

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

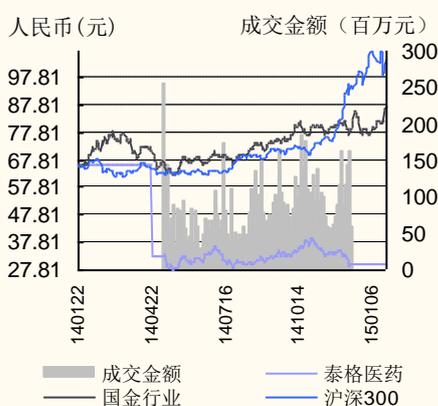
市价(人民币)：30.22元

目标(人民币)：55.00元

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)	117.86
总市值(百万元)	6,497.88
年内股价最高最低(元)	65.99/27.81
沪深300指数	3548.89



相关报告

1. 《三季报业绩提速,方达实现并表》, 2014.10.27
2. 《统计分析高增长,新业务亮点多》, 2014.8.8
3. 《本土临床CRO领导者,领先优势持续扩大》, 2014.5.26

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	0.592	0.860	1.162
每股净资产(元)	12.92	6.97	7.15	10.39	11.05
每股经营性现金流(元)	0.28	0.72	1.68	1.06	1.90
市盈率(倍)	44.89	72.22	51.08	35.14	26.00
行业优化市盈率(倍)	25.49	51.29	59.43	59.43	59.43
净利润增长率(%)	41.76%	38.83%	34.35%	58.02%	35.14%
净资产收益率(%)	9.82%	12.64%	16.55%	15.32%	19.48%
总股本(百万股)	53.40	106.80	213.60	232.17	232.17

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 药物临床试验合同研究组织简称 CRO, 可分为临床前 CRO 和临床试验 CRO 两个领域。临床试验 CRO 能够有效降低制药企业的研发成本、缩短研发周期、降低研发失败风险, 在全球制药工业因专利悬崖而盈利下滑的背景下, 全球 CRO 需求高速增长。
- 临床 CRO 是医药新经济代表, 行业增速有望加快。2015 年是医药行业不破不立的一年, 其中对于新药研发审批的简政放权, 鼓励制药企业加大研发投入降低销售费用将是提升产业竞争力的重要举措。临床 CRO 将受益于这一改革方向, 我们判断行业增速有望显著加快。
- 泰格医药是国内规模最大的临床 CRO 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。我们认为在口碑效应和行业整合的推动下, 公司将继续扩大自身领先优势, 强者恒强。
- 强势平台的产业价值是尚待开发的金矿。公司的业务模式自然连接了医药产业内的各方优质资源: 最优质的三甲医院、最顶尖的医生、最具研发创新力的企业、最权威的新药评审机构。这些资源的开发利用目前只局限于 CRO 业务本身, 产业价值被严重低估。今年公司开始盘活资源, 使其发挥更大效益, 新药投资、智慧医疗、学术营销都是值得探索的方向。
- 战略规划清晰, 外延扩张提速: 公司目标未来三年加强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。我们预计公司完成此次定增之后将继续加快推进外延步伐, 从而实现超越行业的发展增速。
- 大股东参与定增, 收购北医仁智: 公司公告三年期定增 5 亿元, 其中实际控制人和二股东共同出资 2.5 亿元; 公司斥资 1.5 亿收购心血管 ARO 领先企业北医仁智, 并计划将募集资金用于智慧医疗生态圈的建设 and 新药投资, 体现了公司业务和盈利模式的升级阶段。
- 我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.59 元, 0.86 元, 1.16 元, 同比增长 35%, 45%, 35%, 目前股价对应 2015 年 35 倍, 公司业绩维持高增长, 智慧医疗和新药投资提升估值弹性, 维持“买入”评级, 目标价 55 元
- 风险提示: 订单低于预期、人才流失风险、人力成本上涨风险
- 特别提示: 国金证券下属孙公司鼎亮睿兴投资认购增发 1 亿元, 国金证券关联公司国金涌铨资产管理计划认购此次增发 5000 万。

内容目录

对于公司业务的理解	5
临床 CRO 是制药行业的白富美，产业价值极高	5
CDE 简政放权产量提升，推动行业大发展	6
基本面分析：外资药进口注册企稳回升，其他板块惊喜连连	7
业务结构发生根本性改变	7
外资药进口注册业务有望恢复性增长	8
国内创新药高歌猛进，公司行业地位卓越	10
统计分析业务：市场需求旺盛，成本优势明显	11
美国方达医药：战略协同有待完善，将受益国内制剂出口	11
SMO 业务：顺应行业变革，行业高速增长	12
盈利预测	13
附录一：公司基本情况介绍	16
泰格医药是国内临床 CRO 的龙头企业	16
高成长性突出，市场龙头地位显著	16
订单充裕确保今明两年高增长	16
完善业务板块，打造一站式临床 CRO 企业	17
亚太布局规模初现，订单结构有望继续升级	18
高管和核心技术人员稳定，并获得充分激励	20
外延并购实现加速发展	21
打造智慧医疗生态圈：围绕高端医生，挖掘大数据价值	25
成立智慧医疗研究院	25
项目一：远程医学影像诊断中心	25
项目二：药物警戒信息化平台	26
项目三：乙肝人群临床管理平台	26
项目四：电子数据捕获系统	26
业务模式延伸：积极参与新药投资，升级盈利模式	27
附录二：临床 CRO 行业介绍	29
全球制药企业研发持续高投入，CRO 成为大趋势	29
新药研发难度逐年增长，研发效率急需提升	29
CRO 行业的诞生为制药企业提供新的解决方案	30
临床 CRO 市场是增长最快的细分领域	32
全球临床 CRO 行业的三大趋势	34
趋势一：CRO 订单向亚洲地区转移	34
趋势二：战略联盟推动行业集中度逐年提升	35
中国临床试验 CRO 行业方兴未艾	37

中国成为全球最具吸引力的临床 CRO 目的地	37
中国 CRO 行业高增长，国内外需求齐头并进	39
风险分析	40
附录：三张报表预测摘要	41

图表目录

图表 1：制药行业微笑曲线	5
图表 2：泰格医药的业务对象（网罗制药行业最优质资源）	6
图表 3：临床 CRO 围绕业务对象的延伸服务	6
图表 4：CDE 药品评审最新收费标准	7
图表 5：公司各业务板块销售收入统计（万元）	8
图表 6：泰格医药各业务板块毛利统计	8
图表 7：三报三批政策解读	9
图表 8：历年 CDE 新药评审数量	10
图表 9：国内临床试验费	10
图表 10：统计分析业务历年收入规模	11
图表 11：医院配套服务行业细分市场	12
图表 12：公司分业务盈利预测(万元)	14
图表 13：医疗服务板块估值表	15
图表 14：公司营业收入统计	16
图表 15：公司净利润统计	16
图表 17：新增订单/收入比	17
图表 18：订单执行情况统计	17
图表 19：泰格医药订单统计	17
图表 20：公司各子公司业务布局	18
图表 21：一站式 CRO 企业业务构成	18
图表 22：泰格医药海外分支机构	19
图表 23：公司业务升级示意图	19
图表 24：公司业务升级拉动增长	20
图表 25：各业务模块收入占比预测	20
图表 26：泰格医药股权结构图（发行以后）	20
图表 27：公司主要高管持股情况	21
图表 28：CRO 公司成立以来的并购案例数量	22
图表 29：美国 CRO 行业并购案例统计	23
图表 30：泰格医药发展历史与事件统计	24
图表 31：泰格医药智慧医疗平台	25
图表 32：CRO 企业商业模式变迁	27

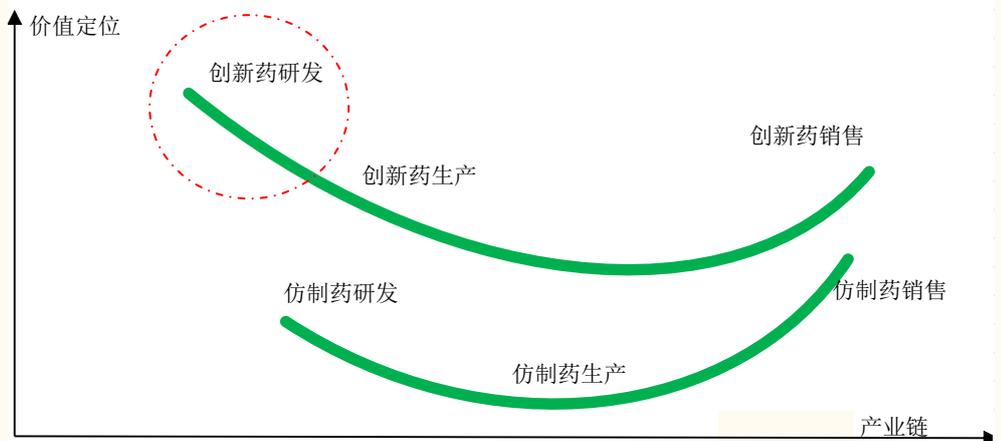
图表 33: 昆泰在业务模式延伸方面的案例	28
图表 34: 1992-2011 年药企研发投入 (R&D) 和新药成功率 (NMEs)	29
图表 35: 新药研发成功率不断降低	29
图表 36: 平均新药研发成本不断上升	29
图表 37: 新药研发的过程	30
图表 38: CRO 使用程度高低与申报延期时间 (天)	30
图表 39: 有无 CRO 外包服务临床试验各阶段耗时 (周)	30
图表 40: 全球 CRO 行业的发展历史	31
图表 41: 1997-2012 年全球药企研发投入(R&D)增速和 CRO 市场增速	31
图表 42: 近年来全球大型制药企业裁员研发部门统计	32
图表 43: 全球 CRO 市场规模与研发外包渗透率	32
图表 44: 新药研发过程与时间分配	33
图表 45: 全球 CRO 市场规模与行业构成 (亿美元)	33
图表 46: 全球研发外包市场规模按业务类型分布	33
图表 47: 临床试验 CRO 行业主要服务内容	34
图表 48: CRO 企业最想要扩张的业务板块	34
图表 49: 08-10 年全球临床研究中心项目数量分布	35
图表 50: 06-08 和 08-10 年临床研究中心项目数量增减	35
图表 51: 2010 年亚洲临床研究中心项目数量排名	35
图表 52: 现有的国际战略合作项目	36
图表 53: CRO 合作模式演变	36
图表 54: 全球主要 CRO 公司市场份额统计	37
图表 55: 06-08 年和 08-10 年各国临床研究中心项目数量占比变化	38
图表 56: 中国成为临床试验 CRO 的重要接包地	38
图表 57: 中国试验成本与西方发达国家比较	39
图表 58: CRO 企业最想要重点投资的全球市场	39
图表 59: 国内 CRO 市场规模及增长	40

对于公司业务的理解

临床 CRO 是制药行业的白富美，产业价值极高

- 临床试验 CRO 主要从事药物和医疗器械的临床研究外包服务，这种商业模式能够极大的提升研发效率，降低成本，缩短研发周期。目前临床 CRO 正在逐步取代自主研发成为新药研发的主流模式。
- 制药行业本质上是一个研发驱动的行业，一个重磅炸弹级的新药上市对制药企业的未来 10 年成长性起到决定性的作用。泰格医药所处的临床 CRO 行业，本质上抛弃了制药行业的生产和销售，将全部资源和能力聚焦于行业的发展源头——研发。
- 不同于传统制药企业，临床 CRO 的商业模式具有 2 大优势。（1）将竞争的护城河建立在自身的学术和研发能力上，非产品批文、专利、价格垄断的行政保护上（2）通过轻资产的模式给予投资者更高的回报。基于以上判断我们认为临床 CRO 领域理应给予相比传统制药企业更高的估值。

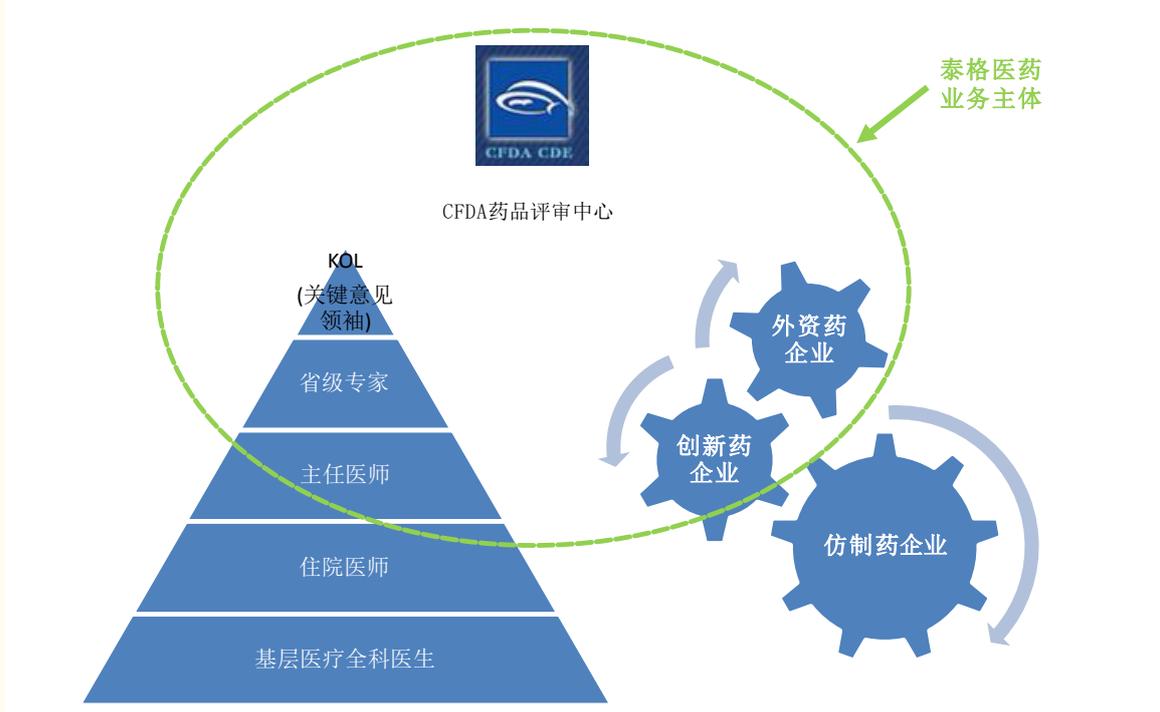
图表1：制药行业微笑曲线



来源：国金证券研究所

- 对公司商业模式的延伸性之理解。公司目前的主业本身，自然连接了全国的顶尖医生专家资源、药监局新药评审中心以及国际和国内顶尖的制药企业。我们判断，通过围绕这三个业务对象的需求所延伸出来的新模式，将为公司提供更大的商业机会。

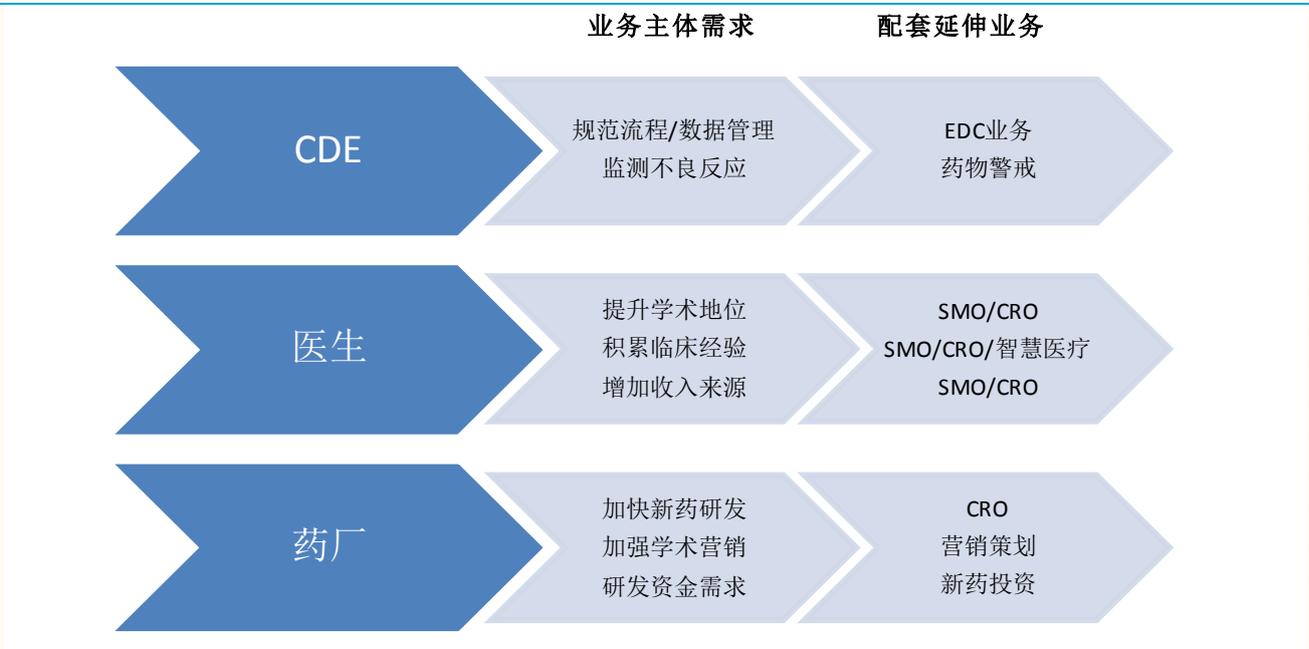
图表2：泰格医药的业务对象（网罗制药行业最优质资源）



来源：国金证券研究所

- 我们认为公司虽然目前主业类似于软件外包，或者金融投行，按人头收费的模式长期发展受制于企业的管理能力半径。但公司在医药行业所坐拥的优质资源，将帮助企业打破服务外包企业的人均单产限制，获得更好的附加值和盈利能力。

图表3：临床 CRO 围绕业务对象的延伸服务



来源：国金证券研究所

CDE 简政放权产量提升，推动行业大发展

- CDE (CFDA 药品评审中心) 是主管药品临床注册审批、药品生产申报的部门, 手握我国药品上市的准生证。然而面对近十年来爆发式增长的药品注册审批需求, CDE 的人员配备并没有相应的提升, 严重的人手不足导致药品审评的积压, 药品研发周期被人为拉长, 业界有一句话“报进去是新药, 批出来成老药”形象地比喻了药品评审环节对于行业发展的严重制约。
- 在国家各部门减政放权的指导方针下, CDE 也将在 2015 年做出重大调整。
 - 2014 年 10 月 9 日 CFDA 座谈会: 拟通过改革药品受理模式, 技术评审管理体制和行政审批管理方式等重点环节, 以及充实技术审评力量、理顺经费和收费管理方式等改革保障措施, 最大限度发挥政策叠加效应, 提高审评审批效率。
 - CFDA 总监注册司副司长表示: 将考虑在药品审评费用上给予审评部门人力资源上的支持。此外未来在药品注册受理过程、审评流程及审评审批理念上也要进行优化。
 - 我们预计 2015 年 CDE 的具体改革方向如下: (1) 将仿制药审批权下放至省级药监局, 减少国家局的工作压力, 集中评审技术难度高的创新药。(2) 抽调省局人员到国家局, 补充新药评审力量 (3) 大幅提高药品评审收费, 提高仿制药申报成本, 一方面减少无序竞争和申报资源浪费, 一方面提高评审员待遇从而获得人力资源的补充 (4) 扩容评审人员队伍, 大量招聘编制外人员, 提高药品评审效率。(5) 明确表示将采购第三方服务。
 - 我们惊喜的看到 2015 年开年, 药审中心的改革开始兑现。1 月 9 日药审中心增加聘用了 10 名新的评审员 (原 120 人编制, 15 年没变)。1 月 17 日, 药审中心大幅调整了药品评审的收费价格。我们预计未来 1-2 年 CDE 评审人员数量有望扩充到 200 人, 从而大幅带动国内药品研发注册的审批流量, 这对以研发为导向的制药企业和临床 CRO 公司是重大利好。

图表4: CDE 药品评审最新收费标准

申请	类别	国产 (万元)	进口 (万元)	涨幅
新药	临床	9.6	32	16倍
	生产	21.6	41.79	7.5倍
仿制药		9.18	31.58	
	如需临床加	6.72	29.12	8倍
补充申请		0.28	0.48	3.2倍
	如需临床加	4.5	26.9	
再注册	五年一次	0.16	24.56	

来源: CDE, 国金证券研究所

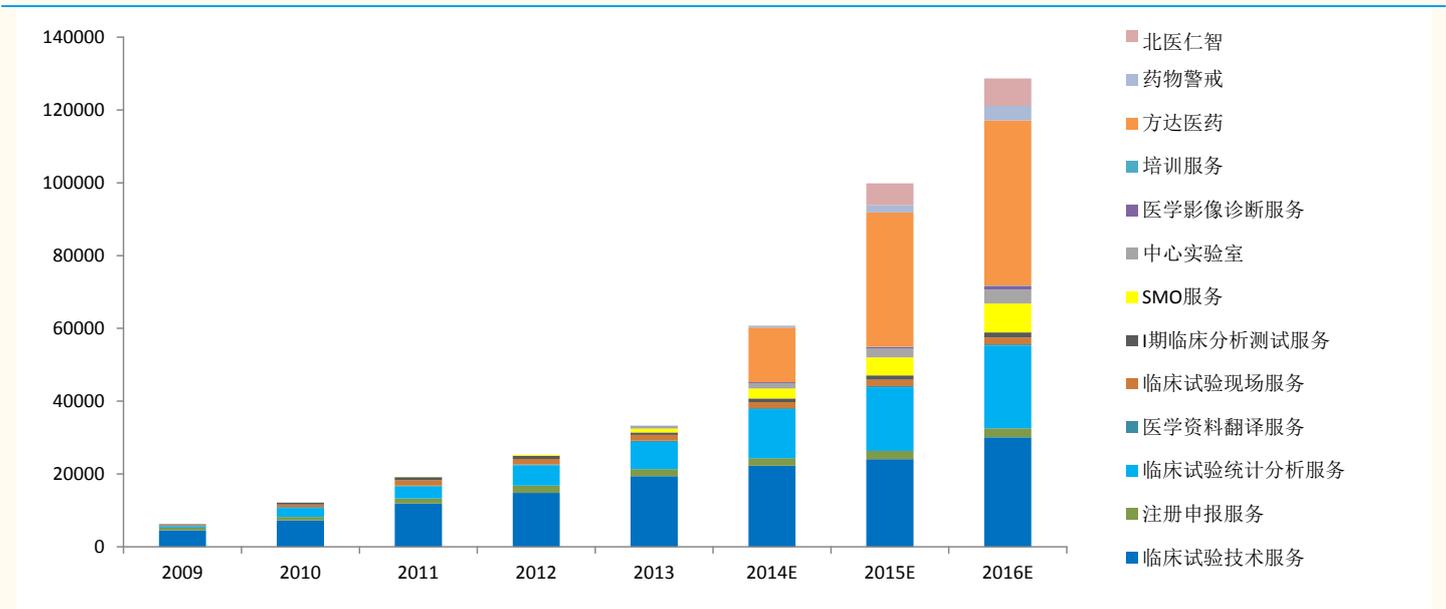
基本面分析: 外资药进口注册企稳回升, 其他板块惊喜连连

业务结构发生根本性改变

- 公司在 2012 年上市的时候, 主要业务由临床试验技术服务和统计分析业务组成, 两者分别占收入比重 59%和 22%, 占毛利比重 50%和 30%。
- 上市 3 年来, 公司 IPO 募投项目 SMO, 数据统计, 中心实验室等实现高速发展, 2014 年并购美国方达医药, 使得收入和利润结构发生重大变化。
- 我们预计 2015 年临床技术服务和统计分析的收入占比将分别下降到 24%和 17%, 毛利率比重下降到 19%和 28%。各业务板块将获得更加均衡的

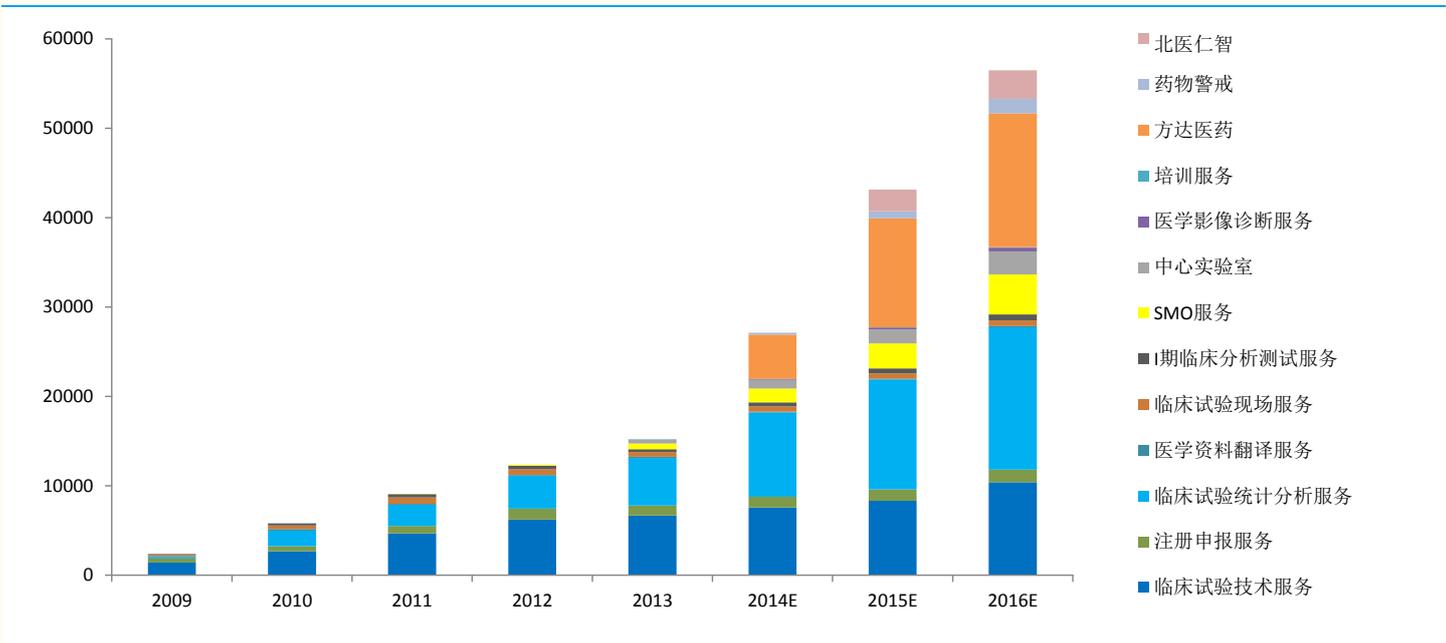
发展，外资药进口注册业务放缓（主要体现在临床试验技术服务）对业绩的影响也将非常有限。

图表5：公司各业务板块销售收入统计（万元）



来源：国金证券研究所，公司公告 备注：方达医药 2014 年 7 月并表

图表6：泰格医药各业务板块毛利统计



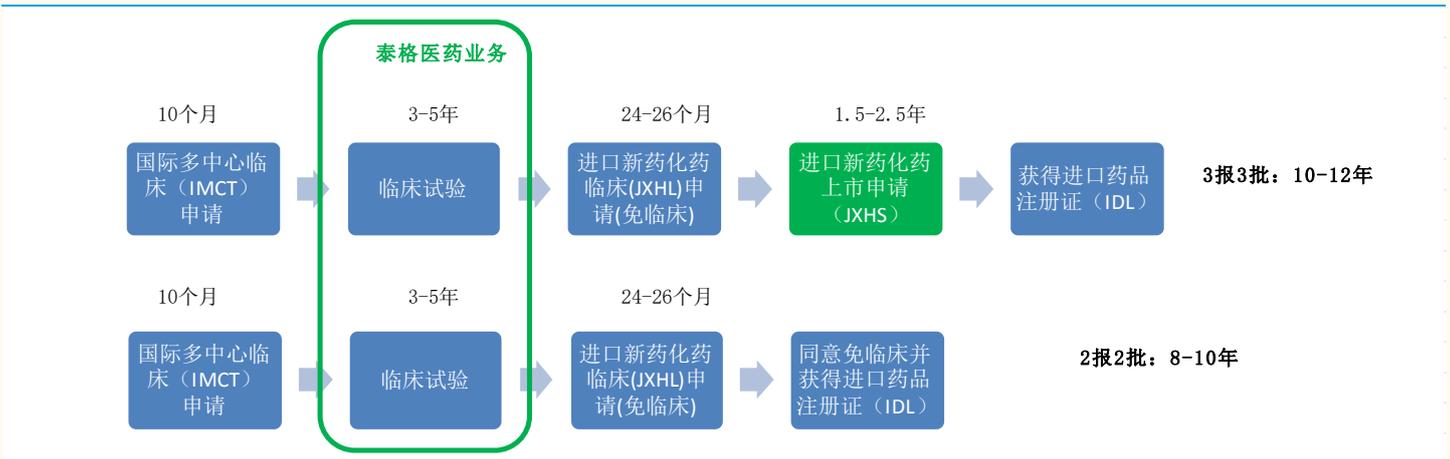
来源：国金证券研究所 备注：方达医药 2014 年 7 月并表

外资药进口注册业务有望恢复性增长

- 2014 年受到 GSK 事件和全国各行各业去 IOE 影响，CDE 放缓了对于外资药进口注册的临床批件发放节奏，导致公司该项业务订单出现较大幅度的下滑。由于该业务原来是公司的主要业务来源，占到公司订单比重高达 80%，因此投资者纷纷对其主业的成长性表现出担忧。

- 首先，我们认为外资药进口注册不会对公司未来业绩增长造成重大影响。公司从 2015 年起由于收购方达医药，统计分析，国内新药研发等业务的快速上量，在 2014 年整体订单保持稳健增长的情况下，外资药进口注册的订单比例已经下降至 30%以内，因此即使 2015 年该业务持续低迷，对公司未来 2 年的业绩释放影响也非常有限。
- 其次，我们认为外资药进口注册业务的拐点已经出现，预计 2015 年会出现恢复增长。
 - 从宏观角度：在 2015 年 1 月的商务部发布会上，发言人明确表示会加快美国药品在中国的临床注册审批速度。我们认为对外资药高层态度的变化本质上是中美商务谈判的筹码之一，对于国内上万亿的用药市场作为全球制药行业霸主的美国明显不会轻视。在北京 APEC 习奥会后，商务部做出这一表态，实际上是双方高层达成的共识。
 - 从微观角度：在 2014 年之前，外资药一直在 CDE 享受超国民待遇，原因是凡是在国内完成国家多中心临床的进口药在申报进口注册的时候无需申请生产批件（申请时间约 2 年）。这导致外资药在 CDE 的评审速度普遍比内资药快 2 年。通过从 2014 年下半年到 2015 年全年 CDE 加快国内药品申报审批，暂停外资药申报审批，国内药品的排队时间大幅缩短，现在排队时间已经和外资药持平。改革结果已经达到预期效果，未来内外资一视同仁。
 - 对于三报三批政策的解读：CDE 在 2014 年 10 月发布了针对外资药进口注册三报三批的征求意见稿。这一政策的核心就是要求在国内完成国际多中心临床的进口药，在国内注册申报时必须增加一道申报程序，即重新申请上市申请（增加排队时间 1.5-2.5 年），才能获得进口药品注册证。我们认为这一政策会对少部分临近专利到期的进口药的国内进口注册需求产生影响，但对于大多数国际制药企业的产品，延长申报周期并不会影响他们对于中国这个全球增长最快市场的野心。由于泰格医药的业务是在上市申请之前就已经完成的（新增等待时间和泰格医药的订单执行和收入确认无关），因此只要国家在三报三批政策正式出台后恢复正常审批节奏，对泰格医药业务的影响即可消除。

图表7：三报三批政策解读



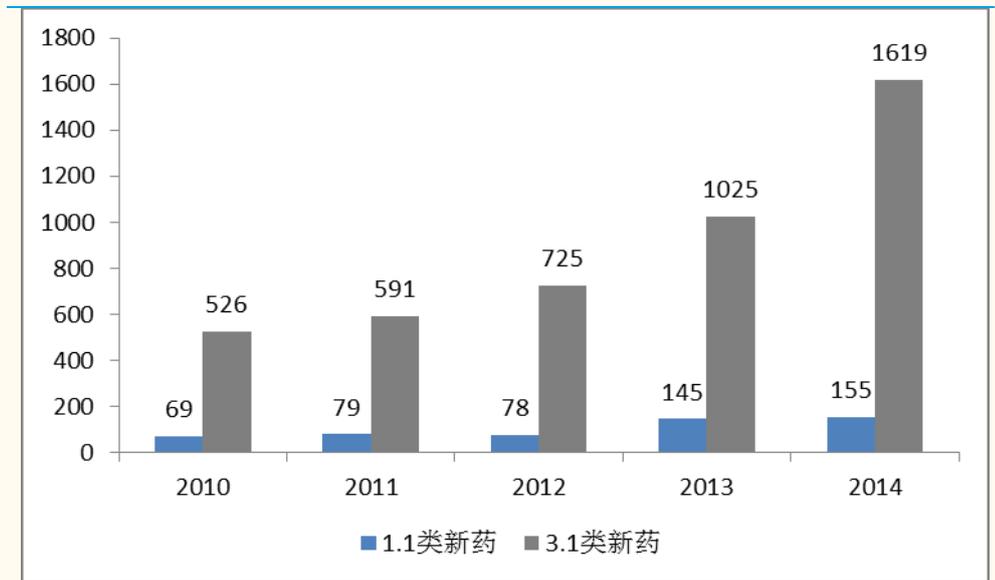
来源：丁香园、国金证券研究所

- 总结而言，我们认为外资药进口注册政策的紧缩从宏观政策和微观操作层面都将在 2015 年得到缓解，我们预计 2015 年上半年公司该业务的订单就将出现恢复性增长。

国内创新药高歌猛进，公司行业地位卓越

- 东边不亮西边亮，CDE 在 2014 年虽然在外资药评审方面原地踏步，但并不是无所作为。国内创新药的临床批件审批节奏在 2014 年下半年开始明显加快，国内化学药上市公司以恒瑞医药、华东医药为代表都在 2014 年的 1.1 类新药临床批件有所斩获。
- 泰格医药目前是国内最具实力的临床 CRO 公司，在国内 1.1 创新药的外包市场公司的市场份额高达 40%，相比外资药进口注册市场（约 20% 市场份额，外资 CRO 占据半壁江山）竞争优势更加明显。
- 公司 2014 年的国内创新药订单实现 200% 增长，占临床技术服务比重从 2012 年的 20%，提升至 2013 年的 30%，2014 年有望达到 40%。我们判断 2015 年 CDE 的改革和加快审批将大大加快国内创新药的临床批件审批速度，激活国内新药创新活力，泰格医药的国内创新药业务也将继续保持高速增长，在 2015 年将实现和外资药进口注册业务分庭抗礼的格局。

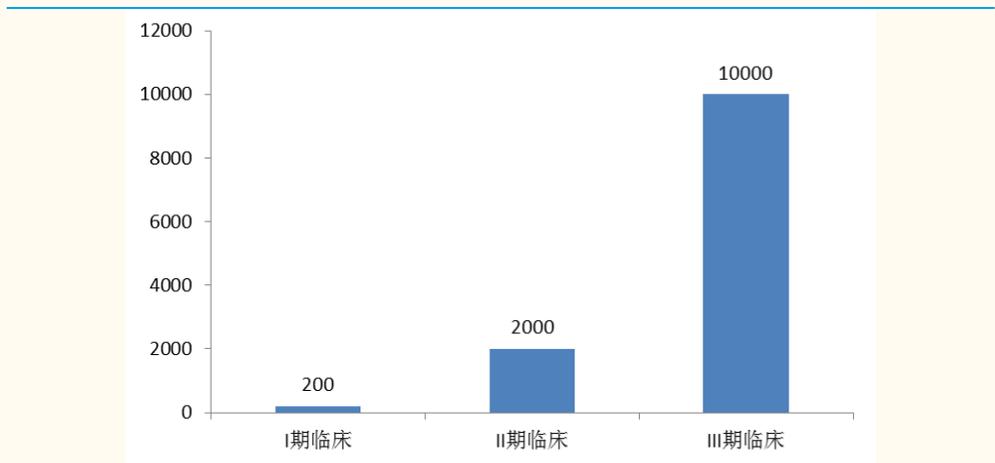
图表8：历年 CDE 新药评审数量



来源：丁香园、国金证券研究所

- 从长期来看，公司目前的国内新药研发项目大多处于订单规模较小一期临床阶段，随着临床进度的不断推进，未来进入二期三期临床将带来更可观的订单体量

图表9：国内临床试验费

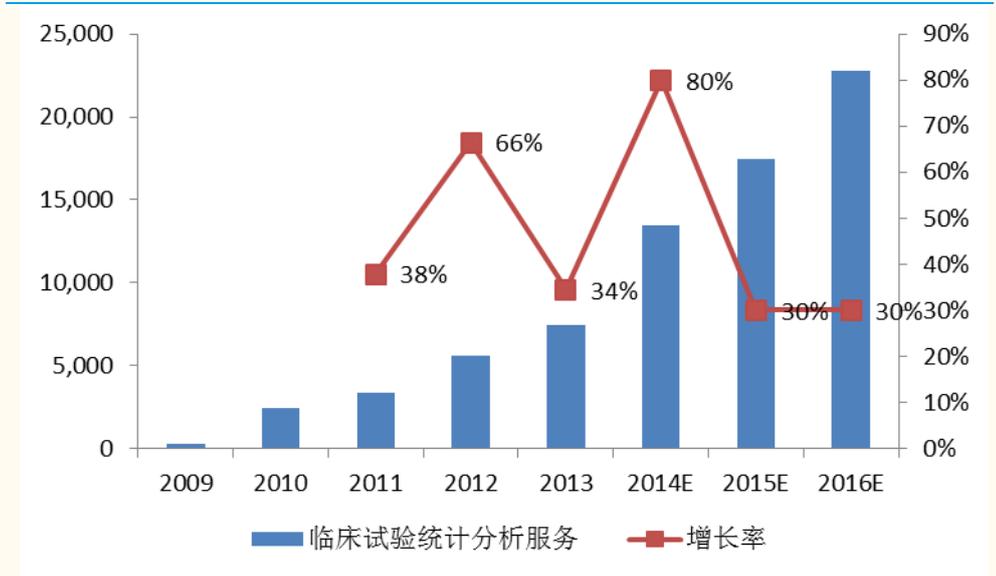


来源：国金证券研究所

统计分析业务：市场需求旺盛，成本优势明显

- 从 2010 年收购美斯达以来，公司统计分析业务近年来实现高速增长。2013 年公司先后收购台湾统计分析业务团队和美国 BDM，继续加强统计分析业务的人员配置和技术能力。
- 统计分析业务有别于公司其他业务板块立足于国内临床市场，是全球离岸外包业务，即能够承接来自全球的临床研究数据，并进行统计分析。该业务由于不受到国内药监局的监管，且相比欧美发达国家成本优势明显，近年来成长态势非常明确。
- 该业务的发展瓶颈主要来自于统计分析人员的培养，即产能。公司目前统计分析人员数量约 200 人，人均单产 70 多万，显著高于临床技术服务 30 万左右的人均产出。但统计分析人员的培养周期较长一般在 2-3 年，且市场人才竞争激烈。公司通过在嘉兴建立数据管理中心和招收当地人才，实现人才的批量培养，同时降低成本降低人员流失率。

图表10：统计分析业务历年收入规模



来源：公司公告、国金证券研究所

- 统计分析在临床 CRO 的全过程中占据总费用的 15%。按照全球约 150 亿美元的临床 CRO 规模，数据统计分析市场的整体规模在 130 亿人民币左右，公司目前业务体量占到全球 1%，未来发展空间巨大。
- 目前公司的统计分析业务的主要订单来自礼来和 PAREXEL，存在比较明显的大客户依赖，在产能瓶颈得到缓解之后，新客户的拓展将为业务带来超预期的可能。

美国方达医药：战略协同有待完善，将受益国内制剂出口

- 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 67.00% 股权。
 - 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

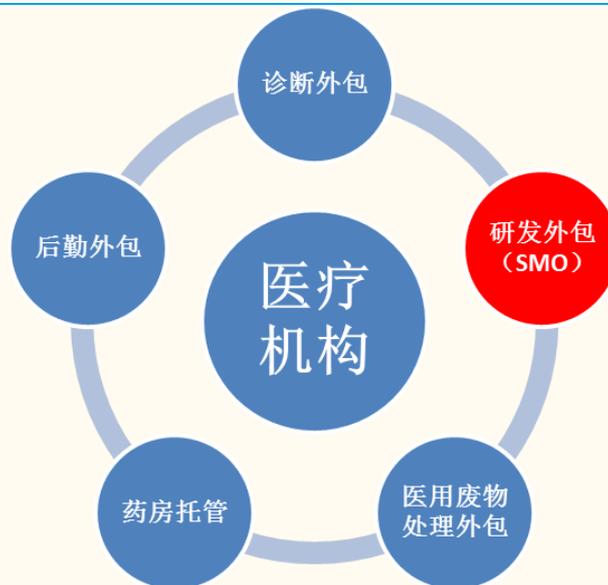
23%为博士学位，30%为硕士学位，丰富的人力资源价值、技术储备和数据积累，以及美国市场的渠道价值是上市公司本次收购的核心价值诉求。

- 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 14 年收入预计达到 3 亿元，同比增长接近 30%，后续三年的收入增长在 20%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。
- 方达医药所聚焦的临床前研究和 CMC 业务是国内制药企业想要实现制剂出口，通过美国 FDA 认证的重要组成。随着未来国内制药企业国际化的步伐逐步加快，方达医药也将更多的承接来自中国的订单，实现超越美国平均行业增速的发展。

SMO 业务：顺应行业变革，行业高速增长

- SMO 是 Site Management Organization，临床试验现场管理组织。临床研究技术服务的执行受到复杂的医院环节、医院招募病人和试验操作质量不可控等影响。SMO 针对这些问题，直接派驻 CRC 到医院帮助研究者招募病人和操作试验，协助研究者执行临床试验中非医学判断性质的具体事务工作，以确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规范。该项服务能够提高临床研究项目的进度和质量，极大的减轻了医生的临床研究压力。
- SMO 是近 5 年来才在国内发展起来的新商业模式，目前全国市场规模 5 亿元左右，每年以 50%以上的速度高速增长。

图表11：医院配套服务行业细分市场



来源：国金证券研究所

- 我们认为在我国医疗服务市场趋向市场化运营，公立医院运营效率被迫提升的大环境下，所有针对医疗机构高效率的配套服务商业模式都将迎来黄金的发展期。SMO 所代表的研发外包能够减轻医生在发表学术论文，进行临床研究方面很多繁琐的工作任务，大幅提升医生的工作效率。在日本和台湾等亚洲发达国家地区 SMO 甚至形成了和临床 CRO 同等规模是市场。

- 泰格医药从 2012 年 IPO 募投项目开始布局 SMO 市场，目前人员数量 260 多人，2014 年预计实现收入超过 3000 万元。我们预计未来 5 年 SMO 业务仍将有望保持高速发展，成为公司即临床技术服务和统计分析之后的又一大支柱板块。

盈利预测

- 基于以上各业务板块的分析，我们认为公司 2015 年订单将保持 40%以上的高增长。2015 年-2016 年剔除方达医药并表的影响，公司主业收入增长预计保持 35%左右。
- 美国方达医药 2014 年超额完成业绩承诺，我们预计公司 2015 年仍将保持 30%左右高增长。

图表12：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	22,296	24,080	31,304
	增长率		61%	68%	25%	31%	15%	8%	30%
	毛利率	40%	48%	53%	42%	34%	34%	35%	35%
临床试验医院管理服务 (合并入技术服务)	销售收入	1582	2544	3962					
	增长率		61%	56%					
	毛利率	16%	16%	12%					
注册申报服务	销售收入	778	958	1,412	1,996	1,938	2,035	2,238	2,462
	增长率		23%	47%	41%	-3%	5%	10%	10%
	毛利率	56%	59%	60%	61%	58%	58%	58%	58%
临床试验统计分析服务	销售收入	287	2,422	3,339	5,559	7,476	13,457	17,494	22,743
	增长率		743%	38%	66%	34%	80%	30%	30%
	毛利率	50%	71%	70%	67%	71%	70%	70%	70%
医学资料翻译服务	销售收入	217	284	205	216	311	280	308	339
	增长率		31%	-28%	5%	44%	-10%	10%	10%
	毛利率	68%	68%	59%	39%	41%	40%	40%	40%
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	57%	56%	49%	41%	34%	34%	34%	34%
I期临床分析测试服务	销售收入	206	471	812	844	642	963	1,155	1,386
	增长率		129%	73%	4%	-24%	50%	20%	20%
	毛利率	44%	53%	46%	45%	50%	49%	49%	49%
SMO服务	销售收入	-	-	12	287	1,102	2,755	4,960	7,936
	增长率				2205%	284%	150%	80%	60%
	毛利率			60%	42%	57%	56%	56%	56%
中心实验室	销售收入	-	-			649	1,493	2,389	3,822
	增长率						130%	60%	60%
	毛利率					64%	65%	66%	68%
医学影像诊断服务	销售收入	-	-			12	248	496	992
	增长率						2000%	100%	100%
	毛利率					14%	42%	42%	42%
培训服务	销售收入					10	20	50	90
	增长率						109%	150%	80%
	毛利率					54%	54%	54%	54%
方达医药 (预计14年7月并表)	销售收入						30,019	36,923	45,415
	增长率						28%	30%	23%
	毛利率						33%	33%	33%
药物警戒	销售收入						500	2,000	4,000
	增长率							300%	100%
	毛利率						40%	40%	40%
北医仁智 (预计2015年1月并表)	销售收入							6,000	7,500
	增长率								25%
	毛利率							40%	40%
合计	销售收入	6219.53	12094.13	19120.71	25275.82	33,143.26	60,763.07	99,884.81	129,869.28
	增长率		94.45%	58.10%	32.19%	31.13%	83.33%	64.38%	30.02%
	毛利	2368.68	5796.19	9082.64	12364.60	15,146.85	27,119.32	43,116.74	56,689.31
	增长率		144.70%	56.70%	36.13%	22.50%	79.04%	58.99%	31.48%
	毛利率	38.08%	47.93%	47.50%	48.92%	45.70%	44.63%	43.17%	43.65%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.59 元, 0.86 元, 1.16 元, 同比增长 33%, 45%, 35%, 目前股价对应 2015 年 35 倍。
- 此次公司大股东和二股东共同出资 2 亿元参与三年期增发, 是基于对公司未来三年成长性的判断。我们同样看好公司未来三年各业务板块的高成长性。

图表13：医疗服务板块估值表

证券代码	证券名称	收盘价	EPS			PE		净利润复合 增速	PEG
			2014	2015	2016	2015	2016		
300015.SZ	爱尔眼科	33.09	0.49	0.63	0.83	52.72	40.10	30%	1.73
300244.SZ	迪安诊断	57.56	0.60	1.00	1.40	57.56	41.11	60%	0.96
300347.SZ	泰格医药	30.22	0.59	0.86	1.16	35.14	26.05	40%	0.87
600763.SH	通策医疗	50.95	0.73	0.96	1.25	53.07	40.76	31%	1.72
002030.SZ	达安基因	24.40	0.32	0.41	0.51	60.23	48.24	26%	2.32

来源：WIND/国金证券研究所

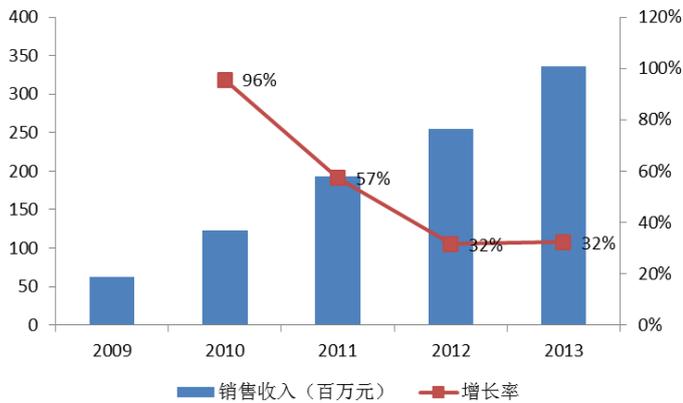
附录一：公司基本情况介绍

泰格医药是国内临床 CRO 的龙头企业

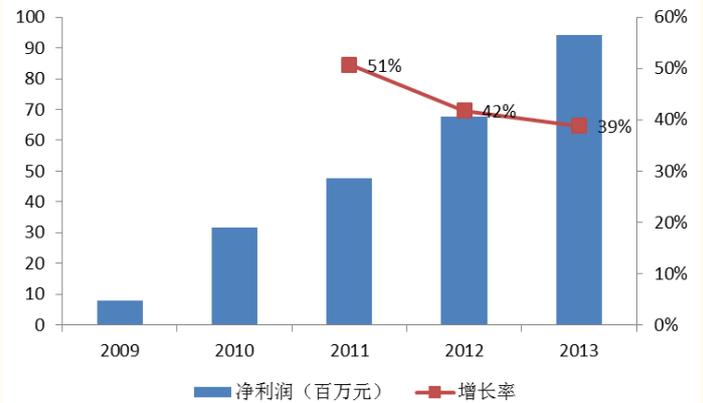
高成长性突出，市场龙头地位显著

- 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14：公司营业收入统计



图表15：公司净利润统计



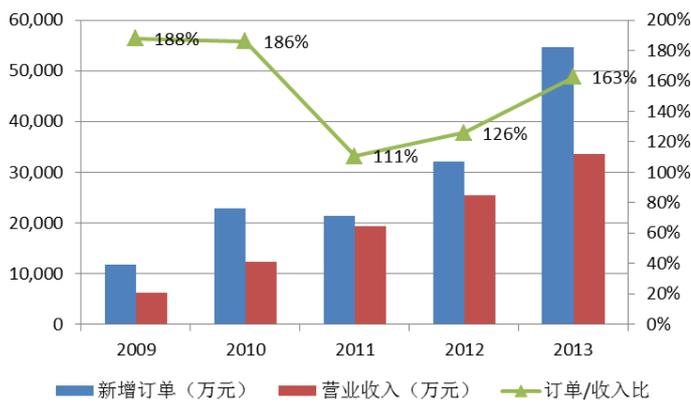
来源：招股说明书、国金证券研究所

- 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。

订单充裕确保今明两年高增长

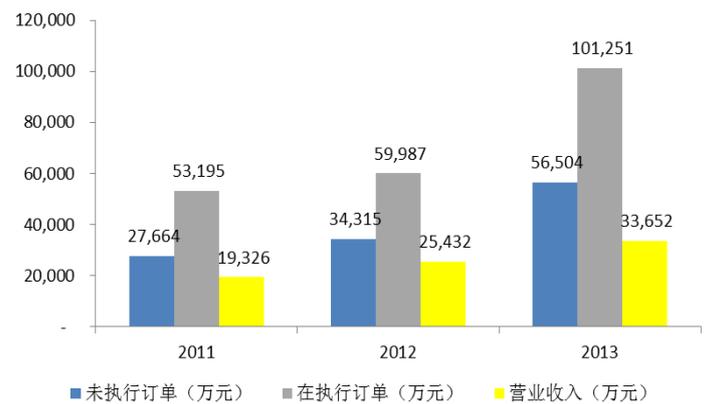
- 泰格医药 2013 年实现销售收入 3.36 亿元，新增订单 5.5 亿元，新增订单规模已经连续 5 年超越收入增速，在手未执行订单达到 10.1 亿元，是 2013 年全年营业收入的 3 倍。虽然 2014 年公司订单增速受进口药政策负面影响，但仍然保持稳健增长，展望 2015 年进口药注册业务有望恢复增长，国内新药、统计分析、SMO 等业务订单有望高速增长。

图表16: 新增订单/收入比



来源: 国金证券研究所

图表17: 订单执行情况统计



图表18: 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。
 - 母公司泰格医药和上海泰格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19：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20：一站式 CRO 企业业务构成

Clinical Research	Technology	Consulting
<ul style="list-style-type: none"> Phase IV Clinical Logistics Project Management Site Management Patient & Investigator Recruitment Data management Bioanalysis Biostatistics Medical Services 	<ul style="list-style-type: none"> Medical Imaging Central Labs IVRS/IWRS EDC-DataLabs Integration services CTMS-IMPACT ePRO MyTrials eLogistics Suite 	<ul style="list-style-type: none"> Product Development & Regulatory Affairs Strategic Compliance & Risk Management Clinical & Manufacturing Consulting Quality Process Consulting Reimbursement & Patient Assistance Programs Commercialization Medical Education & Communications

来源：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。

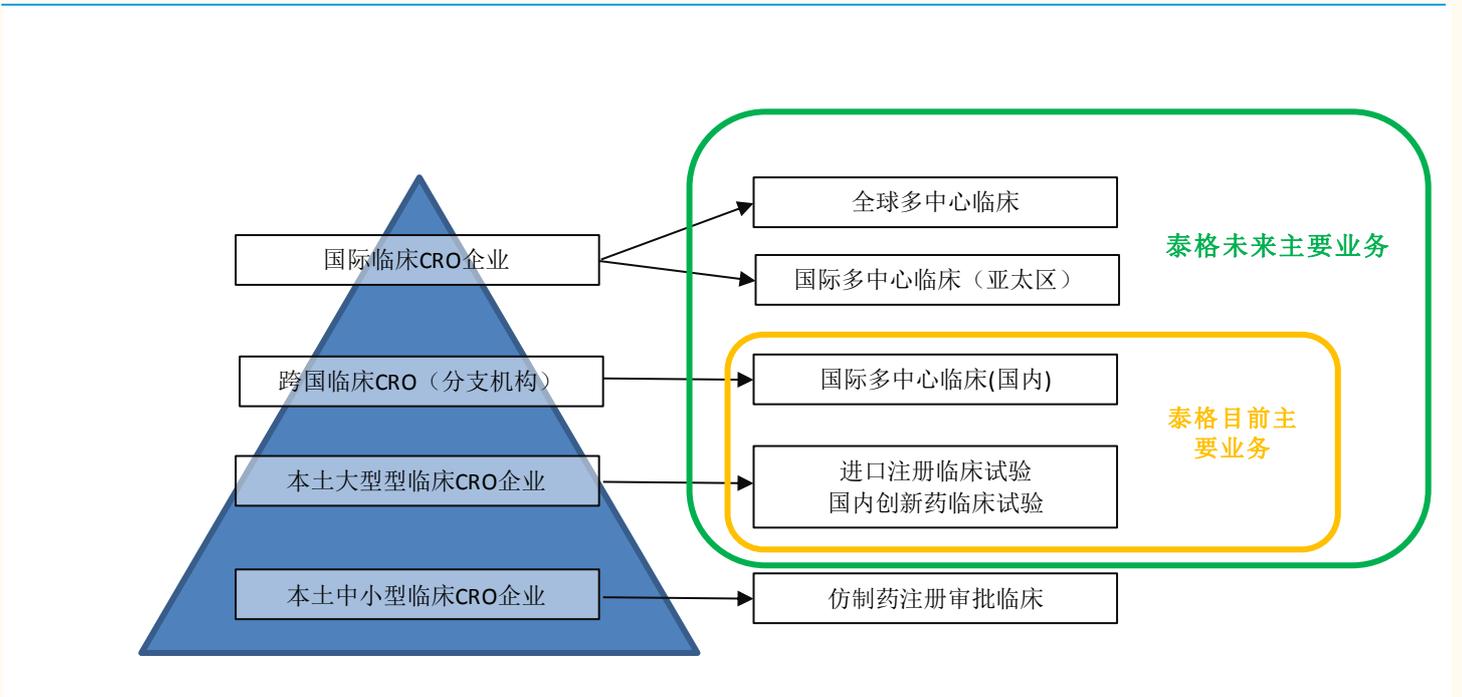
图表21：泰格医药海外分支机构



来源：国金证券研究所

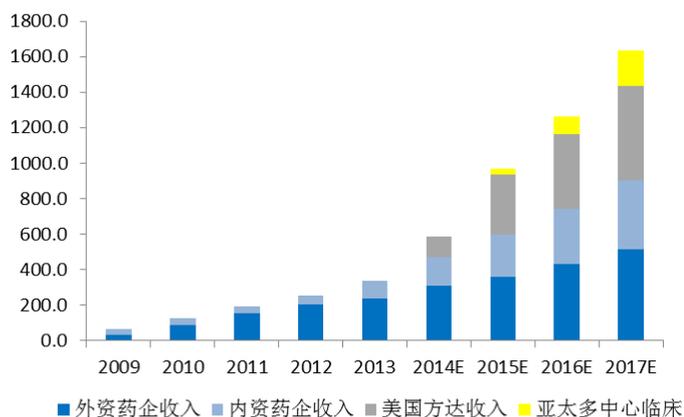
- 我们预计今年年底或者明年，公司将有望获得亚太地区的多中心临床订单，从而实现订单结构的再一次升级。到 2017 年公司正式形成海外业务与国内业务等强的业务结构，正式成为全球化的 CRO 企业。

图表22：公司业务升级示意图



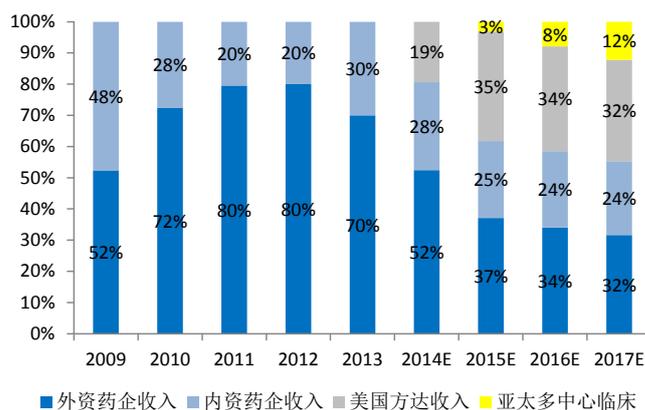
来源：国金证券研究所

图表23：公司业务升级拉动增长



来源：国金证券研究所

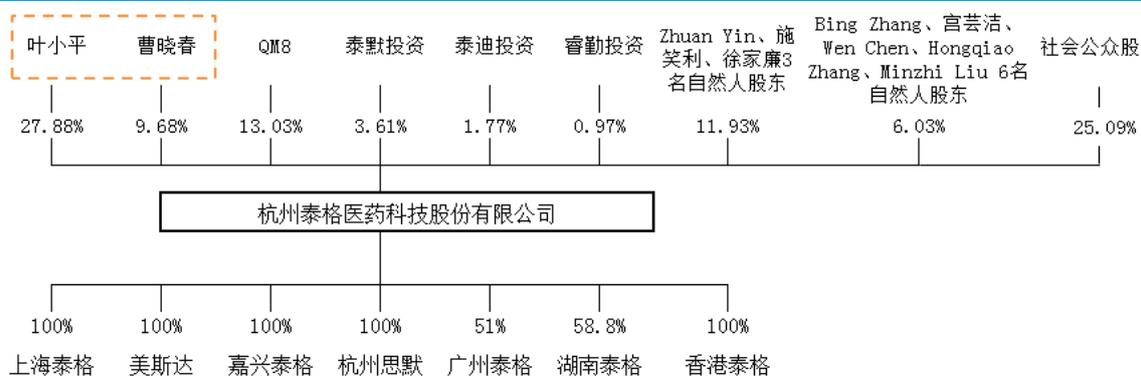
图表24：各业务模块收入占比预测



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，此次增发完成后叶小平的持股比例将从 27.7%提升至 28.36%，公司董事曹晓春持股比例将从 9.62%提升至 9.97%。
- 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25：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26：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月任职于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历（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。

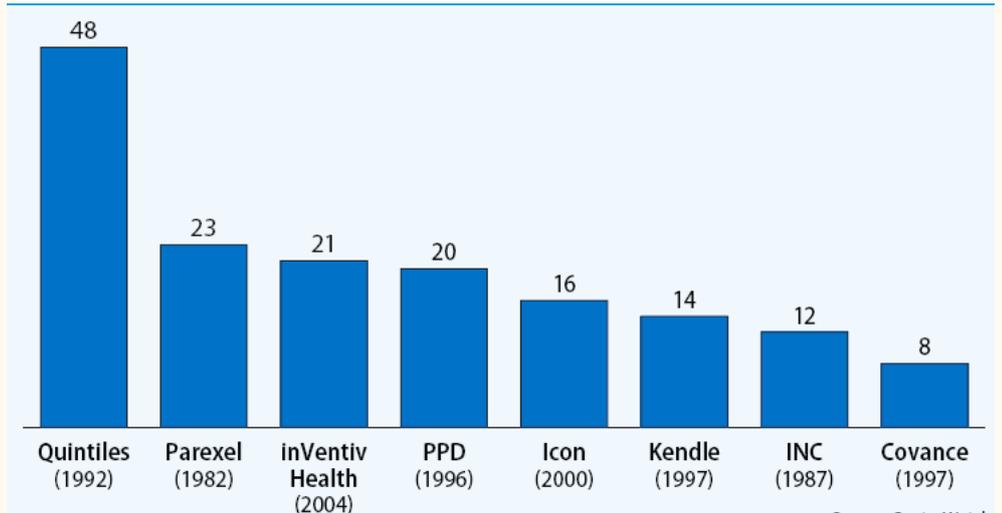
来源：招股说明书、国金证券研究所

- 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%；换算成逐年增长率为 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%；换算成逐年增长率为 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27: 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28：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	Phlexglobal	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。我们预计这一趋势在 2015 年将继续得到充分演绎。

图表29：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，I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%	SMO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（NIS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、CMC服务	美国
2014年5月	收购	康利华	NA	51%	生产设施认证咨询	北京
2015年1月	收购	北医仁智	1.5亿	100%	心血管临床CRO、心血管慢病管理（智慧医疗）	北京

来源：公司公告、国金证券研究所

- 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，香港泰格对方达医药的持股比例为 67.00%。
- 2015年1月公司以 1.54 亿元收购北医仁智 100% 股权，加强心血管领域和智慧医疗平台建设。北医仁智立足于临床试验 CRO，同时更专注于学术性研究组织（ARO，Academic Research Organization），是国内目前在心血管领域领先的 ARO 公司。
 - 北医仁智的临床试验 CRO 业务主要是为医药/器械企业提供高标准 I-IV 期临床试验技术服务的项目管理、数据管理、生物统计分析、注册申报和临床医药项目推广等服务。北医仁智的 ARO 业务，主要是与国内外临床专家团队紧密合作，进行临床试验研究方案设计、研究活动组织和实施，并对研究结果进行科学的统计、分析工作。ARO 业务的主要服务对象为国内医院、科研院校、医学会等非商业机构组织，重点围绕心血管领域开展相关研究工作。
 - 北医仁智计划在未来拓展临床研究业务范围和保持心血管专科特色的基础上，搭建并推广中国的心血管临床数据服务平台，以中国发病率高和危害性极大的心血管病为重点，为医疗机构和心血管专科医生提供国际标准的临床患者数据管理服务，不仅能够帮助评估和提高心血管疾病医疗质量，而且可以提高临床研究的效率。
 - 北医仁智 ARO 业务服务的专家团队资源以及其心血管领域的专科特色能够很好地填补上市公司在专业领域上的空白，同时泰格医药的介

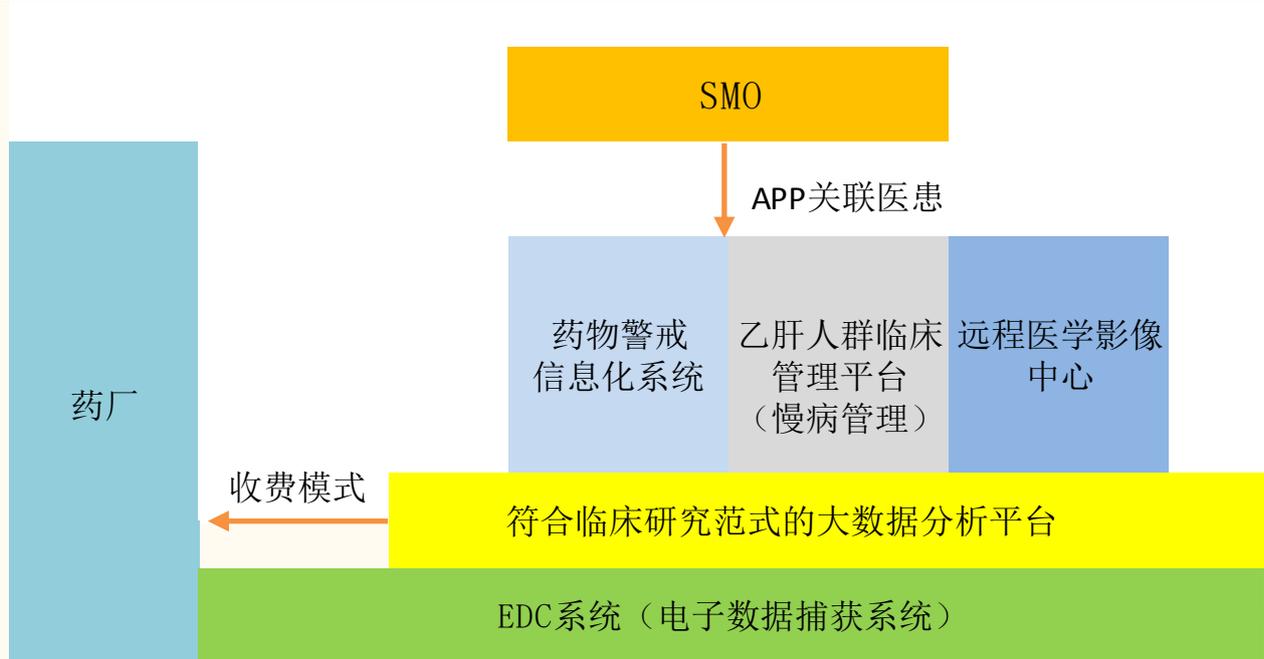
入也将提高北医仁智的人均单产，帮助其迅速提升盈利能力。北医仁智 2014 年实现销售收入 4880 万元，实现净利润 110 万元，公司承诺 2015 年、2016 年、2017 年将实现经审计确认的净利润分别不低于人民币 1,100 万元、1,320 万元和 1,584 万元。

打造智慧医疗生态圈：围绕高端医生，挖掘大数据价值

成立智慧医疗研究院

- 2014 年泰格医药成立智慧医疗研究院，将药物警戒、ECD 系统、慢病管理和远程影像中心作为重点突破方向。
- 公司的商业模式聚集了医疗行业最顶尖的专家医生，而智慧医疗的核心就是如何用最低的成本增加稀缺的医生资源的活跃度和粘性。

图表30：泰格医药智慧医疗平台



来源：公司公告、国金证券研究所

项目一：远程医学影像诊断中心

- 医学影像已成为临床医学中不可或缺的重要学科之一。目前中国在为临床试验提供第三方影像评估服务处于空白领域，主要由国际 CRO 公司垄断新药研发领域中医学影像服务。
- 基于泰格医药临床试验云平台，智慧医疗项目拟搭建一个集合存档、通信、诊断为一体的远程医学影像中心。该中心通过软件系统采集医院产生的标准化的、非标准化的各种医学影像资料，将其以计算机数字性质统一标准化储存至泰格医药临床试验的云平台。通过远程医学影像诊断中心，数字化影像同时将实现实时实地传输、多功能分析处理、多维读取分享等功能。
- 另外它将建立全国乃至全球的影像读片专家库，真正实现资源共享、信息互通的移动医疗。

- 因此，智慧医疗项目下的远程医学影像诊断平台将彻底改变传统医学影像的观念，建立起高效的信息储存、海量的信息传输、多维的信息读取、有效的分析处理，移动医学影像诊断平台，为医学影像提供了数字化、智能化的全新医学服务。

项目二：药物警戒信息化平台

- 药物警戒 (Pharmacovigilance) 属于对整个药物生产周期全过程 (包括研发, 生产前, 上市前后, 已经临床应用) 的风险管理。
- 随着全球医药产业的发展, 药物警戒管理和安全评估已成为医药公司成功的关键之一。基于泰格医药临床试验云平台, 智慧医疗项目拟建立药物警戒信息化全平台。主要通过软件系统向医院搜集不良事件的数据, 通过云技术对此数据进行储存, 处理和分析, 充分评估不良事件在药品研发、制造、应用等领域的影响。
- 累积收集的有关不良事件的大数据日后将为新药临床试验、上市审批、评估药品安全风险、使用指南等方面提供科学依据。同时药品警戒信息化平台的另一个端口连接了搜集药物不良事件并向患者提供相关信息反馈的手机 APP, 此 APP 系统使得移动医疗与数据云平台相结合, 不仅增加了医患的有效互动, 更有助于扩展和丰富数据库来源。
- 因此, 药物警戒信息化全平台作为智慧医疗的一个拟搭建体系, 有效地提高了不良事件处理的工作效率, 节约和合理配置资源, 降低了患者的用药风险, 它为国内药厂新药开发, 进入国际市场提供最全面、最优化的临床安全评价服务。

项目三：乙肝人群临床管理平台

- 乙肝人群临床管理平台, 基于手机 APP 和云平台技术相结合的, 是一个专门服务乙肝病患并为中国乙肝治疗提供额外增值服务的平台。目前计划在此平台下先设立乙肝孕妇管理 APP, 作为乙肝人群管理系统的推广。此项目仅细分乙肝患者中孕妇这个特殊群体, 通过在各大妇幼医院、专科医院、传染病医院推行乙肝管理 APP, 在孕妇就医初期建立全面完善的患者档案, 通过 APP 系统将实时记录并监控孕妇每天的动态, 为病患提就医信息、在线咨询、生活方式的建议、专家最新研究方案、患者交流社区等功能。
- 同时, APP 将结合全国专家库对 VIP 用户提供个性化治疗方案。另一方面, 此 APP 将与智慧医疗的患者数据库相连接, 实现乙肝病患数据的优化处理、及时共享, 为日后的乙肝项目的临床试验提供宝贵的信息资源。
- 因此, 乙肝管理 APP 不仅可以形成良好的医患互动, 有效及时的进行疾病预防和控制, 并且形成大量的乙肝孕妇人群的动态数据库为此专业细分领域提供专业的医疗、健康保健等增值服务。

项目四：电子数据捕获系统

- 在传统模式中, 临床试验主要依靠人工来完成数据的采集、整理和管理过程, 却无法保证数据的准确性, 而且存在着采集过长, 开销较大等弊端。EDC 系统建立云技术平台, 主要应用于药物临床试验中, 实现药物临床试验“信息流”的全面流通, 实现从“Paper study”向“EDC study”的蜕变。
- 研究者只要通过网络与中央数据库联络, 不仅可以随时下载该试验点的电子病例报告表 (eCRF), 还可以及时接收有关数据的问题查询表 (DQF), 可在数据输入完成后, 将数据传输到中央数据库即可, 或者是直接在线完成。
- 临床试验监查员在做完 SDV (原始文件核查) 后, 可以通知中央数据库冻结数据, 通过识别可以自动产生相关数据问题查询表, 发送给研究者及试

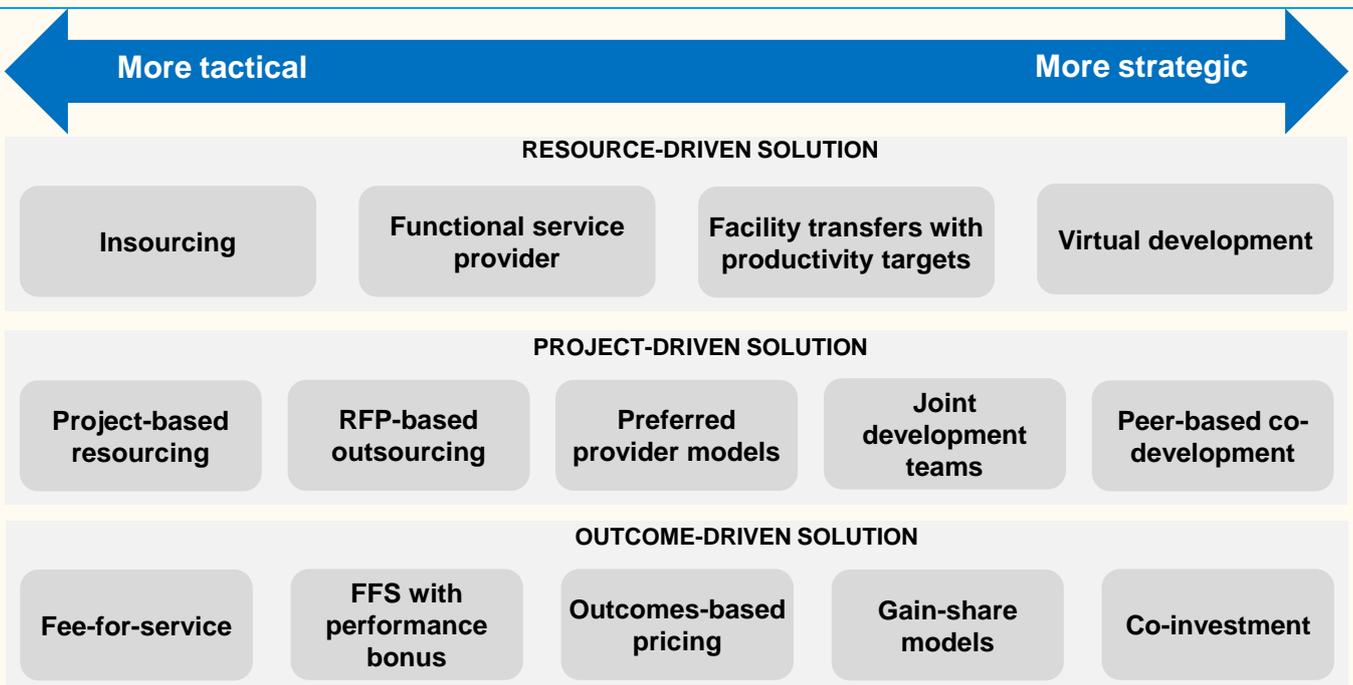
验监查员，或者对无疑问的数据锁定临床试验数据的规范化采集是药物临床研究中的重要内容。

- 因此，EDC 系统搭建的云平台将在中国临床试验数据研究中形成里程碑式的突破，为临床试验数据研究提供无纸化、标准化、数字化、高效化的技术服务。

业务模式延伸：积极参与新药投资，升级盈利模式

- 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的投资和上市收益分红。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31：CRO 企业商业模式变迁



来源：国金证券研究所

- 全球临床 CRO 的龙头昆泰目前有 30%的收入来自于新药投资和上市后提成。昆泰基于自身对于新药的专业判断，进入了新药投资领域，与药企合作伙伴进行更深层次的合作，其中包括新药的联合投资研发，以及商业化推广。

图表32：昆泰在业务模式延伸方面的案例

合作对象	产品	合作模式	收益分配
Prana	阿尔兹海默症药物	投资300万美元用于II期临床	股份分红
三星	大分子生物药	联合成立生物制药公司，昆泰持股10%	股份分红
礼来	抗抑郁药欣百达	昆泰投入1.1亿美元，追加3亿元用于商业化推广	欣百达上市前5年销售收入的8.5%，之后降至3%
爱力根	SancturaXR	共同推动药物销售	收取特许权使用费

来源：公司公告、网络新闻、国金证券研究所

- 泰格医药此次募集资金计划使用不超过 34,600.00 万元的募集资金用于补充公司流动资金，主要通过三个方面：（1）搭建智慧医疗平台；（2）优化客户新药研发中的资金压力和需求（新药投资）；（3）境内境外外延并购。
- 公司明确表示将会更加积极的探索新药投资领域，目前公司已于先声药业合作百家汇项目，通过这一产业园区投资平台实现新药投资。通过公司也在探索和专业的 PE/VC 投资机构合作，通过“资本+专业”的模式选择有潜力的新药创业企业，相互协作共同投资。
- 基于公司的专业判断和对药物的理解，我们相信公司未来将走上专业化的新药投资道路，或者成为国内顶尖的医药行业风险投资平台。从而突破人均单产的天花板实现跨越式发展，为股东提供更好的回拨。

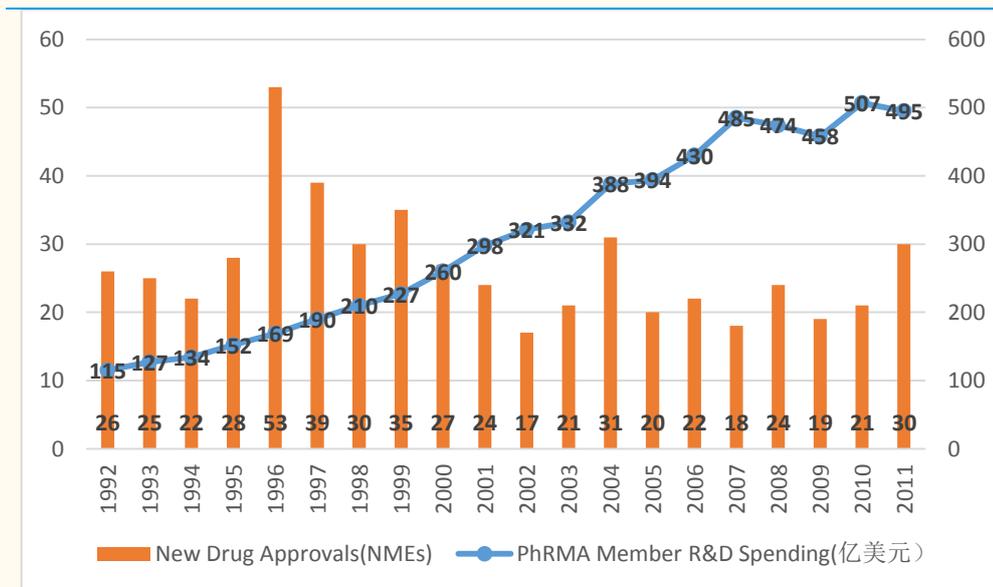
附录二：临床 CRO 行业介绍

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33：1992-2011 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

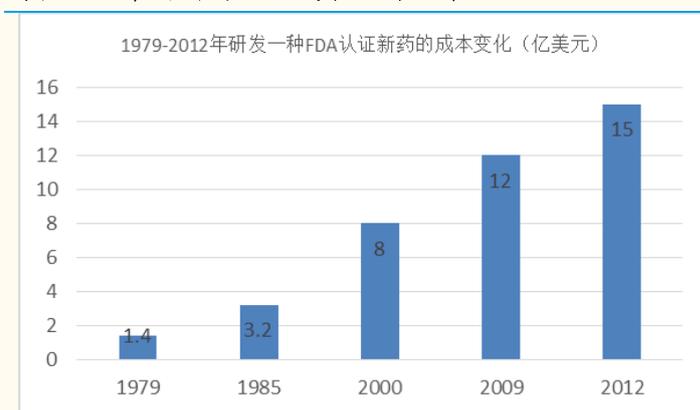
- 然而,目前全球新药研发趋势日益严峻, 新药筛选的难度增加, 研发成本不断增加, 审批监管日趋严格。企业投入新药研发的回报正经受考验。
 - 研发投资成本巨大: 全球制药企业研发新药的平均成本从 1975 年的约 1.4 亿美元, 上涨到 2009 年的约 12 亿美元。
 - 研发周期长: 随着疾病复杂程度的提升, 市场开发新药的周期也越来越长, 目前美国制药企业的新药品种从实验室发现到进入市场平均需要 10 至 15 年时间, 新药开发期的不断延长导致其上市后享有的专利保护期减短, 对于销量大的明星药品, 专利保护期的缩短意味着预期营业收入的大量减少。

图表34：新药研发成功率不断降低



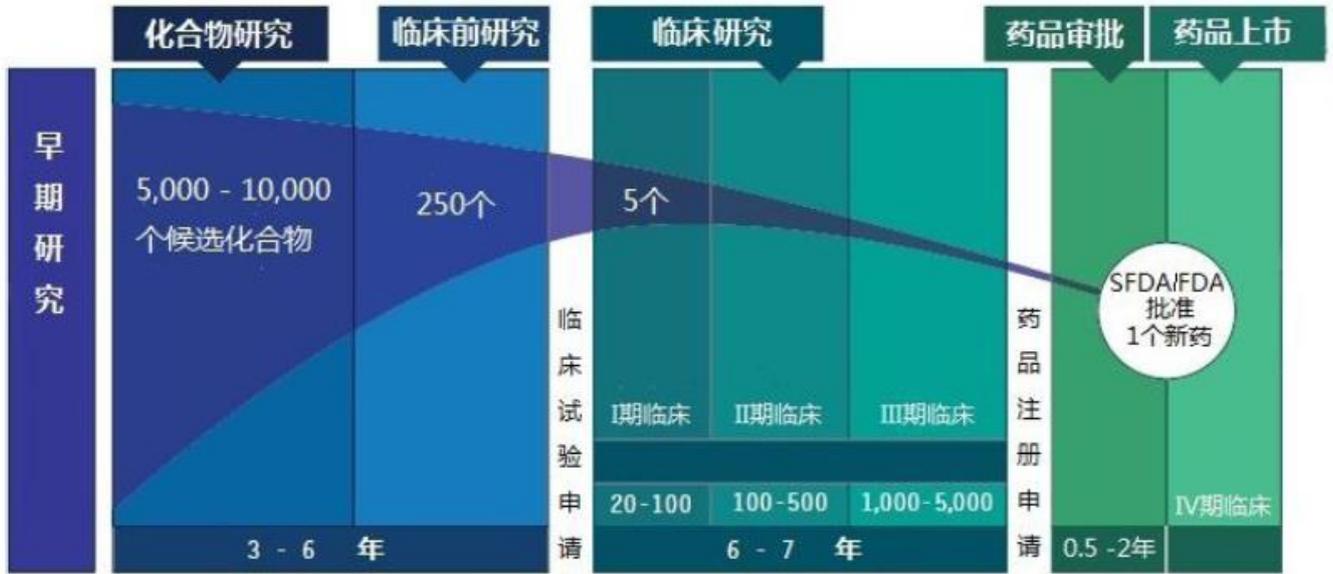
来源：PhRMA and The Burrill Report 2012. Cowen、国金证券研究所

图表35：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。

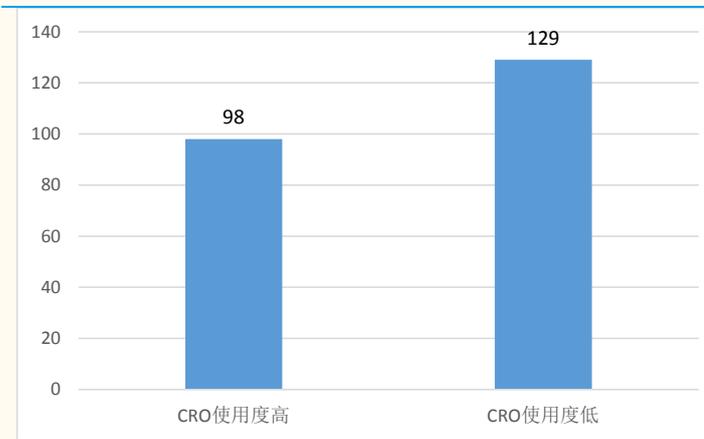
图表36：新药研发的过程



来源：国金证券研究所

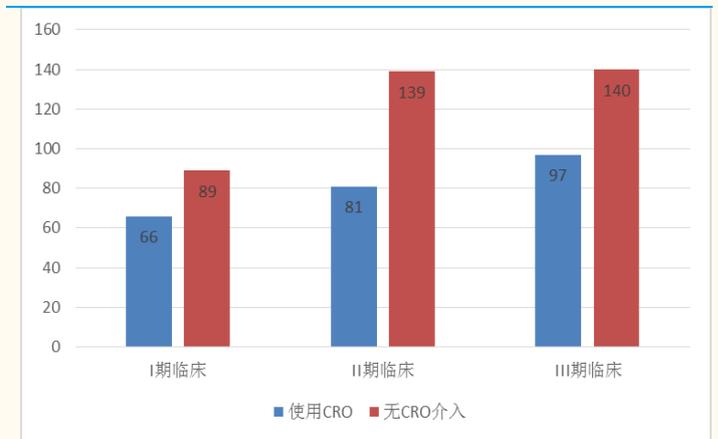
- 新药研发难度的增加和国际制药企业在专利悬崖前的盈利下滑，使国际制药企业开始更多得将 CRO 企业纳入其医药研发环节中，替代部分的研究工作，以控制成本、缩短周期、减少研发风险。

图表37：CRO 使用程度高低与申报延期时间（天）



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

图表38：有无 CRO 外包服务临床试验各阶段耗时（周）

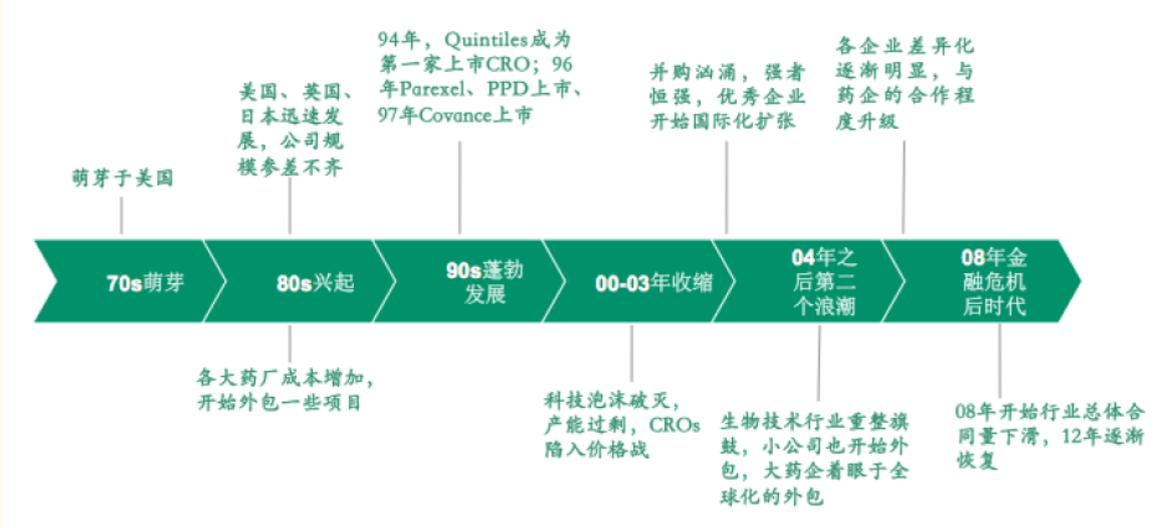


CRO 行业的诞生为制药企业提供新的解决方案

- 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。

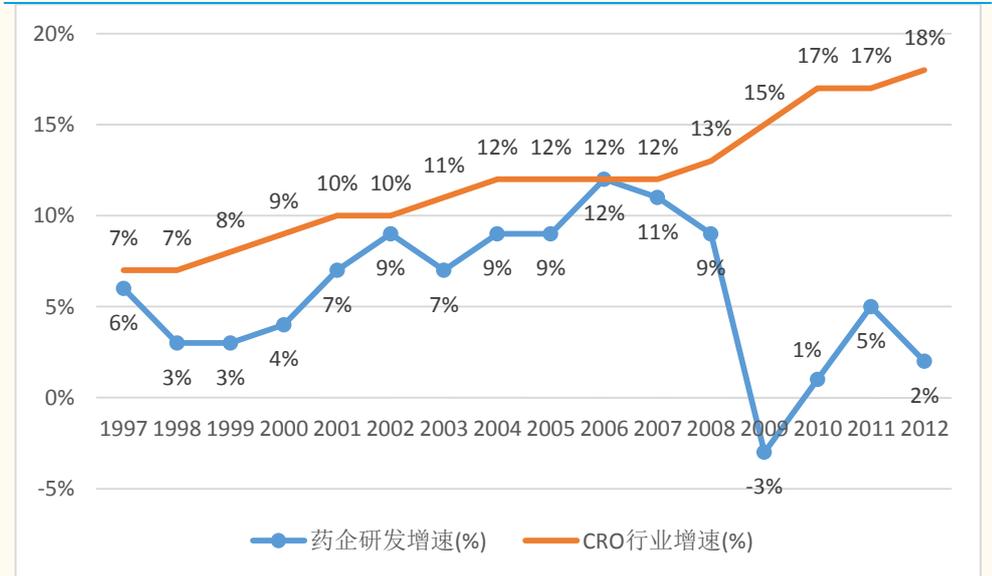
图表39：全球 CRO 行业的发展历史



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40：1997-2012 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。

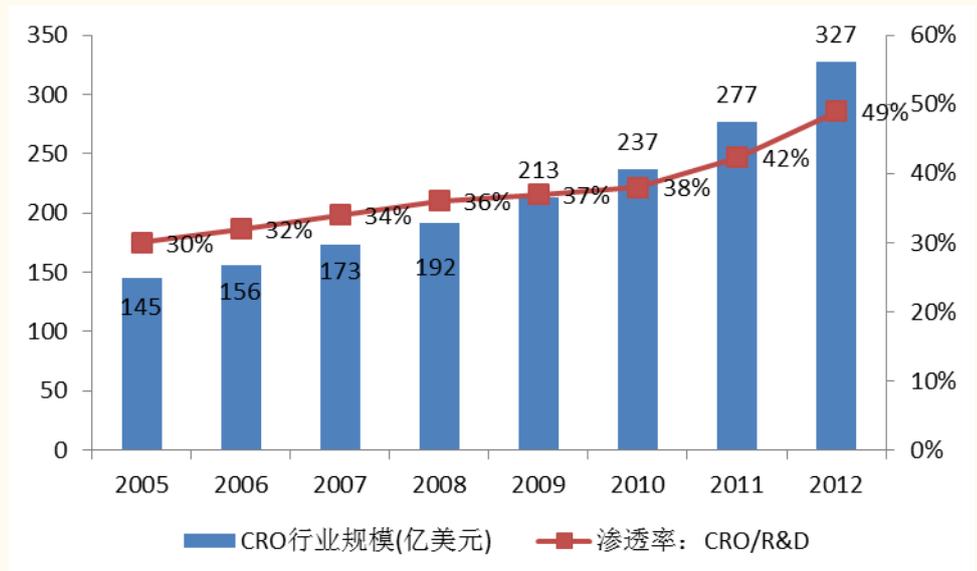
图表41：近年来全球大型制药企业裁员研发部门统计

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：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42：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43：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：公司公告、国金证券研究所

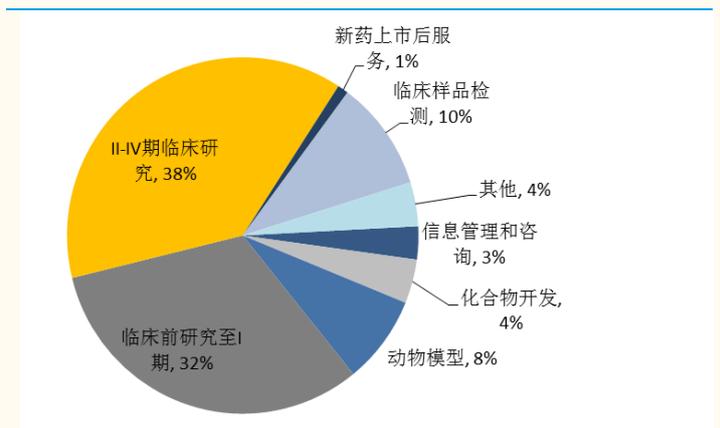
- 临床前 CRO 主要从事化合物研究服务和临床前研究服务，其中化合物研究服务包括调研、先导化合物和活性药物中间体的合成及工艺开发、临床前研究服务包括药代动力学、药理毒理学、动物模型等。目前国内已经出现了尚华医药、药明康德两家具有世界影响力的企业。
- 临床试验 CRO 主要以临床研究服务为主，包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等，也是全球 CRO 市场的重要组成部分。由于临床试验 CRO 对于流程管理更加严格，操作不当将使得制药企业前期投入全部付诸东流，因此新兴市场国家发展较慢。

图表44：全球 CRO 市场规模与行业构成 (亿美元)



来源：Frost&Sullivan、国金证券研究所

图表45：全球研发外包市场规模按业务类型分布



- 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。

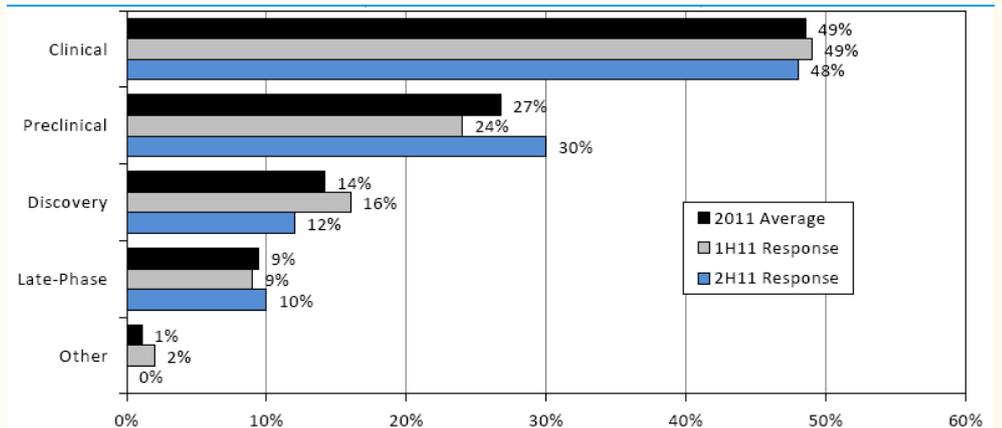
图表46：临床试验CRO行业主要服务内容



来源：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47：CRO企业最想要扩张的业务板块



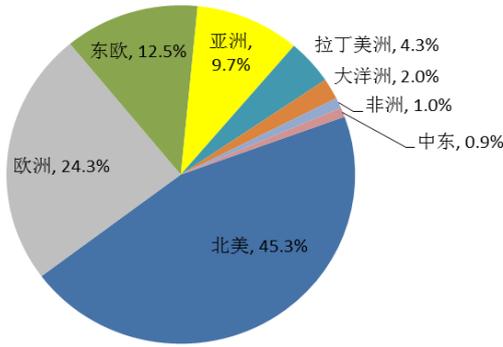
来源：Robert W. Baird & Co. survey data, N=180, 国金证券研究所

全球临床CRO行业的三大趋势

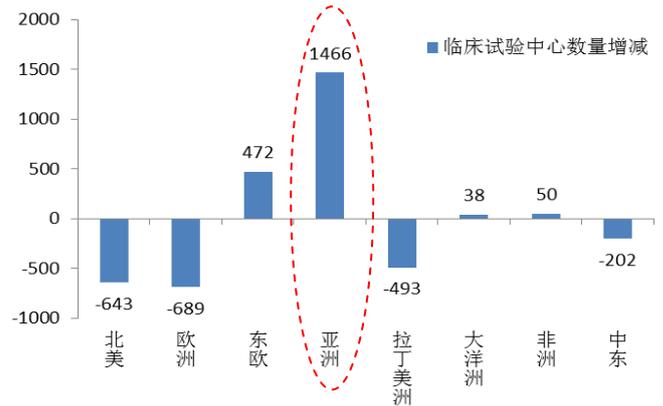
趋势一：CRO订单向亚洲地区转移

- 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48: 08-10年全球临床研究中心项目数量分布



图表49: 06-08和08-10年临床研究中心项目数量增减



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

- 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50: 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51: 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
ICON	拜耳	晚期阶段研究	全球	
	第一三共	肿瘤药		
ICON/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: 网咯搜索、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。

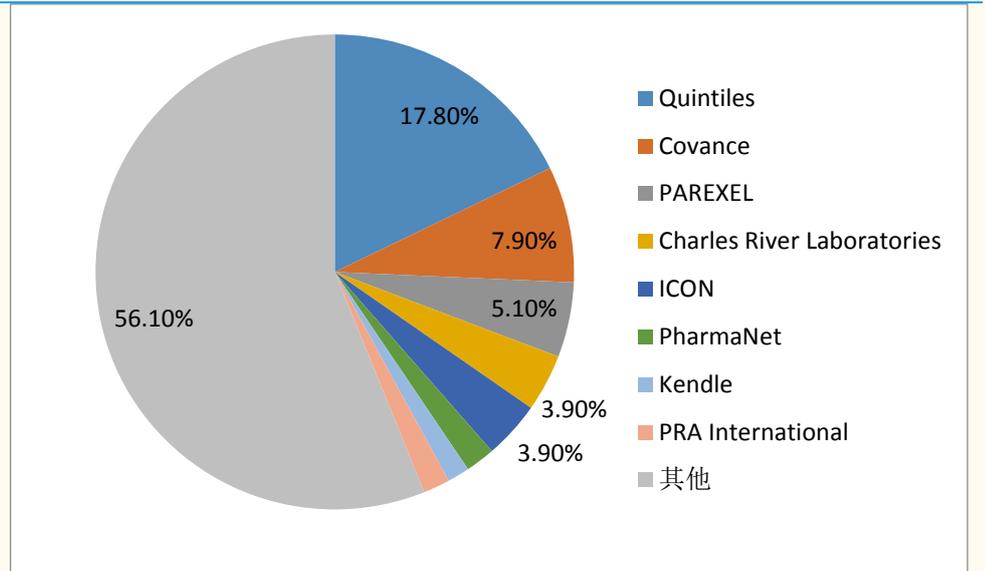
图表52: CRO 合作模式演变



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53：全球主要 CRO 公司市场份额统计



来源：国金证券研究所

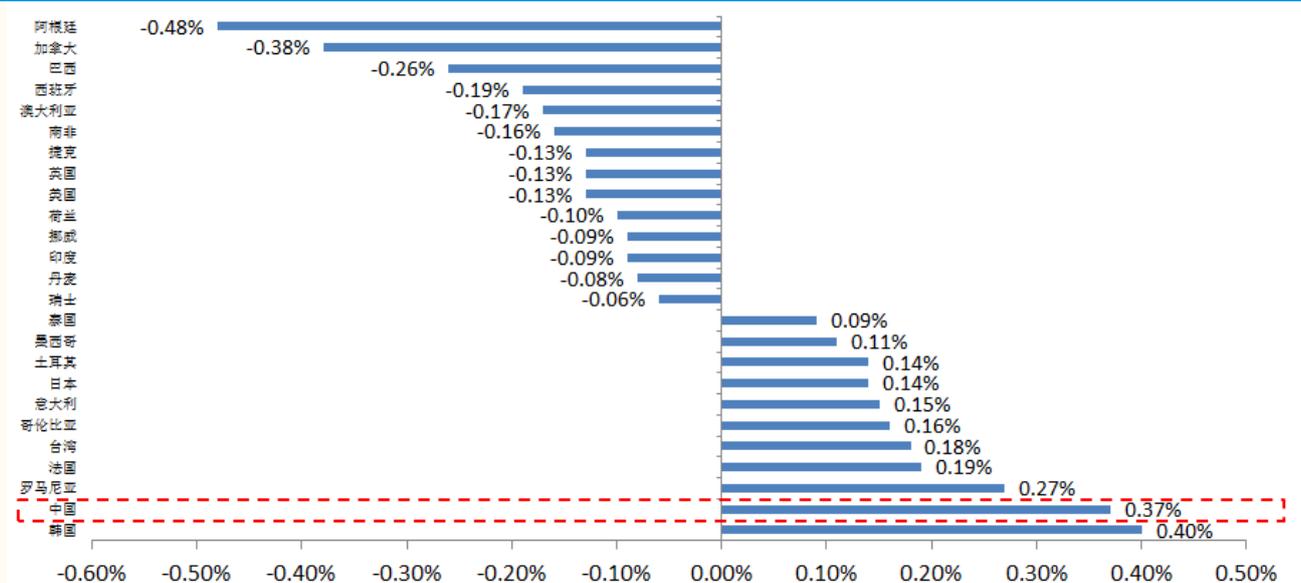
- 正是出于与大型制药企业形成战略联盟的发展需求，目前 CRO 领先企业正沿着以下三个方向发展自身的服务能力：（1）成为一站式服务提供商，尽量完善各业务板块的服务能力；（2）做强临床前临床平台，从而从更早期阶段锁定订单需求；（3）加强地理覆盖，健全全球多中心临床网络。

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。

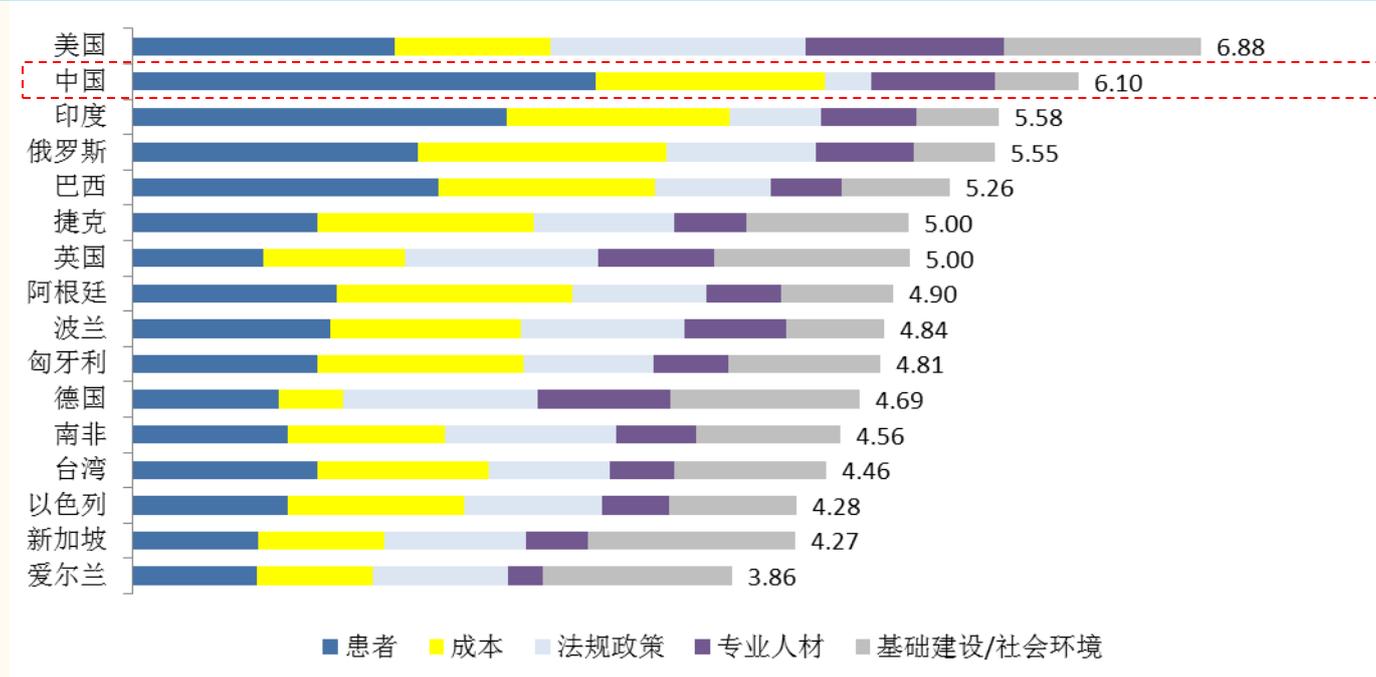
图表54：06-08年和08-10年各国临床研究中心项目数量占比变化



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55：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。

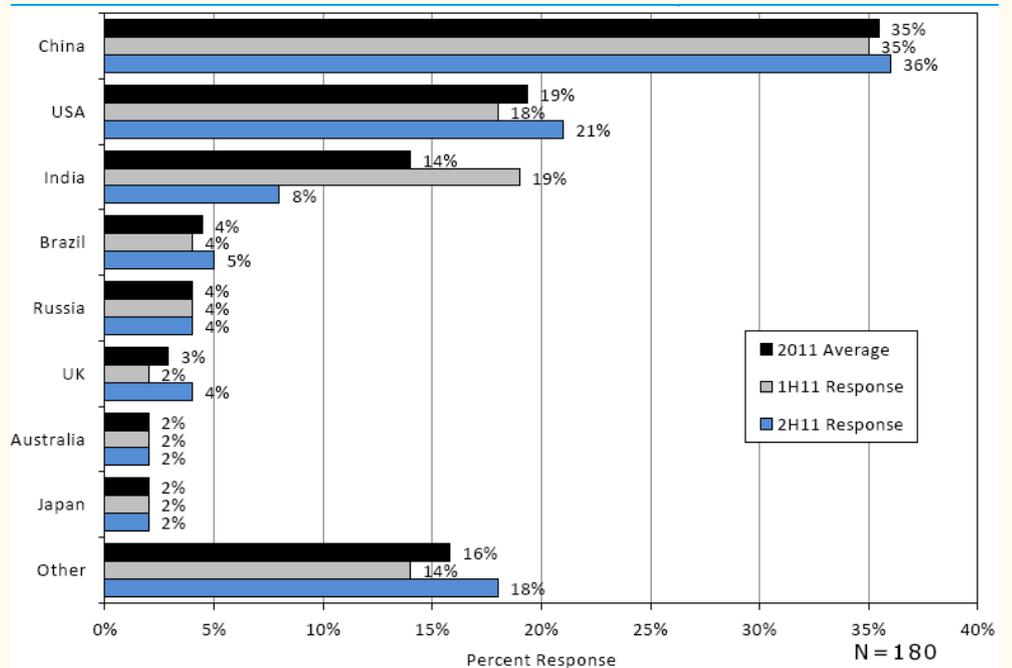
图表56：中国试验成本与西方发达国家比较

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：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57：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 行业高增长，国内外需求齐头并进

- 2006 年至 2013 年，我国 CRO 行业的市场规模从 30 亿元增长到 220 亿元；其中临床试验 CRO 的市场规模从 17 亿元增长到 128 亿元，年均复合增长率为 33.4%。
- 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58：国内 CRO 市场规模及增长



来源：公司公告、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。

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

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	608	1,021	1,328	货币资金	86	561	455	150	392	486
增长率		31.6%	32.3%	80.6%	68.1%	30.0%	应收款项	50	89	137	179	301	391
主营业务成本	-101	-130	-185	-336	-580	-748	存货	0	0	0	0	1	1
%销售收入	52.3%	51.2%	54.9%	55.4%	56.8%	56.3%	其他流动资产	8	10	90	15	25	32
毛利	92	124	152	271	441	580	流动资产	144	660	682	345	719	910
%销售收入	47.7%	48.8%	45.1%	44.6%	43.2%	43.7%	%总资产	76.9%	90.1%	84.4%	36.0%	44.8%	51.1%
营业税金及附加	-5	-8	-1	-3	-4	-6	长期投资	0	0	20	341	490	490
%销售收入	2.6%	3.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	固定资产	21	50	75	174	290	269
营业费用	-5	-6	-7	-16	-28	-36	%总资产	11.5%	6.9%	9.3%	18.1%	18.1%	15.1%
%销售收入	2.7%	2.5%	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%	无形资产	21	21	29	97	104	111
管理费用	-26	-41	-51	-103	-159	-198	非流动资产	43	73	126	614	887	872
%销售收入	13.6%	16.2%	15.1%	17.0%	15.6%	14.9%	%总资产	23.1%	9.9%	15.6%	64.0%	55.2%	48.9%
息税前利润 (EBIT)	56	69	92	149	250	340	资产总计	187	733	808	959	1,605	1,782
%销售收入	28.8%	27.1%	27.3%	24.5%	24.5%	25.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	5	12	3	2	4	应付款项	34	29	38	44	74	97
%销售收入	-0.1%	-2.1%	-3.6%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	其他流动负债	4	9	15	130	189	238
资产减值损失	-2	-2	-3	-2	-1	-1	流动负债	38	39	53	174	264	335
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	4	4	其他长期负债	3	0	0	0	0	0
%税前利润	1.5%	0.0%	0.8%	1.2%	1.5%	1.1%	负债	41	39	53	174	264	336
营业利润	55	72	102	152	255	347	普通股股东权益	141	690	744	764	1,303	1,385
营业利润率	28.5%	28.3%	30.3%	25.1%	25.0%	26.1%	少数股东权益	5	4	11	21	38	61
营业外收支	2	7	9	10	11	12	负债股东权益合计	187	733	808	959	1,605	1,782
税前利润	57	79	111	162	266	359	比率分析						
利润率	29.5%	30.9%	32.9%	26.7%	26.0%	27.0%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-9	-11	-16	-26	-49	-67	每股指标						
所得税率	15.5%	13.8%	14.5%	16.0%	18.4%	18.6%	每股收益	1.195	1.269	0.881	0.592	0.860	1.162
净利润	48	68	95	136	217	292	每股净资产	3.529	12.922	6.966	7.151	10.394	11.046
少数股东损益	0	0	1	10	17	22	每股经营现金净流	0.967	0.281	0.722	1.677	1.056	1.896
归属于母公司的净利润	48	68	94	126	200	270	每股股利	0.000	0.800	0.400	1.000	1.200	1.500
净利率	24.7%	26.6%	27.9%	20.8%	19.6%	20.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)				250	0.9758		净资产收益率	33.86%	9.82%	12.64%	16.55%	15.32%	19.48%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	25.59%	9.24%	11.64%	13.18%	12.44%	15.14%
净利润	48	68	95	136	217	292	投入资本收益率	32.16%	8.56%	10.41%	15.93%	15.20%	19.15%
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%	80.56%	68.06%	30.02%
非经营收益	-1	1	1	-12	-15	-16	EBIT增长率	58.92%	24.02%	33.33%	61.85%	67.92%	36.20%
营运资金变动	-14	-60	-26	45	-87	-64	净利润增长率	50.72%	41.76%	38.83%	34.35%	58.02%	35.14%
经营活动现金净流	39	15	77	179	132	238	总资产增长率	55.75%	292.40%	10.26%	18.66%	67.45%	11.00%
资本开支	-16	-22	-37	-166	-128	2	资产管理能力						
投资	17	-1	-25	-321	-150	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	4	4	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	-485	-274	6	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	0	490	0	固定资产周转天数	37.5	27.3	20.1	39.7	47.4	44.4
债权募资	0	0	0	0	0	1	偿债能力						
其他	0	-1	-45	0	-107	-150	净负债/股东权益	-58.71%	-80.77%	-60.28%	-19.09%	-29.20%	-33.54%
筹资活动现金净流	0	483	-43	0	384	-149	EBIT利息保障倍数	-475.6	-13.2	-7.6	-47.5	-111.4	-94.5
现金净流量	43	475	-106	-305	242	94	资产负债率	21.81%	5.26%	6.54%	18.15%	16.42%	18.85%

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	0	0	2	5
增持	0	0	0	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.50	1.46

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 2013-09-18	增持	57.87	65.00~69.00
2 2013-10-11	增持	60.50	N/A
3 2013-10-27	增持	57.90	N/A
4 2014-03-19	买入	65.99	N/A
5 2014-05-07	买入	33.00	42.00~45.00
6 2014-05-26	买入	32.03	38.00~42.00
7 2014-08-08	买入	30.00	N/A
8 2014-10-27	买入	38.93	45.00~50.00

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为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)-61620767

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