

CRO 龙头，BE 业务贡献业绩增量

——泰格医药 (300347)

核心观点

❖ **观点提炼：**2017 年上半年受益于大临床业务老订单拖累渐小和仿制药一致性评价政策的持续推进，公司净利润同比增长 53.07%，平均毛利率也显著提升，达 43.15%。今年下半年到 2018 年底 BE 试验带来的业绩贡献会进入集中兑现期，大临床业务老订单拖累将更小，公司业绩有望持续维持高增长。

❖ **国内 CRO 龙头，一致性评价政策受益者。**公司在 CRO 行业产业链中的布局完善，是为数不多的能承担国际多中心临床试验的本土 CRO 企业之一。2016 年公司大临床业务受自查核查影响，但今年上半年平均毛利率已回升至 43.15%，毛利率已重上升通道；受益一致性评价政策的快速推进，据测算，公司全年仅 BE 业务即可为公司贡献收入约 2 亿元，是去年该项业务总收入的五倍。

❖ **管理层长期稳定，单员工产出持续提升。**公司核心管理层保持了极强的稳定性，作为人才密集型行业，人才是公司核心竞争力。技术员工单人年产出 2013 年约 42 万元，2015-2016 年已提升至 60 万元左右，CAGR 约为 11%。

❖ **捷通泰瑞完成并表，延伸至医疗器械 CRO。**公司已完成对捷通泰瑞的并表，按照 2016 年实际业绩贡献测算，收购完成后相对 2016 年每股收益增厚 18.27%。完成对医疗器械 CRO 领域的布局，快速分享医疗器械行业增长的红利。

❖ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2017-2019 年分别实现归属母公司股东净利润 2.94 亿元、4.16 亿元、5.54 亿元，折合 EPS0.59 元、0.83 元、1.11 元，对应 PE 分别为 46.76 倍、33.02 倍、24.76 倍。考虑今年一致性评价政策推行加快、大临床业务老订单拖累渐小、捷通泰瑞并表带来每股收益增厚都将对公司形成直接利好，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：一致性评价政策推进低于预期；公司整合不及预期；汇率风险。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1175	1715	2217	2880
+/-%	23%	46%	29%	30%
净利润(百万)	141	294	416	554
+/-%	-10%	109%	42%	33%
EPS(元)	0.28	0.59	0.83	1.11
PE	97.62	46.76	33.02	24.76

资料来源：公司公告、川财证券研究所

2017 年 9 月 1 日

川财研究 | 股票研究部
深度报告 | 公司深度
所属行业 | 医药生物
公司评级 | 增持

执业分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495651
yangouwen@cczq.com

报告联系人

周豫

证书编号：S1100117080006
010-66495901
zhouyu@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

泰格医药：国内 CRO 龙头，一致性评价政策受益者.....	4
公司主营业务概况.....	5
CRO 产业链广覆盖，国际多中心临床布局初现规模.....	6
仿制药一致性评价政策助力公司业绩高速增长.....	9
核心竞争力：管理层长期稳定，单员工产出持续提升.....	13
核心管理层长期稳定，富有行业经验.....	13
员工持股计划顺利实施，稳定公司核心团队.....	15
公司临床试验专业人才及单人产出有望再提升.....	15
大临床业务：经历核查考验，开启量价提升新时代.....	17
公司主体与各子公司业务清晰，行业经验丰富.....	17
自查核查事件带来行业短期阵痛，长期利好龙头.....	19
老订单拖累渐小，毛利率重返上升通道.....	21
方达医药：覆盖临床前市场，业绩贡献度高.....	22
覆盖临床前市场的国际 CRO 企业.....	22
“CMC+生物分析”两轮驱动，与公司主体形成有效互补.....	22
业绩贡献度高，增长稳定.....	23
数据统计分析业务增长稳定.....	23
捷通泰瑞完成并表，延伸至医疗器械 CRO.....	24
捷通泰瑞：小而专的医疗器械 CRO 龙头.....	24
捷通泰瑞并表完成，每股收益增厚 18.27%.....	25
医疗器械高增长，分享行业增长红利.....	25
介入创新药研发，开启“创新型”CRO.....	27
2017，CRO 企业的资本大年.....	27
盈利预测.....	31
风险提示.....	32

图表目录

图 1 泰格医药扩张沿革	5
图 2 公司主要子公司及业务构成	6
图 3 CRO 行业与上下游之间关系图	7
图 4 泰格医药中心实验室	7
图 5 美国病例学会的 CAP 认证	8
图 6 美国 NGSP 一级实验室证	8
图 7 泰格医药国际布局	9
图 8 仿制药一致性概念	10
图 9 企业参比制剂备案情况	11
图 10 仿制药一致性评价流程图	12
图 11 泰格医药股权结构	13
图 12 公司员工增长情况	15
图 13 公司员工专业构成	16
图 14 公司员工学历构成	16
图 15 单技术人员年产出额情况	17
图 16 临床试验领域分布	18
图 17 2011-2016 年公司临床试验技术服务收入与增速	19
图 18 方达医药主要业务	22
图 19 2013-2020 年全球医疗器械市场销售额增长趋势预测	25
图 20 2008-2015 年医疗卫生支出总额占 GDP 比重情况	26
图 21 2005-2015 年中国公立医院和民营医院数量增长情况	26
图 22 国内医疗器械市场销售额增长趋势	27
图 23 创新药临床经验	28
表 1. 2009-2016 年公司高级管理人员变动情况	14
表 2. 公司高级管理人员行业经历	14
表 3. 公司大型临床项目经验	18
表 4. 药物临床试验自查核查相关政策及公告	20
表 5. 2015-2017 年我国主要药物临床试验数据自查核查公告及内容	21
表 6. 捷通泰瑞二级子公司和三级公司情况	24
表 7. 公司近年合资公司、战略合作和产业基金情况	28
表 8. CRO 企业分类及简介	29

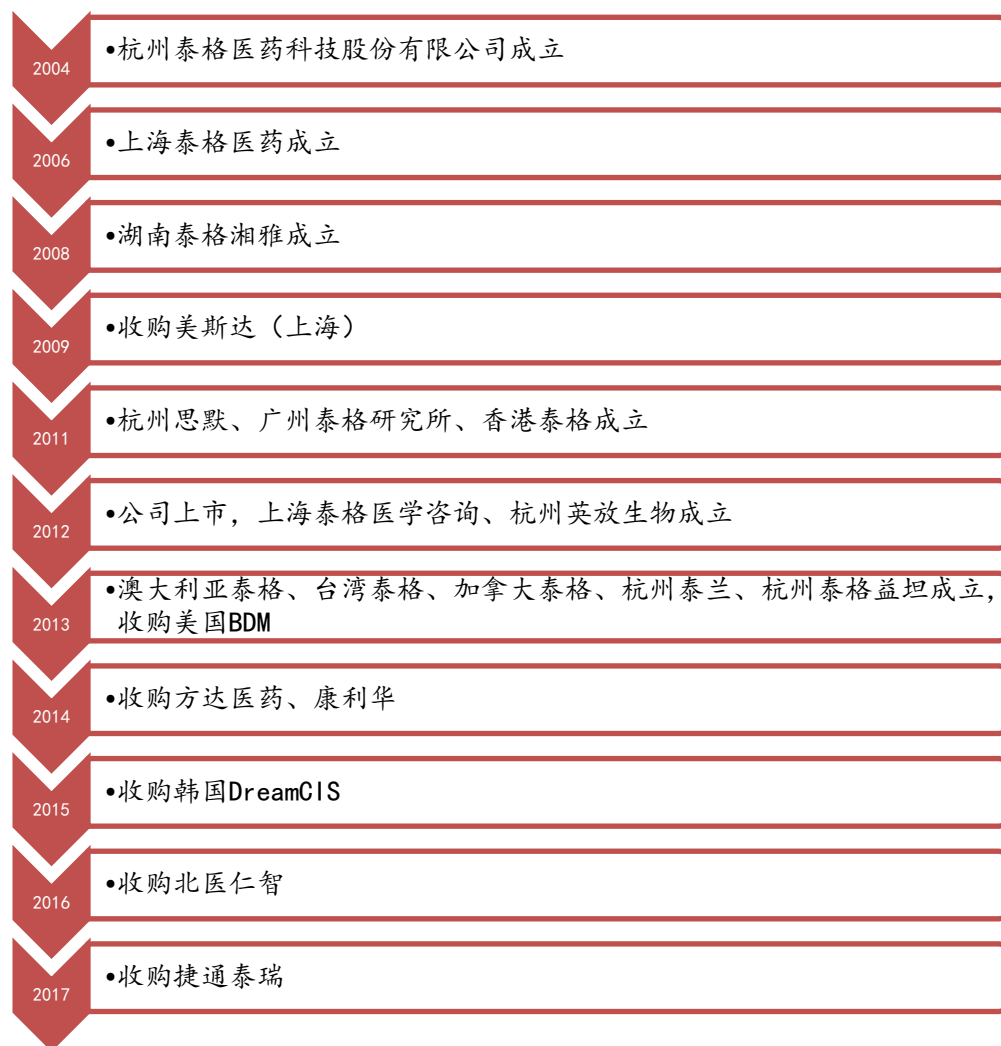
泰格医药：国内 CRO 龙头，一致性评价政策受益者

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。

纵观历史，CRO 行业在不到 40 年的时间内快速成长为医药研发产业链上不可或缺的重要一环。根据 Frost & Sullivan 的统计，目前 CRO 行业已经承担了全球将超过一半的新药研究开发工作。尤其进入 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，2020 年中国 CRO 市场规模有望超过 870 亿元。

泰格医药成立于 2004 年，2012 年成功上市。从公司成立到现在，公司资产和业务规模不断得到扩张，现已逐步成长为国内领先的 CRO 企业。并长期专注于为医药产品研发提供 I 至 IV 期临床试验、数据管理与生物统计、注册申报等全方位服务。

图 1：泰格医药扩张沿革



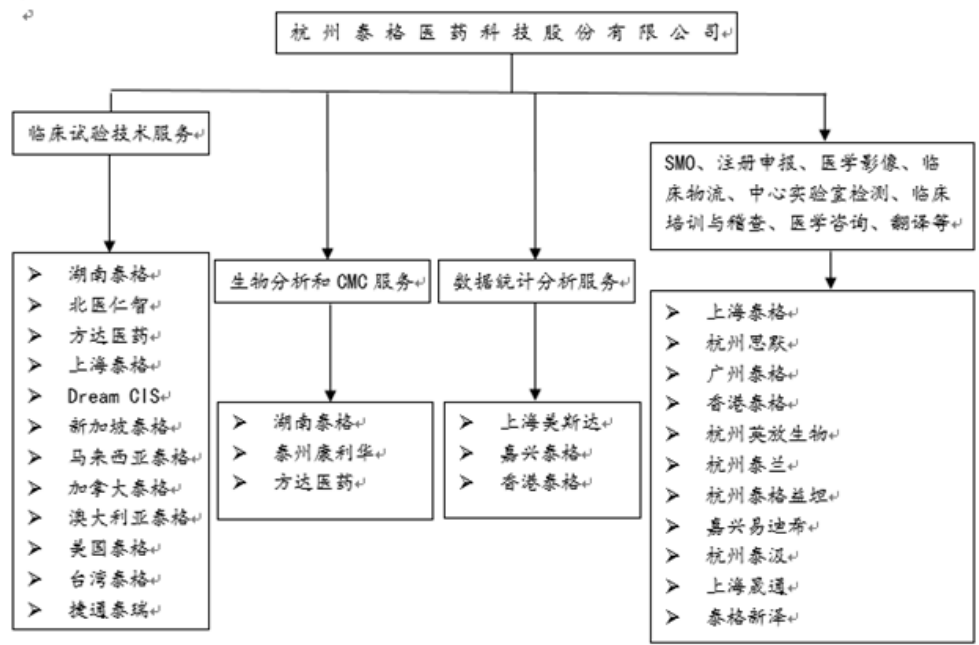
资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

公司主营业务概况

公司现有主营业务主要分为临床试验技术服务和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。2017 年上半年公司临床试验技术服务收入占主营业务收入的比重为 44.61%。而临床研究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 2：公司主要子公司及业务构成



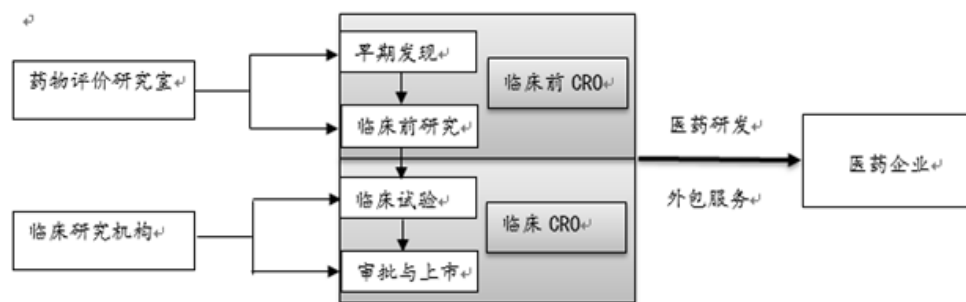
资料来源：公司公告，川财证券研究所

CRO 产业链广覆盖，国际多中心临床布局初现规模

CRO 行业的产业链包括早期的新化学实体、新处方或新药材的发现与筛选，中期的临床前研究服务和临床研究服务，以及后期为医药企业提供的代理注册等服务。在欧美等 CRO 行业成熟度较高的国家，CRO 行业的产业链甚至延伸至药品上市销售策划等服务领域。同时，在新药研发的每一个阶段，CRO 公司都可以为医药企业提供技术成果转化服务，包括可用于新药研发的专利的转让及医药技术成果的转让等。

CRO 行业的上游行业是具备药物临床试验资格的医疗机构，下游主要为制药企业、药品经营企业、医疗器械企业、医疗保健品企业和其他研究机构。

图 3：CRO 行业与上下游之间关系图



资料来源：博济医药招股说明书，川财证券研究所

2014 年在泰格医药对方达医药收购前，公司的临床研究业务已可以满足绝大多数国内外制药企业的临床研究要求，服务内容几乎包括了我国 GCP 中提出的全部临床试验内容。完成收购后，公司进一步完善了产业链临床前研究及早期临床研究领域（尤其是 I 期临床）的服务，标志着公司以临床研究为核心业务的 CRO 企业向综合型 CRO 企业的转型，完成了药品类 CRO 行业产业链的广覆盖。

2017 年 5 月，公司又通过定向增发完成了对国内医疗器械 CRO 龙头捷通泰瑞的收购，再一次把产业链由药品端向医疗器械端做出了延伸。上半年捷通泰瑞并入营业收入为 848.59 万元，并入归属于母公司净利润为 334.98 万元。

多年来，公司不断完善自身在 CRO 行业产业链中的布局，同时这也是为了积极拓展行业利润率最高的产业链顶端领域的市场份额，这些产业链顶端领域包括中心实验室和国际多中心临床试验。

图 4：泰格医药中心试验室

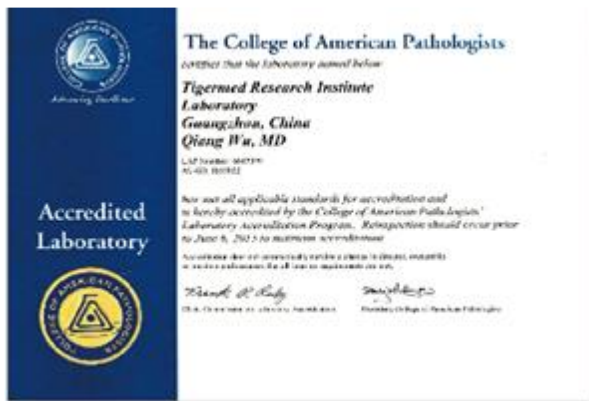


资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司 I-IV 期药物临床试验的中心实验室检测主要通过公司核心子公司广州泰格医学研究所有限公司来进行，该公司的中心实验室成立于 2011 年 8 月，实验室根据 ISO 15189 及 CAP 要求建立质量管理体系

并有效运行，于 2013 年 6 月通过美国病理学家协会（CAP）认证，2014 年 1 月取得美国糖尿病标准化计划（NGSP）一级实验室资质，2015 年 5 月又通过由美国病理学家协会（CAP）的复评审；该中心实验室于 2014 年底完成了改扩建工程，实验室面积从原先的 180 平方扩大到了 700 平方，检测项目也分别涵盖了临床生化、血液凝血、尿液、临床免疫、分子生物学等学科，并又引进了国际上最先进的分子诊断等高端仪器，进一步扩大和提高了实验室在肿瘤、肝炎、糖尿病以及 Biomarker 生物标记物检测服务中心实验室的服务能力，满足了日益增长的临床研究需求。另一方面，自 2015 年起，公司又与迪安诊断接洽，探索临床 CRO+ 医学检验合作共建中心实验室的中国模式，意在打造国内最顶尖中心实验室和临床一体化服务平台。2016 年 3 月公司与迪安诊断正式注册成立了合资公司“上海观合医药科技有限公司”，并在同年 9 月通过了美国病理学家协会（CAP）的现场评审，可为生物医药、医疗器械和诊断行业的客户提供国际最高质量标准的检测数据服务，现已成为国内中心实验室以及国内 CRO 合作的标杆。

图 5：美国病理学会的 CAP 认证



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 6：美国 NGSP 一级实验室认证



资料来源：公司官网，川财证券研究所

在生物分析实验室方面，公司主要有两家生物分析实验室：上海方达和湖南湘雅。其中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。随着生物等效性试验（BE）备案制及一致性评价的开展，相信拥有高质量生物分析业务的公司将会获取更多订单。另一方面，公司的生物分析实验室不仅在技术、设备和人员配备方面具有高质量，同时在质量与合规等方面也表现突出，自国家药监局加大临床试验核查力度以来，上海方达和泰格湘雅生物分析中心项目首批即通过了

CFDA 现场核查。

公司在完善了实验室建设和相关合作模式探索的基础下，也提升了临床试验的质量，并向国际多中心临床布局迈进。可以说中心实验室是提升试验质量和国际多中心临床布局的必经之路。它能够有效解决各个临床中心检测标准不统一、检测质量和检测批次的差异问题，也是临床试验质量保证的重要组成部分。2015 年公司完成了对韩国较大规模的临床 CRO 公司 DreamCIS 的收购，加之香港、澳大利亚、新加坡、马来西亚等地的早先布局，公司已能够承担高水平的国际多中心临床试验。

截至 2016 年底，公司共参与了 100 多项国际多中心临床试验，是为数不多的能承担国际多中心临床试验的本土 CRO 企业之一。相信随着国际多中心临床试验项目经验的积累，公司将会接到更多的原研药国际多中心临床试验的订单，国际市场占有率有望进一步扩大。

图 7：泰格医药国际布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

仿制药一致性评价政策助力公司业绩高增长

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。我国这次启动的大规模一致性评价工作主要借鉴了 20 世纪 70 年代美国的生物等效性评价，以及 1998 日本启动的“药品品质再评价工程”。

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。

图 8：仿制药一致性概念

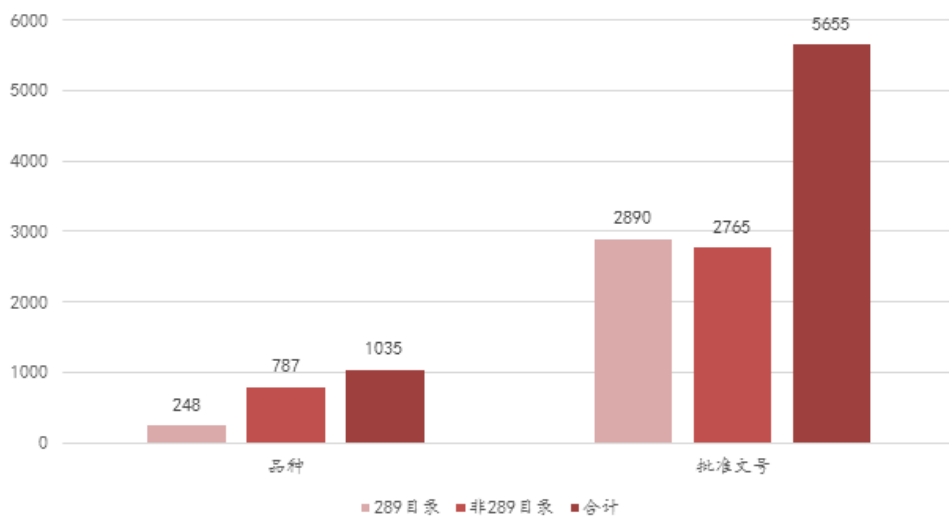


资料来源：CFDA，川财证券研究所

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。

国家食品药品监督管理局同时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。截至 2017 年 8 月，从中检院公布的参比制剂备案信息来看，共有 5655 个批文完成备案，其中属于“289”基药系列的有 248 个品种，2890 个批文，85.8%的基药品种已完成备案申报，平均每个品种有 11.7 个备案申请。

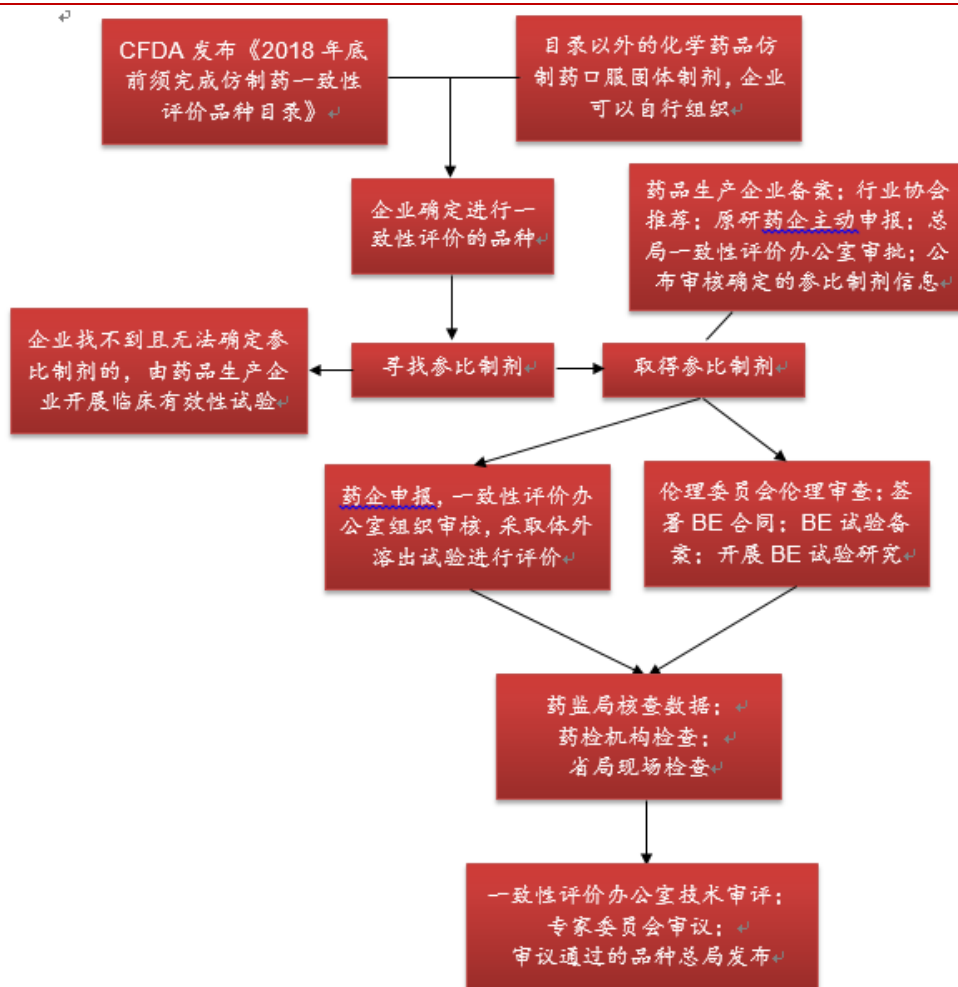
图 9：企业参比制剂备案情况



资料来源：中检院,药智数据,川财证券研究所

正常情况下，企业从最初确定一致性评价品种开始，再经历参比制剂的选取、BE 备案与试验、药监局核查数据、药检机构检查、省局现场检查，到最后报 CFDA 一致性评价办公室和专家委员会审议，总的来看，完成一致性评价需要近两年时间。而到 2018 年底，现仅剩不到一年半的时间，属于“289”基药目录中的品种还有 41 个品种未能完成参比制剂备案；批准文号方面，仍有 14850 个批准文号未能完成备案，约占“289”目录中总数的 83.71%。由此可见，此次一致性评价执行起来力度不仅大，而且时间还很紧迫。我们预计，大部分“289”目录中具有批准文号的产品将在 2018 年底前无法完成一致性评价工作。在一致性评价工作任务重、时间紧的背景下，国内现在能自行承担仿制药一致性评价的企业也并不多，即使自身具有研究人员和临床中心资源的企业，也可能因企业内部需做一致性评价药物品种数量较多等原因，将该业务外包给更有经验和资源的 CRO 企业。相信 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。

图 10：仿制药一致性评价流程图



资料来源：CFDA，川财证券研究所

泰格医药作为国内 CRO 龙头企业，拥有大量临床资源，但相对于一致性评价总体需求来看，还是“供小于求”，公司订单一直处于饱和状态。且医院端方面，在经历了前年“7.22 自查核查”之后，积极性受到了部分影响，多家拥有临床药物试验资格的医院还牵涉其中。对于 BE 试验，截至于 2015 年底原本上百家有资格做 BE 的医院，到 2016 年底真正还在开展的就仅剩 20 多家。公司方面，现与 20 家临床试验基地拥有合作关系，每一家约能提供 20 张病床，根据每个项目病人数量多少、采血周期长短的不同，一年最多能完成 5 个 BE 项目，据此推算公司能完成约 80 个项目，每个 BE 项目收入金额在 250-300 万元左右。全年仅 BE 业务即可为公司贡献收入在 2 亿元左右，是去年该项业务总收入的五倍。同时管理上，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。

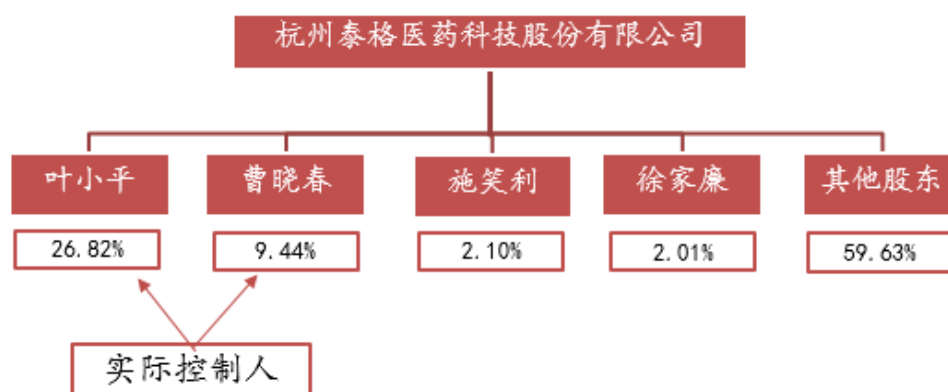
2017 年 8 月 22 日，公司发布了 2017 年半年报，报告期归属上市公司股东的净利润 11,962.95 万元，同比增长 53.07%，超过市场预期。其中上半年非经常性损益为 1496 万元，主要是参股公司新疆泰睿股权投资合伙企业（有限合伙）转让持有泰州捷通泰瑞医药科技有限公司的股权，公司获得股权转让税后净收益约 1,236 万元，投资收益对净利润影响较小。可见，以临床试验技术服务为代表的主营业务增长才是上半年公司重返业绩高增长的主要原因。

核心竞争力：管理层长期稳定，单员工产出持续提升

核心管理层长期稳定，富有行业经验

公司实际控制人为董事长叶小平先生和副总曹晓春女士，持股比例分别为 26.82% 和 9.44%。公司实际控制人多年从事医药临床的研究和管理工作，有利于正确指导公司的发展。叶小平先生为英国牛津大学博士，曾任职西安杨森制药和上海罗氏制药医学注册部总监；曹晓春女士为执业药师、副高级工程师，曾任职杭州中美华东制药和杭州九源基因工程。

图 11：泰格医药股权结构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司自 2009 年以来，在长达 8 年的时间内，核心管理层保持了极强的稳定性。除了陈岚女士在 2014 年接替了财务总监的职务和徐家廉副总经理到期退休外，其余管理层均未发生变动。

表1. 2009-2016 年公司高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
陈岚	财务总监	聘任	2014 年 11 月 7 日	公司第二届董事会第十一次会议聘任
徐家廉	副总经理	离任	2015 年 1 月 22 日	退休

资料来源：公司公告，川财证券研究所

这种长期能保持稳定的管理层不仅能使公司发展战略长期保持一致，还可以看出公司在薪酬、制度及发展前景等方面具有突出优势，更是公司凝聚力的一种体现。另一方面，公司现任管理层主要来自于跨国制药企业或国内领先制药企业的药物研发部门，均具有丰富的医药专业知识和药物临床研究经验，部分高管职业跨度还涉及美国及亚太地区。这种具有国际职业经历和视角的管理团队，现已成长为公司最核心的竞争力。

表2. 公司高级管理人员行业经历

姓名	现任职务	简历
叶小平	总经理	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，现担任本公司董事长兼总经理。
Wen Chen	副总经理	1996 年 9 月至 1998 年 8 月任美国安进药业研究员，1999 年 11 月至 2002 年 2 月任中药通医药科技(成都)有限公司首席运营官，2002 年 5 月至 2004 年 7 月任上海单抗制药技术有限公司运营总监，2004 年 8 月至 2006 年 2 月任上海华谊生物技术有限公司副总经理，2006 年 3 月至 2008 年 2 月任美国沪亚生物技术有限公司上海代表处首席代表，2008 年 3 月至 2009 年 4 月任上海华大天源生物技术有限公司运营副总裁，2009 年 5 月起任本公司副总经理，商务发展部总经理。
Zhuan Yin	副总经理	1993 年 6 月至 1995 年 7 月任美国 PAREXEL International Corporation 生物统计师，1995 年 7 月至 2005 年 9 月任职于阿斯利康制药公司，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，2005 年 9 月起任美斯达总经理。
GAO JUN (高峻)	副总经理	2011 年 5 月-2015 年 12 月任麦王环境技术股份有限公司副总裁，首席财务官兼董事会秘书；2016 年 4 月-2016 年 10 月任上海智臻智能网络科技股份有限公司，财务总监兼董事会秘书。
陈岚	财务总监	曾任浙江年鉴杂志社财务负责人，自 2008 年起，陈岚女士担任杭州泰格医药科技股份有限公司高级财务经理。
曹晓春	副总经理 董事会秘书	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 年 8 月至 2003 年 4 月任杭州九源基因工程有限公司开发部项目经理，2003 年 4 月至 2004 年 12 月任泰格咨询副总经理，2005 年 1 月起任职于本公司。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

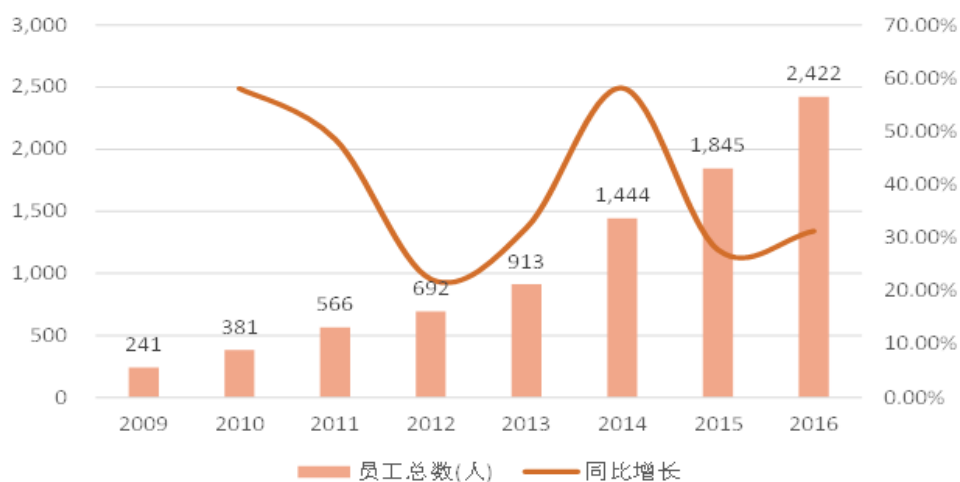
员工持股计划顺利实施，稳定公司核心团队

公司于 2016 年 12 月推出员工持股计划，计划共分三期实施，第一期员工持股计划拟筹集资金总额 1.5 亿元，按上限计算购买股票约占股本 2.38%，参与人数不超过 200 人，包括副总经理、财务总监和监事。该计划已于 2017 年 5 月 8 日前完成，通过二级市场购买方式累计买入公司股票 10,743,715 股，成交均价为 26.395 元/股，总成交金额 283,580,357.425 元，占公司总股本比例为 2.262%。我们相信，员工持股计划的推出有助于稳定公司核心人才，同时也反映出公司核心员工对公司未来发展的信心。

公司临床试验专业人才及单人产出有望再提升

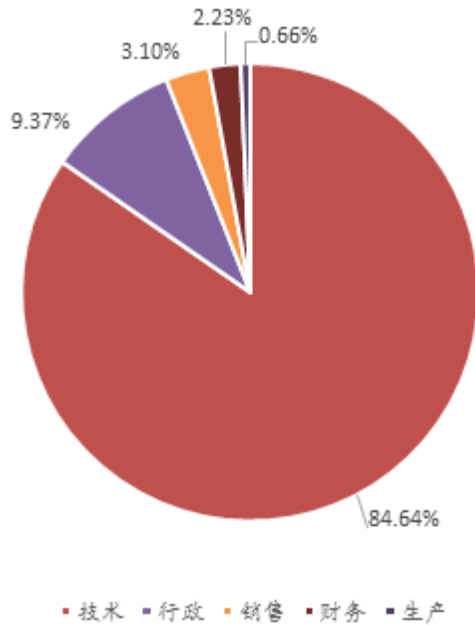
公司作为临床试验 CRO 企业，属于人才密集型行业，人才是公司提供经营服务的关键生产要素也是公司核心竞争力。截至 2016 年底公司共有正式员工 2,422 名，比上年度增长 31.27%。其中，研究生及以上学历 705 人，本科及本科以上学历人数占 87.86%，能担任临床试验的项目负责人数超过 100 名。

图 12：公司员工增长情况



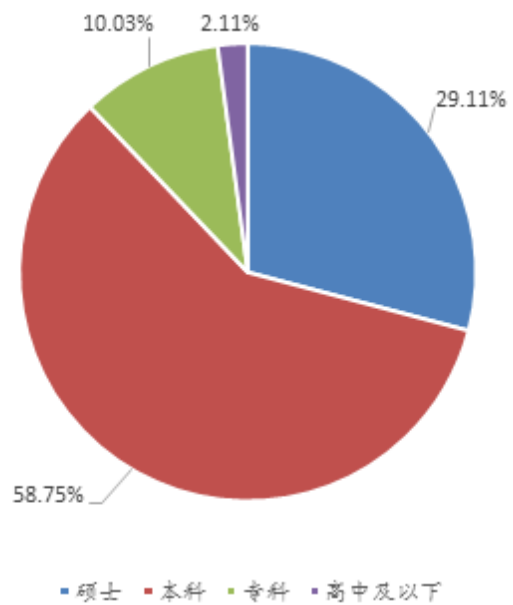
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 13：公司员工专业构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

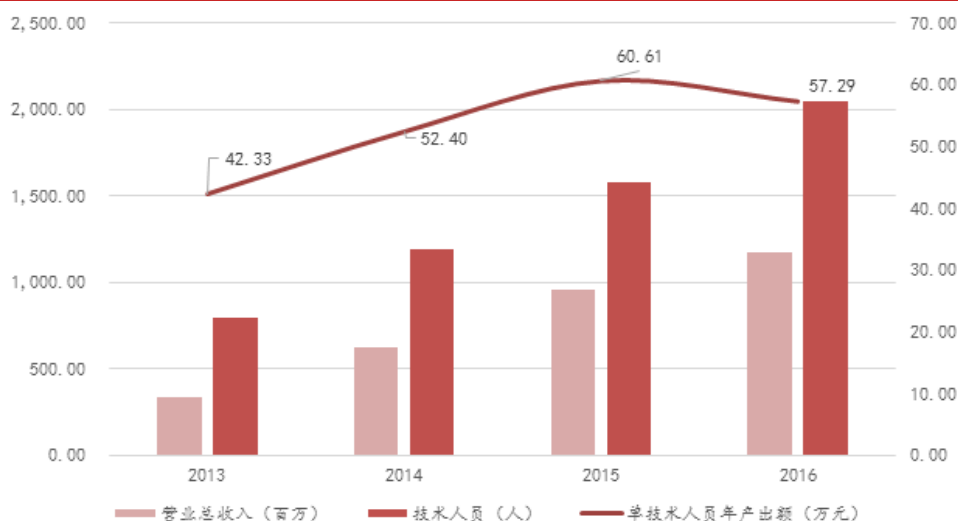
图 14：公司员工学历构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司在人才和团队建设上的管理战略是：打造教导型企业，培养教导型人才。其中，临床试验专业人才是公司发展的根本，尤其在医药研发人才市场激烈竞争的情况下，公司通过选拔、培育、留用、激励等措施，吸引保留了一大批临床试验方面的专业人才。并针对专业人才紧缺、流动性大等问题，还制定并实施了针对性的培养计划，主要培养计划有新员工培养计划、项目负责人培养计划、专业技术人才培养计划、管理人员培养计划等，以此提高公司管理团队的管理能力、技术人才的项目管理能力和员工队伍的工作技能。2009-2016 年公司业务不断扩张，员工总数从最初的 241 人快速增加到 2422 人，CAGR 高达 39.05%。与此同时，公司单人年产出也得到一定程度上的提升，以技术人员单人产出统计口径来看，2013 年为人均 42 万元左右，2015-2016 年已提升至 60 万元左右，CAGR 约为 11%。公司技术人员单人产出的持续提升将对公司高质量的成长具有决定意义，是公司核心竞争力提升的现实表现。我们相信，随着公司内部经营效率的提升以及一致性评价等相应政策的催化，公司的规模和盈利质量有望再上一个新台阶。

图 15：单技术人员年产出额情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

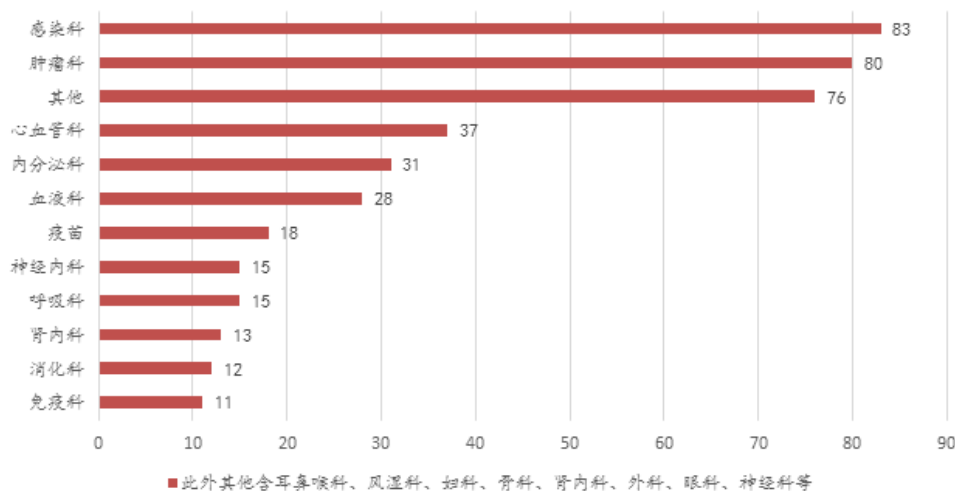
大临床业务：经历核查考验，开启量价提升新时代

公司主体与各子公司业务清晰，行业经验丰富

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。

公司的医学部门由众多高素质和有经验的监查员和项目经理团队组成，公司有完善的质量管理和质量控制系统，确保项目过程符合 ICH-GCP 和中国 GCP 的要求，并能获得高质量的临床研究数据，能全面满足国际和国内客户在医药产品在临床试验方面的各类需求。除此之外，公司丰富的临床项目管理经验、良好的医院合作关系和广泛的办事机构分布，快速支持研究中心及时监控临床研究数据，高效运作各类临床试验，能为大样本和大规模的临床试验的开展提供最优化的管理。

图 16： 临床试验领域分布



资料来源：公司官网，川财证券研究所

表3. 公司大型临床项目经验

领域	项目数	受试者
感染科	10	28607
内分泌科	6	27949
心血管科	5	58122
疫苗	4	8770
医疗器械	3	5400
血液科	2	7300
呼吸科	1	8000
病理科	1	2100
免疫科	1	2000
麻醉科	1	1500
肿瘤科	1	1107
皮肤科	1	1020
妇科	1	1003
消化科	1	1000
总计	38	153878

资料来源：公司官网，川财证券研究所

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。

业绩方面，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 年该业务收入较前年同期增长仅为 9.63%，增幅继续下滑。

图 17：2011-2016 年公司临床试验技术服务收入与增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

自查核查事件带来行业短期阵痛，长期利好龙头

2016 年公司临床试验技术服务业务收入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，公司在核查期间临床试验项目进度被放缓、项目工作量增加、成本增加，收入确认被推迟，使得公司临床试验技术服务类毛利率从 2015 年的 40.75% 下降到 2016 年的 25.18%，严重拖累了公司的盈利水平。

表4. 药物临床试验自查核查相关政策及公告

时间	发布机构	公告
2015年7月22日	CFDA	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》
2015年7月31日	CFDA	《关于征求加快解决药品注册申请积压问题的若干政策意见的公告》
2015年8月19日	CFDA	《关于进一步做好药物临床试验数据自查核查工作有关事宜的公告》
2015年9月9日	CFDA	《关于药物临床试验机构和合同组织开展临床试验情况的公告》
2015年9月24日	CFDA、总后、 卫计委	《关于开展药物临床试验机构自查的公告》
2015年11月10日	CFDA	《关于发布药物临床试验数据现场核查要点的公告》
2015年11月11日	CFDA	《关于药品注册审评审批若干政策的公告》
2015年12月17日	CFDA	《关于进一步加强药物临床试验数据自查核查的通知》
2016年1月29日	CDE	《药物临床试验数据管理和统计分析的计划和报告指导原则》
2016年3月29日	CFDA	《总局关于印发药物临床试验数据核查工作程序（暂行）的通知》
2016年4月1日	CFDA	《总局关于药物临床试验数据自查核查注册申请情况的公告（2016年第81号）》
2017年1月4日	CFDA	《总局关于药物临床试验数据自查核查注册申请情况的公告（2016年第202号）》
2017年5月24日	CFDA	《总局关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告（2017年第63号）》

资料来源：CFDA, CDE, 川财证券研究所

纵观这次行业内大规模自查核查事件，不仅使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1310家；国家食品药品监督管理局最终对313个药品注册申请进行了核查工作，有38个注册申请的临床试验数据涉嫌数据造假，其中新药注册申请16个、仿制药注册申请17个、进口药注册申请5个。总局已发布公告，对其中30个注册申请作出不予批准的决定，并对其中涉嫌数据造假的11个临床试验机构及合同研究组织(CRO)予以立案调查；直接未提交自查资料而不批准注册另有10家。以上合计有1350家不予批准或主动撤回，占除减免临床核查总数的76.06%。

表5. 2015-2017年我国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4月29日	关于7家企业6个药品注册申请不予批准的公告（2016年第92号）	6个不予批准
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
2017年6月30日	关于106家企业撤回135个药品注册申请的公告（2017年第80号）	撤回135个

资料来源：CFDA，川财证券研究所

然而这种行业短期阵痛，势必会给整个CRO行业和医药临床试验领域树立行业规范带来良好契机。随着行业环境的不断净化，优胜劣汰的开启，有望使CRO行业集中度大幅提升，从而为行业龙头企业获得远超行业平均增速创造基础。一方面，国内大量中小CRO企业项目管理能力不足、行业经验缺乏，行业资源和客户资源会越来越多的向国内CRO龙头倾斜；另一方面，国内CRO龙头企业在做大做强的过程中，会发挥品牌、资本、项目管理、风险抵抗等方面的优势积极拓展国际市场，承接国际多中心的项目，行业内强者恒强的格局有望更加凸显。

老订单拖累渐小，毛利率重返上升通道

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。国家食品药品监督管理局关于临床试验自查核查活动，直接导致了公司

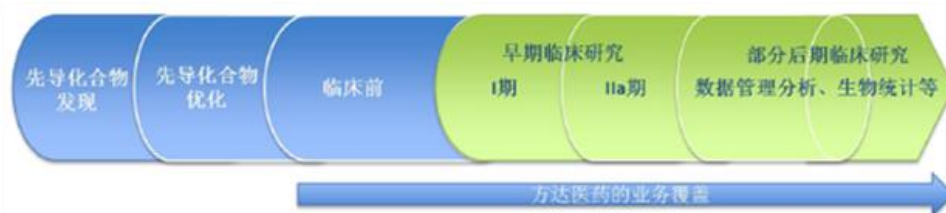
临床试验技术服务业务进展速度放缓、项目工作量增加、人力成本上升，使得公司临床试验技术服务类毛利率下降。公司对 2016 年度新签署合同充分考虑该因素，已调增该类业务报价，但因临床试验合同服务时间较长，一般为 3 年，对以往已签署合同项目毛利率还将在服务期间内影响，且收入确认比例约为 3:4:3，老合同仍会影响执行期当年的毛利率水平，截至去年底，仍有 5 亿元的老订单待执行，预计在 2018 年完成，老订单的拖累压力会逐年减小。公司管理层同时也采取了提高合同报价、提高工作效率、降低人力成本、境内外人力资源整合等多项措施，从公司整体毛利率水平来看，公司 2016 年一季度平均毛利率 43.81%，2016 年全年平均毛利率仅有 38.03%，2017 年一季度则为 42.80%，截至 2017 年上半年，公司平均毛利率回升至 43.15%，公司主营业务毛利率水平已重回上升通道。

方达医药：覆盖临床前市场，业绩贡献度高

覆盖临床前市场的国际 CRO 企业

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 18：方达医药主要业务



资料来源：公司公告，川财证券研究所

“CMC+生物分析” 两轮驱动，与公司主体形成有效互补

CMC 又被称作药品制剂研发，主要包括 GMP 分析服务（包括方法的建立和验证），成品药研发（速释和缓释剂型），GMP 临床用药的生产（无菌和非无菌剂型）以及 GMP 标准的 API 生产及有机合成。方达医药的 CMC 实验室以及 GMP 剂型实验室坐落于美国宾州 Exton 市和中国江苏苏州，美国和中国的实验室遵循相同的 SOP 质量体系，便于

中美实验室之间的方法转移和数据申报，中美两地实验室多次通过美国 FDA、中国 CFDA 和 WHO 的审计检查。

生物分析则主要包括 LC/MS/MS 和 GC/MS 方法开发及验证，临床生物标记物和免疫原性检测服务，生物标记物分析方法开发及验证，药代动力学/药效学评价，流水线式的样本管理和处理以及药品管理和法规事务咨询。方达医药生物分析部门拥有雄厚的技术、法规知识及丰富行业经验，可提供从早期研发至后期临床研究的符合美国 GLP 法规的方法验证和样品分析。团队技术人员拥有丰富的 GLP 实验室工作经验，其中美国实验室约 45 人，上海实验室 20 人，70% 以上为硕士以上学历，大部分有 5 年以上工作经验，中高层管理队伍稳定，项目负责人基本都已在本公司服务工作 5 年以上。公司在美国的生物分析实验室，有 22,000 平方英尺的占地面积，是美国东部最大的同类实验室之一；坐落在中国的生物分析实验室也占地约 16,000 平方英尺，同样是中国最大的同类实验室之一。

CMC 医药产品研发和生物分析能够服务于整个药物研发过程，与原有公司业务形成了有效互补，填补和拓展了公司的产业服务链。另一方面，方达医药与公司主体通过协同效应，打造公司 CRO 一站式服务，公司盈利能力、综合竞争力和国际化影响力都得到了有效提升，同时也为公司加快成为亚太地区领先 CRO 公司奠定了基础。

业绩贡献度高，增长稳定

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%，截至 2017 年上半年，方达医药实现营业收入人民币 24,780.13 万元，实现净利润人民币 5,426.31 万元。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，CAGR 近 20%。2015 年、2016 年方达医药分别完成年度业绩承诺的 82.98% 和 100.10%。2017 年度业绩承诺已达成近 100%。

数据统计分析业务增长稳定

根据 2017 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 14.79%，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。

捷通泰瑞完成并表，延伸至医疗器械 CRO

捷通泰瑞：小而专的医疗器械 CRO 龙头

捷通泰瑞的主营业务也同属于 CRO 业务范畴，是国内领先专注于医疗器械的 CRO 公司，其核心服务是为医疗器械（包括 IVD）企业的相关医疗器械产品研发提供所需的临床研究外包服务，主要包括医疗器械注册申报服务、医疗器械临床试验技术服务和医疗器械专业人才猎聘服务。捷通泰瑞现拥有 4 家二级子公司和 1 家三级公司。

表6. 捷通泰瑞二级子公司和三级公司情况

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，川财证券研究所

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。

捷通泰瑞并表完成，每股收益增厚 18.27%

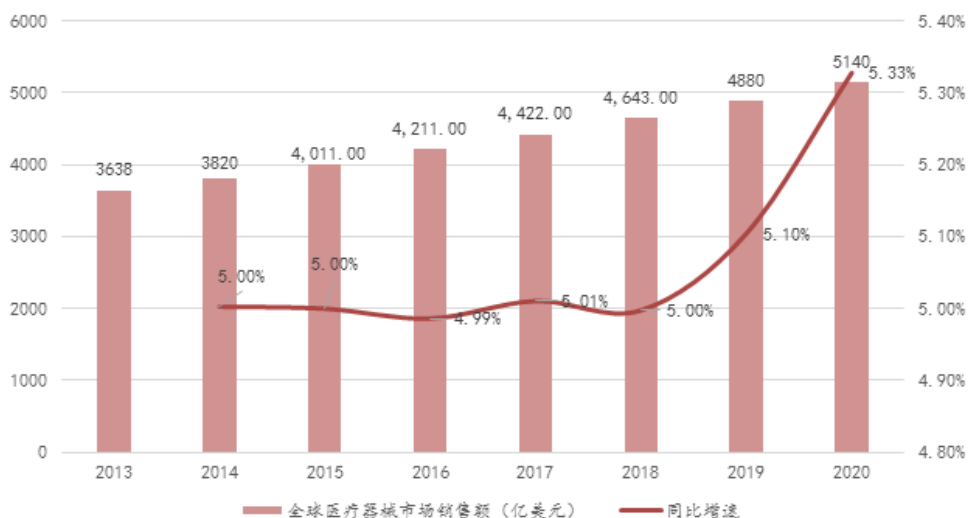
为完成对捷通泰瑞的收购，公司拟向特定对象非公开发行不超过 3,000 万股股票，募集资金总额不超过 63,000 万元，扣除发行费用后将全部用于收购泰州捷通泰瑞医药科技有限公司 100% 的股权。2017 年 4 月证监会已正式核准批复公司此次非公开发行股票申请，最终公司共新增发行股票数量为 25,311,370 股，发行价格 24.89 元/股，相当于发行期首日前一交易日股票均价 24.88 元/股的 100.04%，相当于发行底价 22.39 元/股的 111.17%，募集净额为 607,799,999.30 元。

收购完成后，公司的业务结构得到了进一步延展，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。此次定向增发价格 24.89 元/股，发行 2531.14 万股股份，按照 2016 年实际业绩贡献测算，收购完成后相对 2016 年每股收益增厚 18.27%。

医疗器械高增长，分享行业增长红利

从我国科技部《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》中的数据可以看出，近年来全球医疗器械行业保持着快速稳定的增长，平均增幅约 7%，为同期国民经济增长速度的两倍左右。医疗器械产业市场空间巨大。另外，根据 EvaluateMedTech 的预测报告，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 5,140 亿美元，年复合增长率为 5%。

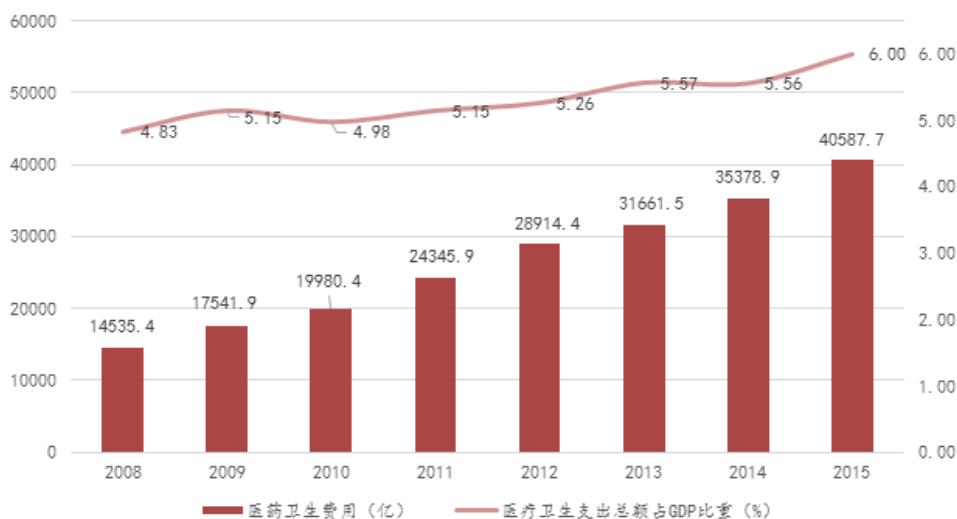
图 19：2013-2020 年全球医疗器械市场销售额增长趋势预测



资料来源：公司公告，EvaluateMedTech 统计数据，川财证券研究所

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 5-7% 的水平。泰格完成此次收购后，也意味着同时完成了对医疗器械 CRO 领域的布局，使公司能快速分享医疗器械行业增长的红利。

图 20：2008-2015 年医疗卫生支出总额占 GDP 比重情况



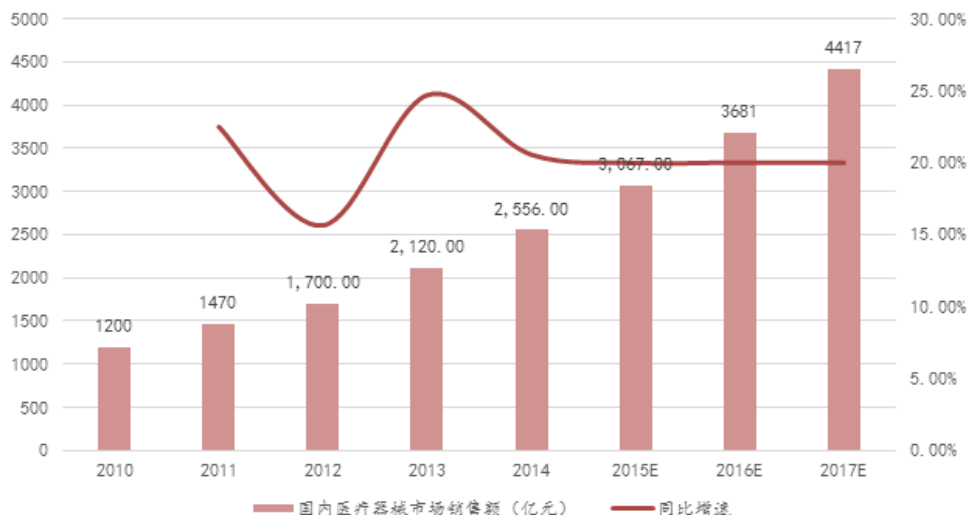
资料来源：卫计委，川财证券研究所

图 21：2005-2015 年中国公立医院和民营医院数量增长情况



资料来源：卫计委，川财证券研究所

图 22：国内医疗器械市场销售额增长趋势

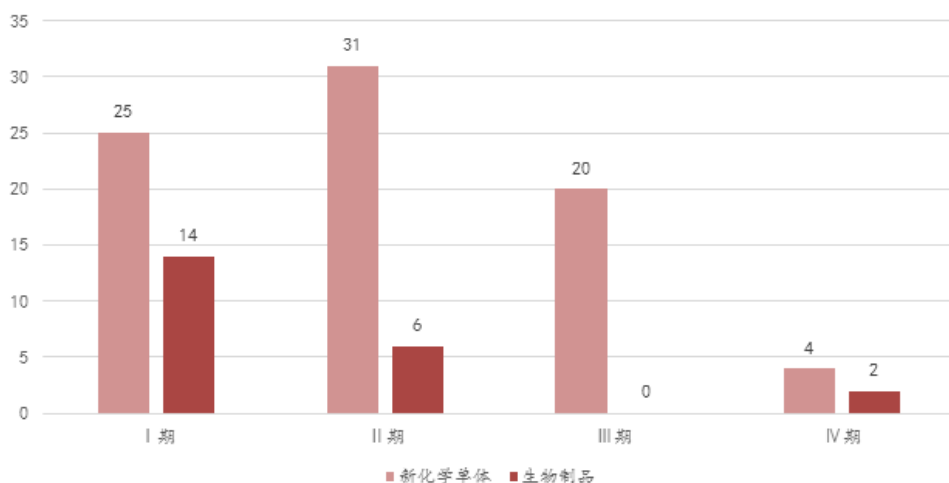


资料来源：公司公告，川财证券研究所

介入创新药研发，开启“创新型”CRO

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

在我国创新药政策大力改革的背景下，食药监总局与国际审评制逐步接轨，其中优先审评政策的实施将对研发型企业是一大利好，一方面，该政策能有效激发国内药企创新研发热情，另一方面，创新药的试验成功率势必会出现较大滑坡。试验成功率的保证对药企而言就是新药上市时间的保证，而新药上市时间的保证也等同于药企利润的保证。因此，药企会优先选择跟有更多创新药临床经验、广泛临床医疗资源的 CRO 企业合作。而公司截至 2016 年 9 月已参与 100 余种国内创新药临床试验，在国内竞争对手中遥遥领先，被誉为“创新型 CRO”。

图 23：创新药临床经验


资料来源：公司官网，川财证券研究所

同时，公司也会更希望为创新药龙头服务，毕竟它们的新药研发水准高于行业平均水平、临床试验成功率会相对高一些。因此，公司以投资入股或战略合作的模式，提前绑定其新药临床试验的标的药物，提前获得了优质订单，向产业链前端扩展了核心竞争力。

表7. 公司近年合资公司、战略合作和产业基金情况

合作类型	年份	合作公司	泰格持股比例	合作内容
合资公司	2015	三境生物	37.5%	创新药培育和研发
	2015	盈科创新	5%	重组和外延
	2015	谋思医药	10%	临床试验设计、PK 数据分析、PKPD 建模与模拟服务
	2016	迪安诊断	50%	ICL 方面合作，伴随诊断
	2016	九州药业	51%	美国及海外药物研发
	2016	达孜秋实	4.8%	生物医药企业、互联网医疗企业
	2016	石河子隆泰	46.7%	仿制药的研发与生产
	2016	上海思嘉建信	12%	基因检测、诊断试剂、医疗器械、移动医疗、精准医疗
	2017	幂方资产	9.4%	医疗器械、生物医药、生物技术及医疗服务
	2017	华盖医疗	8%	括生物制药、医疗器械、医疗服务
战略合作	年份	公司名称	合作内容	
	2014	百家汇	创新药物、医疗器械等项目提供注册的可行性论证和临床咨询服务	
	2015	嘉和生物	在研注册临床研究方案和临床申报总结报告提供咨询服务	
	2015	沃森生物	生物医疗	
	2015	合美医药	国内及美国注册申报、临床研究、CMC 等	

	2015	苏州凯杰	个性化肿瘤分子检测、二代测序、生物信息学服务
	2015	上海海抗	国内及美国的注册申报、临床研究
	年份	产业基金	规模 (亿元)
产业基金	2014	新疆泰睿	3
	2015	医疗健康基金	3.5
	2015	泰誉投资	1.5
	2015	薄荷创投	1.5
	2015	保健品基金	2
	2016	聚上医基金	0.7
	2017	健康医疗投资基金	5
	2017	医疗健康并购基金	5

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2017，CRO企业的资本大年

8月，专注临床前CRO市场的昭衍新药将在上交所上市交易，与此同时，药明生物赴港上市，药明康德、康龙化成、美迪西等也在集中申报，量子高科更是并购重组了睿智化学。今年CRO行业密集的资本运作与以往A股市场上鲜有CRO企业形成了鲜明的对照。相信这与国内新药研发热度日益高涨，仿制药一致性评价政策的快速推进，再配合药品审评与监管政策日趋科学务实不无关系。

然而，以上虽然都称为CRO公司，但相互之间主营业务却并不相同，并不可直接拿来对比。相对而言，泰格医药与博济医药都更侧重临床服务。泰格医药主体业务是临床开发服务，在收购方达和康丽华之后也有非临床服务和GMP咨询服务；博济医药也属于临床和非临床都覆盖，同是前者业务比重略大。

表8. CRO企业分类及简介

序号	类型	公司	简介
1	综合类	药明康德	全球前十CRO企业，中国行业龙头，以非临床服务为主，有GLP；有临床服务，体量较小
2	综合类	康龙化成	以非临床服务为主，无GLP；临床服务起步阶段，体量非常小
3	综合类	美迪西	以非临床服务为主，有GLP；无临床服务业务
4	综合类	睿智化学	以非临床服务为主，无GLP；无临床服务业务
5	综合类	华威医药	以非临床服务为主，无GLP；有临床服务，体量小
6	临床前	昭衍新药	以临床前药效评价为主，有GLP
7	临床前	中美冠科	以临床前药效评价为主，无GLP
8	临床	泰格医药	临床服务为主，非临床服务有一定体量
9	临床	博济医药	临床服务略多于非临床服务

资料来源：医药魔方，川财证券研究所

首次覆盖给予“增持”评级。综合上述，我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 2.94 亿元、4.16 亿元、5.54 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.83 元、1.11 元，对应 PE 分别为 46.76 倍、33.02 倍、24.76 倍。目前医疗服务 III 行业 PE (TTM, 剔除负值) 中位数为 56.38 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推行加快、大临床业务老订单拖累渐小、捷通泰瑞并表带来每股收益增厚都将对公司形成直接利好，公司业绩维持高增长可期，我们首次给予其“增持”投资评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1095	2149	2601	3256	营业收入	1175	1715	2217	2880
现金	364	1303	1524	1871	营业成本	728	943	1175	1497
应收账款	447	690	874	1137	营业税金及附加	3	14	9	11
其他应收款	65	49	72	101	营业费用	36	54	70	90
预付账款	34	43	56	73	管理费用	229	319	416	542
存货	0	1	1	1	财务费用	-0	-17	-40	-50
其他流动资产	185	62	73	72	资产减值损失	19	16	17	17
非流动资产	1294	1137	1153	1110	公允价值变动收益	0	-1	-1	-2
长期投资	33	27	29	28	投资净收益	38	22	25	26
固定资产	195	173	148	123	营业利润	198	406	594	796
无形资产	13	11	8	4	营业外收入	16	9	9	10
其他非流动资产	1052	927	968	954	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2388	3286	3754	4366	利润总额	212	414	601	805
流动负债	436	423	494	576	所得税	55	97	144	194
短期借款	175	182	195	201	净利润	157	317	457	611
应付账款	15	49	52	56	少数股东损益	16	23	41	57
其他流动负债	246	193	247	318	归属母公司净利润	141	294	416	554
非流动负债	113	99	113	122	EBITDA	234	419	584	776
长期借款	16	23	31	38	EPS (元)	0.30	0.59	0.83	1.11
负债合计	97	76	82	83	主要财务比率				
少数股东权益	549	522	607	698	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	213	236	278	335	成长能力				
资本公积	475	500	500	500	营业收入	22.7%	46.0%	29.3%	29.9%
留存收益	667	1250	1250	1250	营业利润	-7.4%	105.3%	46.1%	34.2%
归属母公司股东权益	484	778	1122	1588	归属于母公司净利润	-10.0%	108.8%	41.6%	33.3%
负债和股东权益	1627	2527	2869	3334	获利能力				
现金流量表					净利率(%)	12.0%	17.1%	18.8%	19.3%
					ROE(%)	8.6%	11.6%	14.5%	16.6%
					ROIC(%)	12.0%	23.1%	29.1%	34.5%
					偿债能力				
经营活动现金流	192	151	251	331	资产负债率(%)	23.0%	15.9%	16.2%	16.0%
净利润	157	317	457	611	净负债比率(%)	36.30%	39.98%	38.05%	35.16%
折旧摊销	37	29	30	30	流动比率	2.51	5.08	5.27	5.65
财务费用	-0	-17	-40	-50	速动比率	2.51	5.08	5.26	5.65
投资损失	-38	-22	-25	-26	营运能力				
营运资金变动	4	-162	-186	-253	总资产周转率	0.59	0.60	0.63	0.71
其他经营现金流	33	6	15	19	应收账款周转率	3	3	3	3
投资活动现金流	-530	153	-20	40	应付账款周转率	56.87	29.42	23.42	27.74
资本支出	62	0	0	0	每股指标(元)				
长期投资	416	-89	30	-10	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.59	0.83	1.11
其他投资现金流	-53	64	9	30	每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.30	0.50	0.66
筹资活动现金流	486	635	-10	-24	每股净资产(最新摊薄)	3.25	5.05	5.74	6.66
短期借款	-85	7	14	6	估值比率				
长期借款	9	7	8	8	P/E	97.62	46.76	33.02	24.76
普通股增加	42	25	0	0	P/B	8.44	5.43	4.78	4.12
资本公积增加	485	582	0	0	EV/EBITDA	57	32	23	17
其他筹资现金流	35	13	-31	-37					
现金净增加额	162	939	221	347					

风险提示

一致性评价政策推行不及预期

仿制药一致性评价政策推行不及预期会对公司 BE 试验的订单量产生不利影响，可能导致公司业绩波动。

公司整合不及预期

公司为开拓海外业务及搭建国际多中心临床服务进行了较多并购，如果并购后整合效果不佳，可能会影响公司盈利水平、平均毛利率水平，同时还会带来较高的商誉减值风险。

汇率风险

公司海外业务占比较大，订单以外币结算。若汇率持续波动，有可能会对公司业绩产生影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：	以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。	买入：20%以上； 增持：5%-20%； 中性：-5%-5%； 减持：-5%以下。
行业投资评级：	以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。	超配：高于5%； 标配：介于-5%到5%； 低配：低于-5%。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险

险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000