

泰格医药 (300347.SZ) 保健产品及服务行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

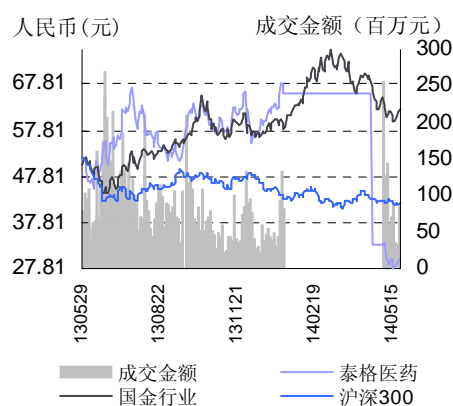
市价(人民币): 30.10元

本土临床CRO领导者, 领先优势持续扩大;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	116.44
总市值(百万元)	6,429.36
年内股价最高最低(元)	68.21/27.81
沪深300指数	2148.41



相关报告

1. 《收购美国方达医药, 国际化迈出重要步伐;》, 2014.5.7
2. 《订单高增长, 亚太布局值得期待;》, 2014.3.19
3. 《业绩符合预期, 看好新业务与亚太地区布局;》, 2013.10.27

燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
(8621)60230222
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.269	0.881	0.603	0.902	1.246
每股净资产(元)	12.92	6.97	10.09	10.49	11.20
每股经营性现金流(元)	0.28	0.72	1.48	0.95	1.83
市盈率(倍)	44.89	72.22	49.94	33.37	24.15
行业优化市盈率(倍)	25.49	51.29	53.52	53.52	53.52
净利润增长率(%)	41.76%	38.83%	36.87%	49.65%	38.17%
净资产收益率(%)	9.82%	12.64%	10.62%	15.28%	19.77%
总股本(百万股)	53.40	106.80	213.60	213.60	213.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **合同研究组织(CRO)行业介绍。**可分为临床前CRO和临床试验CRO两个领域。CRO能够有效降低研发成本、缩短研发周期、降低研发风险,在全球制药工业因专利悬崖而盈利下滑的背景下,全球需求高速增长。
- **国内临床试验CRO行业预期保持20%左右增长。**主要受益于:(1)在国家重大新药创制资金的扶持下,国内医药企业研发投入的持续大幅增加(2)随着国内医药市场地位的上升,国际制药企业研发向以中国为主的亚太地区转移的趋势(3)国内相关法规不断完善,审评思路向重临床方面转变,临床试验质量要求进一步提高。
- **泰格医药是国内规模最大的临床CRO。**公司主要业务为临床试验技术服务、数据管理与统计分析、SMO、中心实验室、中心影像等围绕着临床试验的全方位服务,客户主要为国际制药企业和国内创新药企业。目前业务体量遥遥领先国内其他竞争对手一倍以上,订单质量和盈利能力更是远超同行,领先优势显著。
- **公司上市以来制定清晰的战略规划:**未来三年加强公司在临床试验相关领域的专业服务能力,拓展亚太区乃至全球市场,完善和延伸产业链,建成全球最具影响力的CRO公司之一。目前公司已经完成亚太地区各国的分支机构设立,并先后收购美国BDM,台湾泰格,美国方达医药,康利华咨询等在扩充业务版图的同时,吸收欠缺的技术平台。预计未来公司仍可能将通过外延方式加速公司的战略达成。
- **公司目前订单充裕。**2013年底待执行订单超过5亿,我们预计今年新增订单有望超过7亿,考虑到2-3年订单执行周期,未来两年高增长已经锁定。
- **公司2013年10月底授予第一期期权激励,**授予价格对应除权后27.79元,3年解锁条件为利润复合增长30%以上,对股价具有明确的支撑。
- **盈利预测:**假设方达医药重大资产重组今年9月并表,我们预计公司2014-2016年EPS分别为0.60元,0.90元,1.23元,同比增长37%,50%,37%,目前股价对应2014年50倍,2015年33倍(剔除激励费用对应14年46倍)。公司业绩确定性高,上市以来基本面领先优势持续加大,当前估值相对成长性peg与同类公司相比具有优势。我们长期看好公司作为国内CRO绝对龙头未来的业务升级路径和战略布局,维持“买入”评级。

内容目录

全球制药企业研发持续高投入，CRO 成为大趋势	4
新药研发难度逐年增长，研发效率急需提升	4
CRO 行业的诞生为制药企业提供新的解决方案	6
临床 CRO 市场是增长最快的细分领域	8
全球临床 CRO 行业的三大趋势	11
趋势一：CRO 订单向亚洲地区转移	11
趋势二：战略联盟推动行业集中度逐年提升	11
趋势三：盈利模式的多样化	13
中国临床试验 CRO 行业方兴未艾	15
中国成为全球最具吸引力的临床 CRO 目的地	15
中国 CRO 行业高增长，国内外需求齐头并进	17
泰格医药是国内临床 CRO 的龙头企业	18
高成长性突出，市场龙头地位显著	18
订单充裕确保今明两年高增长	19
完善业务板块，打造一站式临床 CRO 企业	19
亚太布局规模初现，订单结构有望继续升级	21
高管和核心技术人员稳定，并获得充分激励	22
外延并购实现加速发展	24
盈利预测	27
风险分析	29
附录：三张报表预测摘要	30

图表目录

图表 1：1992-2011 年药企研发投入（R&D）和新药成功率（NMEs）	4
图表 2：新药研发成功率不断降低	5
图表 3：平均新药研发成本不断上升	5
图表 4：新药研发的过程	5
图表 5：CRO 使用程度高低与申报延期时间（天）	6
图表 6：有无 CRO 外包服务临床试验各阶段耗时（周）	6
图表 7：全球 CRO 行业的发展历史	6
图表 8：1997-2012 年全球药企研发投入(R&D)增速和 CRO 市场增速	7
图表 9：近年来全球大型制药企业裁员研发部门统计	7
图表 10：全球 CRO 市场规模与研发外包渗透率	8
图表 11：新药研发过程与时间分配	8
图表 12：全球 CRO 市场规模与行业构成（亿美元）	9

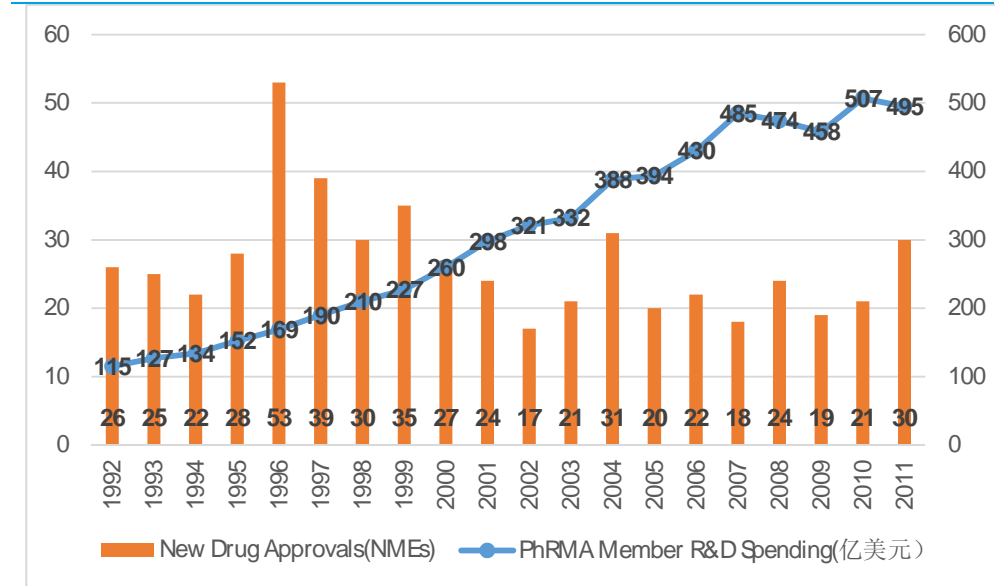
图表 13: 全球研发外包市场规模按业务类型分布	9
图表 14: 临床试验 CRO 行业主要服务内容	9
图表 15: CRO 企业最想要扩张的业务板块.....	10
图表 16: 08-10 年全球临床研究中心项目数量分布.....	11
图表 17: 06-08 和 08-10 年临床研究中心项目数量增减	11
图表 18: 2010 年亚洲临床研究中心项目数量排名	11
图表 19: 现有的国际战略合作项目	12
图表 20: CRO 合作模式演变	12
图表 21: 全球主要 CRO 公司市场份额统计.....	13
图表 22: CRO 企业商业模式的改变	14
图表 23: 06-08 年和 08-10 年各国临床研究中心项目数量占比变化.....	15
图表 24: 中国成为临床试验 CRO 的重要接包地.....	16
图表 25: 中国试验成本与西方发达国家比较.....	16
图表 26: CRO 企业最想要重点投资的全球市场	17
图表 27: 国内 CRO 市场规模及增长	17
图表 28: 公司营业收入统计.....	18
图表 29: 公司净利润统计	18
图表 30: 按业务收入分类 (万元)	18
图表 31: 新增订单/收入比	19
图表 32: 订单执行情况统计.....	19
图表 33: 泰格医药订单统计.....	19
图表 34: 公司各子公司业务布局	20
图表 35: 一站式 CRO 企业业务构成	20
图表 36: 泰格医药海外分支机构	21
图表 37: 公司业务升级示意图	22
图表 38: 公司业务升级拉动增长	22
图表 39: 各业务模块收入占比预测.....	22
图表 40: 泰格医药股权结构图 (发行以后)	23
图表 41: 公司主要高管持股情况	23
图表 42: CRO 公司成立以来的并购案例数量.....	24
图表 43: 美国 CRO 行业并购案例统计.....	25
图表 44: 泰格医药发展历史与事件统计.....	26
图表 45: 公司人均单产统计.....	27
图表 46: 公司分业务盈利预测(万元).....	28
图表 47: 医疗服务板块估值表	29

全球制药企业研发持续高投入，CRO 成为大趋势

新药研发难度逐年增长，研发效率急需提升

- 为了寻求新产品的突破，全球制药企业每年的研发投入在过去 30 年间高速增长，2011 年全球医药企业的研发投入高达 1050 亿美元，同比增长 4%，仍然持续了高额投入。

图表1：1992-2011 年药企研发投入 (R&D) 和新药成功率 (NMEs)



来源：PhRMA、国金证券研究所

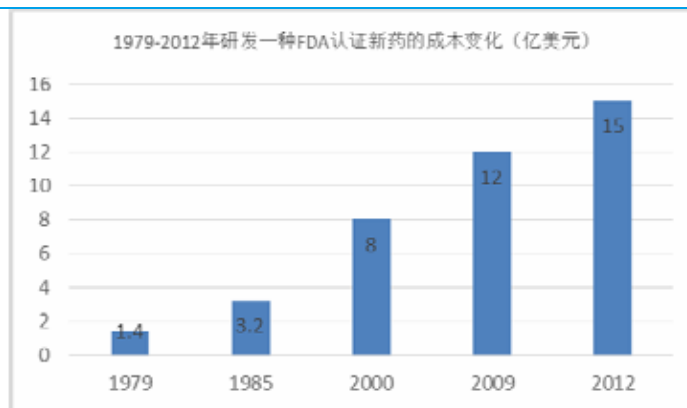
- 然而，目前全球新药研发趋势日益严峻，新药筛选的难度增加，研发成本不断增加，审批监管日趋严格。企业投入新药研发的回报正经受考验。
 - 研发投资成本巨大：全球制药企业研发新药的平均成本从 1975 年的约 1.4 亿美元，上涨到 2009 年的约 12 亿美元。
 - 研发周期长：随着疾病复杂程度的提升，市场开发新药的周期也越来越长，目前美国制药企业的新药品种从实验室发现到进入市场平均需要 10 至 15 年时间，新药开发期的不断延长导致其上市后享有的专利保护期减短，对于销量大的明星药品，专利保护期的缩短意味着预期营业收入的大量减少。

图表2: 新药研发成功率不断降低



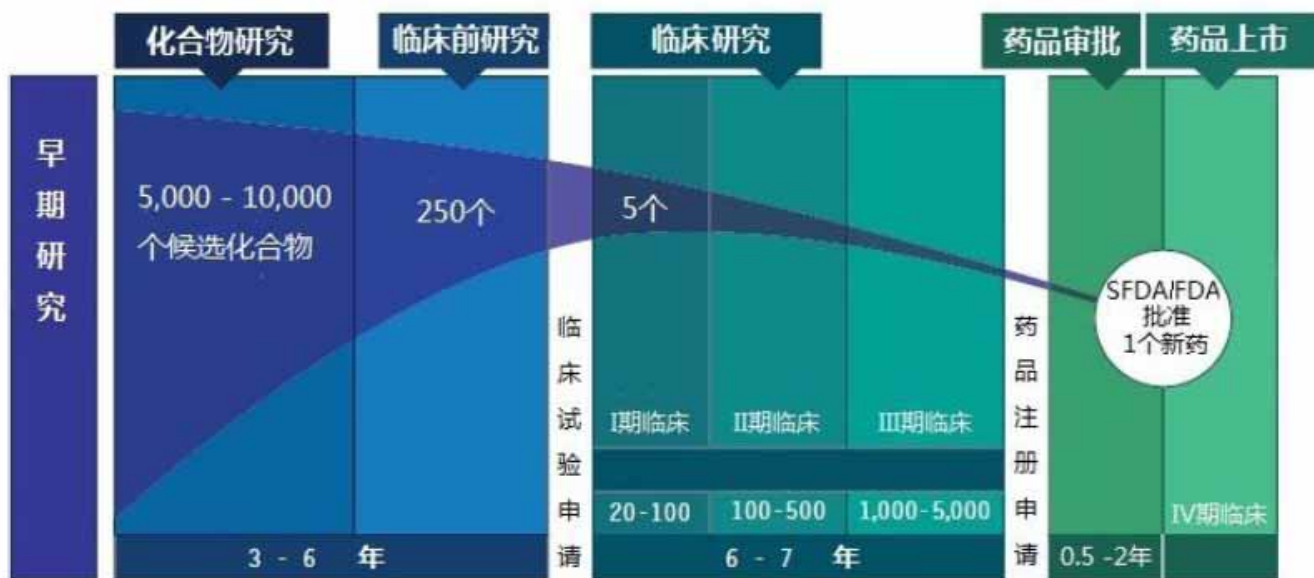
来源: PhRMA and The Burrill Report 2012. Cowen、国金证券研究所

图表3: 平均新药研发成本不断上升



- 研发成功率低: 由于监管的日益严格以及疾病的复杂度越来越高, 新药的研发成功率正在不断降低。平均进入药物开发管道的 5000 至 10000 个先导化合物中, 只有一个能最终获得监管部门的新药批准。

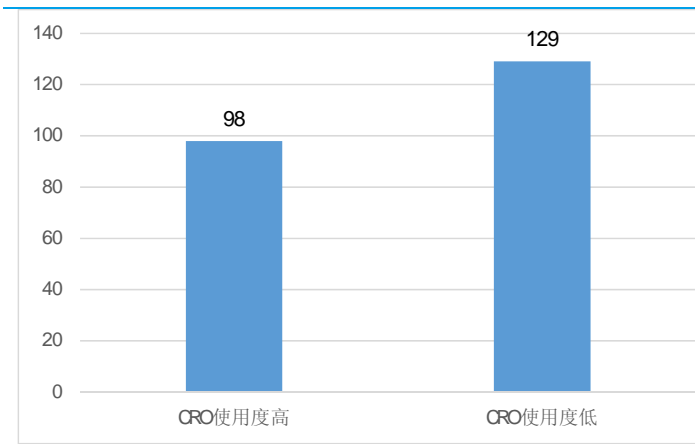
图表4: 新药研发的过程



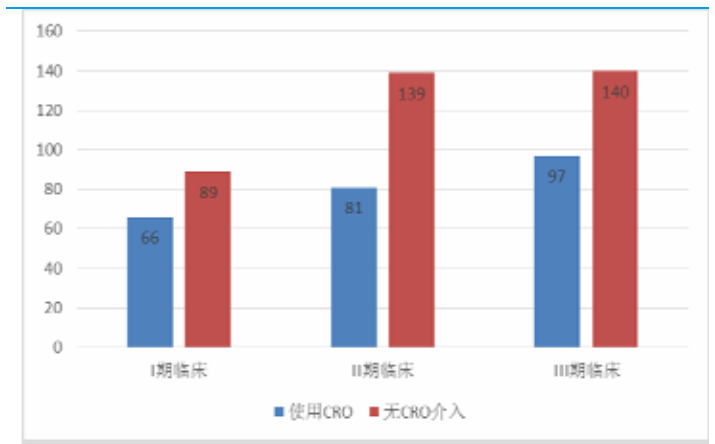
来源: PhRMA, 国金证券研究所

- 新药研发难度的增加和国际制药企业在专利悬崖前的盈利下滑, 使国际制药企业开始更多得将 CRO 企业纳入其医药研发环节中, 替代部分的研发工作, 以控制成本、缩短周期、减少研发风险。

图表5: CRO 使用程度高低与申报延期时间 (天)



图表6: 有无 CRO 外包服务临床试验各阶段耗时 (周)



来源: Tufts Center for the Study of Drug Development, 国金证券研究所

CRO 行业的诞生为制药企业提供新的解决方案

- 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。
- 经过 30 年的发展, CRO 行业已经拥有一个相对完备的技术服务体系, 提供的技术服务几乎涵盖了药物研发的整个过程, 成为全球制药企业缩短新药研发周期、实现快速上市的重要途径, 是医药研发产业链中不可缺少的环节。

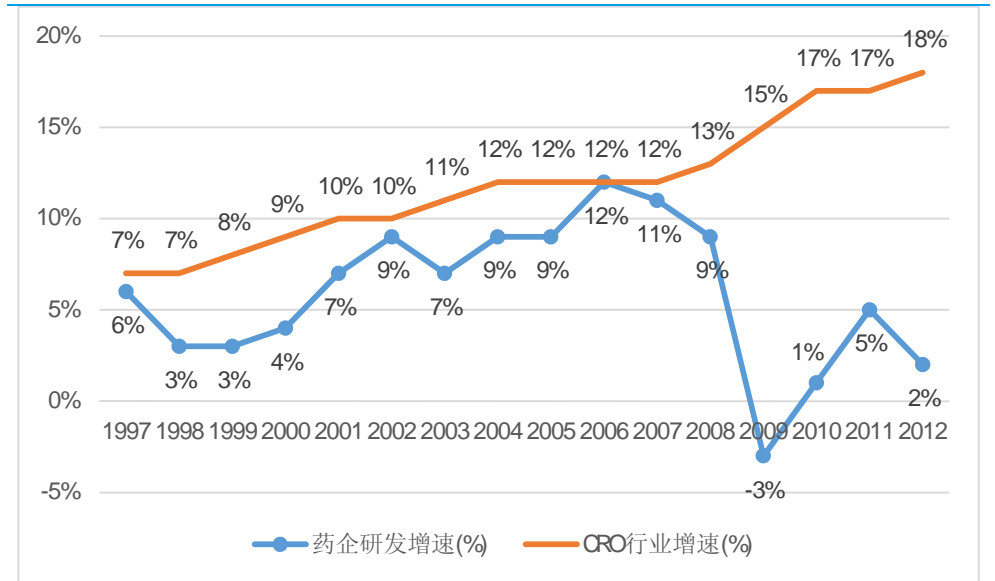
图表7: 全球 CRO 行业的发展历史



来源: 国金证券研究所

- 据 ACRO 统计, 全球医药研发外包的金额已经从 2005 年的 145 亿美元增长到 2012 年的 327 亿美元, 年均复合增长率超过 12%, 超过了全球医药公司每年研发费用的增长, 说明研发外包服务的渗透率在不断提升。

图表8: 1997-2012 年全球药企研发投入(R&D)增速和 CRO 市场增速



来源: Evaluate Pharma, Kolarama Information, Contractpharma, IMAP analysis, 国金证券研究所

- 在此期间，国际大型制药企业针对研发部门的大规模裁员成为趋势，也侧面验证了研发外包已经成为一大行业趋势。

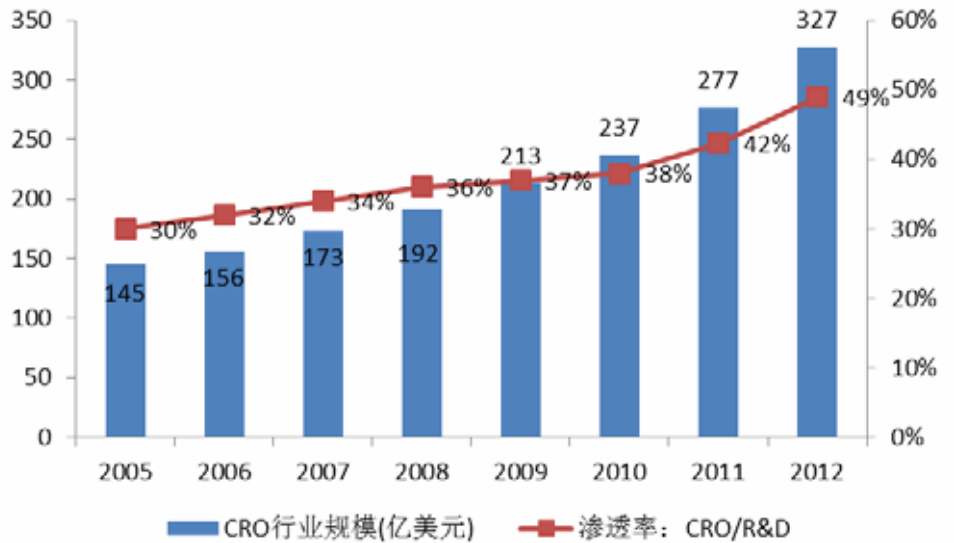
图表9: 近年来全球大型制药企业裁员研发部门统计

时间	企业	裁员规模
2013	默沙东	裁员8500人，其中一半是研发部门
2013	阿斯利康	计划3年研发部门裁员1600人
2013	默克	计划2年全球裁员8500人，占20%
2012	罗氏	关闭新泽西州研发周旋，裁员1000人
2012	阿斯利康	研发部门计划裁员2200人
2011	安进	研发部门裁员380人
2011	诺华	研发部门计划裁员2000人
2011	辉瑞	关闭英国研发中心，裁员2400人，计划两年内再裁员2000人
2010	武田	全球研发中心裁员20%
2010	罗氏	针对研发部门裁员或转岗4000人，关闭三个研究中心
2009	辉瑞	合并惠氏后裁员研发人员约20000人
2008	GSK	美国、英国研发中心裁员850人

来源: 网络公开信息, 国金证券研究所

- 我们认为在化学小分子药物的新药研发效率大幅下降，研发难度大幅提升，以及小型研发型生物技术和生物药企业快速成长的行业发展背景之下，CRO在药物研发领域的渗透率有望进一步提升。

图表10: 全球 CRO 市场规模与研发外包渗透率



来源: ACRO, Business Insights, Clinical Trial Outsourcing Report、国金证券研究所

临床 CRO 市场是增长最快的细分领域

- CRO 企业分为临床前 CRO 和临床试验 CRO 两大主要类别，其中临床前 CRO 行业在我国已经日见成熟，而临床试验 CRO 领域国内市场才刚刚兴起，泰格医药是最具竞争力的本土临床试验 CRO 企业之一。

图表11: 新药研发过程与时间分配

时间 (年)	筛选					临床前	临床研究					
	1~2	1	2~2.5	1~1.5	1~3.5	0.5~1	1~2	2~4	1~2	不等		
占研发比例	34%					10%	7%	28%			10%	
研发过程	寻找治疗靶标	筛选治疗靶标	合成靶标作用的化合物	筛选有活性的化合物	过程研究	体外/体内研究	临床 I 期	临床 IIa 期	临床 IIb 期	临床 III 期	临床 IIIb 期 (FDA 审批)	临床 IV 期 (上市后)
配套服务							中心实验室					
							现场管理/项目管理					
							生物分析研究					
							统计分析/数据管理/EDC					
							注册申报					
							医学报告撰写/医学翻译					
							药品制造/物流					
							方案设计/CRF 设计/去					
						药物警戒						

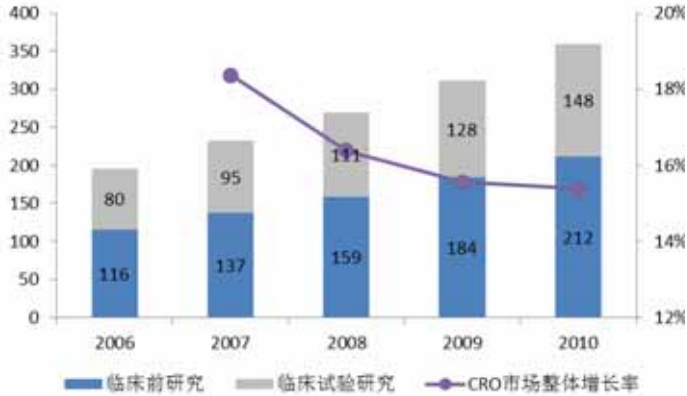
来源: 国金证券研究所

- 临床前 CRO 主要从事化合物研究服务和临床前研究服务，其中化合物研究服务包括调研、先导化合物和活性药物中间体的合成及工艺开发、临床前研究服务包括药代动力学、药理毒理学、动物模型

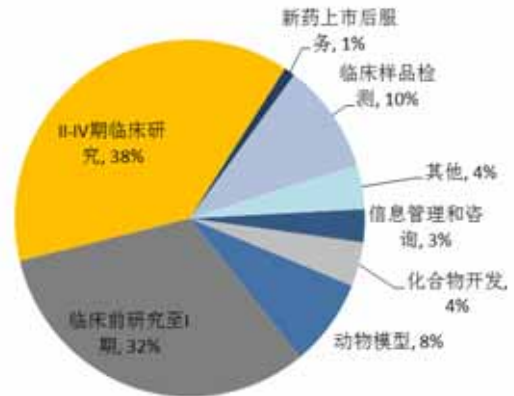
等。目前国内已经出现了尚华医药、药明康德两具有世界影响力的企业。

- 临床试验 CRO 主要以临床研究服务为主，包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等，也是全球 CRO 市场的重要组成部分。由于临床试验 CRO 对于流程管理更加严格，操作不当将使得制药企业前期投入全部付诸东流，因此新兴市场国家发展较慢。

图表12: 全球 CRO 市场规模与行业构成 (亿美元)



图表13: 全球研发外包市场规模按业务类型分布



来源: Frost&Sullivan、国金证券研究所

- 临床试验 CRO 的主要业务内容可分为：临床试验技术服务、临床试验数据管理服务、临床试验统计分析服务和注册申请相关服务。其中临床试验技术服务是最主要的业务内容，临床试验统计分析服务技术含量最高，盈利能力较强。

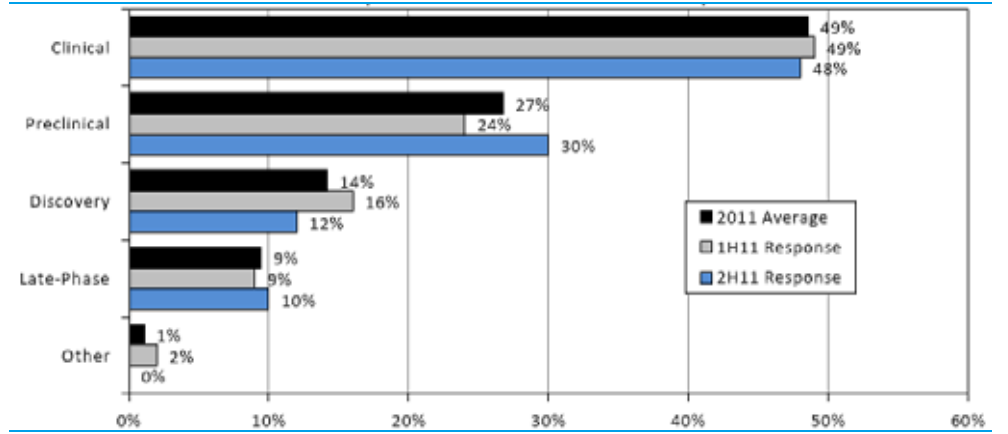
图表14: 临床试验 CRO 行业主要服务内容



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 与临床前 CRO 相比，临床 CRO 由于服务附加值更高，且成长性相对突出，因此成为 CRO 企业重点发展的领域。

图表15: CRO 企业最想要扩张的业务板块



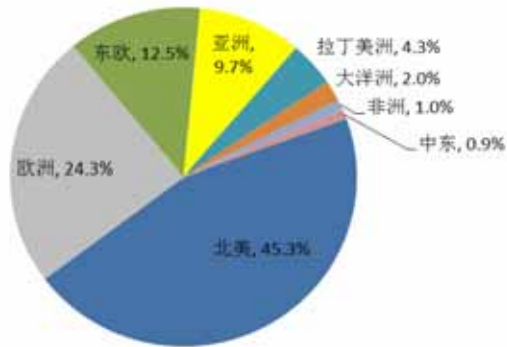
来源: Robert W. Baird & Co. survey data, N=180, 国金证券研究所

全球临床 CRO 行业的三大趋势

趋势一：CRO 订单向亚洲地区转移

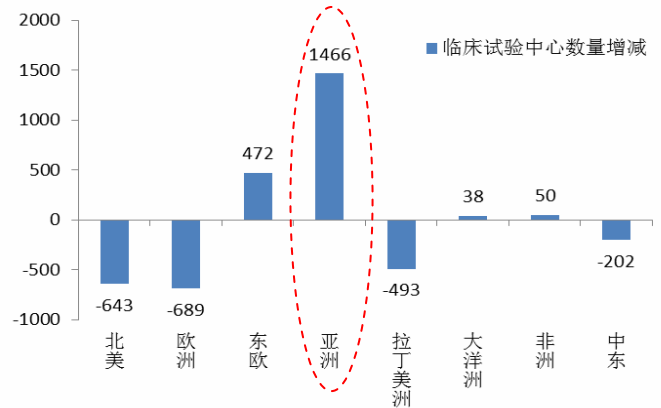
- 近年来，亚洲的新兴市场国家逐渐成为药物研发离岸外包的接包地，庞大的入组病人资源、廉价的劳动力、逐步提升的科研实力和专业操作能力使亚洲成为 CRO 接包增长最快的地区。

图表16：08-10 年全球临床研究中心项目数量分布



来源：Copyright 2011. Johan PE Karlberg、国金证券研究所

图表17：06-08 和 08-10 年临床研究中心项目数量增减



- 随着我国政策制度完善，国际制药企业对中国市场的重视以及药监局国内对进口药物强制要求进行本土三期临床研究的政策实施，中国已经成为临床试验 CRO 增长最快的国家。

图表18：2010 年亚洲临床研究中心项目数量排名

排名	国家	临床试验中心数量
5	日本	3951
11	印度	2050
14	中国	1573
17	韩国	1490
27	台湾	863
37	菲律宾	393
40	台湾	369
45	马来西亚	271
50	香港	200

来源：Copyright 2011. Johan PE Karlberg、国金证券研究所

趋势二：战略联盟推动行业集中度逐年提升

- 制药企业从 90 年代的片段化外包，逐步走向了整体项目外包，随着外包项目数量不断增加，制药企业开始清理和简化 CRO 的外包流程，将更多的订单集中于少数固定合作伙伴，从而享受整合式的服务。
- 在一项调查中，在未来五年有 80%的制药企业准备与 CRO 企业形成稳定的战略合作关系，且目前有 85%的已经形成战略合作关系制药企业董事长认为，这种形式有助于公司的研发工作。

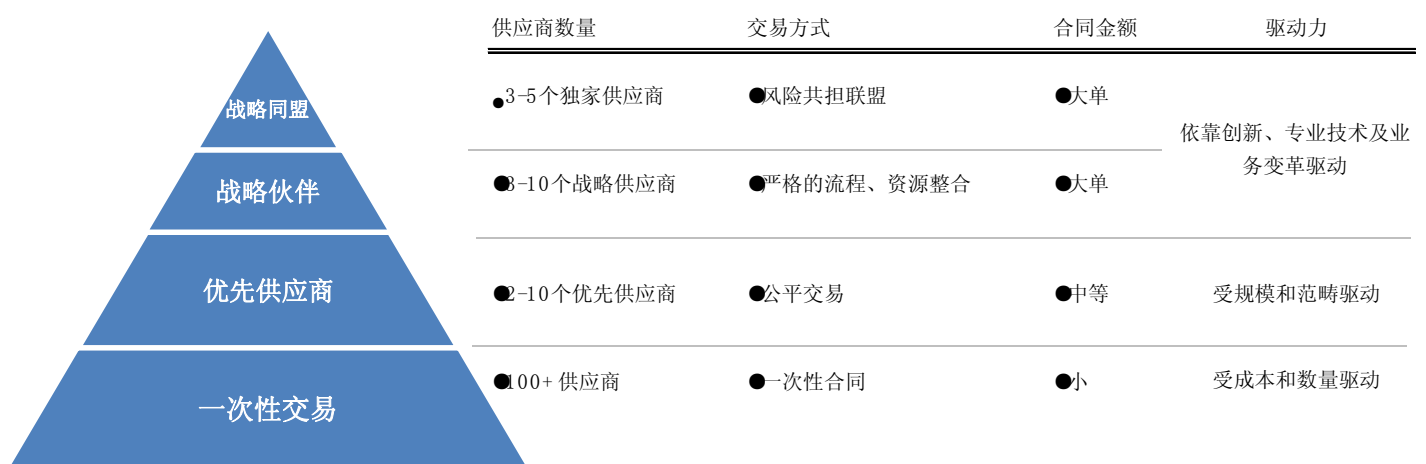
图表19: 现有的国际战略合作项目

	合作对象	合作领域	合作区域	合作年限
昆泰	阿斯利康	临床药理学	全球	
	礼来	度洛西汀研发的收入分成	美国、波多黎各	
	卫材	肿瘤创新药的早期开发到III期临床	全球	3
	三星	生物仿制药	韩国	
	Ascendancy Healthcare	市场准入援助, 临床研究服务	中国及其他亚洲国家	2.5 (+2.5)
	Merck Serono	优化药物研发及临床试验的流程	全球	5
昆泰/Covance	BMS	生物标志物测试和试验开发	全球	5
	武田	全球开发项目	全球	
Covance	礼来	战略合作关系, 毒理, 生物药开发与检测	全球	10
	赛诺菲	化合物筛选与合成, 毒理	全球/法国	10
	默克	化合物筛选支持	美国	5
	Kellogg	食物安全和营养化学服务	美国	7
	PPD和GSK	临床开发		
	礼来	亚太区开发项目	美国	10
CON	拜耳	晚期阶段研究	全球	
	第一三共	肿瘤药		
CON/Parexel	辉瑞	临床试验服务	全球	5
	BMS	临床试验服务	全球	3
Parexel	默克	生物仿制制剂	全球	
	礼来	临床研究	亚太	
Parexel/PPD	GSK	临床开发和试验服务	全球	
PPD	ELAN	临床研究服务	全球	10
CRS	拜耳	临床药理	德国	
LabCorp	BMS	实验室服务供应	全球	5
Charles River	阿斯利康	药代动力学研究和安全性评估等	全球	3
PRA International	Amgen	生物仿制药的临床三期研究	全球	

来源: 公司主页, 国金证券研究所

- 事实上, 成为国际大药厂的战略合作伙伴, 对于 CRO 企业具有重要意义, 一方面订单单体规模大幅提升, 另一方面在交易方式上也从按小时收费演变为风险共担, 成果共享的新模式, 促使 CRO 企业的盈利模式发生新的变化。

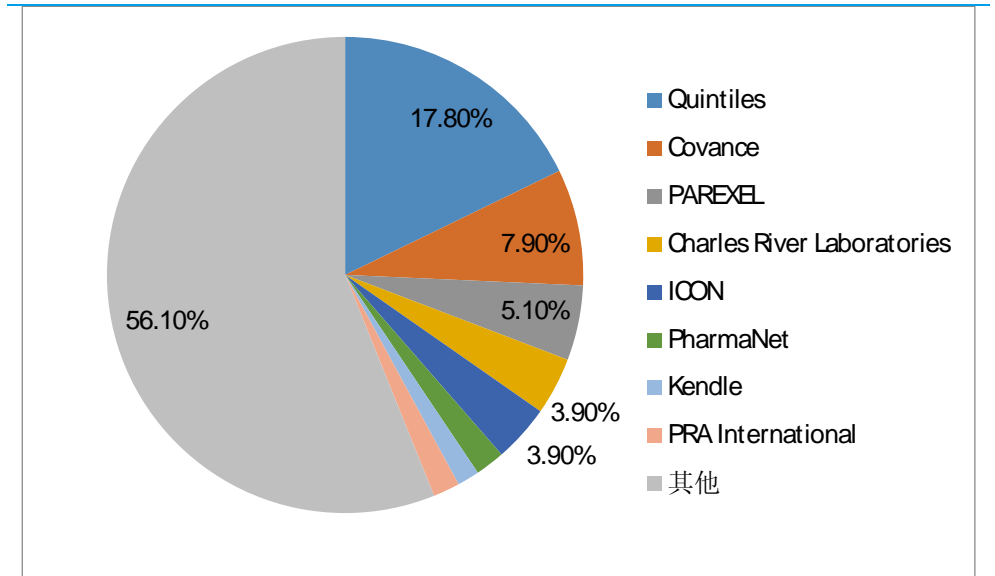
图表20: CRO 合作模式演变



来源: 国金证券研究所

- 在战略联盟模式的推动下, CRO 行业的集中度在逐步提升。2010 年前 7 大 CRO 公司的市场份额占比达到 41%, 预计到 2015 年将达到 49%。

图表21: 全球主要 CRO 公司市场份额统计



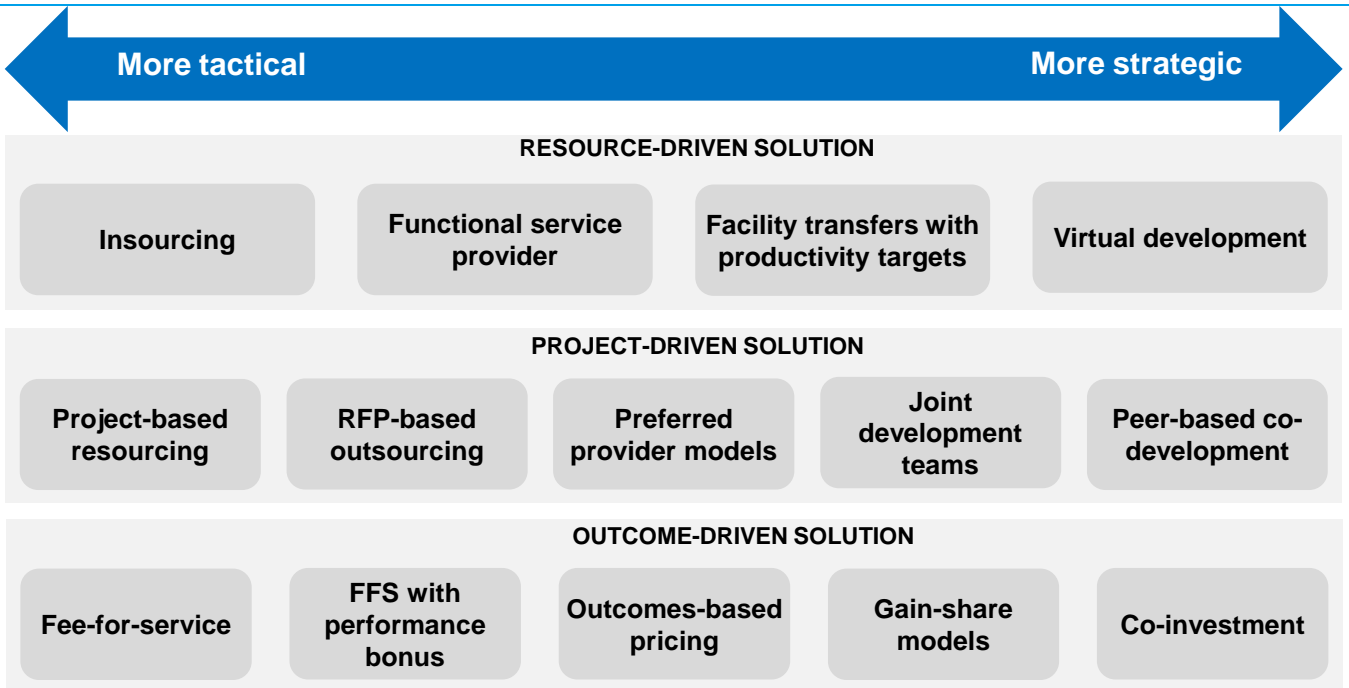
来源: Frost&Sullivan、国金证券研究所

- 正是出于与大型制药企业形成战略联盟的发展需求, 目前 CRO 领先企业正沿着以下三个方向发展自身的服务能力: (1) 成为一站式服务提供商, 尽量完善各业务板块的服务能力; (2) 做强临床前临床平台, 从而从更早期阶段锁定订单需求; (3) 加强地理覆盖, 健全全球多中心临床网络。

趋势三: 盈利模式的多样化

- 临床 CRO 企业基于自身对于创新药产品更专业的判断, 从原有单一的按服务内容收费模式, 逐步衍生出对于未来新药上市收益的分红。一方面, 让更多中小制药企业的新药能够以低廉的价格得到优质的服务, 一方面也通过后期分享上市后收益的模式, 放大自身的服务价值, 实现了创新药产业链各环节的共赢。

图表22: CRO 企业商业模式的改变



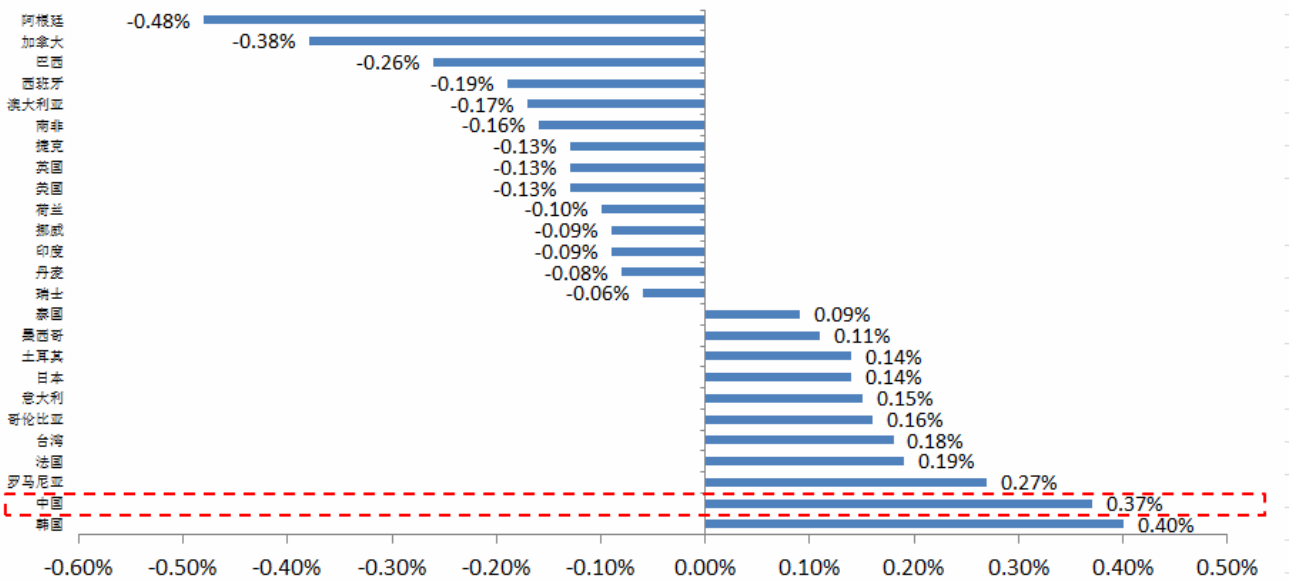
来源: 泰格医药, 国金证券研究所

中国临床试验 CRO 行业方兴未艾

中国成为全球最具吸引力的临床 CRO 目的地

- 1998 年国家食品药品监督管理局 (SFDA) 成立后, 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。
- 近年来, 国内 CRO 行业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促使我国医药研发整体水平不断提升。同时, 中国巨大的药品需求市场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, 以缩短新药在中国的上市流程。
- 受益于国家对于重大新药创制的扶持以及对于进口药国内 III 期临床的强制性政策。中国临床研究中心项目数量大幅增长, 在全球临床试验中心项目数的占比也显著提升。

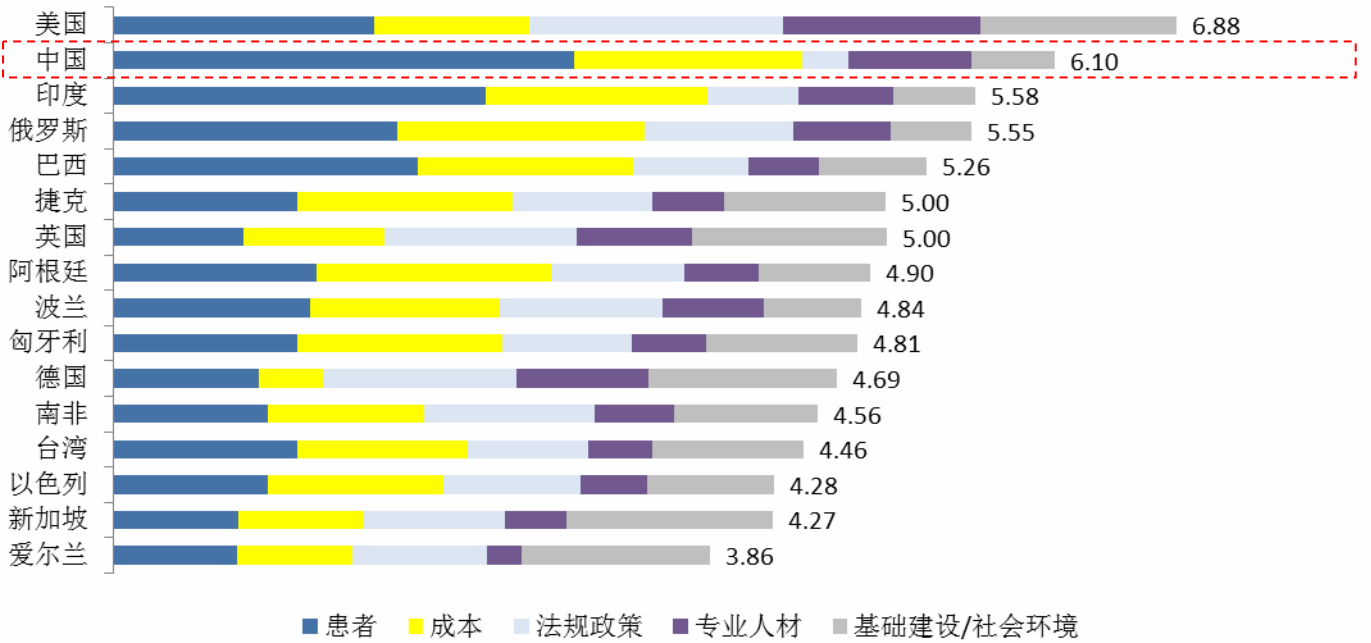
图表23: 06-08 年和 08-10 年各国临床研究中心项目数量占比变化



来源: Copyright 2011. Johan PE Karlberg、国金证券研究所

- 同时, 中国凭借着自身在科学研究、人才储备和人力资源成本等多方面的优势, 成为全球 CRO 市场强有力的竞争者。

图表24: 中国成为临床试验 CRO 的重要接包地



来源: A.T. Kearney、国金证券研究所

- 低廉的研究成本是中国 CRO 市场吸引海外订单的重要原因，在中国由于受试人群众多，医疗收费价格低廉且人工成本相对较低，CRO 项目的运营成本较西方发达国家要降低 40%-70%，这成为我国吸引全球 CRO 订单的最核心原因。另一方面，中国本土巨大的需求市场也成为海外制药企业将中国看成必争之地的重要原因。

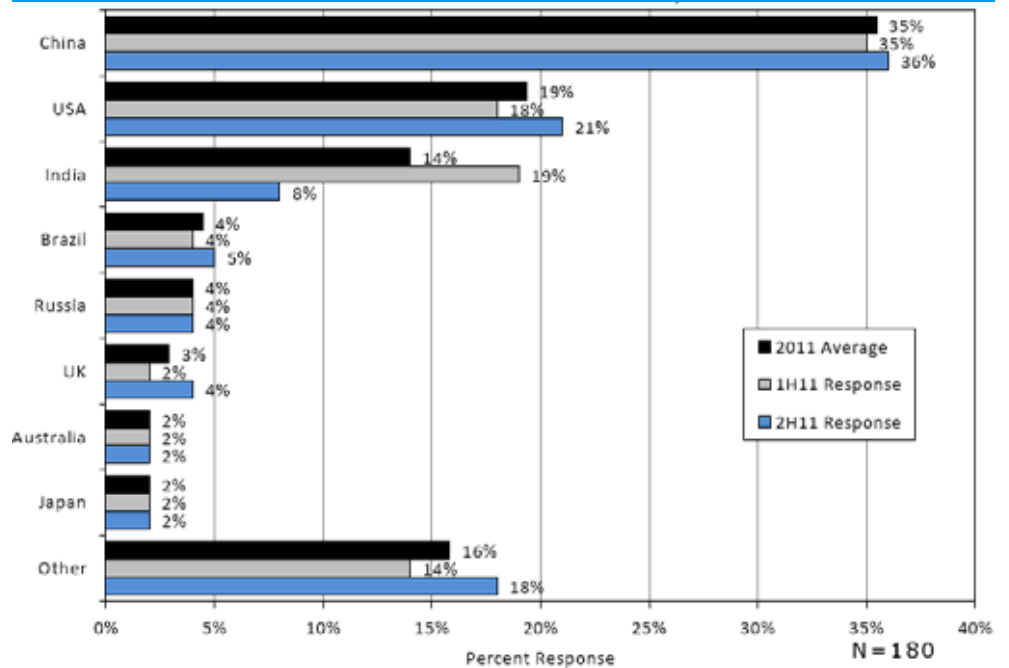
图表25: 中国试验成本与西方发达国家比较

试验项目		中国试验成本与西方发达国家比较
临床前试验	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床试验	I期临床	30%-60%
	II-III期临床	30%-60%

来源: 上海医药研究临床中心, 国金证券研究所

- 在一项针对 CRO 企业的调研中，有 35%的企业老总希望拓展中国市场的业务，这个比例较美国整整高出一倍，足以说明国内 CRO 市场在全球视野中的发展和成长潜力。

图表26: CRO 企业最想要重点投资的全球市场

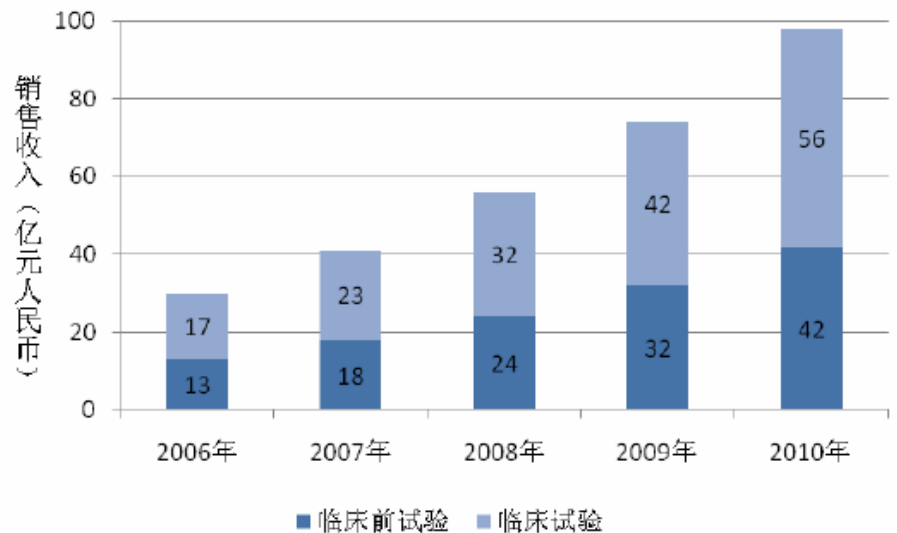


来源: Robert W. Baird & Co. survey data, 国金证券研究所

中国 CRO 行业高速增长，国内外需求齐头并进

- 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 的市场规模从 17 亿元增长到 56 亿元，年均复合增长率为 34.72%。
- 我们预计，未来几年受益于进口新药不断进入中国市场，国际制药企业在盈利下滑周期不断提升临床试验 CRO 的使用率，我国临床试验 CRO 行业将保持 30%左右的高速增长。

图表27: 国内 CRO 市场规模及增长



来源: 招股说明书、国金证券研究所

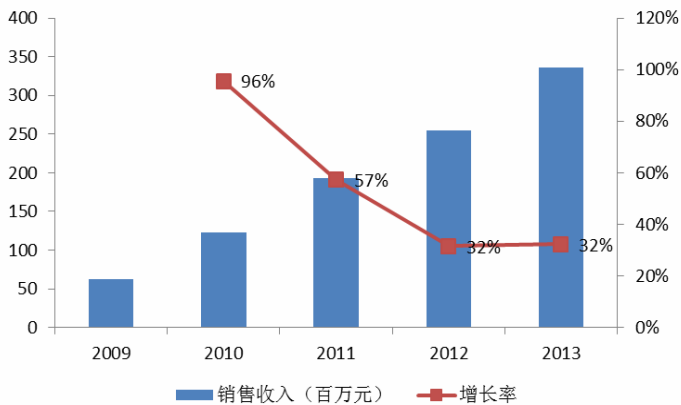
- 另一方面，国内制药企业也开始借助国内领先 CRO 公司的成功经验，加速自身的研发速度提升效率。国内创新型制药企业的研发也逐步转向外包。

泰格医药是国内临床 CRO 的龙头企业

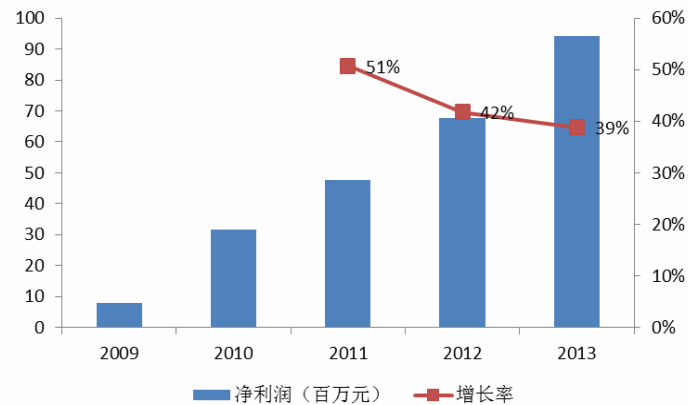
高成长性突出，市场龙头地位显著

- 泰格医药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，属于临床试验 CRO 范畴，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。
- 2010-2013 年公司实现营业收入 6279 万元、1.23 亿元、1.93 亿元、2.54 亿、3.37 亿元，复合增长率达到 52%；2011-2013 年实现净利润 3223.66 万元，4809.84 万元，6783 万元，9475 万元，复合增长 43%。

图表28：公司营业收入统计

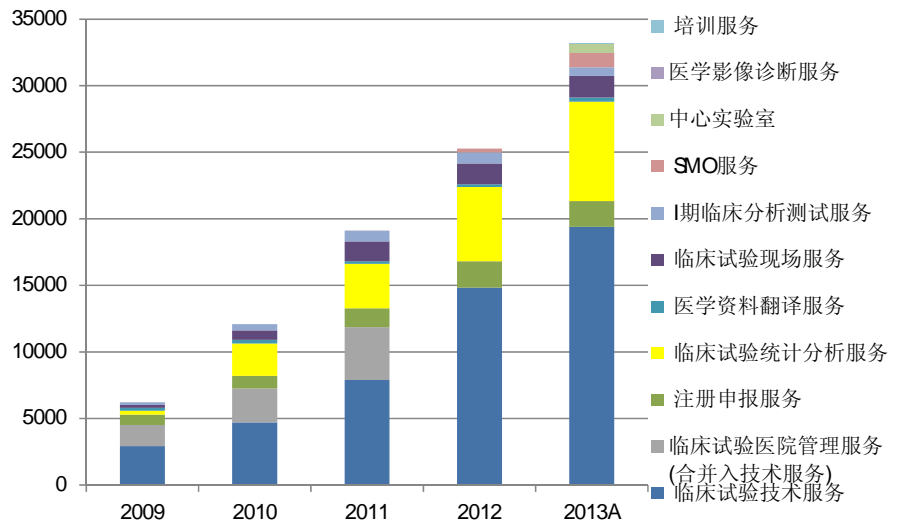


图表29：公司净利润统计



来源：招股说明书、国金证券研究所

图表30：按业务收入分类 (万元)



来源：国金证券研究所，公司年报

- 公司目前占据全国临床 CRO 市场份额约 3%左右，由于公司主要聚焦于附加值更高的外资药品进口注册与多中心临床，以及国内创新药两个高端市场，而主动放弃了附加值较低的仿制药市场，因此在高端市场的占有率大约在 15%-20%左右，较国内第二梯队企业的收入规模至少高出一倍以上。

订单充裕确保明年高增长

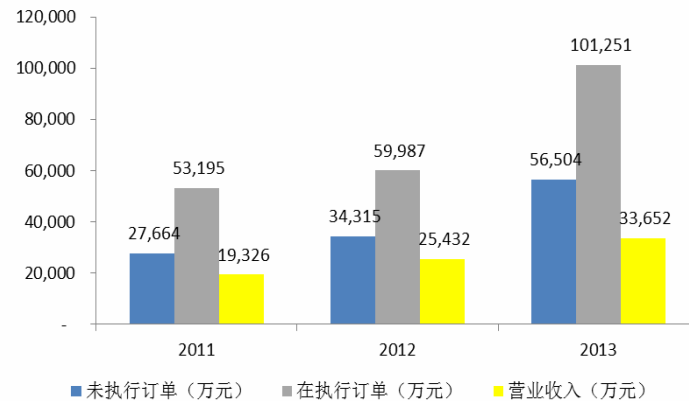
- 泰格医药 2013 年实现销售收入 3.36 亿元，新增订单 5.5 亿元，新增订单规模已经连续 5 年超越收入增速，在手未执行订单达到 5.6 亿元，是 2013 年全年营业收入的 1.67 倍。因此，即使假设未来两年新增订单不增长，公司也已经锁定高速增长。

图表31: 新增订单/收入比



来源: 国金证券研究所, 公司年报, 网站

图表32: 订单执行情况统计



- 事实上，根据我们之前对行业的判断和公司未来发展战略的判断，公司未来三年新增订单仍将保持快速增长，这一方面来自国内外制药企业对于 CRO 服务的需求增长，另一方面来自于公司在地域和业务板块上的持续拓展和延伸。

图表33: 泰格医药订单统计

	人员数量	YoY	新增订单	YoY	在执行订单	YoY	未执行订单	YoY	营业收入	YoY	预收账款	YoY
2009	241		11791						6279		2069	
2010	381	58%	22872	94%					12284	96%	1869	-10%
2011	566	49%	21379	-7%	53195		27664		19326	57%	3117	67%
2012	692	22%	32038	50%	59987	13%	34315	24%	25432	32%	1527	-51%
2013	913	32%	54687	71%	101251	69%	56504	65%	33652	32%	2073	36%

来源: 公司公告、国金证券研究所

完善业务板块，打造一站式临床 CRO 企业

- 泰格医药旗下有多个子公司，负责临床和临床前试验研究过程中的不同环节。公司围绕打造一站式临床 CRO 服务平台，通过自建和收购不断填补业务板块，完善产业链布局。
 - 母公司泰格医药负责承接国内新药和国际制药企业项目的 I 期-IV 期临床技术服务及注册申报、医学翻译等业务。
 - 美斯达（收购）和美国 BDM（收购）专注于提供技术含量更高的国际新药注册所需的临床试验统计分析服务，项目多数由国外大型跨国医药企业发起的国际多中心数据统计分析项目。嘉兴泰格和台湾泰格（收购）则负责承接国内和亚太客户的统计分析外包项目和国际性数据管理业务。
 - 2013 年公司新投资设立了杭州英放生物科技、杭州泰兰医药科技、杭州泰格益坦医药科技等子公司，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，还在非干预性研究（NIS 研究）和临床专家管理方面提供专业服务，努力打造全方位、一站式的服务。

- 2014 年公司收购美国方达医药在获得美国临床 CRO 服务平台的同时，在湖南泰格基础上加强了在 I 期临床和临床前药理分析与 CMC 服务领域的技术实力。公司还 51% 控股了北京康利华咨询，填补了公司在国际和国内生产设施认证咨询管理领域的空白。

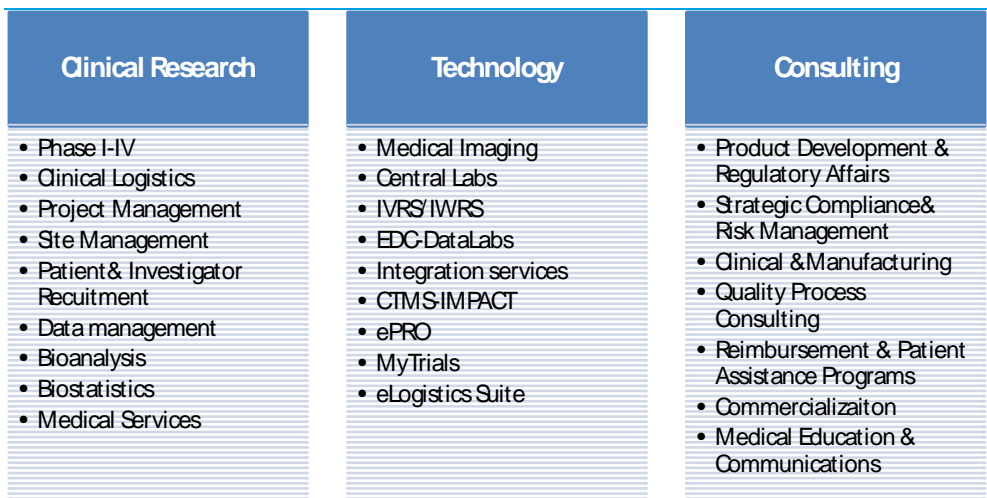
图表34: 公司各子公司业务布局



来源: 招股说明书、国金证券研究所

- 由于公司目前的订单体量已经占据国内高端 CRO 行业 20% 左右的市场份额，在行业中体现出显著的竞争优势，客户合作的紧密度近一步加深。因此为客户提供一站式的服务也成为客户的重要需求。在目前的业务版图中，仍有毒理、动物试验等业务片段存在空白，同时在学科领域方面医疗器械、心脑血管等领域较为薄弱，这也将会成为公司继续填补的方向。

图表35: 一站式 CRO 企业业务构成



来源: PAREXEL, 国金证券研究所

亚太布局规模初现，订单结构有望继续升级

- 如前文所述，亚太是全球 CRO 市场增长最快的地区，公司近三年的战略目标明确：加强公司在临床试验相关领域的专业服务能力，拓展亚太区乃至全球市场，完善和延伸产业链，建成全球最具影响力的 CRO 公司之一。围绕这一目标，公司在 2013 年收购了台湾泰格国际，并在澳大利亚、日本、韩国、马来西亚、新加坡、加拿大等地区设立了分支机构，整合当地有经验的技术人才加入团队。

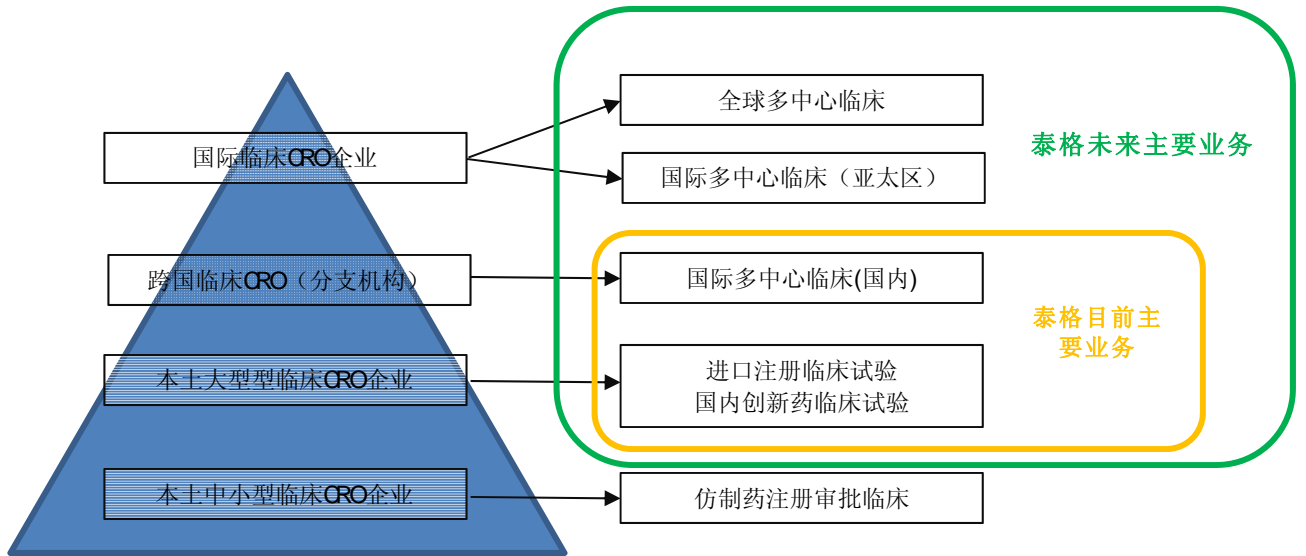
图表36：泰格医药海外分支机构



来源：泰格医药、国金证券研究所

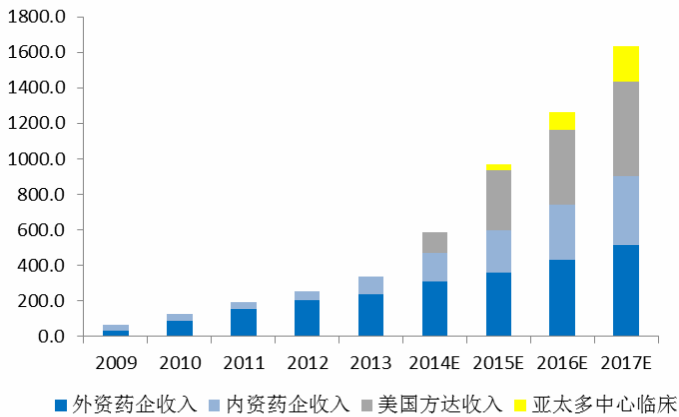
- 我们预计今年年底或者明年，公司将有望获得亚太地区的多中心临床订单，从而实现订单结构的再一次升级。到 2017 年公司正式形成海外业务与国内业务等强的业务结构，正式成为全球化的 CRO 企业。

图表37: 公司业务升级示意图



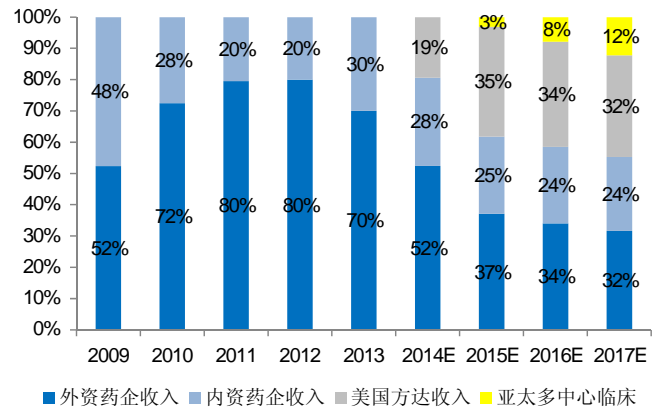
来源: 国金证券研究所

图表38: 公司业务升级拉动增长



来源: 公司公告、国金证券研究所

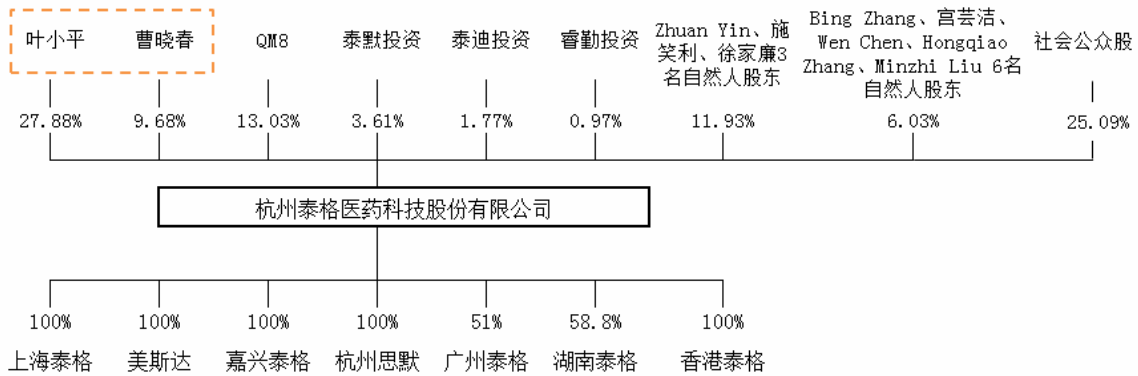
图表39: 各业务模块收入占比预测



高管和核心技术人员稳定, 并获得充分激励

- 公司是一家股权较为分散的民营企业, 董事长叶小平和董事曹晓春作为一致行动人合计持有公司发行后 37.56%的股权。临床 CRO 作为一个人才密集型行业, 公司领导人充分认识到稳定核心经营团队的重要性, 公司借助上市平台对激励核心技术人员和核心高管进行的充分的激励。

图表40: 泰格医药股权结构图 (发行以后)



注：叶小平和曹晓春为公司实际控制人，各自然人股东之间无亲属关系。来源：招股说明书、国金证券研究所

- 在上市之前，公司就通过泰默投资、泰迪投资、睿勤投资咨询以及其他 9 名自然人的直接持股完成了创始团队的激励。
 - 泰默投资持有公司发行后 3.61%的股权，旨在对公司高管进行股权激励，该机构 7 名股东均为泰格医药各部门总监级别的员工。
 - 泰迪投资持有公司发行后 1.77%的股权，也是为股权激励所设立，激励对象为对泰格医药或其子公司上海泰格有突出贡献的员工，共计 39 人。
 - 上海睿勤投资咨询持有公司 0.97%的股权，为激励泰格医药子公司美斯达核心员工所设立，激励对象 25 人。
 - 包括 Zhuan Yin、Bing Zhuang 等在内的 9 名高管直接持有公司发行后 17.96%的股权，这些股东均有非常丰富的药物临床研究相关经验，在公司常年就认高管职位。

图表41: 公司主要高管持股情况

姓名	公司职务	持股数 (万股)	持股比例 (%)	从业经历
叶小平	董事长 总经理	1488.896	27.882	英国牛津大学博士学历。多年从事医药临床的研究和管理工作，1999年3月至2005年3月任上海罗氏制药有限公司医学注册部总监，2005年3月起任职于本公司。
曹晓春	董事 副总经理 董事会秘书	517.008	9.682	本科学历，中国民主促进会会员、执业药师、副高级工程师。多年从事医药临床的研究和管理工作，1992年8月至1994年8月任杭州中美华东制药有限公司，1994.8-2003.4任杭州九源基因工程有限公司开发部项目经理，2003.4-2004.12任泰格咨询副总经理，2005年1月起任职于本公司。
Zhuan Yin	董事 副总经理 美斯达总经理	225.6	4.225	复旦大学法律学士，美国麻省大学生物统计硕士。有18年全球知名药企和CRO公司的生物统计和管理的工作经验（包括8年在美国，10年在中国和亚太地区）。1993.6-1995.7任美国PAREXEL公司生物统计师，1995.7-2005.9任职于阿斯利康制药有限公司，历任高级统计专家、美国乳腺癌产品统计部主管、生物统计部副总监、东亚临床研究部顾问、中国临床支持部门经理。Zhuan Yin女士是美国医药信息协会会员，曾在美国多部医药学杂志上发表各类文章，对新药审评的各个治疗领域，尤其是癌症领域，具有独到的经验。
施笑利	医学II部总监 监事会主席	206.668	3.87	硕士学历。多年从事药物临床试验和科研工作，1995.7-1998.2任上海华新生物高科技有限公司临床监查员、1999.4-2001.2任上海罗氏制药有限公司医学部临床监查主任，2001.3-2004.2在美国The Scripps Research Institute从事免疫系博士后研究，2004.3-2004.12任泰格咨询医学部总监，2005年1月起任职于本公司。
徐家康	副总经理	204.98	3.839	硕士学历。1995.5-1999.6任法玛西亚普强亚洲有限公司上海代表处医学部经理，1999.8-2000.7任美国礼来亚洲有限公司上海代表处临床研究医师，2001.3-2004.3任上海罗氏制药有限公司高级医学经理，曾主持20多个国内、国际临床试验，2005年1月起任职于本公司
Hongqiao Zhang	商务发展部总监	33.768	0.632	首都医科大学学士、加利福尼亚州立大学健康管理硕士。曾获加利福尼亚大学旧金山分校（UCSF）颁发的临床研究高级证书，临床研究协会（SOCRA）认证的临床研究专家（C.C.R.P.）。在美国、新加坡和中国有10年的临床研究和商务发展经验。2003.9-2005.12任美国加州大学旧金山分校临床实验监察员主管，2006.1-2008.3任EXCEL医学研究公司商务发展部总监，2008年4月起任本公司商务发展部总监。
宫芸洁	质量和培训总监	103.336	1.935	本科学历。1990年至1996年任上海市建工医院心内科医生，1996年至2005年任职于上海罗氏制药有限公司市场部，历任医学主任、医学部临床研究主任、医学部质量和培训经理，2005年1月至今任本公司质量和培训总监。
Minzhi Liu	美斯达副总经理	27.6	0.517	1996.9-2007.6任职于美国默克公司，历任生物统计师、独立工作员、高级生物统计师，2002.7-2003.1任新加坡国立大学高级药物分析员，负责大量I-IV期临床试验统计、ISS、ISE和NDA申请工作，2009年3月起担任美斯达副总经理。

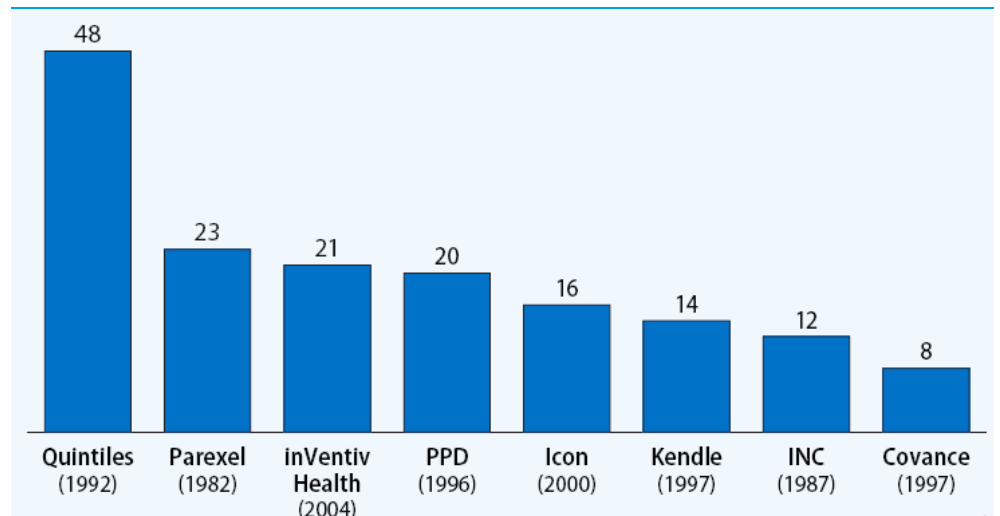
来源：招股说明书、国金证券研究所

- 在公司充分的股权激励下，公司核心管理团队发展至今保持稳定。公司现有总监及以上级别人员 28 人，经理及以上级别人员 70 人，报告期内，公司管理团队（经理级别及以上）中仅有两名员工离职，保证了公司临床研究项目的操作延续性和服务稳定性，保证了客户新药研发的进度。
- 2013 年 9 月公司公布股票期权激励计划：拟向激励对象授予 300 万份股票期权，约占本激励计划签署时公司股本总额 10,680 万股的 2.81%。其中，首次授予 270 万份，占本计划授出股票期权总数的 90%，激励对象为 173 人，均为公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的中层管理人员、核心技术（业务）人员；预留 30 万份，占本计划授出股票期权总数的 10%。本激励计划首次授予的股票期权的行权价格为 54.57 元（除权后价格为 27.79 元）。
- 激励方案 2013 年-2015 年业绩考核目标为：以 2012 年营业收入为基数 2013-2015 年收入增长率不低于 26%，60%，104%；换算成年增长率为 26.06%，26.92%，27.78%；以 2012 年净利润为基数，2013-2015 年净利润增长率不低于 30%，70.30%，124.80%；换算成年增长率为 30%，31%，32%。较高的行权条件也充分说明了公司成长性的信心。

外延并购实现加速发展

- 外延式发展是 CRO 企业获得新的核心技术优势，扩大市场版图，获取新增产能，树立品牌地位的重要方式。
- 在国际上领先的 CRO 企业也从创建之初，就通过不断的兼并收购，从而获得持续的成长动力。

图表42: CRO 公司成立以来的并购案例数量



来源：CenterWatch, 国金证券研究所

- 由于 CRO 行业在发达国家也相对年轻，且行业分散度较高，初始进入壁垒较低，因此近年来行业保持着极高的并购整合活跃度。

图表43: 美国 CRO 行业并购案例统计

Date	Target	Target Type	Value (\$m)	Buyer	Type of Buyer
Sep-13	Stat-Tech Services	Clinical data services	—	CROS NT	CRO
Aug-13	Acurian	Clinical trial patient enrolment and retention services	—	PPD	CRO
Aug-13	Bracket	eClinical services	—	Parthenon Capital Partners	PE fund
Aug-13	Novella Clinical	Full service clinical CRO	—	Quintiles	CRO
Jul-13	Research Pharmaceutical Services (RPS)	Full service clinical CRO	—	KKR	PE fund
Jun-13	PRA	Full service clinical CRO	1,300	KKR	PE fund
Jun-13	Patient Reminders	Patient interactive response technology	—	Cenduit	CRO
Apr-13	Heron	Evidence-based commercialisation services	24	Parexel	CRO
Mar-13	ClinStar	Phase I-IV CRO	—	PRA International	CRO
Mar-13	Harrison Clinical Research (HCR)	Full service clinical CRO	—	Syneract	CRO
Feb-13	ClinForce, Assent & AKOS	Clinical trial services, consulting and staffing	56	ICON	CRO
Jan-13	BioClinica & CorLab Partners	eClinical, EDG and clinical trial management solutions	123	JLL Partners	PE fund
Jan-13	Vital River	Chinese research models provider	27	Charles River Laboratories	CRO
Dec-12	Liquent	Regulatory information management solutions	72	Parexel	CRO
Oct-12	Radiant Research	Study conduct, product development and patient recruitment services	—	Clinical Research Advantage (CRA)	CRO
Aug-12	Accugenix	Contract microbial identification testing	17	Charles River Laboratories	CRO
Aug-12	Drug Safety Alliance (DSA)	Safety and risk management services	28	United Drug	HC Services
Aug-12	Expression Analysis	Genomics testing and analysis services	—	Quintiles	CRO
Apr-12	eResearchTechnology	ePRO, cardiac safety and respiratory efficacy	400	Genstar Capital	PE fund
Feb-12	PriceSpective	Value strategy consulting	—	ICON	CRO
Feb-12	Skandynawskie Centrum Medyczne Sp	Polish clinical research company	—	Synexus	CRO
Jan-12	Nexus Oncology	Oncology clinical trials services	—	Ockham Development Group	CRO
Dec-11	BeijingWits Medical Consulting	Full service clinical CRO	16	ICON	CRO
Oct-11	Advion Bioanalytical Labs	Bioanalytical laboratory	—	Quintiles	CRO
Oct-11	Pharmaceutical Product Development	Full service clinical CRO	3,875	Hellman & Friedman LLC; The Carlyle Group	PE funds
Oct-11	SRA Global Clinical Development	Adaptive clinical trial design and execution	—	Aptiv Solutions	CRO
Sep-11	Clinipace Worldwide	Technology-amplified CRO	16	Morgan Stanley Private Equity; Hatteras Venture Partners; Brooke Private Equity Associates	PE funds
Jun-11	Clinical Force	Clinical trial management systems	—	Medidata Solutions	Healthcare IT
Jun-11	Trident Clinical Research	Australian clinical trials organisation	—	INC Research	CRO
May-11	PharmaNet	Drug development services	—	inVentiv	CRO
May-11	Medpace	Clinical trials services	—	CCMP Capital Advisors	PE fund
May-11	Kendle International	Phase I-IV CRO	365	INC Research	CRO
Apr-11	Theorem Clinical Research	Full service clinical CRO	—	Nautic Partners	PE fund
Mar-11	Phleglobal	Clinical trial support services	—	Inflexion	PE fund
Dec-10	Research Pharmaceutical Services	Phase I-IV clinical development solutions	227	Warburg Pincus	PE fund
Apr-10	Phase Forward	eClinical services	685	Oracle	IT

来源: Credit Suisse CRO Industry report 国金证券研究所

- 泰格医药作为国内唯一的上市临床 CRO 平台，在成功 IPO 之后，扩张速度也明显加快。

图表44：泰格医药发展历史与事件统计

时间	设立方式	公司	设立（交易）金额	投资比例	主营业务	注册地
2006年1月	自建	上海泰格	100万	100%	技术开发、咨询、转让	上海
2008年10月	自建	湖南泰格	1000万	58.50%	药物分析和研究，期临床	湖南
2009年10月	收购	美斯达	9.5万美元	50.56%	数据统计分析	上海
2009年11月			144.06万元	49.44%		
2010年4月	自建	嘉兴泰格	9608.36万	100%	数据管理与统计分析	嘉兴
2011年8月	自建	广州泰格	25.5万	51%	中心实验室	广州
2011年9月	自建	香港泰格	1000万港币	100%	临床技术服务	香港
2011年5月	自建	杭州思默	100万	100%	SM O 业务	杭州
2012年8月	IPO 上市					
2013年1月	自建	杭州英放	315万	75%	医学影像服务	杭州
2013年1月	收购	台湾泰格	128.33万	50%	数据统计分析	台湾
2013年2月	自建	泰格咨询	60万	60%	非干预性研究（N S 研究）和临床专家管理服务	上海
2013年8月	自建	杭州泰兰	51万	51%	临床试验风险管理和质量管理，专注于第三方的稽查，培训等服务	杭州
2013年10月	自建	泰格益坦	70万	70%	提供药物警戒/药物安全	杭州
2013年10月	收购	美国BDM	211.75万美元	55%	数据管理、数据统计、SAS项目管理	美国
2014年5月	收购	方达医药	5025万美金	67%	临床前研究服务、化学生物分析、生物药分析服务、CM C 服务	美国
2014年5月	收购	康利华	N A	51%	生产设施认证咨询	北京

来源：国金证券研究所，公司公告

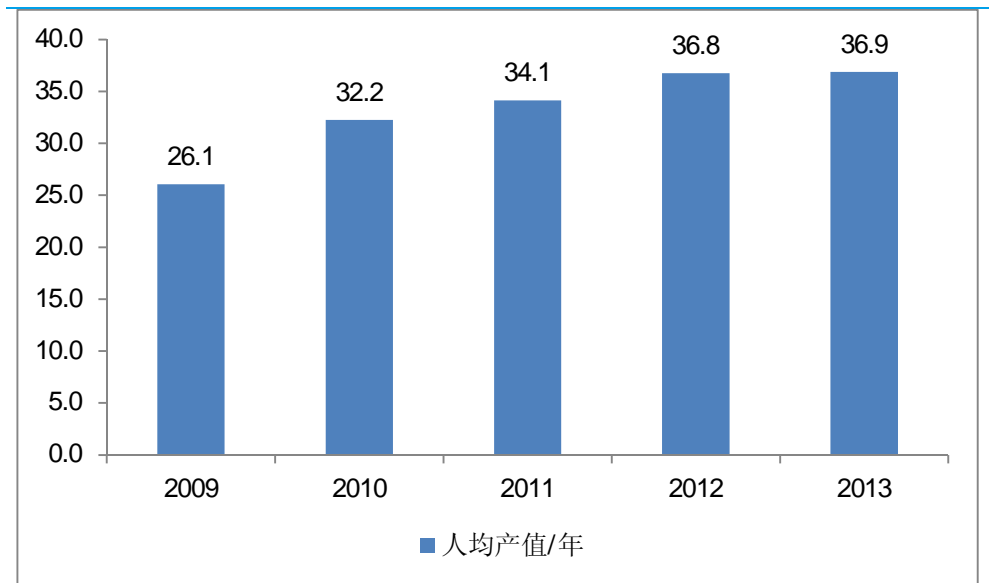
- 2014 年 5 月，泰格医药的全资子公司香港泰格以现金 3,025 万美元收购 Song Li 等 20 名自然人持有的方达医药合计 61,243,380 股普通股；香港泰格以现金 2,000 万美元认购方达医药新发行的 40,491,491 股普通股。交易的整体价格合计为 5,025 万美元，交易完成后香港泰格持有方达医药持股比例为 69.84%。截至重组报告书出具之日，方达医药有 618.50 万份普通股期权尚未行权。充分行权后，香港泰对方达医药的持股比例为 67.00%。
 - 方达医药是一家业务覆盖美国和中国的 CRO 公司，公司主业聚焦于生物分析服务（临床前研究服务、化药生物分析服务、生物药分析服务）、CMC 医药产品研发服务（原料药和制剂的开发服务、原料药和制剂的分析测试、CMC 管理咨询服务）和临床研究服务（同泰格主业）三大领域，公司在药物体内浓度分析，CMC 医药产品研发服务领域具有领先的技术实力。公司目前拥有员工总计 308 人，其中在美国公司工作的员工有 185 人，在中国公司工作的员工有 123 人。员工中 23% 为博士学位，30% 为硕士学位，丰富的人力资源价值、技术储备和数据积累，以及美国市场的渠道价值是上市公司本次收购的核心价值诉求。
 - 方达医药 2013 年实现收入 2.35 亿元，同比增长 35%，实现净利润 1163 万元。按照定价模型中盈利预测，公司今年收入预计达到 2.9 亿元，同比增长 23%，后续三年的收入增长在 15% 左右。交易对方承诺标的公司 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年经调整的税后净利润分别为 500 万美元、600 万美元、720 万美元及 828 万美元。
 - 此次收购一方面在地区覆盖上增加了北美市场的覆盖，另一方面也填补了公司在临床前研究和 CMC 业务方面的技术短板，是一次完全互补的战略性并购。

- 我们认为泰格医药目前作为临床 CRO 领域的唯一 A 股上市平台，在兼并收购方面已经在国内占据了主导优势。公司通过兼并收购一方面可以强化自身的一站式服务能力，另一方面也通过产业链协同效应获得更多的客户资源。

盈利预测

- 我们预计公司主业未来 3 年保持 35% 左右的高增长，针对国内公立医院临床试验推进速度较慢，影响订单执行进程的情况，公司将加大与大型民营企业集团的合作，通过更加市场化的方式提升临床研究中心的运营效率。
- 公司未来几年高毛利的统计分析业务仍将保持高于公司平均水平的成长性，同时亚太多中心临床若能够实现突破，则公司的人均单产和利润率水平存在较大的上升空间，因此利润增速具有超过收入增速的可能性。

图表45：公司人均单产统计



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司 5 月并购美国方达医药，预计 8 月份实现并表，增厚今年业绩 450 万元，明年 2500 万，相当于增厚今年业绩 5%，明年业绩 10%。
- 公司 14 年首年计提股权激励费用 1050 万，相当于压低业绩增速约 10 个 pp，若剔除股权激励费用因素，公司 2014 年增速将超过 45%。

图表46: 公司分业务盈利预测(万元)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
临床试验技术服务	销售收入	2,926	4,704	7,893	14,821	19,388	26,174	34,026	43,553
	增长率		61%	68%	25%	31%	35%	30%	28%
	毛利率	40.19%	48.03%	53.04%	41.91%	34.35%	34.00%	34.50%	34.50%
临床试验医院管理服务 (合并入技术服务)	销售收入	1,582	2,544	3,962					
	增长率		61%	56%					
	毛利率	15.58%	16.08%	12.01%					
注册申报服务	销售收入	778	958	1,412	1,996	1,938	2,229	2,563	2,947
	增长率		23%	47%	41%	-3%	15%	15%	15%
	毛利率	56.49%	59.35%	59.96%	61.39%	57.87%	58.00%	58.00%	58.00%
临床试验统计分析服务	销售收入	287	2,422	3,339	5,559	7,476	10,467	15,177	21,247
	增长率		743%	38%	66%	34%	40%	45%	40%
	毛利率	49.50%	71.05%	70.35%	66.61%	71.24%	71.00%	71.00%	71.00%
医学资料翻译服务	销售收入	217	284	205	216	311	451	632	821
	增长率		31%	-28%	5%	44%	45%	40%	30%
	毛利率	68.27%	68.12%	58.54%	38.69%	41.30%	40.00%	40.00%	40.00%
临床试验现场服务	销售收入	222	712	1,484	1,555	1,625	1,707	1,792	1,882
	增长率		220%	109%	5%	5%	5%	5%	5%
	毛利率	56.67%	55.86%	48.67%	41.00%	33.59%	35.00%	35.00%	35.00%
I期临床分析测试服务	销售收入	206	471	812	844	642	770	924	1,109
	增长率		129%	73%	4%	-24%	20%	20%	20%
	毛利率	43.69%	52.54%	45.69%	45.49%	49.52%	49.00%	49.00%	49.00%
SMO服务	销售收入	-	-	12	287	1,102	1,984	3,571	7,142
	增长率				2205%	284.39%	80.00%	80.00%	100.00%
	毛利率			60.00%	42.15%	56.67%	56.00%	56.00%	56.00%
中心实验室	销售收入	-	-			649	1,038	1,662	2,659
	增长率						60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率			60.00%	50.00%	64.07%	65.00%	66.00%	68.00%
医学影像诊断服务	销售收入	-	-			12	59	200	600
	增长率						400.00%	238.69%	200.00%
	毛利率					14.20%	42.00%	42.00%	42.00%
培训服务	销售收入				10	20	50	90	
	增长率						108.77%	150.00%	80.00%
	毛利率					53.95%	54.00%	54.00%	54.00%
方达医药 (14年8月并表)	销售收入						30,019	36,923	45,415
	增长率						27.66%	23.00%	23.00%
	毛利率						33.0%	33.0%	33.0%
合计	销售收入	6,220	12,094	19,121	25,276	33,143	57,386	97,469	127,375
	增长率		94.45%	58.10%	32.19%	31.13%	73.15%	69.85%	30.68%
	毛利	2,369	5,796	9,083	12,365	15,147	24,727	40,725	54,446
	增长率		144.70%	56.70%	36.13%	22.50%	63.25%	64.70%	33.69%
	毛利率	38.08%	47.93%	47.50%	48.92%	45.70%	43.09%	41.78%	42.74%

来源: 国金证券研究所, 公司公告

- 我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.60 元, 0.90 元, 1.23 元, 同比增长 37%, 50%, 37%, 目前股价对应 2014 年 50 倍, 2015 年 33 倍 (若剔除股权激励费用影响, 14 年估值约 46 倍, 业绩增长 46%), 公司第一期期权激励授予价格为 27.79 元, 具有安全边际, 建议投资者积极配置, 布局后续可能的大订单公告和外延发展超预期, 维持“买入”评级。

图表47: 医疗服务板块估值表

上市公司	股票代码	市值 (亿)	股价	EPS				2013-2016年 复合增长率	PE				PEG	
				2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E		
专科连锁	泰格医药	300347	61	29.41	0.88	0.6	0.9	1.23	40.87%	33.42	47.36	31.06	23.16	1.16
	爱尔眼科	300015	142	22.02	0.52	0.45	0.59	0.77	30.58%	42.35	49.16	37.58	28.54	1.61
	迪安诊断	300244	78	67.50	0.72	1.06	1.59	2.06	42.03%	93.75	63.68	42.45	32.74	1.52
	通策医疗	600763	60	38.54	0.63	0.79	1.03	1.29	27.13%	61.17	48.88	37.48	29.92	1.80
	达安基因	002030	83	17.80	0.29	0.33	0.43	0.52	21.26%	61.38	53.31	41.46	34.23	2.51
综合医院	金陵药业	000919	56	11.65	0.31	0.37	0.45	0.53	19.21%	37.67	31.28	26.11	22.19	1.63
	复星医药	600196	433	18.83	0.90	1.01	1.21	1.47	18.71%	20.92	18.56	15.59	12.78	0.99
	开元投资	000516	50	7.17	0.17	0.27	0.32	0.40	33.23%	42.18	26.96	22.57	17.77	0.81
	信邦制药	002390	94	39.34	0.23	0.6	0.81	1.02	85.19%	171.04	65.46	48.64	38.52	0.77

来源: 国金证券研究所, wind, 2014年5月22日收盘价

风险分析

- 订单增速低于预期
- 人才流失风险
- 人力成本上涨风险
- 系统性估值下移风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	193	254	337	574	975	1,268	货币资金	86	561	455	1,007	876	957
增长率		31.6%	32.3%	70.6%	69.9%	30.0%	应收款项	50	89	137	169	287	373
主营业务成本	-101	-130	-185	-327	-568	-727	存货	0	0	0	0	1	1
%销售收入	52.3%	51.2%	54.9%	56.9%	58.2%	57.4%	其他流动资产	8	10	90	15	25	31
毛利	92	124	152	247	407	540	流动资产	144	660	682	1,192	1,188	1,362
%销售收入	47.7%	48.8%	45.1%	43.1%	41.8%	42.6%	%总资产	76.9%	90.1%	84.4%	84.7%	77.8%	80.8%
营业税金及附加	-5	-8	-1	-3	-4	-6	长期投资	0	0	20	21	20	20
%销售收入	2.6%	3.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	21	50	75	174	290	269
营业费用	-5	-6	-7	-14	-27	-34	%总资产	11.5%	6.9%	9.3%	12.3%	19.0%	16.0%
%销售收入	2.7%	2.5%	2.2%	2.4%	2.8%	2.7%	无形资产	21	21	29	19	26	32
管理费用	-26	-41	-51	-94	-151	-189	非流动资产	43	73	126	215	338	323
%销售收入	13.6%	16.2%	15.1%	16.4%	15.5%	14.9%	%总资产	23.1%	9.9%	15.6%	15.3%	22.2%	19.2%
息税前利润 (EBIT)	56	69	92	137	225	312	资产总计	187	733	808	1,407	1,527	1,686
%销售收入	28.8%	27.1%	27.3%	23.9%	23.1%	24.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	5	12	8	0	4	应付款项	34	29	38	42	71	92
%销售收入	-0.1%	-2.1%	-3.6%	-1.3%	0.0%	-0.3%	其他流动负债	4	9	15	142	181	229
资产减值损失	-2	-2	-3	-2	-1	-1	流动负债	38	39	53	184	253	321
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	1	0	1	2	3	3	其他长期负债	3	0	0	0	0	0
%税前利润	1.5%	0.0%	0.8%	1.3%	1.1%	0.9%	负债	41	39	53	184	253	322
营业利润	55	72	102	145	226	318	普通股股东权益	141	690	744	1,212	1,261	1,347
营业利润率	28.5%	28.3%	30.3%	25.3%	23.2%	25.0%	少数股东权益	5	4	11	11	13	17
营业外收支	2	7	9	10	11	12	负债股东权益合计	187	733	808	1,407	1,527	1,686
税前利润	57	79	111	155	237	330							
利润率	29.5%	30.9%	32.9%	27.0%	24.3%	26.0%	比率分析						
所得税	-9	-11	-16	-26	-43	-59		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税率	15.5%	13.8%	14.5%	17.0%	18.0%	18.0%	每股指标						
净利润	48	68	95	129	195	270	每股收益	1.195	1.269	0.881	0.603	0.902	1.246
少数股东损益	0	0	1	0	2	4	每股净资产	3.529	12.922	6.966	10.085	10.488	11.203
归属于母公司的净利润	48	68	94	129	193	266	每股经营现金净流	0.967	0.281	0.722	1.484	0.950	1.826
净利率	24.7%	26.6%	27.9%	22.4%	19.8%	21.0%	每股股利	0.000	0.800	0.400	1.000	1.200	1.500
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	33.86%	9.82%	12.64%	10.62%	15.28%	19.77%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	25.59%	9.24%	11.64%	9.15%	12.62%	15.79%
净利润	48	68	95	129	195	270	投入资本收益率	32.16%	8.56%	10.41%	9.30%	14.48%	18.72%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	5	7	8	9	17	26	主营业务收入增长率	57.32%	31.59%	32.32%	70.59%	69.87%	29.98%
非经营收益	-1	1	1	-12	-14	-15	EBIT增长率	58.92%	24.02%	33.33%	49.12%	64.10%	38.47%
营运资金变动	-14	-60	-26	52	-84	-61	净利润增长率	50.72%	41.76%	38.83%	36.87%	49.65%	38.17%
经营活动现金净流	39	15	77	178	114	220	总资产增长率	55.75%	292.40%	10.26%	74.17%	8.48%	10.42%
资本开支	-16	-22	-37	-87	-128	2	资产管理能力						
投资	17	-1	-25	-1	0	0	应收账款周转天数	65.1	94.5	117.6	100.0	100.0	100.0
其他	4	0	-78	2	3	3	存货周转天数	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
投资活动现金净流	5	-23	-140	-86	-126	5	应付账款周转天数	2.9	18.5	25.4	3.0	3.0	3.0
股权募资	0	483	2	460	0	0	固定资产周转天数	37.5	27.3	20.1	42.1	49.7	46.5
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	0	-1	-45	0	-120	-144	净负债/股东权益	-58.71%	-80.77%	-60.28%	-82.33%	-68.75%	-70.10%
筹资活动现金净流	0	483	-43	460	-120	-143	EBIT利息保障倍数	-475.6	-13.2	-7.6	-18.1	#DIV/0!	-82.9
现金净流量	43	475	-106	552	-132	81	资产负债率	21.81%	5.26%	6.54%	13.07%	16.56%	19.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	3	4	4
增持	0	1	4	8	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.45	1.57	1.63

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-11	增持	34.98	N/A
2 2013-04-21	增持	43.25	N/A
3 2013-08-05	增持	63.17	N/A
4 2013-09-18	增持	57.87	65.00 ~ 69.00
5 2013-10-11	增持	60.50	N/A
6 2013-10-27	增持	57.90	N/A
7 2014-03-19	买入	65.99	N/A
8 2014-05-07	买入	33.00	42.00 ~ 45.00

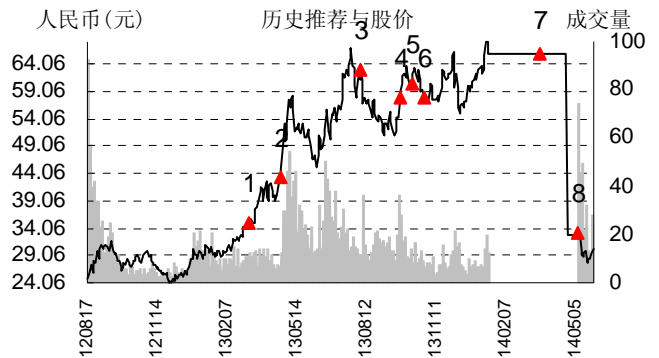
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD