



公司研究

医疗服务 III / 医疗服务 II / 医药生物

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	4.75 亿股
流通股本	2.99 亿股
ROE (摊薄)	8.65%
每股净资产	3.43 元
当前股价*	24.90 元

注：上述财务数据截止 2016 年年报
*5 月 11 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

周豫

zhouyu@ gwgsc.com

地址：厦门市思明区深田路 46
号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

泰格医药 (300347)

——从药品 CRO 向医疗器械延伸，BE 业务带来业绩增量

主要观点：

◆临床试验技术服务业务增速有望回升，BE 业务成为新增长点。

亚化生物数据显示，2015 年中国 CRO 市场规模约为 350 亿元人民币，若按 20% 的年均增长率计算，2020 年中国 CRO 市场规模将超过 870 亿元。2016 年，公司临床试验技术服务收入为 4.43 亿元，同比增长 39.97%，若扣除并购影响后，公司 2016 年该业务收入较去年同期增长仅为 9.63%，增幅继续下滑。增幅下滑主要原因在于，受国家食品药品监督管理局关于临床试验自查核查活动影响，导致公司临床试验技术服务业务进展速度放缓。核查结束之后，我们预计 2017 年临床试验技术服务业务板块的收入增速有望回升，毛利率也有一定幅度的回升。公司计划 2017 年度与超过 15 家医院建立 BE 业务合作关系，希望能做到 200 个项目，每个 BE 项目金额大概是 280 万元到 350 万元左右（其中医院费用超过三分之一）。受益 BE 业务的政策红利，预计 BE 业务将成为公司 2017 年业绩增长亮点。

◆临床研究咨询服务形成健康产业环，子公司业绩贡献突出。

临床研究相关咨询服务业务主要由各子公司承接，子公司以过硬的服务质量为公司业绩作出重要贡献。公司已形成以临床试验技术服务、数据管理与统计业务、生物分析与 CMC 业务、投资业务、SMO 业务等模块，以及海内外齐头并进的健康产业环。方达医药为公司业绩增厚作出重要贡献，2016 年方达医药实现营业收入 3.71 亿元，占公司临床研究相关咨询服务收入的 53.92%。方达医药 2017 年承诺税后净利润为 828 万美元，在 2016 年行业环境逐步改善的情况下，2017 年度业绩承诺也大概率达成。杭州思默主要提供临床试验中心管理服务的中心管理组织（SMO）。随着客户对 CRC 服务接受度的提高，

2016 年度杭州思默业务持续高速增长，年度执行项目超过 300 个。

◆**收购捷通泰瑞，从药品 CRO 向医疗器械延伸。**公司拟向特定对象非公开发行不超过 3,000 万股股票，募集资金总额不超过 63,000 万元，扣除发行费用后将全部用于收购泰州捷通泰瑞医药科技有限公司 100%的股权，2017 年 4 月证监会已正式核准批复公司此次非公开发行股票申请。收购完成后，公司的业务结构将会得到进一步延展，从药品 CRO 延伸至医疗器械 CRO。捷通泰瑞 2017-2018 年的业绩承诺分别为 4,800 万元、5,760 万元。我们认为，今年捷通泰瑞完成并表后，将给公司带来较大业绩贡献。

投资建议：

在捷通泰瑞年内并表的前提下，我们预计公司2017-2018年的净利润分别为2.48亿元、3.50亿元，EPS分别为0.52元、0.74元，对应P/E分别为47.88倍、33.65倍。目前医疗服务III行业P/E（TTM，剔除负值）中位数为56.52倍，公司估值仍有一定的上升空间；同时，CRO行业去年经历了行业冰点，今年一致性评价政策的推行及临床批件积压待推进都将对公司形成直接利好，公司业绩回升可期，我们首次给予其“增持”投资评级。

风险提示：

一致性评价政策推进不及预期；临床试验项目进度不及预期；并购整合风险。

盈利预测及主要财务数据

关键指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	624.56	957.00	1174.54	1639.47	2159.93
增长率	85.59%	53.23%	22.73%	39.58%	31.75%
归属母公司股东净利润（百万元）	125.50	156.28	140.65	247.90	350.32
增长率	33.43%	24.53%	-10.00%	76.25%	41.32%
基准股本（百万）	215.02	433.32	474.87	474.87	474.87
每股收益（元）	0.58	0.36	0.30	0.52	0.74
销售毛利率	47.32%	44.12%	38.03%	40.86%	41.66%
净资产收益率	14.53%	15.59%	8.65%	13.80%	17.21%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



目 录

1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务情况	4
1.2 公司主要财务数据概览	5
2 临床试验技术服务业务增速有望回升，BE 业务成为新增长点	6
2.1 通过核查考验，临床试验技术服务业务增速有望回升	7
2.2 一致性评价带来新机遇，BE 业务有望成为新增长点	10
3 临床研究咨询服务形成健康产业环，子公司业绩贡献突出	11
3.1 方达医药业绩贡献显著，杭州思默持续高速增长	11
3.2 数据统计分析业务收入确认快、占比高	13
4 收购捷通泰瑞，从药品 CRO 向医疗器械延伸	14
5 盈利预测	16

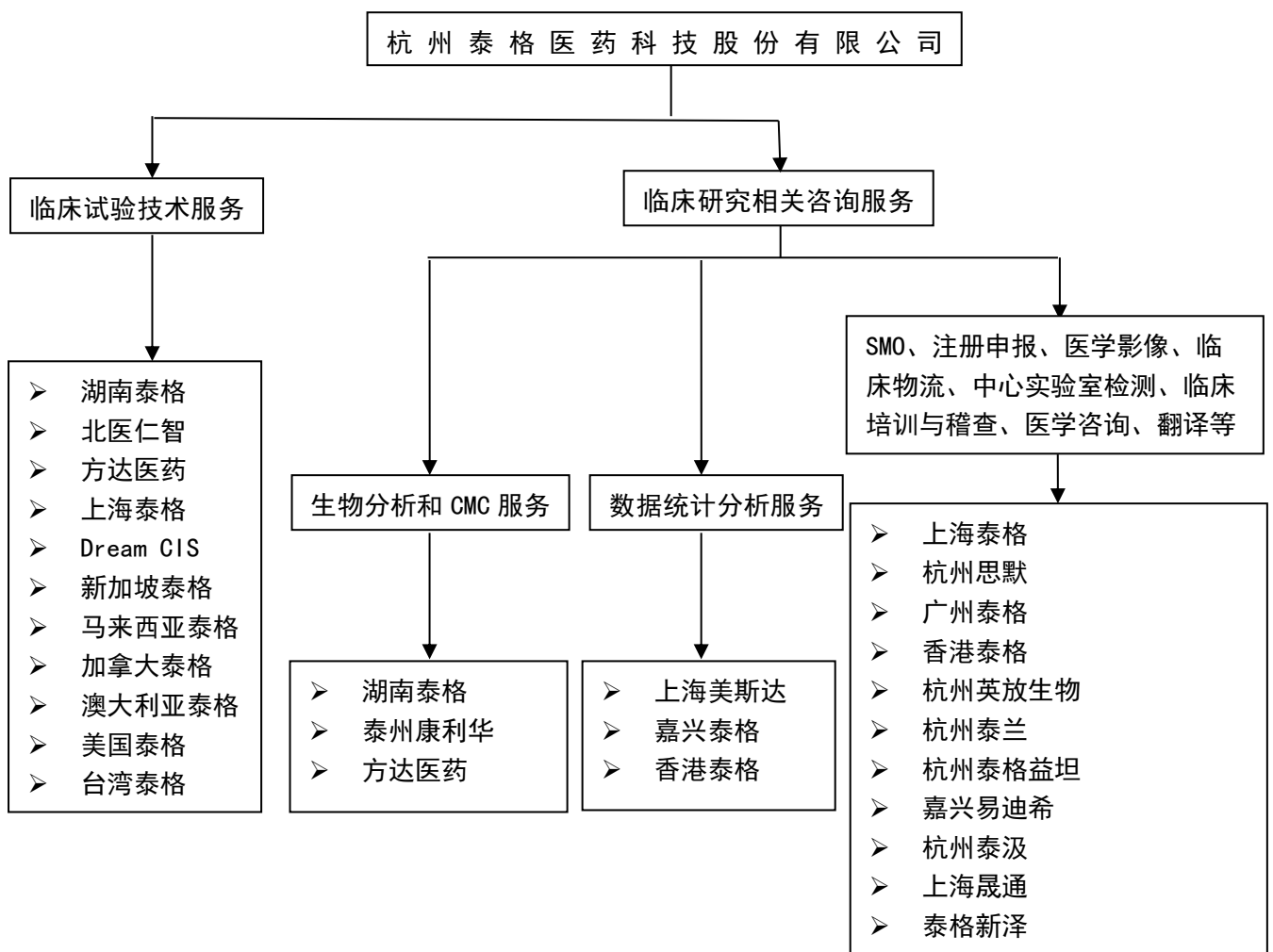


1 公司基本情况

1.1 公司主营业务情况

公司的主营业务主要分为临床试验技术服务，临床研究相关咨询服务。其中，临床试验技术服务是指公司为医药客户提供符合 ICH-GCP 和我国 GCP 规范要求的 I 至 IV 期临床试验服务。主要工作包括临床试验方案的设计，研究者和研究中心的筛选和选择，研究者会议的召开，伦理委员会的递交，试验准备与启动，临床试验全过程的监查和管理，临床试验稽查以及临床试验总结报告的撰写等。2016 年公司临床试验技术服务收入占主营业务收入的比重为 40%。而临床试验相关咨询服务又可以分为：生物分析、CMC 服务、临床试验数据统计分析服务、注册申报服务、临床试验现场服务、SMO 服务、医学检测服务、I 期临床分析测试服务、临床翻译服务、医学影像诊断服务、临床培训与稽查服务、临床物流等。

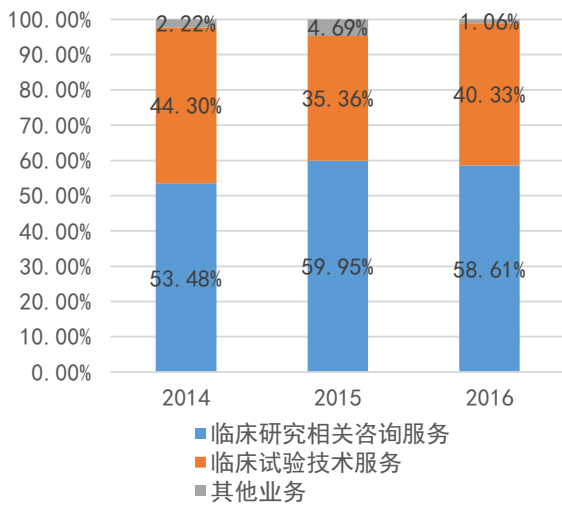
图表 1 公司主要子公司及业务构成



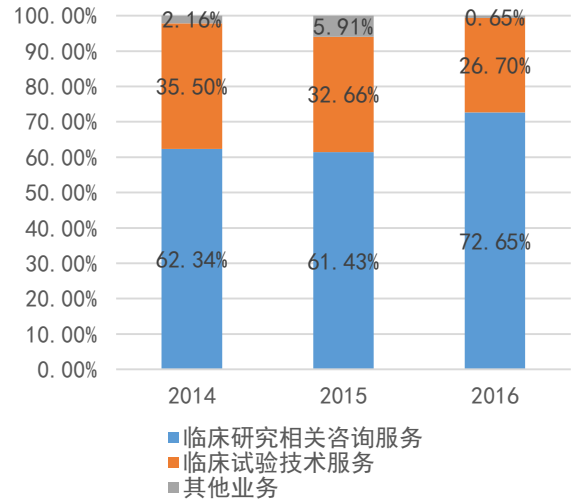
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



图表 2 近三年公司主营业务收入结构



图表 3 近三年公司主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

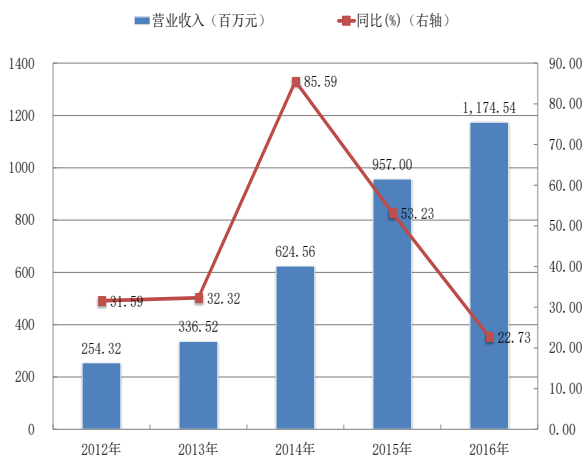
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2016 年，公司实现营业收入 11.75 亿元，同比增长 22.73%，营收增长较快的主要原因在于 2015 年底及 2016 年初新增了子公司韩国 Dream CIS 和北医仁智；实现归属于上市公司股东的净利润 14,065.20 万元，比上年同期减少 10.00%。这主要是因为临床试验技术服务业务受到国家食品药品监督管理局关于临床试验自查核查活动的影响，造成项目进度放缓。

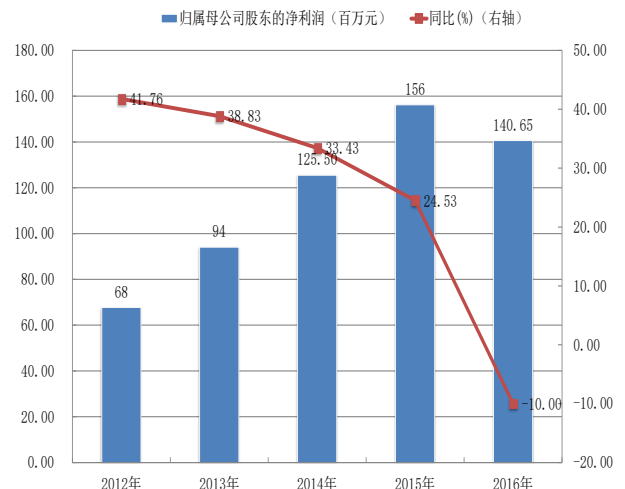
2016 年，新增合同金额为 19.27 亿元，同比增长 48.47%。截至 2016 年 12 月 31 日，在尚未以签署框架合同为主要形式的医学资料翻译服务和临床试验现场服务等所涉及的框架服务合同统计在内的情况下，公司截至 2016 年期末累计待执行的合同金额为 19.98 亿元，同比增长 80.33%。

1.2 公司主要财务数据概览

图表 4 近 5 年来公司营业收入及同比增速



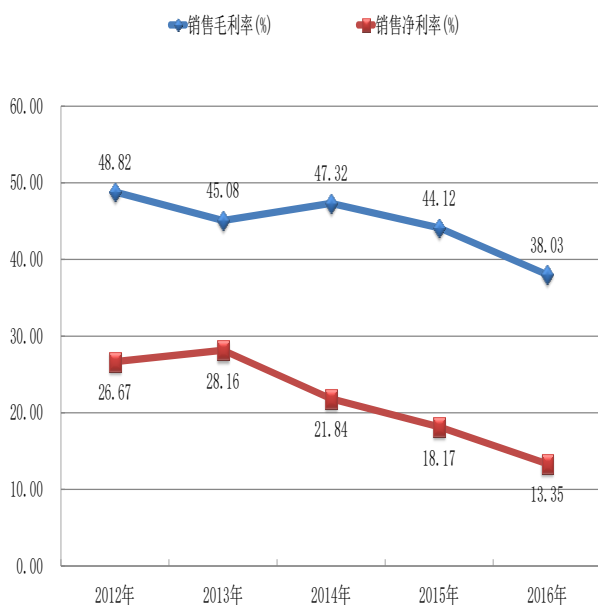
图表 5 近 5 年来归属于母公司净利润及同比增速



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

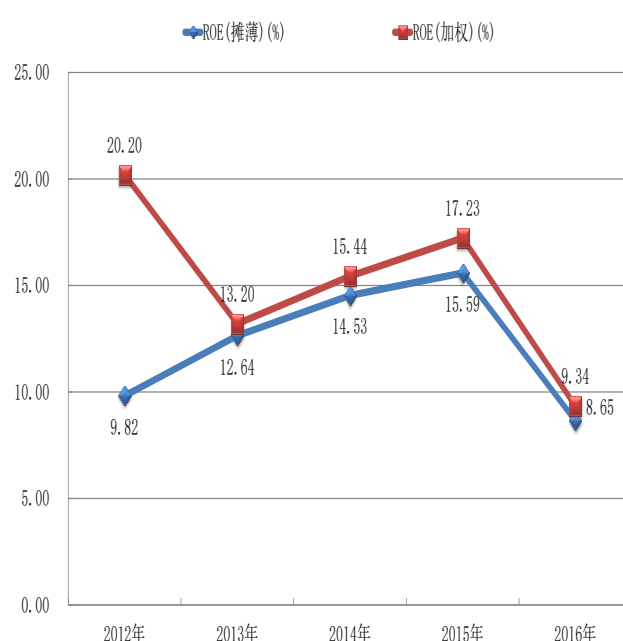
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 近 5 年来公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 7 近 5 年来公司净资产收益率

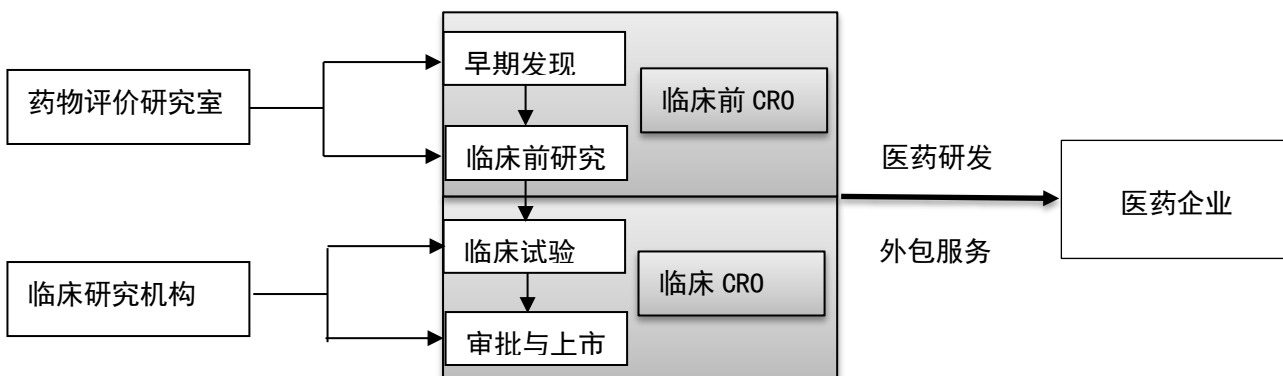


数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2 临床试验技术服务业务增速有望回升，BE 业务成为新增长点

CRO（合同研究组织，Contract Research Organization）是代表客户在药物研发过程中负责全部或部分的科学或医学实验的学术性或商业性组织；是医药研发分工更加专业化和风险平均化的产物。

图表 8 CRO 行业关系图



数据来源：博济医药招股说明书，长城国瑞证券研究所

进入 21 世纪，全球 CRO 的渗透率快速增长。据 BCG 和 ICON 估计，2013 年 CRO 市场规模约 280 亿美元，研发工作外包份额占整体可外包的市场份额的比例（渗透率）高达 47%，2020 年将达 400 亿美金，渗透率达 55%。另外，CRO 在 21 世纪伴随着全球专利药到期高峰的来临，大型药企在研药物迅速增加以及通过选择合同研究组织 CRO 来完成部分研发工作的外包比例的迅速增



长，直接推动了全球 CRO 行业的快速发展，CRO 行业也由此成为医药研发产业链上不可或缺的一环。

从中国市场来看，需求扩张显著。尤其在中国整体经济仍旧稳定在中高速增长背景下，医疗制造业也呈现了强劲的上升态势。根据《新英格兰医学杂志》2014 年的数据显示，我国生物医药研发支出在 2007-2012 年间的年复合增长率为 33%，远高于欧洲和北美等发达国家的负增长水平。亚化生物数据显示，2015 年中国 CRO 市场规模约为 350 亿元人民币。受到药企研发投入的提升、渗透率增加、政策等因素影响，中国 CRO 市场增长空间极大。若按 20% 的年均增长率计算，2016 年中国 CRO 市场规模将达 420 亿元，而 2020 年将超过 870 亿元。

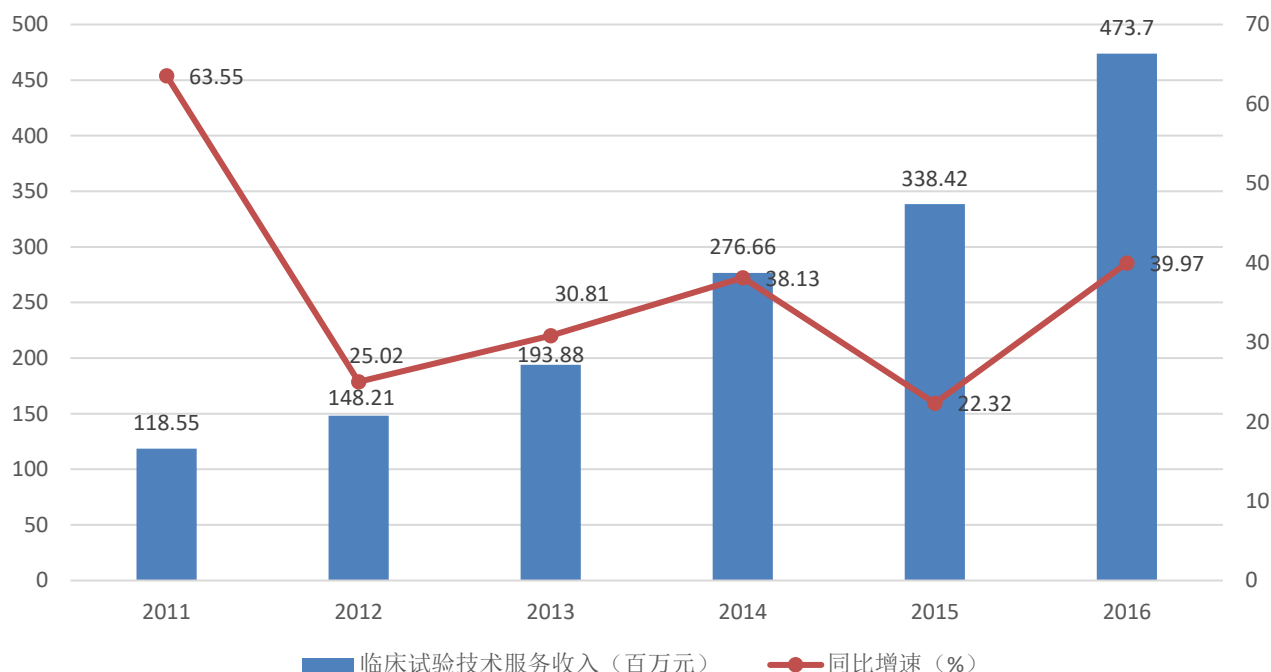
2.1 通过核查考验，临床试验技术服务业务增速有望回升

临床试验技术服务业务是公司提供的主要服务之一，它覆盖了从 I 期至 IV 期的所有临床试验，工作内容涉及临床试验的全过程，包括试验前的准备、选择合适的临床试验研究机构和研究者；协助申办者准备伦理委员会的审议；与申办者、研究者一起设计制定临床试验方案；试验药物、标准品、对照药品或安慰剂等试验药品的管理；临床试验的组织实施、监查，保障受试者的权益和试验记录与数据的完整准确；建立临床试验的质量控制和质量保证系统，组织对试验的稽查；收集整理临床试验数据并撰写临床试验总结报告。

公司临床试验技术服务业务主要由以下子公司负责：北医仁智主要负责 ARO、心血管领域 CRO 以及新剥离过去的 IV 期临床试验技术服务业务；湖南泰格则是主要开展 I 期临床试验技术服务和 I 期分析测试服务业务；方达医药和韩国 Dream CIS 的业务包含 I 期至 IV 期所有临床试验服务；公司主体和上海泰格则是 II-IV 临床试验业务的主要提供者；另外，公司的新加坡、马来西亚、加拿大、澳大利亚、美国等子公司还为客户提供海外临床技术服务业务。

2016 年，临床试验技术服务收入为 47,370.11 万元，同比增长 39.97%，其中新增子公司韩国 Dream CIS 和北医仁智，并表营业收入分别为 8,725.66 万元和 4,402.33 万元。若扣除并购影响后，公司 2016 年该业务收入较去年同期增长仅为 9.63%，增幅继续下滑。

图表 9 2011-2016 年公司临床试验技术服务收入与增速



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司临床试验技术服务业务增速下滑的主要原因在于，国家食品药品监督管理局在 2015 年 7 月 22 日颁布了《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》，行业内大规模自查核查工作随即展开，核查期间临床试验项目进度被放缓，并陆续开始接受严格的临床研究数据审核，不仅大量注册申请人对药物申请做出了撤回处理，国家食品药品监督管理局还发布了数十个药品不予批准注册的公告。其中药品注册申请人自查发现药物临床试验数据存在真实性问题而主动撤回注册申请的有 1175 家；国家食品药品监督管理局对提交自查资料的药品注册申请进行临床试验数据现场核查后不予批准注册的有 24 家，直接未提交自查资料而不批准注册的为 10 家。总计有 1209 家不予批准或主动撤回，占除减免临床核查总数的 84.6%。

公司子公司湖南泰格作为生物等效性分析单位承接的 3 个项目被国家食品药品监督管理局不予批准注册，另有部分产品做了主动撤回处理。对于国家食品药品监督管理局及公司本身对于临床试验项目的处理方式，主要原因在于临床试验中医院并没有开放 HIS 系统给公司，公司无法对临床试验数据进行直接有效的管理，而非公司质量管理体系问题。

图表 10 2015-2016 年主要药物临床试验数据自查核查公告及内容

时间	文件	内容
2015 年 7 月 22 日	关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告（2015 年第 117 号）	处理积压申请，自查公告
2015 年 8 月 28 日	关于药物临床试验数据自查情况的公告（2015 年第 169 号）	撤回 317 个，10 个不予注册

2015年11月6日	关于广东百科制药有限公司等八个企业撤回注册申请的公告(2015年第222号)	撤回10个
2015年11月11日	关于8家企业11个药品注册申请不予批准的公告(2015年第229号)	11个不予批准
2015年11月26日	关于90家企业撤回164个药品注册申请的公告(2015年第255号)	撤回164个
2015年12月3日	关于62家企业撤回87个药品注册申请的公告(2015年第259号)	撤回87个
2015年12月7日	关于14家企业13个药品注册申请不予批准的公告(2015年第260号)	13个不予批准
2015年12月14日	关于82家企业撤回131个药品注册申请的公告(2015年第264号)	撤回131个
2015年12月31日	关于154家企业撤回224个药品注册申请的公告(2015年第287号)	撤回224个
2016年1月20日	关于128家企业撤回199个药品注册申请的公告(2016年第21号)	撤回199个
2016年3月1日	关于11家企业撤回21个药品注册申请的公告(2016年第45号)	撤回21个
2016年5月27日	关于15家企业撤回22个药品注册申请的公告(2016年第109号)	撤回22个

资料来源：CFDA网站，长城国瑞证券研究所

质量与合规是CRO企业的生命，公司通过了去年最严格的项目核查，无论从质量体系、项目运营、信息安全、财务管理等方面，都经受住了考验。2016年“7.22自查核查”之后公司监查的临床项目通过CFDA核查，获得批准；上海方达和泰格湘雅生物分析中心项目首批通过CFDA现场核查；上海观合中心实验室在正式入驻三个月后通过CAP论证核查；公司和各子公司全年通过了三十多次客户的各类稽查。

国家食品药品监督管理局关于临床试验自查核查活动影响，导致公司临床试验技术服务业务进展速度放缓、项目工作量增加、成本增加，使得公司临床试验技术服务类毛利率下降8.03%；2016年起，公司已增加该类业务报价，但公司临床试验技术服务业务订单的签署都是按期进行的，一期临床试验在三年左右，收入确认比例约为3:4:3，以往已签署合同项目仍会影响执行期当年的毛利率水平。同时，DreamCIS为提高其市场竞争优势，巩固和扩展在韩国本土的市场份额，2016年该子公司采用低价格、高质量的销售策略，使公司临床试验技术服务业务毛利率下降7.54%，公司管理层已采取提高合同报价、提高工作效率、降低人力成本、境内外人力资源整合等多项措施，该子公司的毛利率将逐步回升

核查结束之后，我们预计2017年临床试验技术服务业务板块的收入增速有望回升，毛利率也一定幅度的回升。



2.2 一致性评价带来新机遇，BE 业务有望成为新增长点

2016 年 3 月国家食品药品监督管理局发布了《关于落实〈国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见〉的有关事项（征求意见稿）》，标志着我国仿制药一致性评价工作已经开始全面铺开。

一致性评价，即要求仿制药在和原研药剂型相同、剂量相同、结构相同、活性成分相同、给药方式相同的情况下，人体对仿制药吸收的速度和程度也要与原研药保持一致，治疗效果和安全效果要与原研药相同。即仿制药要达到与原研药相同的药学等效性和生物等效性。

为积极鼓励药企参与一致性评价，文件中特别提到对于通过一致性评价的药品品种，社会保障部门将在医保支付方面予以适当支持，医疗机构应优先采购并在临床中优先选用。同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，卫生计生部门在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。

2016 年 5 月 25 日国家食品药品监督管理局发布的《关于落实〈国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见〉有关事项的公告（2016 年第 106 号）》文件中还规定：

- 化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，包括国产仿制药、进口仿制药和原研药品地产化品种，均须开展一致性评价。
- 凡 2007 年 10 月 1 日前批准上市的列入国家基本药物目录（2012 年版）中的化学药品仿制药口服固体制剂（附件），原则上应在 2018 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。
- 上述第 2 款以外的化学药品仿制药口服固体制剂，企业可以自行组织一致性评价；自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请。

同时文件还公布了第一批需要做仿制药一致性评价的品种名单，并要求其都要在 2018 年底前完成仿制药一致性评价。包含了所有 2007 年 10 月前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，共 289 个品种、17740 个批准文号或注册证号，涉及 1817 家国内生产企业、42 家进口药品企业。

正常情况下，企业完成一致性评价需要近两年时间。而到 2018 年底，仅仅剩两年的时间，此次一致性评价执行起来力度不仅大，而且时间还很紧迫。且国内现在能自行承担仿制药一次性评价的企业少，大部分的品种还是需要借助 CRO 企业的资源来开展，CRO 企业尤其是拥有较大临床资源的 CRO 企业将会受益于这次一致性评价。

但在经历了“7.22 自查核查”之后，不仅医院积极性受到了影响，而且多家拥有临床药物试

验资格的医院牵涉其中。对于 BE（质量和疗效一致性评价生物等效性）试验来讲，原本上百家有资格做 BE 的医院，到现在为止真正还在开展的 20 多家。截止去年底，公司拥有 10 家 BE 的临床试验基地合作情况。公司计划 2017 年度与超过 15 家医院建立 BE 业务合作关系，希望能做到 200 个项目，每个 BE 项目金额大概是 280 万元到 350 万元左右（其中医院费用超过三分之一）。管理上，由公司管理层牵头，成立 BE 领导小组，整合母公司、嘉兴泰格、方达医药的 BE 资源，形成一支专注于 BE 业务的专业团队，提高效率。受益 BE 业务的政策红利，预计 BE 业务将成为公司 2017 年业绩增长亮点。

3 临床研究咨询服务形成健康产业环，子公司业绩贡献突出

临床研究相关咨询服务业务主要由各子公司承接，子公司以过硬的服务质量为公司业绩作出重要贡献。目前公司已形成以临床试验技术服务、数据管理与统计业务、生物分析与 CMC 业务、投资业务、SMO 业务等模块，以及海内外齐头并进的健康产业环，业务结构更趋合理，抗风险能力进一步提升。

3.1 方达医药业绩贡献显著，杭州思默持续高速增长

方达医药是一家业务覆盖美国和中国的 CRO 公司，主要业务为 CMC、生物分析、I 期临床试验等，其子公司上海方达拥有国内领先的生物样本分析技术，有熟练的专业人员且配备了最先进的设备，可为客户提供高质量的全方位服务。

图表 11 方达医药主要业务

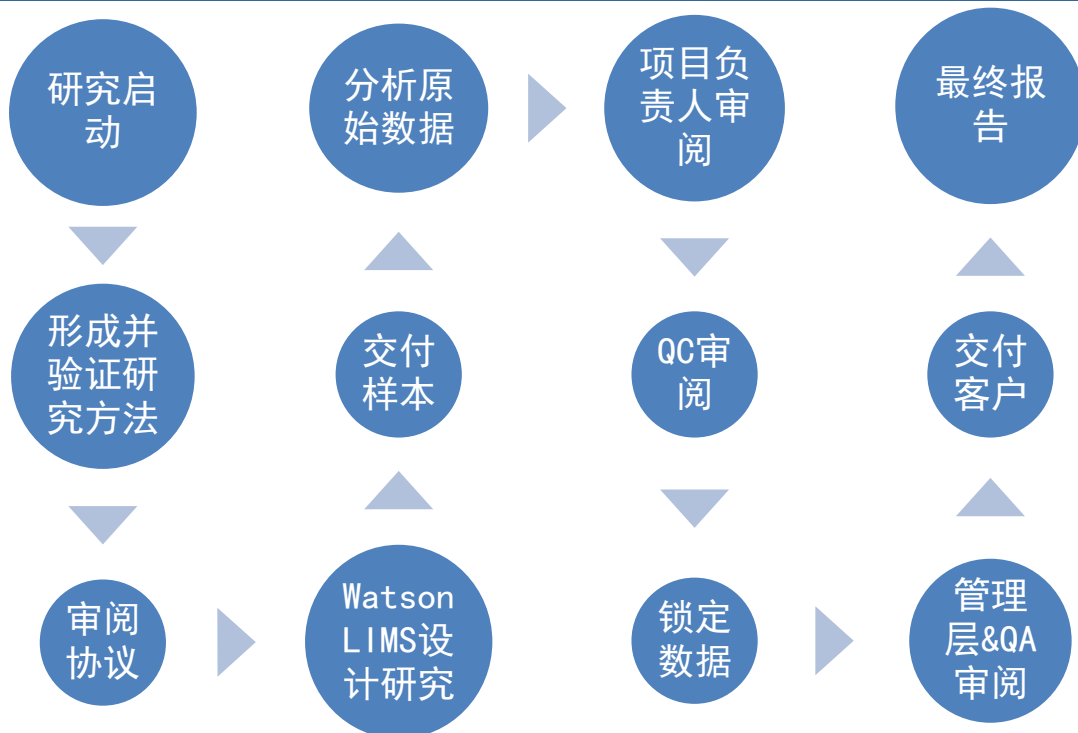


资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

其中生物分析和 CMC 医药产品研发能够服务于整个药物研发过程，与原有公司业务形成有效互补，填补和拓展了公司的产业服务链。同时，这几年通过协同效应，打造公司 CRO 一站式服务，提高了公司盈利能力、综合竞争力和国际化影响力，进一步加快和完善公司成为亚太地区领先 CRO 公司的进程。

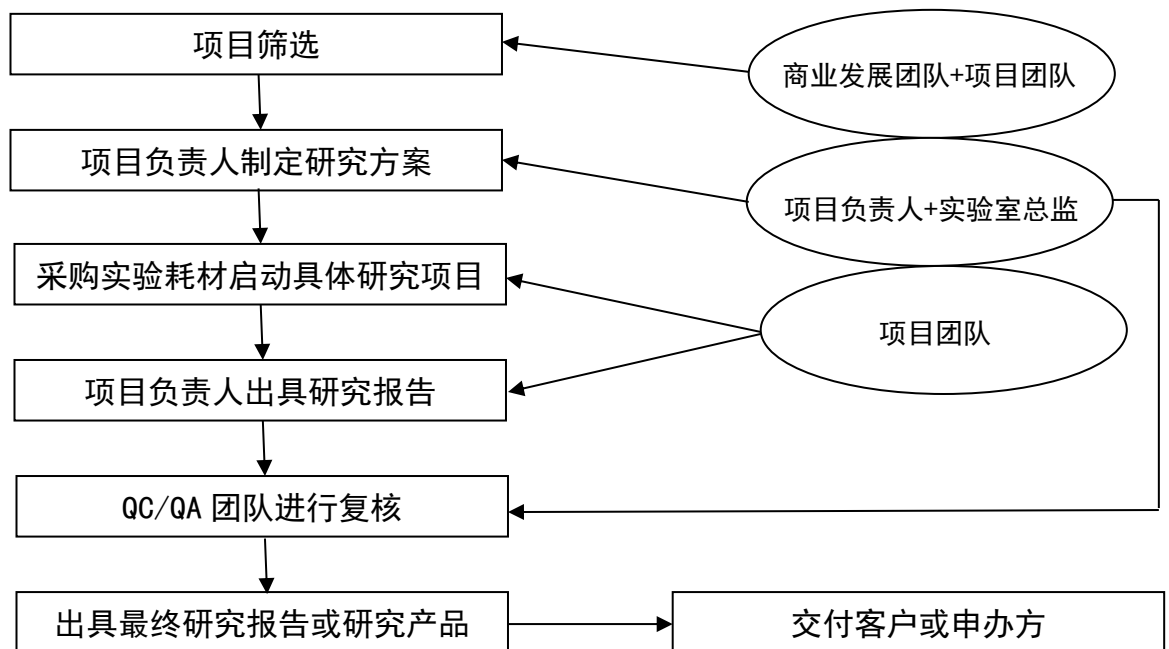


图表 12 生物分析服务流程图



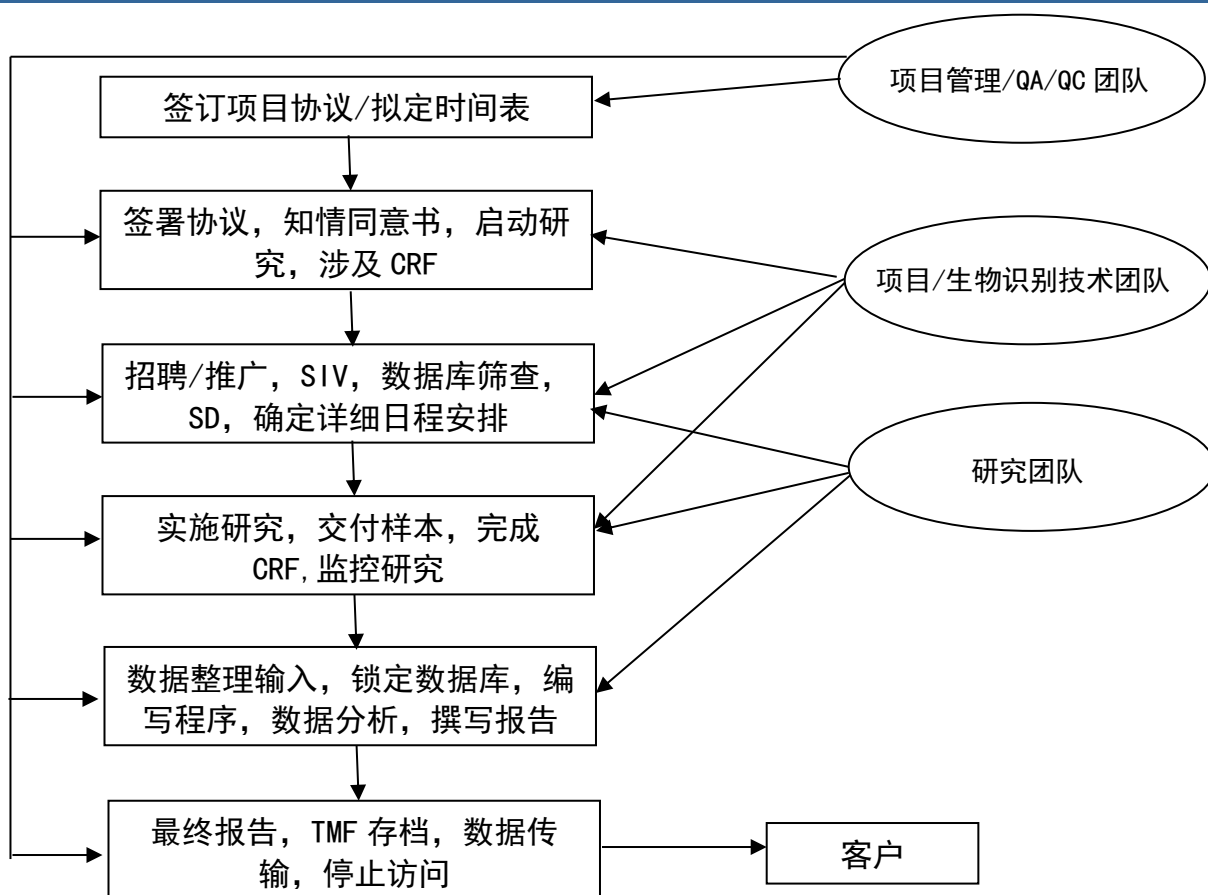
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 13 CMC 医药产品研发服务流程图



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 14 临床研究服务流程图



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

方达医药作为公司 2014 年度重组对象，为公司业绩增厚作出重要贡献。2016 年方达医药实现营业收入 3.71 亿元，占公司临床研究相关咨询服务收入的 53.92%。收购时，方达医药承诺 2015 年、2016 年和 2017 年会分别为公司贡献税后净利润 600 万美元、720 万美元和 828 万美元。2015 年、2016 年方达医药分别完成年度业绩承诺的 82.98% 和 100.10%。我们认为，在 2016 年行业环境逐步改善的情况下，2017 年度业绩承诺也大概率达成。

杭州思默主要提供临床试验中心管理服务的中心管理组织（SMO），是国内最大的 SMO 公司之一，专注于向临床试验机构和研究者提供临床研究理（CRC）服务。随着客户对 CRC 服务接受度的提高，2016 年度杭州思默业务持续高速增长，年度执行项目超过 300 个，员工超过 620 人。

3.2 数据统计分析业务收入确认快、占比高

根据 2016 年上半年数据，公司数据统计分析服务业务收入占主营业务收入比重为 17%，是公司除临床试验技术服务业务和方达医药生物分析、CMC 服务业务外占比最高的业务板块。

该项业务收入确认比大临床业务快，一般一年内就可完成。此外，公司还研究开发了临床数

据采集系统、临床数据统计分析系统、临床检验数据管理系统、临床研究数据库系统、CDMS 临床数据管理系统。

我们认为，公司在数据采集、临床数据统计分析、数据管理等系统方面的提升将有效提高临床试验数据管理和统计分析服务的质量，为国内外高端客户群体数据统计分析提供技术支持和保障。

4 收购捷通泰瑞，从药品 CRO 向医疗器械延伸

公司拟向特定对象非公开发行不超过 3,000 万股股票，募集资金总额不超过 63,000 万元，扣除发行费用后将全部用于收购泰州捷通泰瑞医药科技有限公司 100% 的股权，2017 年 4 月证监会已正式核准批复公司此次非公开发行股票申请。收购完成后，公司的业务结构将会得到进一步延展，从药品 CRO 延伸至医疗器械 CRO。捷通泰瑞 2017-2018 年的业绩承诺分别为 4,800 万元、5,760 万元。我们认为，今年捷通泰瑞完成并表后，将给公司带来较大业绩贡献。

捷通泰瑞主营业务属于医疗器械 CRO 领域，旗下现拥有 4 家子公司和一家孙公司。

图表 15 捷通泰瑞子公司和孙公司情况

序号	级次	企业名称	成立时间	注册资本	主营业务
1	二级	北京捷通康诺医药科技有限公司	2003.04.28	50 万元	技术开发、技术咨询
2	二级	北京医捷通科技有限公司	2000.01.11	170 万元	人才招聘、技术咨询
3	三级	北京捷通艾维迪医药科技有限公司	2015.11.16	100 万元	技术开发、技术咨询
4	二级	捷通埃默高（北京）医药科技有限公司	2000.12.19	30 万元	技术开发、技术咨询
5	二级	捷通康信（北京）医药科技有限公司	2014.01.03	100 万元	技术开发、技术咨询

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

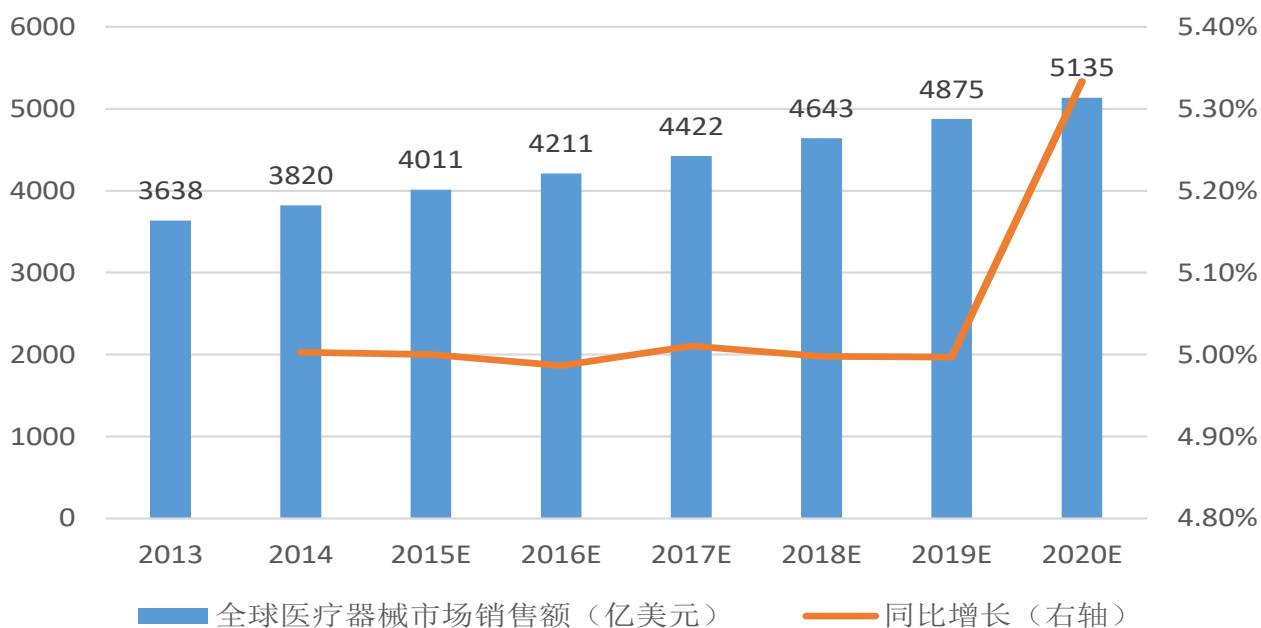
捷通泰瑞公司及子公司主要业务包括为医疗器械企业提供医疗器械临床试验技术服务、医疗器械注册咨询服务、医疗器械行业人才猎聘服务以及 IVD 产品的注册和临床服务。其中医疗器械临床试验技术服务主要集中在捷通康信；人才猎聘服务由医捷通科技负责；医疗器械注册咨询服务、IVD 产品的注册和临床服务业务分布在医捷通科技、捷通康诺和捷通埃默高。

捷通泰瑞公司的各子公司是国内最早从事医疗器械、药品注册咨询、临床试验研究的专业服务机构之一。目前本公司及子公司拥有专门从事法规咨询注册的团队 45 人，专业提供临床试验法规咨询、技术服务的团队 54 人。公司业务范围涵盖了骨科、诊断试剂、妇科、影像、射线、神内、心血管等众多领域，截止 2015 年累计完成了 80 多个项目的临床研究工作。由于良好的信誉与专业细致的服务，公司目前已和 36 个国家 3,000 余名厂商建立了长期稳定的合作关系，累计

为国内外 3,000 多个产品办理了医疗器械注册证书。经过十余年的行业积累，公司建立了拥有 40 万条信息的医疗器械人才数据库，并按照医疗专业、工作性质和地域做了详细分类，不仅成为众多知名医疗器械企业指定人才服务供应商，也为公司的注册申报业务、临床试验研究服务拓展了潜在客户。

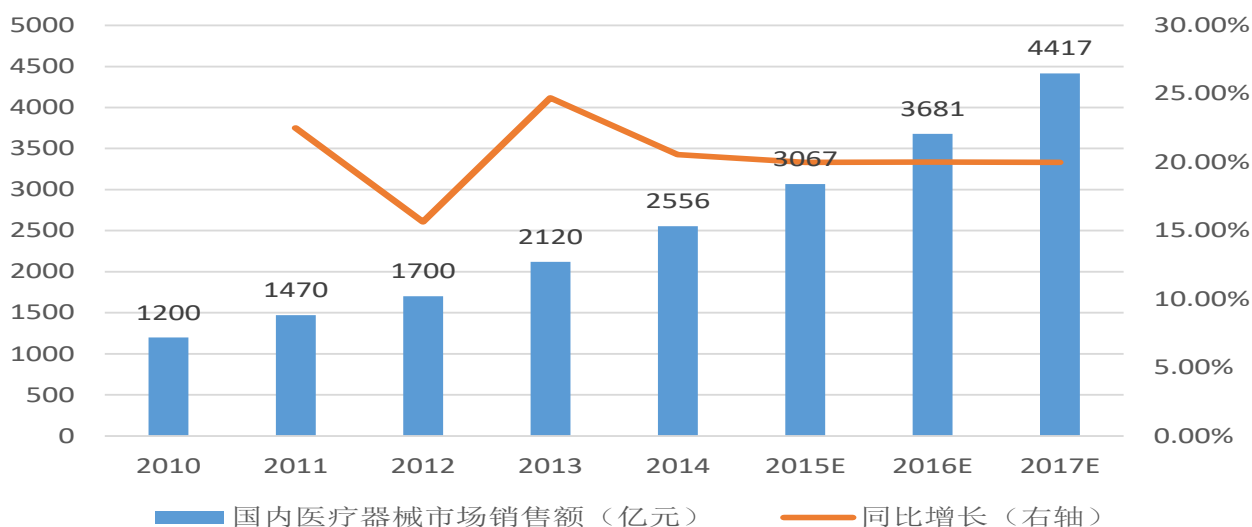
从全球医疗器械产品市场来看，根据 EvaluateMedTech 数据显示，2013 年全球医疗器械市场销售额约为 3,638 亿美元，预计 2020 年将增长至 5,135 亿美元，年复合增长率为 5%。

图表 16 全球医疗器械市场销售额增长趋势（单位：亿美元）



数据来源：公司公告，EvaluateMedTech 统计数据，长城国瑞证券研究所

图表 17 国内医疗器械市场销售额增长趋势（单位：亿元）



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

中国的医疗器械产业起步较晚，但是随着国家医疗卫生体制改革的不断深入和加大对民营医院、基层医疗卫生机构的鼓励政策力度，国内医疗器械市场的销售额快速增长，自 2010 年的 1,200 亿元增长至 2014 年的 2,556 亿元，增长 113%；预计自 2015 年的 3,067 亿元增长至 2017 年的 4,417 亿元，年复合增长率为 20%，大幅超过全球医疗器械的年复合增长率 5%。

5 盈利预测

图表 18 盈利预测

单位：百万元

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	957.00	1174.54	1639.47	2159.93	货币资金	432.06	226.56	364.47	316.72
减：营业成本	534.75	727.87	969.58	1260.16	应收和预付款项	444.15	545.78	832.67	981.98
营业税金及附加	1.75	2.80	3.91	5.15	存货	0.44	0.06	1.02	0.38
营业费用	31.66	35.81	49.98	65.85	其他流动资产	-187.98	322.42	-81.72	184.50
管理费用	169.16	229.24	311.50	410.39	长期股权投资	16.29	32.64	32.64	32.64
财务费用	-4.63	-0.39	1.44	-5.17	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	10.43	19.41	19.41	19.41	固定资产	194.04	200.33	145.69	91.06
投资收益	5.75	38.16	0.00	0.00	无形资产	483.28	615.44	612.64	609.85
公允价值变动	-5.97	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	227.76	445.11	430.17	429.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1610.03	2388.33	2337.59	2646.58
营业利润	213.65	197.94	283.64	404.14					
其他非经营损益	6.55	14.12	8.00	8.00	短期借款	259.40	174.75	0.00	0.00
利润总额	220.21	212.06	291.64	412.14	应付和预收款项	86.61	155.20	224.03	293.67
所得税	46.31	55.28	43.75	61.82	长期借款	7.20	16.16	16.16	16.16
净利润	173.89	156.78	247.90	350.32	其他负债	190.91	202.43	88.24	88.24
少数股东损益	17.61	16.13	0.00	0.00	负债合计	544.12	548.54	328.43	398.07
归母净利润	156.28	140.65	247.90	350.32	股本	433.32	474.87	474.87	474.87
					资本公积	182.58	667.09	667.09	667.09
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	留存收益	390.47	484.05	654.23	893.58
经营活动现金流	178.92	185.53	51.89	315.47	归母股东权益	1002.35	1626.82	1796.19	2035.54
投资活动现金流	-413.19	-530.00	6.80	6.80	少数股东权益	63.56	212.97	212.97	212.97
融资活动现金流	14.10	485.71	-252.71	-103.80	股东权益合计	1065.91	1839.78	2009.16	2248.51
现金流量净额	-208.46	155.80	-194.02	218.48	负债和股东权益	1610.03	2388.33	2337.59	2646.58

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。