临床、注册临床、上市后临床业务增长

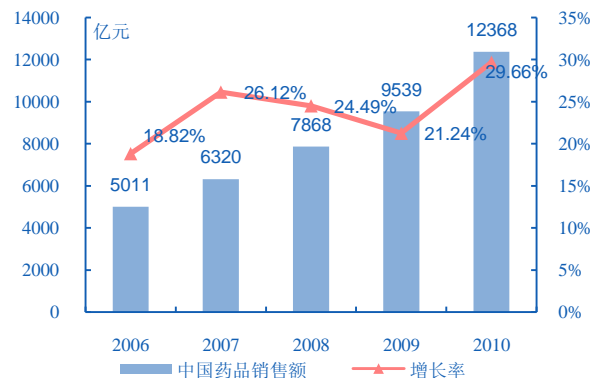
当前全球药品行业增长放缓，而国内由于医保完善及医疗刚性需求带来了医药市场的快速发展。中国区市场成为跨国公司业绩增长点，相应的加大在国内研发投入。

图表 11: 全球药品市场增长缓慢



数据来源：公司招股书日信证券研究所

图表 12: 中国药品市场增长远高于全球增速



数据来源：公司招股书日信证券研究所

跨国公司药品进入国内需要进行的临床研究主要有，全球同步上市药品的国际多中心临床试验、国外已上市的注册临床试验、国内上市后的四期临床试验及非干预性的监测性试验。

图表 13: 外企进入国内药品市场需要在国内开展临床研究

外企开展的临床试验类别	适应药品类别	国内临床试验法规
国际多中心临床	全球同步上市，使药品专利保护期拉长	国外未上市药品需要开展二三期临床试验
注册临床	国外已上市，国内未上市	国外已上市药品需要进行人体药代动力学及至少 100 对随机对照临床试验
四期临床及非干预性监测临床	国内上市后研究，确证有效性和安全性	鼓励开展确证有效性和安全性

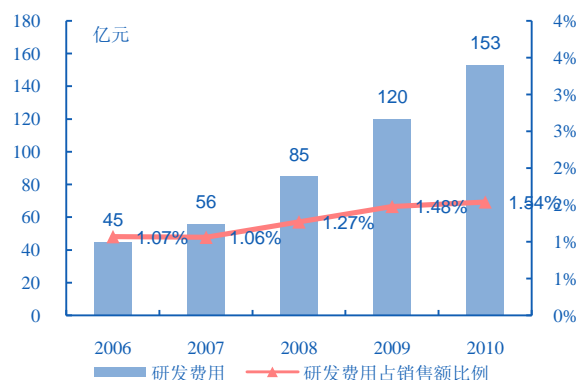
数据来源：公司招股书日信证券研究所

在国内开展临床试验具有成本优势，成本仅为发达国家的 20%-50%。并且随着开展临床试验经验的增多，服务能力不断提高，满足跨国公司对临床试验质量的要求。

### 2.3.2 国内药企对创新药投入加大推动行业增长

目前国内研发投入较低，研发费用占收入比重处在较低水平。依据《国家中长期科学和技术发展规划纲要》，国务院组织实施了“重大新药创制”科技重大专项。“十一五”期间，国家共投入 168 个亿用于该专项，预计“十二五”期间，中央及地方财政和制药企业对“重大新药创制”科技专项的投资金额将超过 400 亿元。该专项的实施，有助于研制一批具有自主知识产权和市场竞争力的创新药，建立一批具有先进水平的技术平台，形成支撑我国药业自主发展的新药创新能力与技术体系，促进了我国制药企业加大创新药研发投入，推动了我国临床试验 CRO 行业的发展。

图表 14:国内药企当前研发投入较少



数据来源：公司招股书、日信证券研究所

此外，SFDA 对仿制药注册从严要求，以及中药注射剂的再注册评价工作也将会推动临床外包行业发展。

### 2.4 行业大公司占据金字塔高端



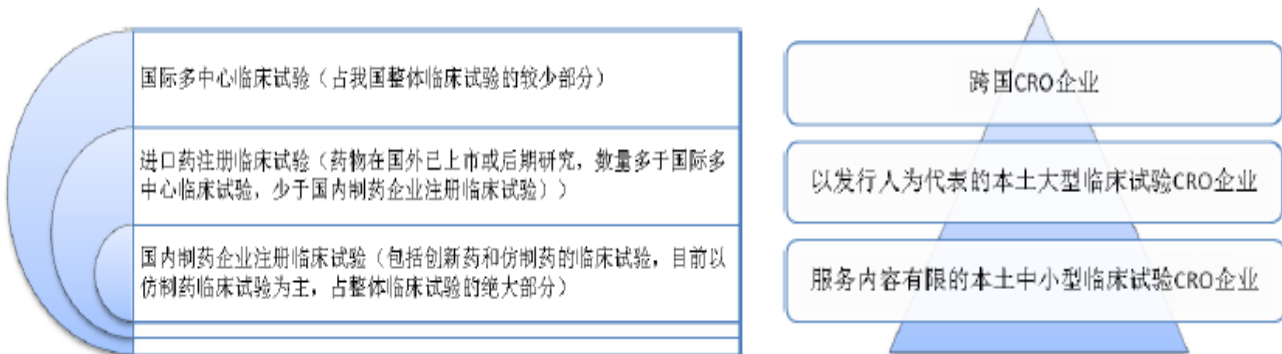
临床试验外包业务由三部分构成，分别是国际多中心临床试验、进口注册临床试验和国内制药企业注册临床试验。这些试验中占比最多的是国内制药企业注册临床试验，该类试验以仿制药品为主。进口注册临床试验则针对已在国外上市或进行后期研究的药品，数量上要少于国内制药企业注册临床试验。占整体试验最少的是国际多中心临床试验。价格与盈利水平相应的也逐渐增加。

由于缺乏相关资质认证，行业门槛较低，国内临床试验 CRO 行业中的中小型企业数量迅速膨胀，这些企业很多都以服务水平较低的注册申报为主，服务质量良莠不齐，并且无法提供完整的临床试验服务。

以公司为代表的部分本土大型临床试验 CRO 企业，业务量已达到一定规模，能够为医药客户提供其所需的大部分服务，且服务质量也逐渐与跨国企业接近。但同跨国企业相比，无论在资金实力、业务规模、还是国际多中心试验经验等方面，本土企业还存在一定差距。

跨国 CRO 企业凭借其强大的服务能力和品牌优势，主要承担跨国制药企业的国际多中心试验和境外研究项目等。但在国内市场，具有客户基础薄弱、规模较小的中国专业团队、较为昂贵的服务价格等劣势。

图表 15: 临床试验 CRO 业务竞争格局



数据来源：公司招股书、日信证券研究所

### 3 丰富的行业经验及研究网络优势促进业务和客户结构升级

#### 3.1 高水平的临床研究能力与丰富的行业经验

创新药临床研究能力较强。截至 2011 年 12 月 31 日，公司参与了 25 个新化学单体和 10 个新生物制品的临床试验，其中包括了国家“十五”、“十一五”、“十二五”重大科技专项 7 个，国家 863 计划项目 10 个，以及国家创新基金项目、中科院重大科技项目、浙江省重大科技专项和广州市科技重大项目等。公司现已完成 4 个创新药的临床研究，其中包括抗肿瘤 1.1 类新药“凯美纳”和抗高血压 1.1 类新药“艾力沙坦”等。

能够承担高水平的国际多中心临床试验。截至 2011 年 12 月 31 日，公司共参与了 29 项国际多中心临床试验，是为数不多的能承担国际多中心临床试验的本土 CRO 企业之一，国际多中心试验客户包括罗氏、武田等知名跨国制药企业。2010 年，公司首次接受客户委托在亚太地区负责开展国际多中心试验，代表了公司已经拥有了在亚太范围内开展临床研究的服务能力，在本土临床试验 CRO 企业中位居领先地位

临床试验数据管理和统计分析离岸外包服务水平较高。公司及其子公司美斯达，在临床试验数据管理和统计分析业务领域，能够为欧美大型医药企业提供其医药临床研究的离岸外包服务，属于国内少数有能力参与到全球医药研发产业链中的 CRO 企业之一。

临床研究的服务范围和涉及疾病领域广泛。公司的临床研究业务几乎包括了我国 GCP 中提出的全部临床试验内容，包括伦理委员会递交、研究者选择、试验方案设计、试验监查、临床试验数据的管理收集，试验的统计学设计分析与报告、试验药品管理等，完备的服务内容可以满足绝大多数国内外制药企业的临床研究要求。同时，公司在临床研究所涉及的疾病领域实务经验非常丰富，目前已完成的研究项目覆盖肝炎、肿瘤、心脑血管等多个医学领域。

### 3.2 临床研究网络覆盖广

截至 2011 年 12 月 31 日，SFDA 共批准了 436 家药物临床试验机构，涉及 2723 个专业科室，覆盖了我国大部分地区，基本上可以满足我国临床试验 CRO 企业的需求。)

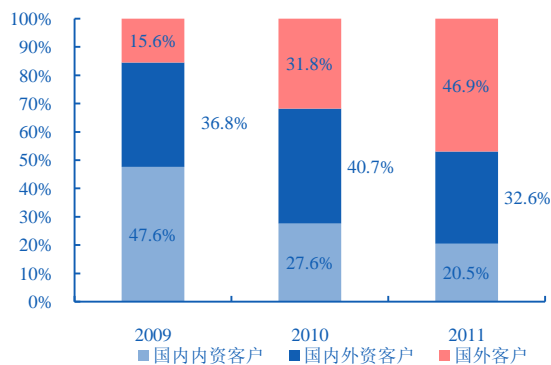
公司在全国 40 个城市建立了服务网点。截至 2011 年 12 月 31 日，公司已与 390 家临床试验机构开展合作，服务网络能够满足国内外医药客户在全国开展临床研究的需要，特别是大型的多中心临床试验；同时也有助于公司在全国范围内拓展潜在医药客户，为未来业务进一步扩张提供了保证。

### 3.3 服务对象及业务结构升级

目前主要客户均为国内外大型化学与生物制药企业。临床试验 CRO 通常需要接受跨国医药企业至少两年时间的严格审计与稽查，满足各类服务标准，才能成为其服务提供商，公司作为本土领先的 CRO 企业，其中 2010 年全球前二十大制药企业中有十五家公司为客户，前十大生物制药企业中也有八家公司为客户。同时，公司与国内的先声药业等以研发创新为主的制药企业签订了战略协议，共同推动我国创新药的研究工作。

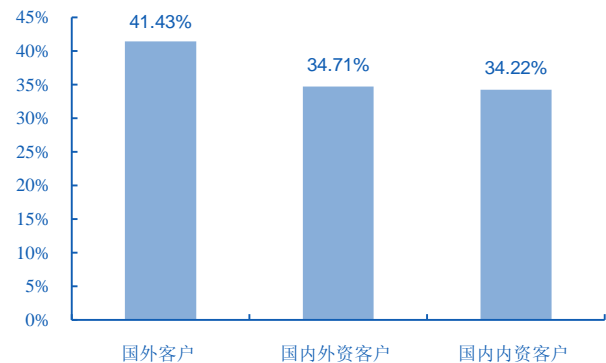
相比国内同行，公司的合同平均报价超出 30-40%，但与国外同行相比，公司合同平均报价低于国外同行平均报价的 50%。随着公司业务日趋国际化，单位合同报价差异将逐步减小，期间将存在较大的利润空间。

图表 16: 公司业务逐渐以外资及国外客户为主



数据来源: 公司招股书日信证券研究所

图表 17: 国外客户业务盈利水平高 (临床技术服务近三年平均值)



数据来源: 公司招股书日信证券研究所

国际多中心试验方面, 公司因为其良好的服务能力、丰富的研究经验以及广泛的合作网络, 成为少数有能力在国内开展国际多中心试验的本土 CRO 企业之一。截至 2011 年 12 月 31 日, 公司共参与了 29 项国际多中心研究和 33 项国际多中心试验批件注册申请。2010 年, 公司与新加坡武田临床研究有限公司 (日本武田制药株式会社全资子公司) 签署合同, 帮助其在中国大陆、香港和台湾开展国际多中心试验。这是公司首次全权主导在三个地区同时执行的国际多中心试验服务, 标志着公司正在从一个中国领先的本土临床试验 CRO, 向业务服务能力覆盖亚太地区的国际临床试验 CRO 转型。

进口注册临床试验、四期临床、非干预性临床方面, 此类业务公司主要的业务范围之一, 目前已完成和正在提供服务的国外医药客户及其在华企业共计 144 家, 占公司客户比例的 47.37%, 其中与进口药相关的临床试验项目共计 654 个。

国内制药企业注册临床试验。目前国内制药企业开展的临床试验占我国整体临床试验比重较大, 但其中占大多数的是仿制药品的临床试验, 对 CRO 要求相比较低。公司承接的国内制药客户临床研究业务一直以创新药为主要方向。自成立以来全部 160 家国内客户的临床试验项目中, 创新药相关研究项目数量为 93 个, 占全部国内项目比例的 31.53%。

## 4 募投项目加强临床研究服务能力

临床试验综合服务平台通过项目管理中心、档案管理中心、药品管理中心和培训中心的建设, 可提高公司项目管理水平, 提升综合服务质量, 扩大临床试验业务规模, 增强盈利能力, 为公司储备专业人才; 数据管理中心将增强公司在临床实验 CRO 数据管理方面的专业服务水平, 在立足国

内市场的同时大力拓展国际市场，积极发展离岸外包服务，巩固公司的行业地位并推动公司成为国际领先的 CRO 企业；SMO 管理中心的实施有利于公司扩展临床试验 CRO 相关产业链，把握国内 SMO 市场发展先机，增强综合竞争力。

图表 18: 公司业务逐渐以外资及国外客户为主

项目名称	项目总投资（万元）	战略定位
1 临床试验综合服务平台	7,832.82	通过项目管理中心、档案管理中心、药品管理中心和培训中心的建设，可提高公司项目管理水平，提升综合服务质量，扩大临床试验业务规模，增强盈利能力，为公司储备专业人才
2 数据管理中心	11,608.36	增强公司在临床实验 CRO 数据管理方面的专业服务水平，在立足国内市场的同时大力拓展国际市场，积极发展离岸外包服务，巩固公司的行业地位并推动公司成为国际领先的 CRO 企业
3 SMO 管理中心	1,662.70	有利于公司扩展临床试验 CRO 相关产业链，把握国内 SMO 市场发展先机，增强综合竞争力

数据来源：公司招股书日信证券研究所

## 5 盈利预测

根据公司新增合同预计 12-14 年收入分别增长 40%、52%、50%，归属母公司净利润分别增长 39%、40%、39%，EPS 分别为 1.25、1.75、2.43 元。

**图表 19：公司营业收入分类别预测（万元）**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>一、临床试验技术服务</b>	<b>4508.84</b>	<b>7248.49</b>	<b>11855.02</b>	<b>16359.93</b>	<b>25357.89</b>	<b>38036.83</b>
增长率		60.76%	63.55%	38.00%	55.00%	50.00%
毛利率	31.55%	36.82%	39.36%	38.00%	37.33%	36.67%
<b>其中：临床试验医院管理服务</b>	<b>1582.49</b>	<b>2544.24</b>	<b>3962.31</b>	<b>5467.99</b>	<b>8475.38</b>	<b>12713.07</b>
增长率		60.77%	55.74%	38.00%	55.00%	50.00%
毛利率	15.58%	16.08%	12.10%	12.10%	12.10%	12.10%
<b>临床技术服务</b>	<b>2926.35</b>	<b>4704.25</b>	<b>7892.71</b>	<b>10891.94</b>	<b>16882.51</b>	<b>25323.76</b>
增长率		60.75%	67.78%	38.00%	55.00%	50.00%
毛利率	40.19%	48.03%	53.04%	51.00%	50.00%	49.00%
<b>二、注册申报服务</b>	<b>778.21</b>	<b>957.79</b>	<b>1412.34</b>	<b>2047.89</b>	<b>3010.39</b>	<b>4425.28</b>
增长率		23.08%	47.46%	45.00%	47.00%	47.00%
毛利率	56.49%	59.35%	59.96%	58.00%	57.00%	56.00%
<b>三、临床试验统计分析服务</b>	<b>287.32</b>	<b>2421.81</b>	<b>3339.30</b>	<b>4508.06</b>	<b>6176.04</b>	<b>8584.70</b>
增长率		742.90%	37.88%	35.00%	37.00%	39.00%
毛利率	49.50%	71.05%	70.35%	68.00%	67.00%	66.00%
<b>四、医学资料翻译服务</b>	<b>217.40</b>	<b>283.89</b>	<b>205.19</b>	<b>205.19</b>	<b>205.19</b>	<b>205.19</b>
增长率		30.58%	-27.72%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	68.27%	68.12%	58.54%	57.00%	56.00%	55.00%
<b>五、临床试验现场服务</b>	<b>222.13</b>	<b>711.64</b>	<b>1484.35</b>	<b>2048.40</b>	<b>3072.60</b>	<b>4608.90</b>
增长率		220.37%	108.58%	38.00%	50.00%	50.00%
毛利率	56.67%	55.86%	48.67%	47.00%	46.00%	45.00%
<b>六、I 期临床分析测试服务</b>	<b>205.64</b>	<b>470.51</b>	<b>812.08</b>	<b>1299.33</b>	<b>1948.99</b>	<b>2728.59</b>
增长率		128.80%	72.60%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率	43.69%	52.54%	45.69%	45.00%	44.00%	43.00%
<b>七、SMO 服务</b>			<b>12.44</b>	<b>200.00</b>	<b>700.00</b>	<b>1600.00</b>
增长率				1508.28%	250.00%	128.57%
毛利率			60.00%	55.00%	54.00%	53.00%
<b>八、中心实验室</b>				<b>200.00</b>	<b>600.00</b>	<b>1500.00</b>
增长率					200.00%	150.00%
毛利率				50.00%	50.00%	50.00%
<b>九、其他</b>	<b>59.76</b>	<b>190.28</b>	<b>205.67</b>	<b>205.67</b>	<b>205.67</b>	<b>205.67</b>
增长率		218.41%	8.09%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	73.93%	58.85%	64.64%	64.64%	64.64%	64.64%
<b>收入合计</b>	<b>6279.30</b>	<b>12284.41</b>	<b>19326.38</b>	<b>27074.46</b>	<b>41276.78</b>	<b>61895.16</b>
增长率		95.63%	57.32%	40.09%	52.46%	49.95%
毛利率	38.42%	48.09%	47.69%	46.08%	44.86%	43.92%

**报表预测**

<b>利润表</b>					<b>现金流量表</b>				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	193.26	270.74	412.77	618.95	经营性现金净流	39.18	66.1	93.59	159.27
减: 营业成本	101.1	145.97	227.59	347.13	投资性现金净流	4.64	-87.79	-96.79	-95.79
营业税金及附加	4.93	6.91	10.54	15.8	筹资性现金净流	-0.06	501.54	-6.1	-12.97
营业费用	5.29	7.41	11.29	16.93	<b>现金流量净额</b>	<b>43.77</b>	<b>479.86</b>	<b>-9.3</b>	<b>50.51</b>
管理费用	26.34	38.17	59.03	89.75	<b>财务分析和估值指标</b>				
财务费用	-0.12	-7.25	-12.55	-13.01		2011A	2012E	2013E	2014E
资产减值损失	1.53	1.53	1.53	1.53	<b>收益率</b>				
加: 投资收益	0.88	0	0	0	毛利率	47.69%	46.08%	44.86%	43.92%
<b>营业利润</b>	<b>55.06</b>	<b>77.99</b>	<b>115.33</b>	<b>160.81</b>	三费/销售收入	16.30%	14.16%	14.00%	15.13%
加: 其他非经营损益	1.89	1.43	1.43	1.43	EBIT/销售收入	29.15%	26.66%	25.25%	24.11%
<b>利润总额</b>	<b>56.95</b>	<b>79.42</b>	<b>116.76</b>	<b>162.24</b>	EBITDA/销售收入	31.00%	30.60%	31.66%	32.30%
减: 所得税	8.85	11.91	17.51	24.34	销售净利率	24.89%	24.93%	24.04%	22.28%
<b>净利润</b>	<b>48.1</b>	<b>67.51</b>	<b>99.24</b>	<b>137.9</b>	<b>资产获利率</b>				
减: 少数股东损益	0.31	1	6	8	ROE	33.86%	9.47%	12.01%	14.75%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>47.79</b>	<b>66.51</b>	<b>93.24</b>	<b>129.9</b>	ROA	30.82%	9.61%	12.07%	14.94%
<b>资产负债表</b>					<b>ROIC</b>				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	82.37	562.23	552.93	603.44	<b>增长率</b>				
应收和预付款项	57.76	69.6	120.65	161.06	销售收入增长率	57.32%	40.09%	52.46%	49.95%
存货	0.1	0.11	0.21	0.27	EBIT 增长率	56.16%	28.09%	44.40%	43.20%
其他流动资产	0	0	0	0	EBITDA 增长率	56.61%	38.27%	57.73%	52.97%
长期股权投资	0	0	0	0	净利润增长率	49.20%	40.35%	47.01%	38.96%
投资性房地产	0	0	0	0	总资产增长率	57.45%	311.01%	14.89%	15.73%
固定资产和在建工程	21.47	81.09	146.42	188.89	股东权益增长率	51.18%	397.28%	10.63%	13.38%
无形资产和开发支出	19.12	32.77	38.93	41.75	经营营运资本增长	-12.54%	23.16%	67.62%	35.34%
其他非流动资产	1.97	5.49	4	3.5	<b>资本结构</b>				
<b>资产总计</b>	<b>182.79</b>	<b>751.28</b>	<b>863.13</b>	<b>998.91</b>	资产负债率	20.11%	5.78%	8.66%	9.87%
短期借款	0	0	0	0	投资资本/总资产	35.88%	19.74%	27.76%	30.34%
应付和预收款项	34.19	40.89	72.14	95.99	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长期借款	0	0	0	0	流动比率	4.1	15.46	9.34	7.97
其他负债	2.57	2.57	2.57	2.57	速动比率	4.1	15.45	9.34	7.96
<b>负债合计</b>	<b>36.76</b>	<b>43.46</b>	<b>74.71</b>	<b>98.57</b>	股利支付率	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股本	40	53.4	53.4	53.4	收益留存率	100.00%	80.00%	80.00%	80.00%
资本公积	25.83	520.02	520.02	520.02	<b>业绩和估值指标</b>				
留存收益	75.33	128.54	203.13	307.06	EBIT	56.34	72.17	104.21	149.23
<b>归属母公司权益</b>	<b>141.16</b>	<b>701.96</b>	<b>776.55</b>	<b>880.48</b>	EBITDA	59.92	82.85	130.68	199.9
少数股东权益	4.87	5.87	11.87	19.87	NOPLAT	45.98	60.13	87.37	125.63
<b>股东权益合计</b>	<b>146.03</b>	<b>707.82</b>	<b>788.42</b>	<b>900.34</b>	净利润	47.79	66.51	93.24	129.9
负债和股东权益合计	182.79	751.28	863.13	998.91					

## 机构销售团队

华南区域	华北区域	华东区域
<b>曾利洁</b> 010-8399 1957 zenglj@rxzq.com.cn	<b>赵胤</b> 010-8399 1718 zhaoyin@rxzq.com.cn	<b>徐立</b> 021-6163 5638 xuli@rxzq.com.cn
	<b>王微娜</b> 010-8399 1873 wangwn@rxzq.com.cn	<b>周馥酩</b> 021-6163 5606 zhoufm@rxzq.com.cn

北京地址：北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心西楼11层（100031）

上海地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦5楼G座（200122）

深圳地址：深圳市福田区福华三路国际商会中心10层（518033）

网址：[www.rxzq.com.cn](http://www.rxzq.com.cn) 电话：010-83991888

## 投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

**强烈推荐（Buy）**：相对强于市场表现20%以上；  
**推荐（Outperform）**：相对强于市场表现5%~20%；  
**中性（Neutral）**：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；  
**谨慎（Underperform）**：相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级：以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

**看好（Overweight）**：行业超越整体市场表现；  
**中性（Neutral）**：行业与整体市场表现基本持平；  
**看淡（Underweight）**：行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

日信证券有限责任公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由日信证券有限责任公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

日信证券有限责任公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归日信证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所含材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。