

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师: 王雯

2018年5月11日

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-88300847

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格: 52.55 元/股

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(百万股): 500.18

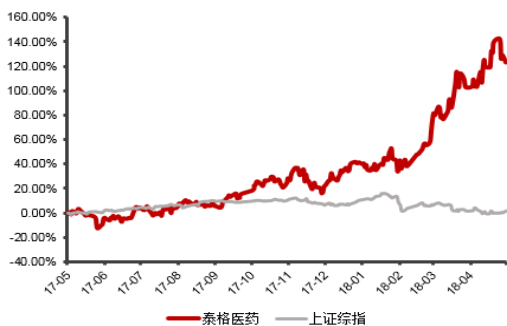
流通股本(百万股): 303.56

流通A股市值(亿元): 280

每股净资产(元): 5.28

资产负债率(%): 24.61

### 泰格医药近一年股价走势



**泰格医药(300347): 长期受益于国内创新药产业发展, 临床CRO龙头优势突出**

### 内容摘要:

公司是国内为数不多的能参与到创新药研发和国际多中心临床试验的本土临床CRO龙头企业, 凭借多年在临床试验服务领域积累的技术和经验, 公司龙头优势突出。

- 国内医药创新正在起步, 2017年创新药IND批件创历史新高, 直接推动了公司创新药订单大幅增长。未来公司作为临床CRO服务于国内创新药的核心业务属性将大大增强, 将直接推动订单升级和盈利能力提升。
- 国际多中心临床试验服务基本完成亚太区布局, 欧美市场布局加快。公司已参与了100多项MRCT, 随着我国加入ICH, 未来该高附加值业务将明显增加, 推动公司业务能力和盈利质量迈向新台阶。
- 与国际CRO龙头昆泰、科文斯对比, 公司人均产出仍有较大的提升空间。目前公司人力储备仍在进一步增加, 边际产出提升趋势, 我们认为公司在临床CRO的市场份额仍有较大的提升空间, 看好本土CRO的持续崛起。
- BE业务进入业绩释放期, 行业保守空间在100亿以上。此外政策推动下, 进口创新药进入国内提速, 公司传统进口注册业务也有望迎来新的增长期。随着临床试验技术服务业务的恢复增长, 相关咨询服务也有望形成共振, 带动公司国内业务快速扩张。

**投资建议:** 公司较大的受益于国内政策环境的改善, 业绩也相应快速增长。作为CRO龙头和上市公司稀缺标的, 我们看好公司未来业务的发展, 预计公司2018-2020年实现主营业务收入分别为22.67、29.38、37.84亿, 分别同比增长34.4%、29.6%和28.8%; 实现归母净利润分别为4.48、5.92和7.88亿, 分别同比增长51.3%、32%和33.2%; 实现EPS分别为0.9、1.18和1.58元/股。给予公司“推荐”的投资评级。

**风险提示:** 相关政策执行力度低于预期; 业绩低于预期风险; 商誉减值风险; 投资收益大幅波动风险; 医院成本大幅上升风险; 人员扩张和管理风险; 质量控制风险; 股票市场系统性风险。

财务摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1174.54	1687.03	2266.85	2938.11	3783.76
(+/-)%	22.7%	43.6%	34.4%	29.6%	28.8%
息税前利润(EBIT)	218.06	426.49	573.91	752.10	1000.49
(+/-)%	-1.9%	95.6%	34.6%	31.0%	33.0%
归母净利润	140.65	296.48	448.45	592.09	788.45
(+/-)%	-9.8%	110.8%	51.3%	32.0%	33.2%
每股净收益(元)	0.28	0.59	0.90	1.18	1.58

## 目 录

1. 公司概况及核心要素情况——国内临床试验 CRO 龙头.....	5
1.1 临床 CRO 最全产业链，2017 年公司业绩迎来拐点 .....	5
1.2 人力资本是公司的核心资源，人均产出有望继续提升 .....	8
1.3 临床资源是临床 CRO 发展的核心要素，瓶颈有望打开 .....	9
2. 公司业务亮点.....	11
2.1 行业快速发展，公司的市场份额仍有较大提升空间 .....	11
2.2 临床试验技术服务业务结构有望优化，拐点呈现 .....	11
2.2.1 临床数据核查严格加速行业洗牌，公司国内临床业务有望量价齐升 .....	12
2.2.2 国内创新药发展将带来收入和盈利质量提升 .....	13
2.2.3 国际多中心业务有望成为公司临床业务重要增长点 .....	16
2.3 BE 业务有望贡献高增长，增量空间大 .....	17
2.4 咨询服务有望和技术服务形成共振，国内市场拓展空间大 .....	19
2.4.1 数据管理和统计业务：80%以上业务来自国外，国内市场发展也有望提速 .....	20
2.4.2 生物分析、CMC 业务：方达拟赴港 IPO，国内业务有望持续快速增长 .....	21
2.4.3 SMO 业务：近几年人员快速扩张，业务有望保持快速增长 .....	22
3. 盈利预测与投资建议.....	23
4. 风险提示.....	24

图表目录:

图 1: 泰格医药股权结构及主要子公司 .....	5
图 2: 新药研发过程及涉及的研发外包服务 .....	6
图 3: 1H2017 公司业务拆分情况 .....	7
图 4: 公司上市以来收入增长情况 .....	8
图 5: 公司上市以来利润增长情况 .....	8
图 6: 公司上市以来人员增长情况 .....	8
图 7: 公司上市以来人均产出情况 .....	8
图 8: 公司上市以来工资支出占收入比重提升 .....	9
图 9: 近年来昆泰和科文斯人均产出情况 .....	9
图 10: 临床试验成本是营业成本中第 2 大开支 .....	10
图 11: 我国获批临床试验机构数量 (累计值) .....	10
图 12: 我国 CRO 市场规模及增速 .....	11
图 13: 我国 CRO 市场不同业务占比 .....	11
图 14: 2016 年公司临床试验技术服务收入拆分 .....	12
图 15: 临床试验技术服务毛利率情况 .....	12
图 16: 2017 年获批的创新药临床批件数量大幅增长 .....	14
图 17: 2017 年肿瘤类新药临床试验开展情况 .....	14
图 18: 2012-2017 年申报 IND 申请审评用时情况 .....	15
图 19: 药审中心 IND 批件量在 2016 年增长迅速 .....	15
图 20: 2017 年我国肿瘤临床试验分期分布 .....	15
图 21: 国际多中心临床试验在我国临床试验占比尚小 .....	16
图 22: 2017 年底一致性评价 BE 备案品种和企业数量情况 .....	18
图 23: 57.4% 持有文号企业不放弃一致性评价 .....	18
图 24: 一致性评价开展企业情况 .....	18
图 25: 公司围绕临床试验产业链做了相当成功的业务延伸 .....	19
图 26: 公司临床试验技术和咨询服务收入占比变化 .....	20
图 27: 公司临床试验技术和咨询服务毛利占比变化 .....	20
图 28: 美斯达自公司上市以来业务增长情况 .....	21
图 29: 美斯达对上市公司的业绩贡献情况 .....	21
图 30: 方达医药 2012 年以来业务增长情况 .....	21
图 31: 方达医药对上市公司的业绩贡献情况 .....	21
表 1: 临床数据核查相关政策情况 .....	13

## 释 义

释义项	释义内容
CRO	合同研究组织, Contract Research Organization
IND	临床研究申请, Investigational New Drug
MRCT	国际多中心药物临床试验, Multi-Regional Clinical Trials
ICH	国际人用药品注册技术协调会, International Council for Harmonization
CMC	药化生产与控制, Chemistry Manufacturing and Control
SMO	临床试验现场管理组织, Site Management Organization
ICH-GCP	国际协调会议协调三方(美国、欧盟、日本)药品临床试验质量管理规范指南, International Council for Harmonization-Good Clinical Practice
BE	生物等效性, bio-equivalency
CRC	临床研究协调员, Clinical research coordinator

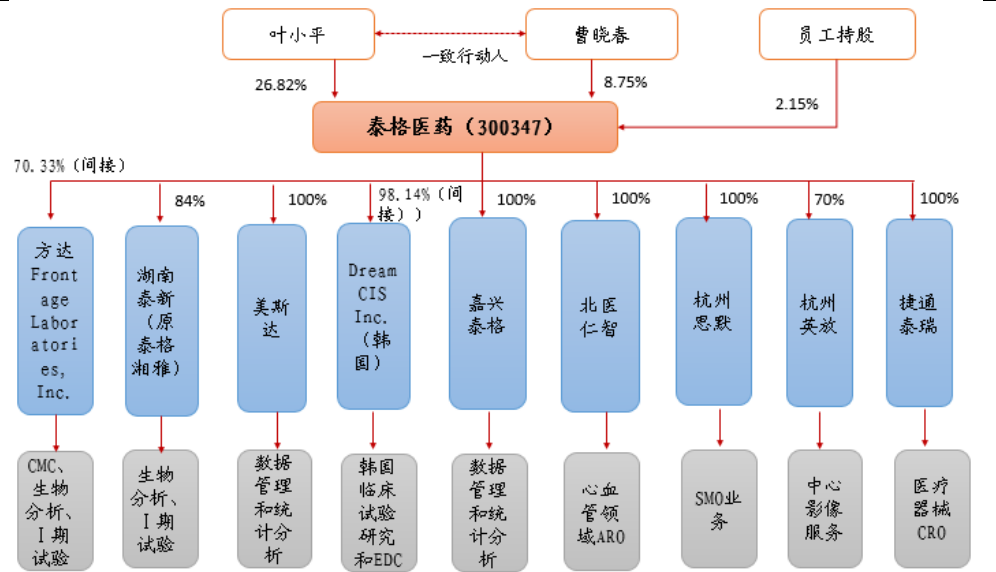
## 1.公司概况及核心要素情况——国内临床试验 CRO 龙头、

泰格医药于 2004 年在杭州成立，是一家专注于为制药及医疗器械等生产企业的产品研发提供必须的临床研究服务的合同研究组织（CRO）。公司董事长兼总经理叶小平先生和董事、副总经理兼董秘曹晓春女士为公司联合创始人及实际控制人，合计直接持有上市公司 35.57% 的股份。

叶小平先生是牛津大学免疫学博士，在西安杨森、施贵宝、罗氏等多家知名合资及外资药企医学注册部工作 10 余年，有着丰富的临床研究及管理经验，创立泰格前曾是上海罗氏医学注册部总监。同时联合创始人曹晓春女士也有着超过 20 年的药物研发、注册及临床研究经验。

创始人海外留学及工作经历使其较早接触了欧美常见的医药外包服务模式以及拥有全球化视野。公司是国内为数不多的能提供同时满足 ICH-GCP 和 GCP 质量规范要求的本土临床试验 CRO 企业，凭借高素质及稳定的核心高管团队、丰富的临床研究能力和服务经验、质量控制优势以及国际化的服务网点，公司已参与到包括国际多中心临床试验、创新药研发等高水平的临床试验技术服务中，是国内临床试验 CRO 中的龙头企业。

图 1：泰格医药股权结构及主要子公司



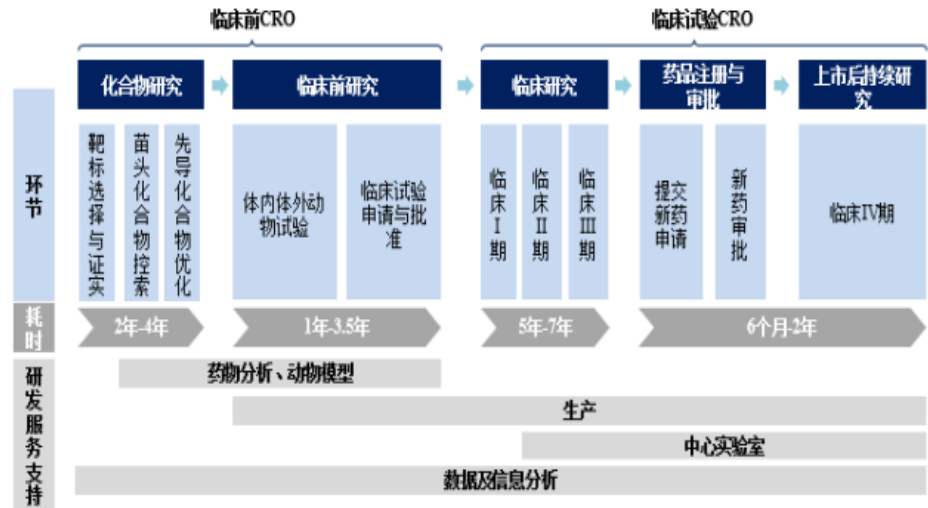
数据来源：公司公告、国开证券研究部

### 1.1 临床 CRO 最全产业链，2017 年公司业绩迎来拐点

通过多年业务拓展和外延并购，公司目前已拥有国内最完整的药物临床 CRO 业务链，服务内容主要包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、数据管理及统计分析、注册申报、临床试验现场服务、SMO 服务、医学检测、医学翻译、中心实验室、中心影像、药物安全警戒和第三方稽查等服务。另外，通过收购方达医药，成功切入到

部分临床前 CRO 服务，如生物分析、CMC 等。

图 2：新药研发过程及涉及的研发外包服务



数据来源：药明康德招股说明书、国开证券研究部

目前公司旗下约有 30 多家子公司，分布海内外，从业务领域来看：

- ✓ I 期临床试验技术服务主要由湖南泰新（原泰格湘雅）、方达医药及子公司方达上海以及集团公司来承接，其中方达医药为公司 2014 年收购的美国子公司，通过香港泰格间接控股 70.33%；
- ✓ II--IV 期临床试验技术服务主要由集团公司来承接，是集团公司传统业务，其中公司 2016 年初收购的北医仁智主要以 IV 期临床试验技术服务为主。此外 2015 年 7 月公司收购了韩国最大的 CRO 公司 DreamCIS Inc，也以 II--IV 期大临床业务为主；
- ✓ 数据管理服务和统计分析服务主要由美斯达、集团公司、嘉兴泰格、台湾泰格来承接，其中美斯达于 2009 年底由公司全资收购，发展迅速，通过公司内部资源整合已成为该业务的承担主体；
- ✓ 生物分析和 CMC 服务主要由方达医药及子公司方达上海、湖南泰新（原泰格湘雅）来承接；
- ✓ SMO 服务主要由杭州思默来承接；
- ✓ 中心影像服务主要由杭州英放来承接；
- ✓ 第三方培训和稽查服务主要由杭州泰兰来承接；
- ✓ 2017 年 7 月，公司非公开发行募集 6.3 亿收购捷通泰瑞 100% 股权，业务延伸至医疗器械 CRO 领域。

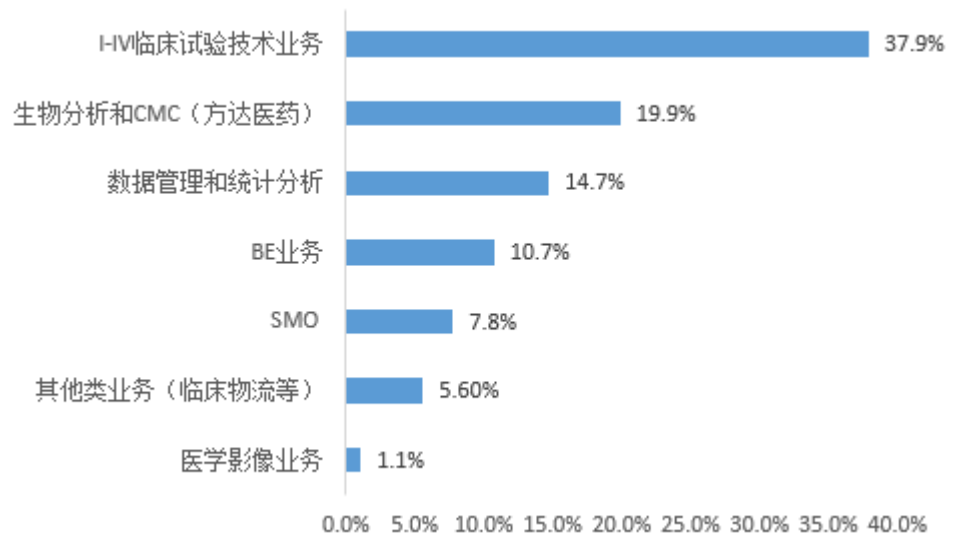
整体看，公司业务包括 2 个方面，即临床试验技术服务和临床试验咨询服务（含数据管理、统计分析、注册申报等），公司承接业务灵活，涉及业务众多，可以依照

客户的需求提供全方位综合性的定制服务，也可以提供独立的外包服务。公司按照服务内容考虑自身业务成本后进行报价收费。

2017 年公司临床试验技术服务和临床研究咨询服务分别实现收入 8.2 亿和 8.3 亿，分别同比增长 73%和 20%，占收入的比重分别为 48.6%和 49%。其中大临床业务、生物分析和 CMC 以及数据管理和统计分析业务是收入占比最高的 3 大细分业务，分别达到 38%、20%和 15%，合计达 73%。在仿制药一致性评价政策推动下，公司 BE 业务增长快速，全年实现收入 1.8 亿，收入占比达到 11%，呈快速放量态势，成为公司又一个利润增长点。

此外，下属子公司方达医药和美斯达收入贡献分别为 28%和 9%，净利润贡献比分别为 24%和 21%，两个子公司合计利润贡献达到 45%，是公司两大核心利润来源。

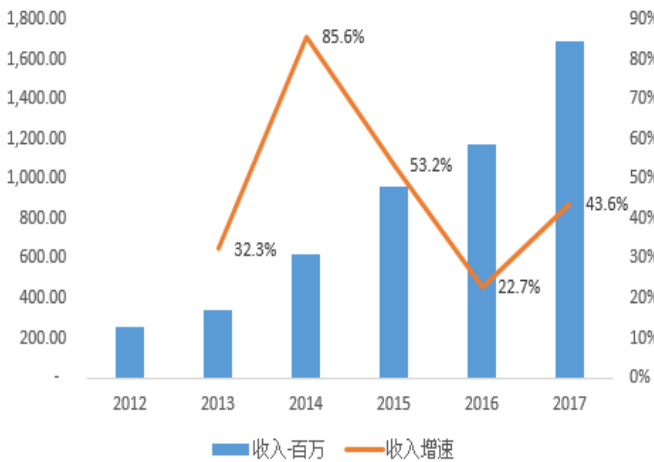
图 3: 2017 年公司业务拆分情况



数据来源：公司公告、国开证券研究部

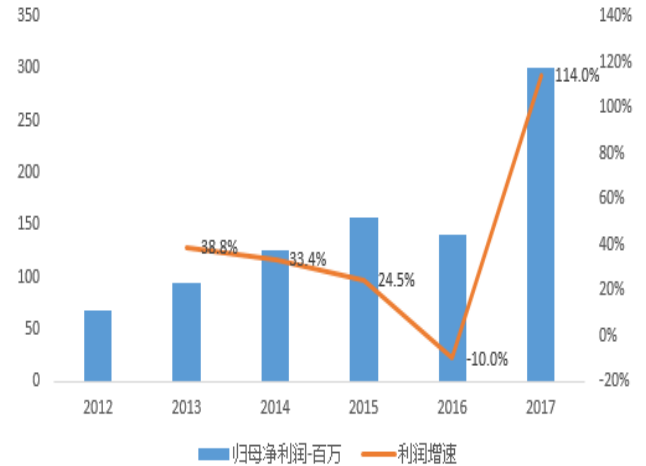
2017 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 16.87 亿和 3.01 亿元，分别同比增长 43.6%和 114%，显示“722”临床核查负面影响趋于结束以及一致性评价和创新药提供增量下，公司业绩迎来了拐点。

图 4: 公司上市以来收入增长情况



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

图 5: 公司上市以来利润增长情况



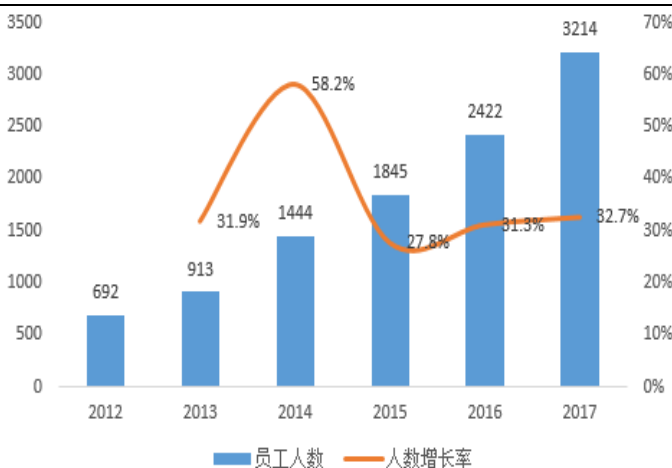
数据来源: 公司公告、国开证券研究部

### 1.2 人力资本是公司的核心资源，人均产出有望继续提升

公司的业务模式决定了公司是典型的人力资本密集型企业,优秀的临床人才队伍是公司发展的关键要素。伴随产业链的延伸和业务量的增长,公司人员快速扩张,从上市之初的700人到超过3000人的队伍,虽近5年人员扩张的复合增速达到36%,但仍低于收入端46%的强劲增长,说明人员投入的效率较高,单位人均产出呈扩大态势。

我们统计自公司上市以来,人均产出指标(营业收入/员工人数)已从2012年的37万提升至2017年的52万,同时人均工资从2012年的10.7万元提升至2017年的19万元左右,工资开支占收入比重从上市初的29%提升至36%。

图 6: 公司上市以来人员增长情况



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

图 7: 公司上市以来人均产出情况



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

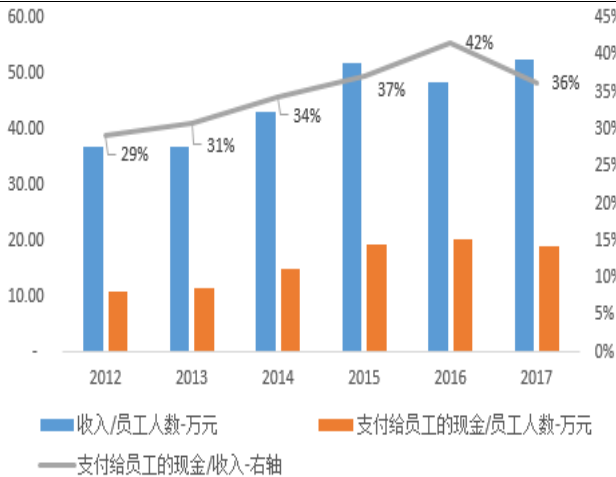
我们认为上市初公司主要以大临床业务为主,付给医院的费用在成本中占比较高,



随着公司业务链延伸，SMO、数据管理和统计等业务规模扩大以及高端人才的引入，人工成本占比逐渐提升，人力资源已成为公司的核心资源。

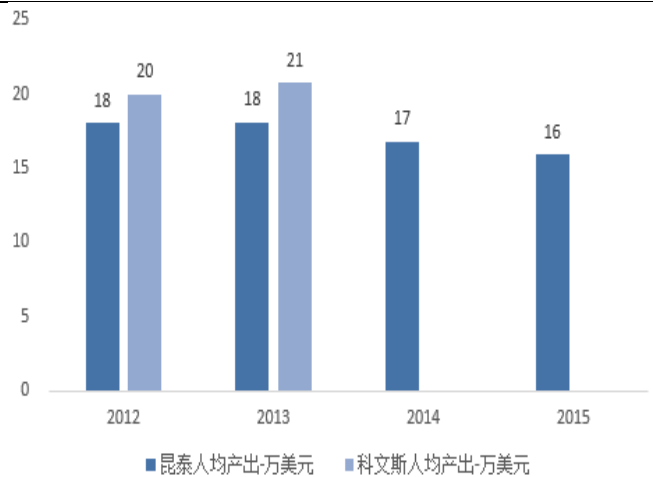
此外，虽然公司自上市以来人均产出稳步提升，已达到 50 万元以上，但与全球最领先的 CRO 龙头昆泰和科文斯对比，泰格目前的人均产出仅有其一半左右。随着未来收费标准较高的高附加值业务如创新药、国际多中心项目占比的增多，我们判断公司人均产出仍有较高提升空间。

图 8：2017 年公司人力成本占比有所下降



数据来源：公司公告、国开证券研究部

图 9：近年来昆泰和科文斯人均产出情况



数据来源：相关公司年报、国开证券研究部

公司核心管理团队稳定，包括副总经理、财务总监在内的绝大多数高管均是上市前在公司任职。同时公司注重对人才的激励，上市初就启动了股票期权激励计划，于 2013 年授予，并在 2016 年股权激励完成。在第一期股权激励完成后当年 12 月份公司又启动了新一轮长期股权激励计划，即 3+3 年的员工持股计划，2017 年 5 月完成第一期员工持股计划的购买，目前持有公司股权 2.15%。员工激励计划的持续实施，将进一步增强企业的凝聚力和员工的积极性，为公司长远发展注入更多动力。

### 1.3 临床资源也是临床 CRO 发展的核心要素，瓶颈有望打开

公司作为临床 CRO 公司，下游临床资源也是公司业务开展的基石。随着公司临床试验咨询服务的不断延伸，临床试验成本在总成本中的构成相比上市初虽有所降低，但仍是除人工成本外的最大一笔开支，在公司总营业成本中占比超过 20%。

- ✓ 去年 10 月，中央办公厅和国办联合发布了《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，意见要求“要做好药物临床试验机构资格认定调整为备案管理的相关准备工作”。当月月底，总局公开征求《药物临床试验机构管理规定（征求意见稿）》意见，其中明确提出“**药物临床试验机构实行备案管理**。凡符合条件的医疗机构、医学研究机构和医药高等学校及社会力量投资

设立的临床试验机构均可备案”。

- ✓ 医疗器械临床试验机构去年 11 月份已由资质认定改为备案管理。去年 11 月 24 日，CFDA 和卫计委联合发布了《医疗器械临床试验机构条件和备案管理办法》，药物临床试验机构备案管理制度的放开箭在弦上。
- ✓ 2017 年，CFDA 重启了药物临床试验机构资格认定，共计发放了 3 个批次，涉及 262 个临床试验机构（按证书编号统计，其中有部分机构虽此前已获临床试验机构认定，但认定专业范围得到了扩充），这是继 2014 年 10 月资格认定暂停发放以来，经过超过 2 年半的时间后重启了临床资源的审批工作，且获批临床试验机构数量创历史记录，这在一定程度上缓解了备案制尚未正式执行下临床资源的压力，也说明了解决临床资源短缺问题迫在眉睫。

图 10：临床试验成本是营业成本中第 2 大开支

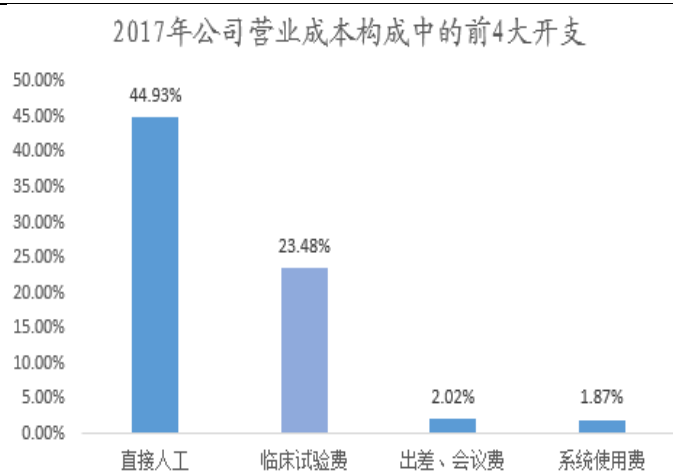
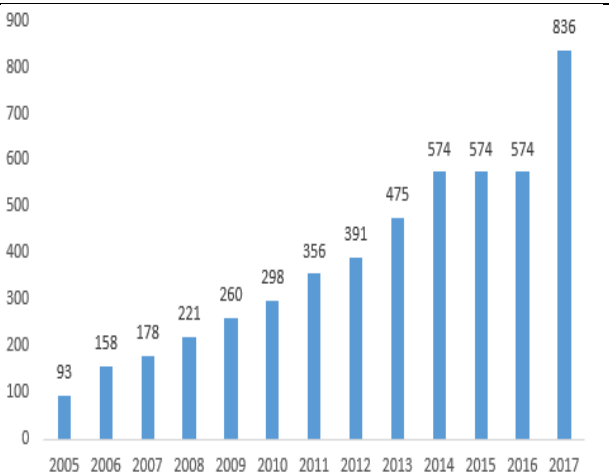


图 11：我国获批临床试验机构数量（累计值）



数据来源：CFDA、国开证券研究部

数据来源：公司公告、国开证券研究部

注：图 11 中获批临床试验机构数量按证书编号计算，存在同一个机构因认定专业不同拥有多个证书编号的情况

- ✓ 目前公司已经在全国 50 个省市建立了服务网点，与全国超过 1500 家临床机构开展合作。此外公司积极开拓排他性临床资源，已完成了与 18 家医院共建临床基地的工作，床位数增加近 1000 张，有效缓解了 BE 项目临床资源短缺的问题。同时公司大力推进与国内三四线城市的医院进行 II-IV 期临床中心共建，通过质量系统的植入与项目的引进，培养了一批 II-IV 期临床研究机构，以期改变过去的业务模式。2017 年 9 月，公司参与投资杭州康柏医院，拟将其建设为国内规模最大、实力最强的 I 期临床研究中心。按照合同拟定进度，2018 年上半年康柏医院预期获得浙江省基本医疗保险定点医疗机构资质和杭州市医疗保险基本医疗保险定点医疗机构资质，即将在今年开展 BE 业务。

我们认为随着政策方面的限制放开、公司共建及投资的临床资源产能逐步释放，公司临床试验成本有望降低，同时临床试验执行时间有望缩短带来订单周转加快，因

此临床试验技术服务的毛利率也存在进一步改善的可能性。

## 2. 公司业务亮点

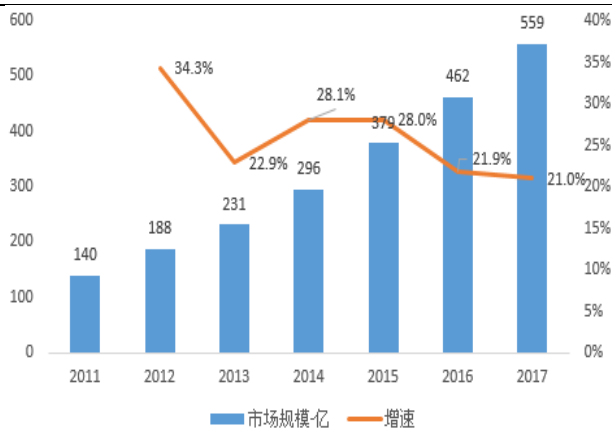
### 2.1 行业快速发展，公司的市场份额仍有较大提升空间

公司所处的 CRO 行业是国内近 20 年开始发展的新兴行业，最初由跨国制药企业在国内开展的研发业务所带来的研发外包服务需求推动，公司也至此开启了成长之路。目前 CRO 行业仍处于快速发展期，市场规模已由 2011 年的 140 亿元增长至 2017 年 560 亿，年复合增速达 25% 以上。鉴于我国医药研发刚处于上升期，外包服务需求旺盛，并受益于一致性评价以及审评效率提升等政策，CRO 国内市场仍处于开拓期，预计行业未来 5 年仍有望保持 20-25% 的增速，到 2020 年，行业规模有望突破千亿大关。

目前泰格业务仍以临床 CRO 服务为主，与国外临床 CRO 市场占整体 CRO 市场比重接近 70% 不同，国内临床前 CRO 占比较大，达到 43%，特别是化合物研究等 CRO 业务发展较好，主要原因是国内创新药项目较少，对临床外包研究需求较低。因此一直以来国内临床 CRO 对国内医药创新服务支持的属性较低，但在国内创新药发展进入快车道后，临床 CRO 的这一支持属性有望明显提升。

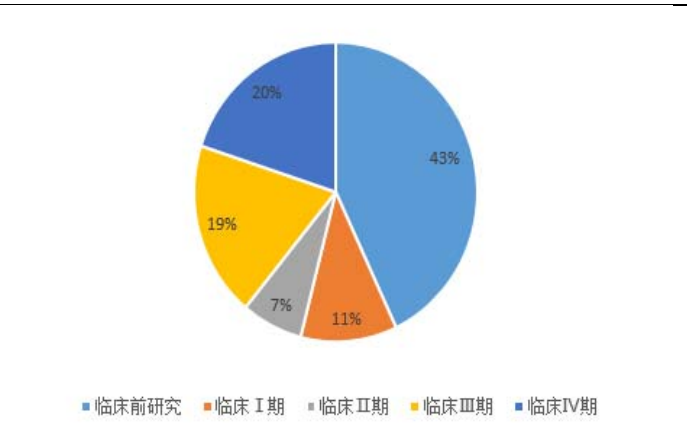
按照 Clinical Leader 的统计，目前国内临床 CRO 市场规模占整个 CRO 市场规模的比重在 60% 左右，按照此比例测算，预计临床 CRO 市场规模接近 320 亿。按照泰格 2017 年收入规模计算，公司在临床 CRO 市场份额也仅略超过 5%，市场份额还有较大的提升空间。

图 12: 我国 CRO 市场规模及增速



数据来源：南方所、国开证券研究部

图 13: 我国 CRO 市场不同业务占比



数据来源：Clinical Leader、国开证券研究部

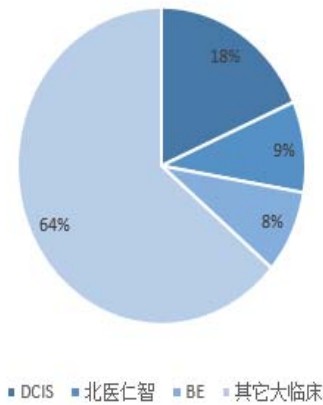
### 2.2 临床试验技术服务业务结构有望优化，拐点呈现

临床试验技术服务是泰格医药母公司的传统业务，也是公司围绕产业链进行延伸发

展的基础。临床试验技术服务主要包括 BE 业务以及 I-IV 期临床试验技术服务(如临床试验方案的设计、研究者和研究中心的筛选,研究者会议的召开、伦理委员会的递交、试验准备与启动、试验全过程的监查和管理、临床试验稽查及临床试验总结报告的撰写等)。

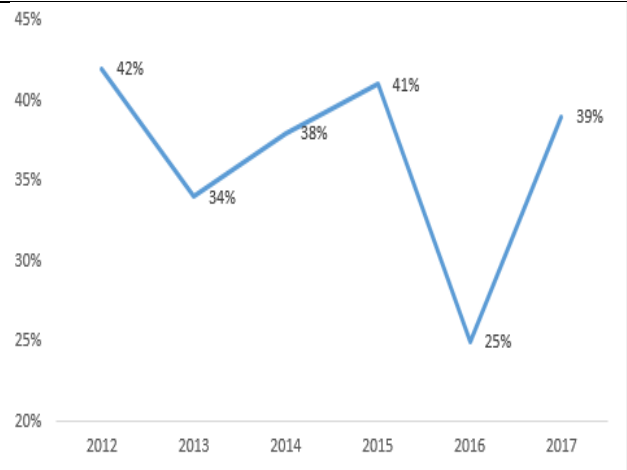
公司 2017 年临床试验技术服务实现收入约 8.2 亿,同比增长 73%,其中以母公司为主要承接者的大临床业务仍是该业务的重要组成部分,预计收入占比在 60%左右,其次是 BE 业务,占比达 22%。2016 年在临床数据核查、DreamCIS 亏损等影响下,公司临床试验技术服务业务毛利率一度达到了历史低点 25%。随着大临床业务低毛利订单执行接近尾声、DreamCIS 在去年 4 季度实现扭亏以及毛利较高的 BE 业务占比提升,公司临床试验技术服务毛利率已出现了明显恢复,2017 年达 39%,已恢复至 2015 年水平。

图 14: 2016 年公司临床试验技术服务收入拆分



数据来源:公司公告、国开证券研究部

图 15: 临床试验技术服务毛利率情况



数据来源:公司公告、国开证券研究部

我们认为公司临床试验技术服务业务在监管政策趋严、创新药及国际多中心等业务带来的收入结构变化、历史低毛利订单基本执行完毕以及韩国 DreamCIS 公司毛利恢复正常下,有望迎来拐点,盈利质量有望大幅提升。

### 2.2.1 临床数据核查严格加速行业洗牌,公司国内临床业务有望量价齐升

自 2015 年 7 月 22 日 CFDA 发布《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》以来,国务院、CFDA、卫计委等部门连续密集出台一系列相关政策,严厉打击临床试验数据造假、不规范、不完整行为。对于注册申请中临床试验数据造假行为,申请企业、临床试验基地、研究者和 CRO 均将受到相应处罚。

临床试验数据自查核查工作开展以来,对行业短期造成了较大负面影响,公司作为行业龙头也受到一定影响,如订单执行周期延长导致收入确认延后,工作量加大又导致了毛利率降低等。但从自查核查的结果看,所涉及的 1600 多个品种中主动撤

回率超过 80%，充分说明了该行业前期试验数据不规范现象较普遍。

此前行业内 CRO 企业数目众多，水平参差不齐，低价竞争的情况较常见，存在一定“劣币驱除良币”的无序竞争现象。长期以来泰格秉承高质量、专业化及一站式的服务理念，外资及合资优质客户一直占有较大比例。在临床核查下，国内 CRO 市场已从比拼“价格”向比拼“质量和服务”转变，不规范的小企业将加速淘汰，公司国内市场份额有望快速提升。另外随着国内 CRO 市场趋于规范化，收费标准提升也将不可避免，公司临床试验技术服务有望迎来订单量价齐升态势。

表 1: 临床数据核查相关政策情况

时间	发布部门	相关政策
2015 年 7 月	CFDA	关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告
2015 年 8 月	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	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	CFDA	关于开展药物临床试验机构自查的公告
2015 年 11 月	CFDA	关于发布药物临床试验数据现场核查要点的公告
2015 年 12 月	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 6 月	CFDA	关于药物临床试验数据自查核查撤回品种重新申报有关事宜的公告
2017 年 5 月	CFDA	关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告

数据来源：CFDA、国开证券研究部

### 2.2.2 国内创新药发展将带来收入和盈利质量提升

目前我国已经跃居为全球仿制药大国，但长期以来创新药发展滞后，制药企业层面对临床研究不够重视，加之此前 CRO 公司资质良莠不齐，国内创新药研发环境不佳。在泰格上市之初，外资药进口注册业务曾是临床试验技术服务中的主要业务构成，收入占比预计高达 80% 左右，因此受制于国内研发环境，此前公司作为国内专业的临床 CRO 龙头公司为国内创新药研发提供服务的属性不强。

**国内创新药环境正发生巨大的变化。**政策层面，2017 年 10 月，中办和国办联合下发了《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》提出要促进产业升级，鼓励技术创新，分别在改革临床试验管理、加快上市审评审批等六个方面加快临床急需和罕见病治疗的药品和医疗器械的审评审批、加强申请人和审批机构的沟通，进一步鼓励创新药发展。另外在专利保护、招标、医保等关键配套方面也做了框架性的设计，随着后续措施的进一步完善，创新药无论是研发还是销售环境都将有显著提升。

**行业层面创新已开始行动。**CDE 最新发布的《2017 年度药品审评报告》显示，2017 年获批的创新药临床试验申请共 399 件，涉及 170 个品种，较 2016 年创新药临床试验批准数量翻了一番。此外，药物临床试验登记平台显示，目前研究最火热的肿瘤类新药的临床试验 2017 年共开展 204 项，同比增长 30%，特别是其中肿瘤类生物制剂共开展临床试验 94 项，同比增长 135%。我们判断产业层面的创新热情已点燃，随着近些年高端人才陆续回国创业以及产业资本的大力支持，国内研发

环境向好，市场越来越被重视，特别在生物新药领域我国研发进度已居前。我们认为创新药研发火热将直接带动临床外包服务需求的提升，公司 2017 年正在执行的创新药订单约 52 个，占当期获批的创新药临床试验数的比重已超过 30%，凭借高质量高标准服务和较高的性价比，公司在创新药临床试验服务的市场份额有望居前，将充分享受创新药带来的行业红利。

图 16: 2017 年获批的创新药临床批件数量大幅增长

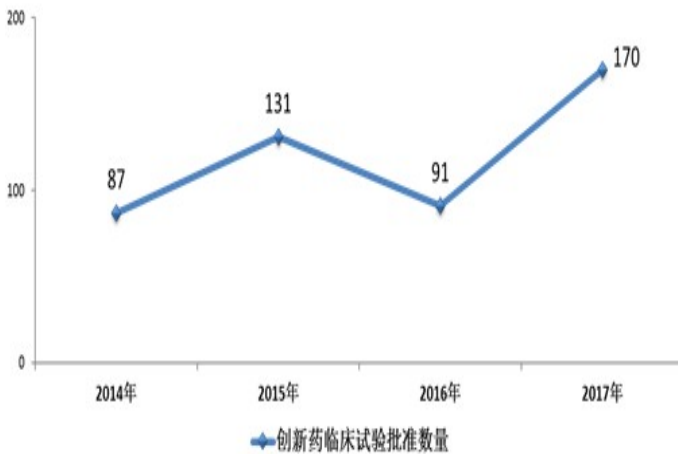
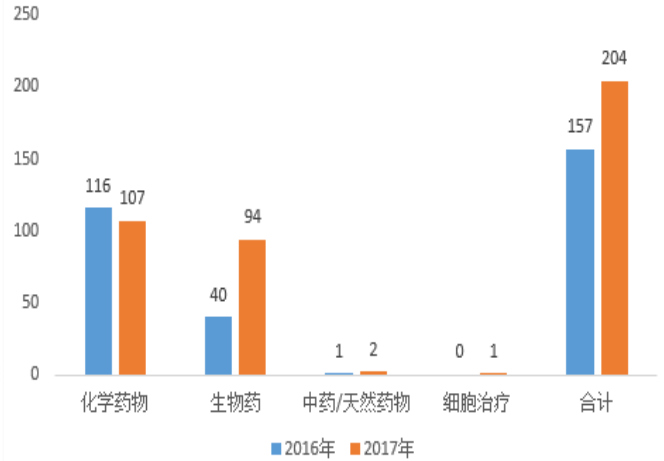


图 17: 2017 年肿瘤类新药临床试验开展情况

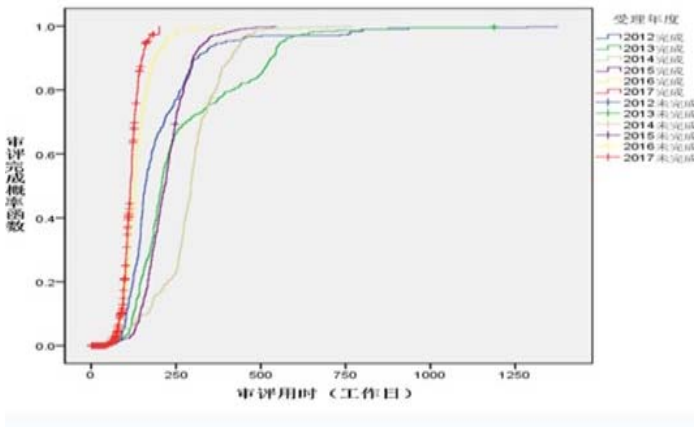


数据来源: CDE、国开证券研究部

数据来源: 药物临床试验登记平台、国开证券研究部

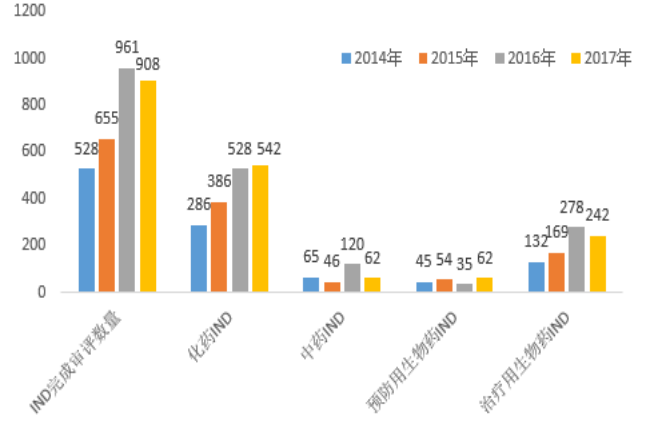
**审评效率提升整体新药临床批件增长迅速。**药审制度改革后，临床批件的审评周期大大缩减。2017 年药审报告显示，IND 申请首轮审评审批平均用时仅为 120 个工作日，相比以前年度审评效率大幅提升，基本按照法定审评审批时限推进，这极大地缩短了药企等待临床批件的时间，药品注册申请积压情况明显缓解，也带来了临床批件报批量快速增长。2016 年药审中心完成了 961 件 IND 审批，包括化药、中药、生物药在内的 IND 批件相比 2015 年均大幅增长。虽 2017 年 IND 批件数量相比 2016 年有所下滑，但依然超过 900 个，处于近年来的高位，除中药和治疗性生物药 IND 相比 2016 年下滑外，化药和预防用生物药 IND 均有明显增长。临床批件获批数量保持高位将明显增加对临床研究外包服务的需求。

图 18:2012-2017 年申报 IND 申请审评用时情况



数据来源：CDE、国开证券研究部

图 19: 药审中心 IND 批件量近年增长迅速

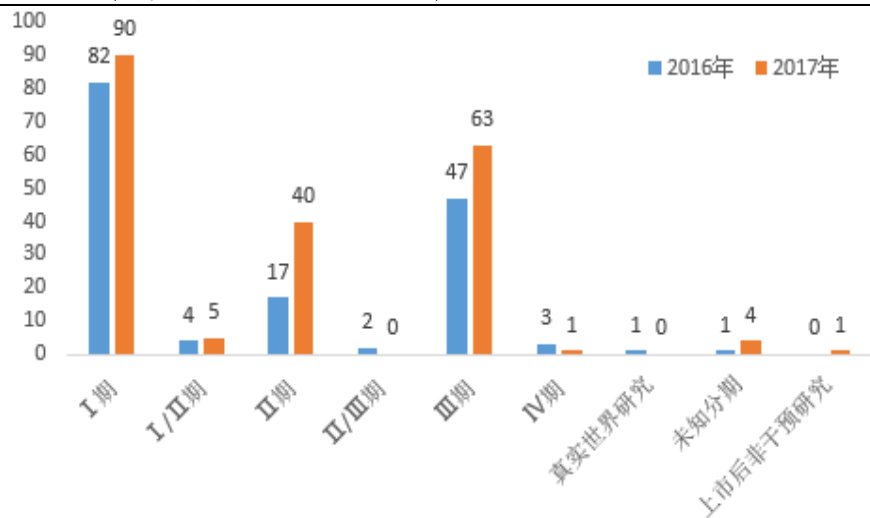


数据来源：CDE、国开证券研究部

创新药临床试验目前大部分集中在 I 期，随着试验进展，订单将持续升级。从 2017 年开展的 204 个肿瘤新药临床试验进展看，约 44% 的新药处于 I 期试验阶段，与 2016 年数据对比，虽处于 I 期新药数量占比略有下降，但可以看到更多的新药进入了 II 期乃至 III 期，这说明国内创新药研发大多仍停留在前期，这也与公司目前承接的创新药订单主要以 I 期为主一致。截止 2017 年底，公司正在执行的 52 个国内创新药订单中，I 期临床试验 30 个，II 期临床试验 11 个，III 期临床试验 11 个。

目前国内 I 期订单收费在 200-300 万左右，II 期订单金额能在 2000-3000 万左右，且订单金额仍在持续提升，III 期订单费用能接近 1 亿。特别是药企将临床研究外包给 CRO 会有持续性，随着试验的向下进行，公司大订单的合同承接量将提升，收入规模和盈利质量也有望快速提升。

图 20: 2017 年我国肿瘤临床试验分期分布



数据来源：药物临床试验登记平台、国开证券研究部

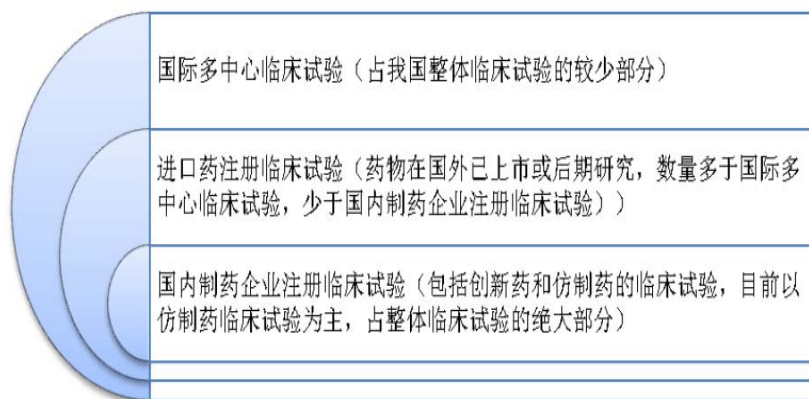
### 2.2.3 国际多中心业务有望成为公司临床业务重要增长点

为加快新药上市，满足临床需求，CFDA 在 2017 年 10 月正式发布了《关于调整进口药品注册管理有关事项的决定》，其中对进口药品注册管理有关事项作出如下重要调整：

1) 在中国进行国际多中心药物临床试验，允许同步开展 I 期临床试验，取消临床试验用药物应当已在境外注册，或者已进入 II 期或 III 期临床试验的要求，预防用生物制品除外。2) 在中国进行的国际多中心药物临床试验完成后，申请人可以直接提出药品上市注册申请。提出上市注册申请时，应当执行《药品注册管理办法》及相关文件的要求。3) 对于提出进口药品临床试验申请、进口药品上市申请的化学药品新药以及治疗用生物制品创新药，取消应当获得境外制药厂商所在生产国家或者地区的上市许可的要求。4) 对于本决定发布前已受理、以国际多中心临床试验数据提出免做进口药品临床试验的注册申请，符合《药品注册管理办法》及相关文件要求的，可以直接批准进口。

虽然国际多中心试验只占我国每年开展的临床试验中的部分较少，但它代表了药物临床研究开展的最高水平，相应收费标准也相对偏高。但受制于国内政策的限制，此前我国国际多中心需求较少。随着我国加入 ICH 以及审评改革，进口药品从“三报三批”简化为“两报两批”，在我国国际多中心试验完成后可直接提出药品上市申请，显著缩短了申报时间并可以进行全球研发同步，预计国际多中心试验需求将大幅增长。

图 21：国际多中心临床试验在我国临床试验占比尚小



数据来源：公司招股说明书、国开证券研究部

泰格是国内为数不多的能开展国际多中心试验的本土 CRO 公司，已参与了超过 100 项国际多中心临床试验，有着丰富的项目经验，另外在包括台湾、韩国、日本、马来西亚、新加坡、印度、澳大利亚、加拿大、美国均设有办事处。公司最新公告称，将新增罗马尼亚和瑞典子公司，进一步完善公司在欧洲的网络布局，为大规模的开展国际多中心试验进行了积极的准备。



我们认为，随着国际多中心试验政策限制的放开，外资创新药国内上市将更多地选择国际多中心方式。公司凭借多年的全球临床资源布局、丰富的项目经验和相对的性价比，国际多中心订单有望增多，有望带动公司收入结构升级，盈利质量将进一步改善。

**近期李克强总理召开国务院常务会议确定将鼓励创新药进口，加快创新药进口上市，决定将临床试验申请由批准制改为到期默认制，对进口化学药改为凭企业检验结果通关，不再逐批强制检验。这将进一步缩短进口药进入国内的审批时间，进一步刺激药物进口。同时这也将刺激外资药企对临床 CRO 的服务需求，CRO 公司的临床技术服务业务、注册申报等业务需求也有望加大，泰格作为国内临床 CRO 龙头公司直接受益。**

**随着母公司低毛利订单在 2018 年基本执行完毕，DreamCIS 扭亏，特别是高附加值的国内创新药、国际多中心临床试验的开展，我们判断未来几年公司临床试验技术服务收入结构以及盈利质量都将有明显提升。**

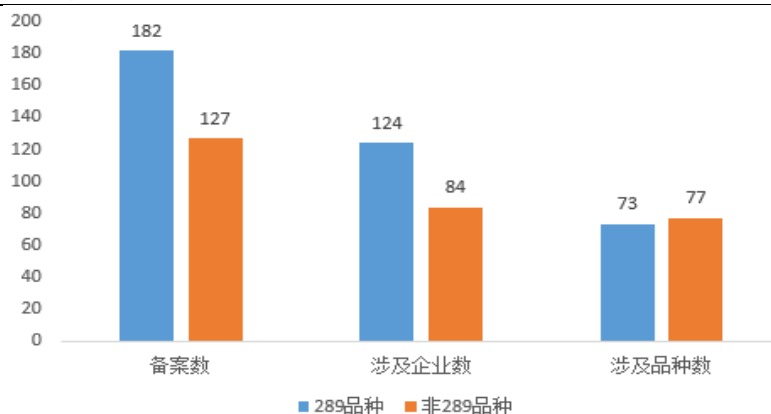
### **2.3 BE 业务有望贡献高增长，增量空间大**

公司 BE 业务主要由母公司、方达医药以及泰格湘雅承接，受益于仿制药一致性评价的政策，该业务发展迅速。2016 年公司 BE 业务实现收入仅 4000 万，2017 年上半年实现收入已超过 8000 万，全年有望实现接近 2 亿的收入。在政策推动下，我们预计未来 2-3 年该项业务将较大概率保持较快增长。

2016 年 3 月，国务院发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，明确规定国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂（共 289 个品种），应在 2018 年底前完成一致性评价。

2017 年 12 月 29 日，我国首批通过一致性评价的药品公布，合计 17 个品规 11 个品种。今年 2 月，第二批也仅有 4 个品种通过一致性评价。此外按照药审中心的统计口径，截至 2017 年底，药审中心仅收到 71 个仿制药一致性评价注册申请，另外一致性评价 BE 备案仅 309 条，其中 289 品种 182 条，共计 124 家企业，73 个品种；非 289 品种 127 条，共计 84 家企业，77 个品种。按照目前进度（289 品种 BE 备案率按品种计约 25%，按企业计不到 10%），今年年底前 289 个品种较大概率完不成一致性评价，未来 2-3 年仍是一致性评价的高峰期。

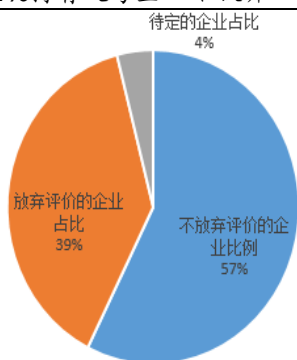
图 22: 2017 年底一致性评价 BE 备案品种和企业数量情况



数据来源: CDE、国开证券研究部

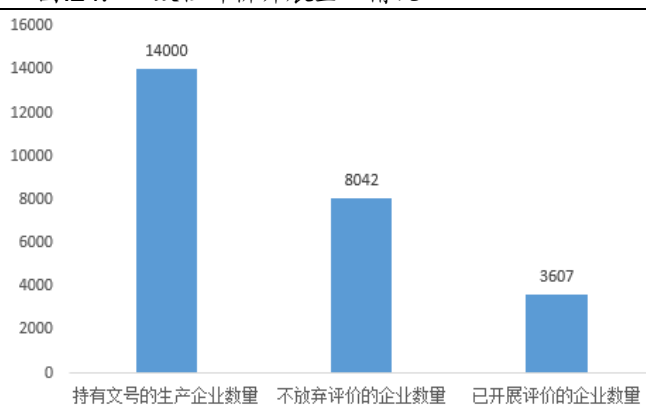
按照去年 8 月 CFDA 对 289 目录内仿制药一致性评价进展的摸底看, 持有批文的企业约 1.4 万个, 其中不放弃评价品种的企业数量 8042 个, 占比 57%; 已开展一致性评价研究的企业数量约 3607 个, 占比 25.7%, 其余 4%持有文号的企业是否开展一致性评价还处于待定状态。按照 289 个品种中约 3000-4000 个批文将需要做一致性评价估算, 对应的 BE 空间超过 100 亿。另外从目前进展看, 非 289 品种推进一致性评价研究也进展迅速, 正式公布的 2 批一致性评价通过名单中, 289 品种仅占 25%, 合计 6 个, 而非 289 品种共有 18 个, 占比达到了 75%。因考虑到非 289 品种以及在研品种, 一致性评价带来的 BE 市场还有较大空间。

图 23: 57.4%持有文号企业不放弃一致性评价



数据来源: CDE、国开证券研究部

图 24: 一致性评价开展企业情况



数据来源: CDE、国开证券研究部

目前首批通过一致性评价的 11 个品种中有 2 个是公司子公司方达提供的服务, 我们预计公司在一致性评价市场的份额在 10%左右。方达子公司上海方达拥有国内领先的生物样本分析水准, 有熟练的专业人员且配备了最先进的设备, 可为客户提供最良好的全方位服务。

在 I 期临床资源方面, 公司正通过自建和合作的方式提高 BE 项目执行效率并扩大

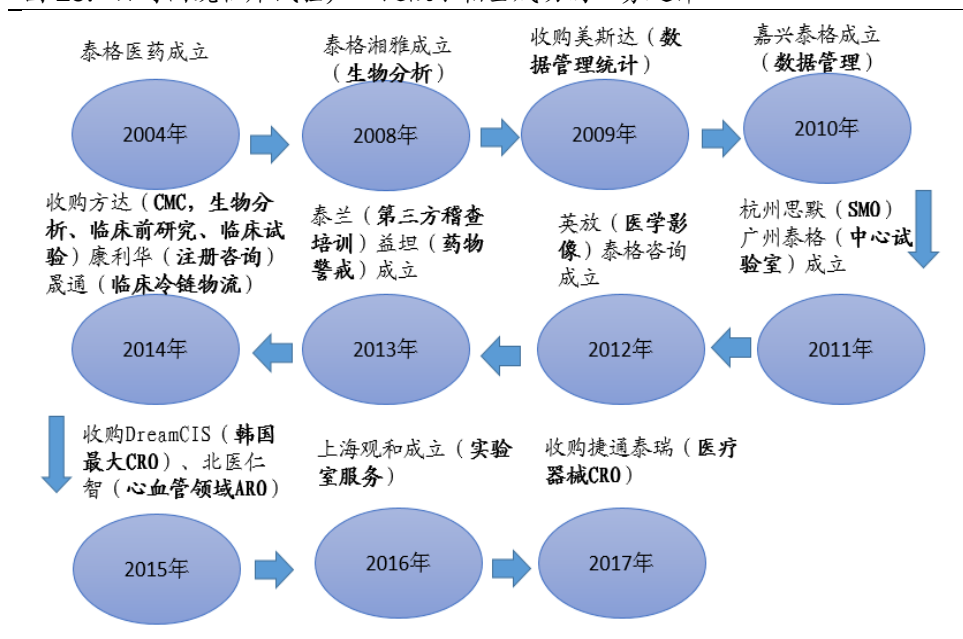
产能。目前公司已经与 10-15 个医院建立了排他性的 BE 业务合作关系，年承接项目数量有望超过 200 个，对应的项目规模超过 6 亿，短期下游产能较充足。此外去年 9 月，公司参与投资杭州康柏医院，拟将其建设为国内规模最大、实力最强的 I 期临床研究中心。按照合同拟定进度，今年 9 月底前有望完成感染科科室的新设。

整体看，BE 业务增量空间巨大，同时公司产能瓶颈短期无忧，未来 2-3 年有望继续保持快速增长态势。

## 2.4 咨询服务有望和技术服务形成共振，国内市场拓展空间大

公司以临床试验技术服务为切入点，一直以来都在通过设立和收购的方式做业务链的延伸，特别是临床试验咨询业务拓展，如数据管理与统计、生物分析、CMC、SMO、医学影像、注册咨询、中心实验室等。

图 25：公司围绕临床试验产业链做了相当成功的业务延伸

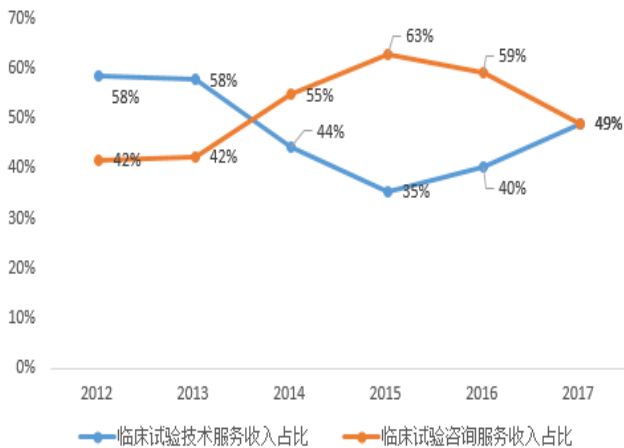


数据来源：公司公告、国开证券研究部

经过多年布局，目前成果显著：临床咨询业务盈利能力强，增长稳定，已经成为公司最大的利润来源之一，连续几年超过技术服务对业绩的贡献，充分说明了公司一直以来的战略眼光。

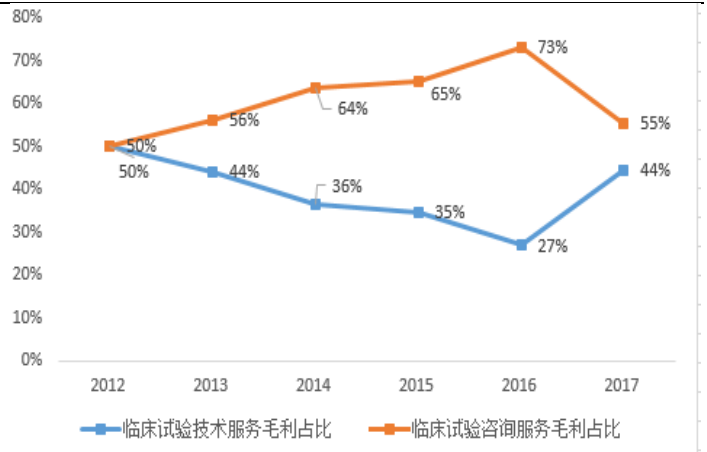
临床试验咨询服务基本由上市公司下属子公司承担，主要围绕临床试验提供配套服务，属于高附加值业务。目前该业务收入占比已接近 50%，特别是由于盈利能力较强，毛利率基本在 50% 附近，在 2016 年公司受临床核查负面影响时对业绩起到了较强的稳定作用，当年该业务对公司整体毛利的贡献达到了 73%。

图 26: 公司临床试验技术和咨询服务收入占比变化



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

图 27: 公司临床试验技术和咨询服务毛利占比变化



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

在当前时点,我们认为临床试验咨询相关服务国内市场仍有较大的拓展空间,同时伴随咨询业务占比持续提升,公司毛利率有望继续改善,带来盈利能力进一步增强。

#### 2.4.1 数据管理和统计业务: 80%以上业务来自国外, 国内市场发展也有望提速

数据管理和统计分析业务是收入占比最大的临床试验咨询服务之一, 2017 年收入占比达到 15%, 该业务主要由下属全资子公司美斯达承担, 是人力资源密集型业务。公司以美斯达为中心, 整合了 BDM、嘉兴泰格、台湾泰格等资源, 凭借与欧美发达国家相比较强的成本优势, 目前仍主要向国外医药企业提供临床试验统计分析服务, 80%以上的项目来自海外临床试验, 与礼来、雅培、默沙东等大客户均有深度合作, 业务具备国际水准。

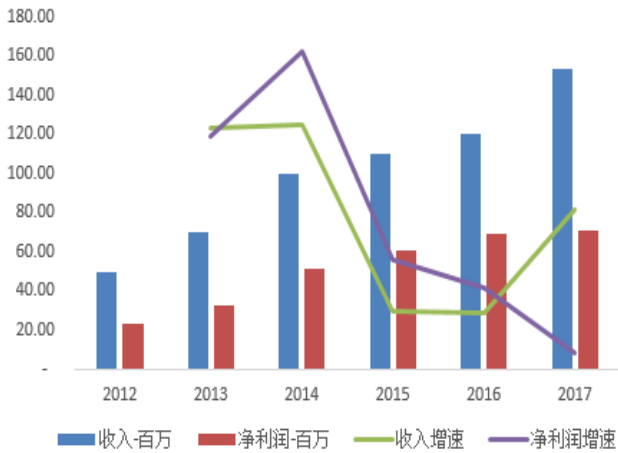
由于不受国内药监政策监管, 该业务近几年增长相对稳定, 2017 年数据管理和统计分析业务实现收入约 2.48 亿, 同比增长 20.52%, 其中美斯达实现收入约 1.53 亿, 贡献净利润约 7123 万, 在公司整体净利润中占比达到 21%。

虽公司目前国内数据管理和统计服务占比还较小, 且中短期来看该业务的增长预计仍将来自海外外包业务的稳定增长以及项目经验的积累和人员的扩张, 但我们认为随着国内药物监管与国际接轨、监管机构对国内临床数据质量的加倍关注以及国内创新药临床试验和国际多中心的开展, 公司国内数据统计和管理业务也将处于快速拓展期。

2016 年 7 月 CFDA 出台了《药物临床试验数据管理与统计分析的计划和报告指导原则》, 首次针对临床试验数据管理计划和报告以及统计分析计划和报告中的技术规范和指导性建议进行了详细介绍和阐述, 并提出将数据管理计划和报告与统计分析计划和报告视为评价临床试验结果的重要文件和依据。随着监管趋严和质量标准提升, 国内创新药企预计将更倾向于选择业务规范、质量标准较高的服务外包公司,

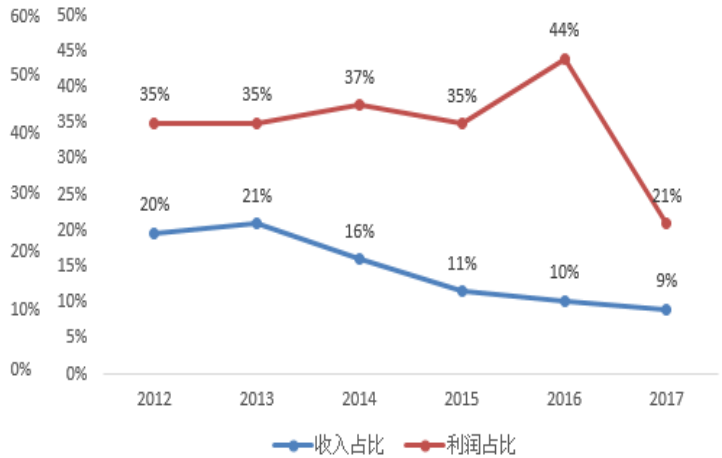
公司国内客户拓展有望迎来机遇期。

图 28: 美斯达自公司上市以来业务增长情况



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

图 29: 美斯达对上市公司的业绩贡献情况

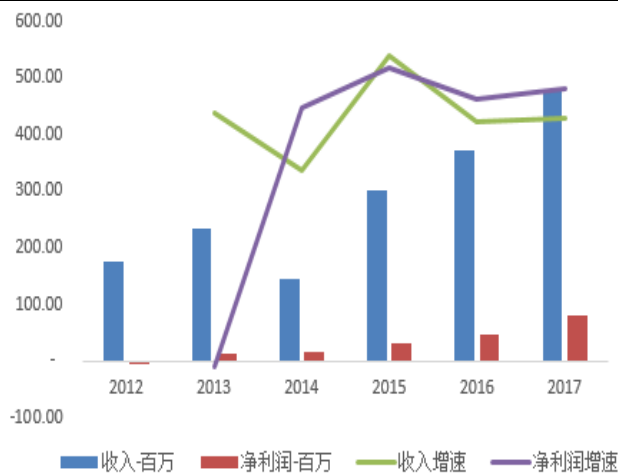


数据来源: 公司公告、国开证券研究部

### 2.4.2 生物分析、CMC 业务: 方达拟赴港 IPO, 国内业务有望持续快速增长

生物分析、CMC 业务主要由方达医药承担,是临床试验咨询服务中另一重要业务,其中生物分析业务受益于一致性评价的推进呈快速增长态势。2017 年方达医药实现营收和净利润分别为 4.76 亿和 7931 万,同比增长 29%和 65%。扣除 BE 收入外,方达 2017 年生物分析、CMC 等业务实现收入 3.35 亿,同比增长 16%,对公司的收入贡献达到 24%。

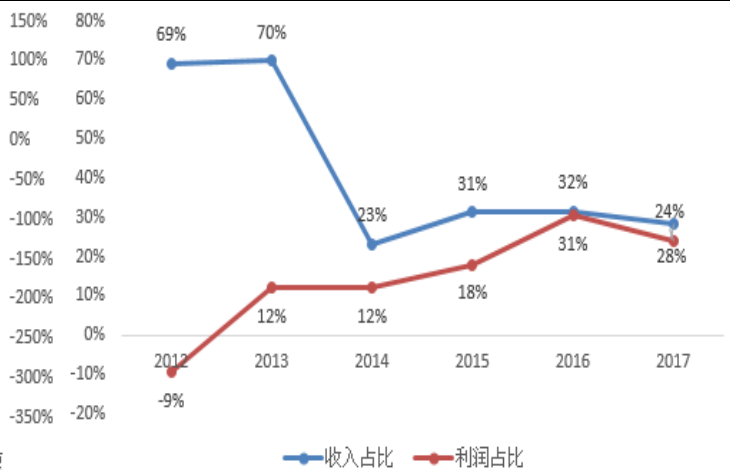
图 30: 方达医药 2012 年以来业务增长情况



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

注: 方达医药自 2014 年 7 月纳入合并报表

图 31: 方达医药对上市公司的业绩贡献情况



数据来源: 公司公告、国开证券研究部

方达医药总部位于美国,主业聚焦于临床前研究服务(药代动力学、药理学及安全性研究等)、生物分析(化药/生物药生物分析检测等)、药品制剂研发 CMC(GMP 分析服务、成品药研发—速释和缓释剂型等)以及临床试验研究服务(同泰格主业)

四大领域，特别是在药物体内溶度分析、CMC 医药产品研发服务等领域有较强的技术实力和人员储备。

方达在 2014 年被泰格收购时国外业务（主要是美国）收入占比接近 90%，服务对象主要也为外资药企，国内业务占比很少。而在创新药和一致性评价政策推动下，去年上海方达受益于国内生物分析和 BE 业务快速增长，带动国内收入提升显著，我们预计 2018 年公司国内利润占比在 50% 以上，未来这一趋势将持续，国内业务还有较大的增长空间。

公司 3 月公告拟向汇桥资本出让方达 2% 的股权，每股交易价格 2.4 美元/股，按照交易价格测算，方达医药目前估值约 3.6 亿美金，相比 2014 年公司收购价格对应的 7500 万美金的估值，已大幅提升将近 5 倍。此外公司还公告将启动方达香港上市工作。我们认为通过引入医药知名股权投资基金并积极分拆上市融资，有望打开资金和人才瓶颈，受益于国内创新药发展和一致性评价政策的逻辑明确。

#### 2.4.3 SMO 业务：近几年人员快速扩张，业务有望保持快速增长之势

公司临床试验咨询业务中的 SMO 业务主要由全资子公司杭州思默承接，2012 年该业务仅实现不到 300 万的收入，而 2017 年实现收入接近 1.31 亿，近 5 年复合增速达 113%，且目前该业务贡献收入占比已达到 8% 左右，成为公司第三大咨询业务。

SMO 是 Site Management Organization 的简称，即临床试验现场管理组织。临床试验技术服务的执行进度和质量受到复杂的医院环境和流程、试验过程中操作质量不可控等因素影响。SMO 针对这些问题，直接派驻 CRC (Clinical research coordinator) 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 (Good Clinical Practice) 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，极大地减轻了医生的临床研究压力。

SMO 行业在国内虽起步较晚，但发展很快，特别是在临床自查核查后，大部分项目都需要 SMO 服务。此外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 同等规模的市场，而目前国内 SMO 市场规模预计在 10 亿左右，足见未来市场空间较大。

泰格医药从 2012 年 IPO 募投项目开始布局 SMO 市场，员工人数已从上市初的 20 人左右扩张到千人左右，是近几年公司人员扩张较快的细分领域，显示公司对该领域发展前景的看好。我们认为 SMO 业务有望继续保持快速发展，极大受益于监管层对临床数据质量的重视。

### 3.盈利预测与投资建议

#### 盈利预测相关假设:

1. 受低毛利订单基本消化完毕、创新药带来订单结构变化、DreamCIS 毛利率恢复等影响，临床试验技术服务盈利能力增强。
2. BE 业务未来 3 年保持快速增长，订单毛利率维持稳定。
3. 临床试验咨询服务中数据管理与统计分析服务收入增长稳定，SMO 业务保持快速增长态势。
4. 投资收益稳定增长。

在上述假设下,我们预计公司 2018-2020 年实现主营业务收入分别为 22.67、29.38、37.84 亿,分别同比增长 34.4%、29.6%和 28.8%;实现归母净利润分别为 4.48、5.92 和 7.88 亿,分别同比增长 51.3%、32%和 33.2%;实现 EPS 分别为 0.9、1.18 和 1.58 元/股。

#### 投资建议

公司是国内为数不多的能参与到创新药研发和国际多中心临床试验的本土临床 CRO 龙头企业，凭借多年在临床试验服务领域积累的技术和经验，公司龙头优势难以撼动。

- 1) 国内医药创新正在起步，2017 年创新药 IND 批件创历史新高，直接推动了公司创新药订单大幅增长。未来公司作为临床 CRO 服务国内创新药的核心属性将大大增强，推动订单升级和盈利能力提升。
- 2) 国际多中心临床试验服务基本完成亚太区布局，欧美市场布局加快，公司已参与了 100 多项 MRCT，随着我国加入 ICH，未来该高附加值业务将明显增加推动公司业务能力和盈利质量迈向新台阶。
- 3) 与国际 CRO 龙头昆泰、科文斯对比，公司人均产出仍有较大的提升空间。目前公司人力储备仍在进一步增加，边际产出处于提升态势，我们认为公司在临床 CRO 的市场份额仍有较大提升空间，看好本土 CRO 的持续崛起。
- 4) BE 业务进入业绩释放期，行业保守空间在 100 亿以上。此外政策推动下，进口创新药进入国内提速，公司传统注册业务也有望迎来新的增长期。随着临床试验技术服务业务的恢复，相关咨询服务也有望形成共振，带动公司国内业务快速扩张。

从整体上看，我们认为公司较大地受益于国内政策环境的改善，业绩也相应快速增长，作为 CRO 龙头和上市公司稀缺标的，我们看好公司未来业务的发展。目前公司股价对应 2018 年动态市盈率在 59 倍左右，SW 医疗服务板块 TTM 估值约为

104 倍，考虑到公司的龙头地位和稀缺的标的资源，给予公司“推荐”的投资评级，建议关注。

## 4.风险提示

相关政策执行力度低于预期；业绩低于预期风险；商誉减值风险；投资收益大幅波动风险；医院成本大幅上升风险；人员扩张和管理风险；质量控制风险；股票市场系统性风险。



**附录：公司盈利预测相关数据**

<b>资产负债表</b> (百万元)						<b>利润表</b> (百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	292.27	453.51	77.04	642.92	690.26	营业收入	1174.54	1687.03	2266.85	2938.11	3783.76
应收票据及账款	447.01	631.69	920.62	1091.35	1499.71	营业成本	727.87	962.61	1299.09	1653.67	2100.12
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	2.80	4.72	6.34	8.22	10.59
预付款项	34.12	31.40	65.97	57.97	99.44	销售费用	35.81	39.75	54.40	70.51	83.24
其他应收款	64.64	55.43	105.90	103.20	166.09	管理费用	229.24	286.14	383.10	493.60	624.32
存货	0.06	0.01	0.24	0.08	0.33	财务费用	6.00	11.66	11.47	12.90	11.01
其他流动资产	184.50	84.91	84.91	84.91	84.91	资产减值损失	19.41	22.92	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	32.64	90.46	150.46	210.46	270.46	投资收益	38.16	53.35	60.00	60.00	60.00
固定资产	195.35	201.96	165.03	128.10	91.17	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	4.97	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	159.78	359.24	512.44	699.19	954.48
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	14.48	14.42	0.00	0.00	0.00
无形资产	13.27	16.69	13.05	9.40	5.76	税前利润	212.06	422.87	572.44	759.19	1014.48
长期待摊费用	1.47	6.68	3.34	0.00	0.00	减：所得税	55.28	97.15	76.87	104.88	143.17
资产总计	2301.91	3472.82	3486.65	4228.49	4808.21	净利润	156.78	327.64	495.58	654.31	871.31
短期借款	174.75	242.44	0.00	0.00	0.00	归属于母公司的净利润	140.65	296.48	448.45	592.09	788.45
应付票据及账款	15.48	23.96	29.84	38.64	48.33	少数股东损益	16.13	31.16	47.13	62.23	82.86
交易性金融负债	0.00	4.15	0.00	0.00	0.00	基本每股收益	0.28	0.59	0.90	1.18	1.58
预收款项	139.72	244.23	119.59	351.97	255.31	稀释每股收益	0.28	0.59	0.90	1.18	1.58
预计负债	59.52	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他应付款	27.77	29.97	29.97	29.97	29.97	<b>财务指标</b>	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他流动负债	8.21	73.05	73.05	73.05	73.05	成长性					
长期借款	16.16	17.42	17.42	17.42	17.42	营收增长率	22.73%	43.63%	34.37%	29.61%	28.78%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-1.95%	95.59%	34.57%	31.05%	33.03%
负债合计	462.13	653.83	288.47	529.65	442.68	净利润增长率	-9.84%	108.98%	51.26%	32.03%	33.16%
股东权益合计	1839.78	2818.99	3198.19	3698.84	4365.53	盈利性					
<b>现金流量表</b> (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	销售毛利率	38.03%	42.94%	42.69%	43.72%	44.50%
净利润	156.78	327.64	495.58	654.31	871.31	销售净利率	13.35%	19.42%	21.86%	22.27%	23.03%
折旧与摊销	36.61	32.55	43.91	43.91	40.57	ROE	8.65%	11.84%	15.81%	18.08%	20.44%
经营活动现金流	191.91	323.01	-12.02	712.44	237.96	ROIC	15.15%	24.40%	26.79%	27.36%	37.19%
投资活动现金流	-530.00	-846.40	-4.15	0.00	0.00	估值倍数					
融资活动现金流	485.71	702.34	-360.30	-146.56	-190.62	PE	186.87	88.65	58.61	44.39	33.34
现金净变动	155.80	169.61	-376.47	565.88	47.34	P/S	22.38	15.58	11.60	8.95	6.95
期初现金余额	201.47	363.65	453.51	77.04	642.92	P/B	16.16	10.50	9.27	8.03	6.81
期末现金余额	363.65	453.51	77.04	642.92	690.26	股息收益率	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
						EV/EBITDA	96.79	55.85	41.79	31.81	24.36

数据来源：wind，国开证券研究部，其中 PE、PS、PB 中价格指 2018 年 5 月 11 日收盘价格。

## 分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，6年行业研究经验。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层