

**医药**
**行业持续高景气，临床 CRO 龙头强者恒强**

2019 年 5 月 20 日

**——泰格医药 (300347.SZ) 深度研究报告**
**公司评级：增持（首次）**
**分析师：梁希民**

执业证书号：S1030510120001

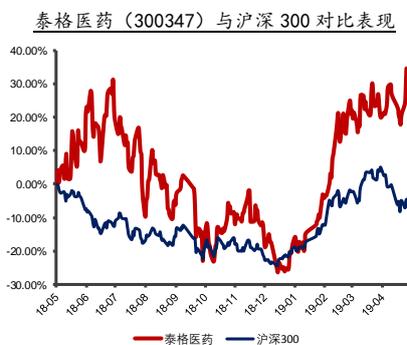
0755-83199599

liangxm@csc.com.cn

**研究助理：陈静萱**

0755-83199599

chenjx1@csc.com.cn

**公司具备证券投资咨询业务资格**

**核心观点：**

1. **国内 CRO 进入黄金发展期，临床 CRO 发展潜力最大。**全球 CRO 增速放缓至 10%，已进入成熟期，集中度高竞争格局稳定。受益于政策利好、融资便利和市场扩容，中国 CRO 正处于黄金发展期，复合增速将维持 20%，是全球 CRO 增速最快的市场。临床 CRO 是占比最大（超 67%）的细分领域，在研发投入和渗透率双升带动下，未来将保持 30% 的复合增速。
2. **创新型临床 CRO 龙头，凭借多重优势有望强者恒强。**泰格凭借团队、资源及配套服务能力享有护城河——高客户粘性，使其强者恒强。主营和投资业务共同驱动未来增长：工程师红利、创新浪潮及带量采购推动国内外市场需求爆发，公司主营订单和员工数量稳定增长，提供稳定业绩来源；投资业务在国内政策利好下，贡献可持续的业绩弹性，并实现业务导流和产业延伸的目的。
3. **并购助力战略布局：通过布局产业链一体化和国际多中心临床向国际型 CRO 迈进。**公司自上市以来不断并购：已初步实现全产业链一体化，通过一站式服务降低客户转移成本、提高粘性；基于上游业务实现导流，随项目推进不断取得新订单，业务连贯性和协同性日益强化；公司已完成亚太地区布局，将加快欧美等地服务网络建设，以加强国际竞争力、签订更多国际研发项目，向国际型 CRO 迈进。
4. **盈利预测与投资评级。**预计 2019-2021 年 EPS 为 1.31/1.77/2.35 元，对应动态市盈率为 53/39/30 倍。公司作为国内临床 CRO 龙头，更能享受黄金发展期的行业红利，主营业务在国内外市场共同推动下稳定增长，投资业务将贡献可持续的业绩弹性，同时待执行合同、可供出售金融资产及股权激励考核方案均进一步加强其业绩确定性，公司理应享有一定的溢价。首次给予“增持”评级。
5. **风险提示。**行业政策风险、人力资源风险、商誉减值风险

**公司数据与预测** Wind 资讯

总市值 (百万)	63898
流通 A 股市值 (百万)	51093
总股本 (百万股)	2383
流通 A 股 (百万股)	846
日均成交额 (百万)	391
近一个月换手 (%)	10.02
第一大股东	叶小平

请务必阅读文后重要声明及免责条款

预测指标	2018 年 A	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
营业收入 (亿元)	23.01	31.38	40.95	52.62
收入同比	36.37%	36.38%	30.53%	28.47%
归母净利润 (亿元)	4.69	6.57	8.88	11.75
归母净利润同比	58.26%	40.09%	35.02%	32.44%
毛利率	43.11%	43.73%	44.01%	44.20%
净利率	21.90%	22.50%	23.27%	23.99%
EPS (元)	0.938	1.314	1.774	2.350
PE (倍)	74	53	39	30

## 目 录

<b>一、全国临床 CRO 龙头</b> .....	<b>3</b>
1、深耕临床 CRO 领域 15 年，“创新型临床 CRO”领头羊 .....	3
2、临床 CRO 产业链全覆盖，业绩持续高增长 .....	6
3、财务指标健康，盈利能力向好 .....	7
4、未来看点：尽享行业成长红利，增长动力十足 .....	9
<b>二、中国 CRO 进入黄金发展期，龙头更能享受行业成长红利</b> .....	<b>9</b>
1、CRO 成为医药研发产业链重要环节，有效提高研发效率、控制成本 .....	10
2、全球 CRO 规模巨大，中国 CRO 增速最快 .....	12
3、多因素驱动国内 CRO 进入黄金发展期，临床 CRO 发展潜力最大 .....	13
4、泰格优势凸显，有望强者恒强 .....	16
<b>三、临床试验及咨询服务支撑业绩稳定增长，投资收益贡献业绩弹性</b> .....	<b>17</b>
1、主营业务：员工和订单数量不断增加，业绩贡献稳定增长 .....	17
2、投资业务：储备优质客户，获得持续性收益 .....	22
<b>四、向国际型 CRO 迈进：并购助力产业链一体化和国际多中心临床</b> .....	<b>23</b>
<b>五、盈利预测与估值</b> .....	<b>25</b>
1、盈利预测 .....	25
2、估值与评级 .....	26
<b>六、风险提示</b> .....	<b>27</b>
<b>附表</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

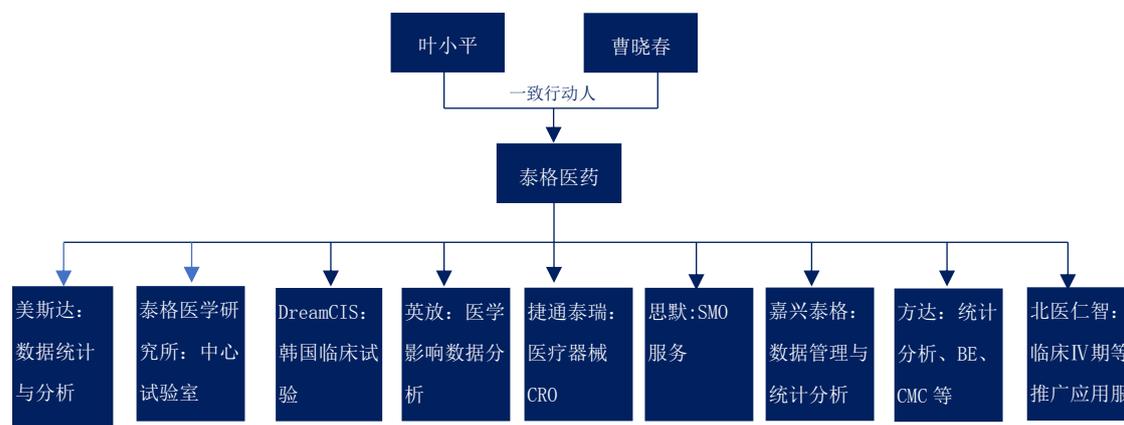
Figure 1 公司股权结构	3
Figure 2 公司核心团队简介	3
Figure 3 公司全球化服务网络	5
Figure 4 公司发展历程	5
Figure 5 公司营收及同比增速	6
Figure 6 公司净利润及同比增速	6
Figure 7 公司营收结构（业务）	7
Figure 8 公司营收结构（地区）	7
Figure 9 公司三费情况	8
Figure 10 公司综合毛利率和净利率情况	8
Figure 11 可比公司人均创收情况	8
Figure 12 公司可供出售金融资产情况	8
Figure 13 经营性现金净流量和归母净利润情况	9
Figure 14 CRO 行业概览	10
Figure 15 全球研发投入稳定增长	11
Figure 16 全球单个创新药成本明显上升	11
Figure 17 全球研发回报率持续下降	11
Figure 18 全球 CRO 渗透率明显上升	11
Figure 19 全球 CRO 规模及增速情况	12
Figure 20 中国 CRO 规模及增速情况	12
Figure 21 全球 CRO 细分领域规模情况	13
Figure 22 全球 CRO 各国增速情况	13
Figure 23 国内医药行业频出改革利好政策	14
Figure 24 全球与中国 CRO 渗透率对比	15
Figure 25 临床试验各阶段 CRO 渗透率	15
Figure 26 泰格的比较优势	17
Figure 27 公司细分业务及相关子公司概览	17
Figure 28 公司业务流程概览	18
Figure 29 国内创新药临床申请数量情况	19
Figure 30 国内药品销售格局将以创新药为主	19
Figure 31 2018 年国内药品临床试验申请结构情况（单位：%）	19
Figure 32 方达业务情况	21
Figure 33 方达营收结构（业务）	21
Figure 34 方达营收结构（地区）	21
Figure 35 公司投资收益贡献趋于稳定	22
Figure 36 公司设立的主要基金概览	23
Figure 37 公司收购历程	24
Figure 38 临床试验结构	24
Figure 39 分部增速及毛利率预测	25
Figure 40 可比公司估值	26

## 一、全国临床 CRO 龙头

### 1、深耕临床 CRO 领域 15 年，“创新型临床 CRO”领头羊

实控人 20 年医药临床经验，核心团队稳定且实力强大。杭州泰格医药科技股份有限公司成立于 2004 年，2010 年进行股份制改革，2012 年于深交所上市。截至 2019 年 3 月 31 日，公司总资产 44.03 亿元，净资产 31.16 亿元，资产负债率 29.25%。公司控股股东、实际控制人、创始人是叶小平和曹晓春，两人签署协议为一致行动人，分别持股 24.82%、8.75%；大股东股权质押占流通股比例为 29.15%。创始人叶小平为牛津大学免疫学博士，曾在西安杨森、上海罗氏、施贵宝的医学注册部工作十余年（曾任上海罗氏医学注册总监 6 年），丰富的行业经验使其看到中国 CRO 市场的巨大前景，即和同学医学背景出身的曹晓春（浙江大学药学硕士）共同创立泰格医药；其他管理层亦多是医学背景出身且临床研究经验丰富，更加重视人才培养和技术创新，奠定公司成为本土临床 CRO 龙头的基础。

Figure 1 公司股权结构



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司核心团队简介

姓名	职位	专业背景	职业履历
叶小平	创始人、董事长、总裁	MD、PhD、EMBA 英国牛津大学免疫学博士	在西安杨森、施贵宝、罗氏的医学注册部工作达 10 余年，任上海罗氏制药有限公司医学注册总监 6 年

曹晓春	联合创始人、董事、执行副总裁、董事会秘书、思默总经理	浙江中医药大学中医专业毕业，浙江大学药学院药理学硕士，执业药师，高级工程师	近 25 年药品研发、注册和临床研究工作经验，15 年企业管理经验。
殷专	高级副总裁，统计和数据管理部门	复旦大学法学院学士，美国马萨诸塞大学生物统计学理学硕士	有 24 年知名医药企业及 CRO 工作经验（管理和生物统计），其中 14 年在美国，10 年在中国和亚太地区。曾在阿斯利康制药公司美国总部担任统计部副总监、美国乳腺癌产品统计部主管
闻增玉	高级副总裁，美斯达（上海）总经理、嘉兴泰格总经理、泰格新泽总经理	复旦大学流行病与生物统计硕士，韦伯斯特大学工商管理硕士	15 年以上制药行业生物统计和管理工作经验，其中在先灵葆雅工作近 6 年
梁露霞	副总裁，杭州英放生物科技有限公司总经理	日本熊本大学放射专业博士，南方医科大学（原第一军医大学）放射专业硕士和大学医学学士	30 年临床放射线实践及/或科研（包括临床试验）经验，专业受训于中国南方医院，日本熊本大学及美国杜克大学；12 年临床试验影像工作或管理经验，其中全球影像 CRO 工作经验 8 年，担任高级总监一职，主持过几百项 I-IV 期全球性或区域性临床试验的影像业务
纪添荣	副总裁，杭州泰煜投资咨询有限公司总经理	中国医学科学院北京协和医学院（原中国协和医科大学）医学博士	20 余年先后就职于北京协和医院及多个跨国企业，拥有临床医学、药品及医疗器械的注册、临床试验、新产品引进、企业并购和团队管理的经验
苏炳华	首席生物统计学家，教授	前上海第二医科大学生物统计教研室主任，英国爱丁堡大学医学院医学统计研究室高级访问学者	中国卫生统计学学会常务理事，统计理论和方法专业委员会主任委员；国家食品药品监督管理局药品评审专家药品、医疗器械指导法规制定者之一

资料来源：公司官网、世纪证券研究所

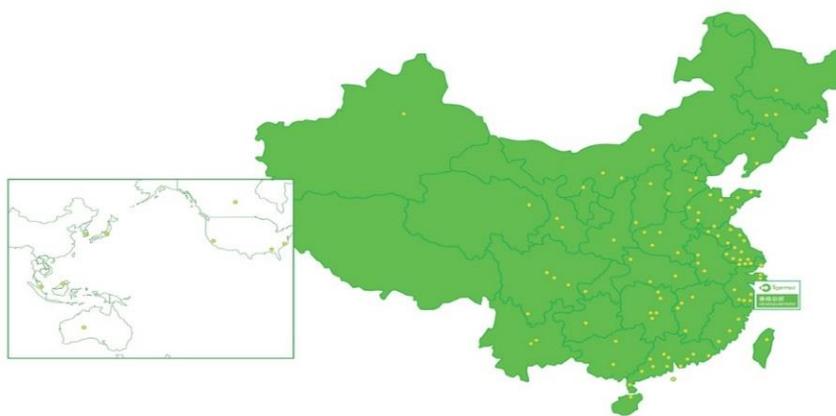
**多次进行员工持股和股权激励计划，业绩高要求彰显发展信心。**通过多次实施员工持股计划和股权激励分享公司成长红利，有利于核心团队保持稳定以及公司战略稳步推进。公司 2019 年再次推出股权激励计划，激励对象为核心技术人员以及工龄 3 年以上的员工共 470 人，通过利益共享留住人才并充分激发其积极性、提高人效。根据计划业绩考核要求，2019-2021 年净利润增速不低于 2018 年基数的 40%、75%、105%时才能解禁，彰显公司对未来高速发展的信心。

**通过并购及自建成功建立一体化产业链、国际多中心临床、亚太区服务网络，已形成人才、品牌、资源、规模优势。**CRO 属于人才密集型行业，公司借鉴全球 CRO 行业龙头发展经验，坚持在自建的基础上大举并购的发展战略：①从单一的、小规模临床 CRO 起步，逐步完成包含临床前到上市后全 CRO 产业链的完整覆盖；②壮大专业人才团队和丰富其临床项目经验（擅长多种疾病领域及新型生物技术），为公司继续扩大

规模打下基础；③完成亚太区服务网络的搭建并继续国际化扩张进程，率先成为国内为数不多的拥有国际多中心临床的本土 CRO 企业，获得更多临床资源，吸引更多国内外客户并提高规模效应，向国际 CRO 巨头靠拢。

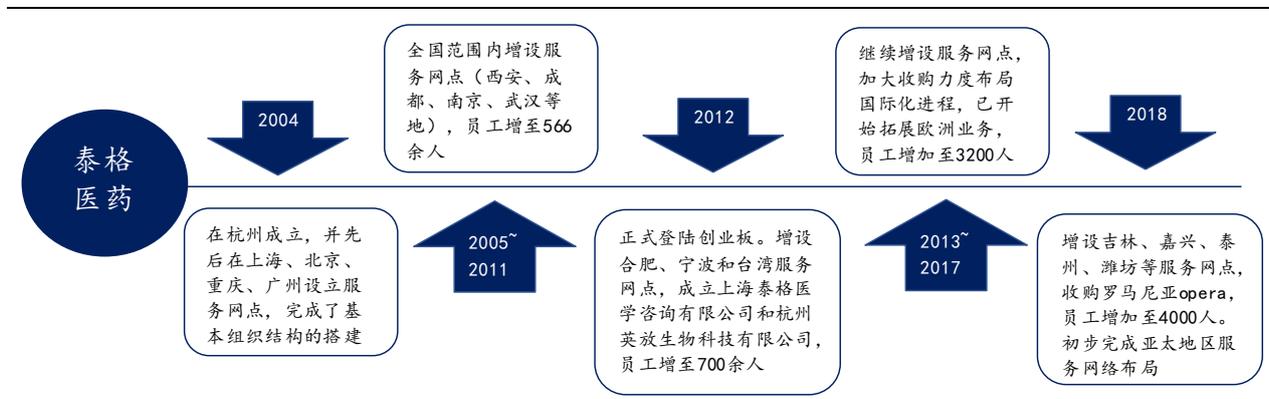
目前公司旗下有 33 家子公司（包括国内 20 家及海外 13 家），设有 95 个中国大陆服务网点以及美国、瑞士、新加坡等 11 个海外办事处，拥有专业团队人数超 4000 人，与内地 730 多家临床试验机构展开合作，为 600 多家客户提供高质高效、一站式、一体化的解决方案服务多达 1500 项，已形成人才、资源、规模、品牌等优势，进一步提高服务质量和客户粘性，公司有望强者恒强。

Figure 3 公司全球化服务网络



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 4 公司发展历程



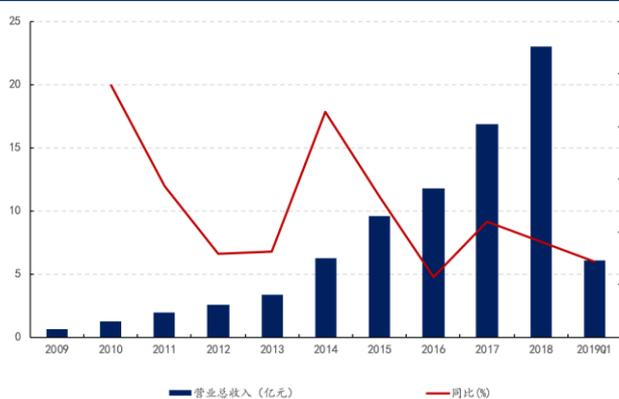
资料来源：公司官网、世纪证券研究所

## 2、临床 CRO 产业链全覆盖，业绩持续高增长

专注于创新药的临床 CRO 及配套服务。公司为国内外药厂提供一站式 CRO 服务，包括临床前阶段的生物分析、CMC 及 BE 试验等，临床阶段的临床 I-IV 期试验的项目管理、临床监查、数据管理与统计、SMO 等。目前，公司已形成以 I-IV 期临床及注册（创新药为主）、生物数据统计及 SMO 业务为核心，其他临床（及非临床）服务协同发展的产品服务结构。

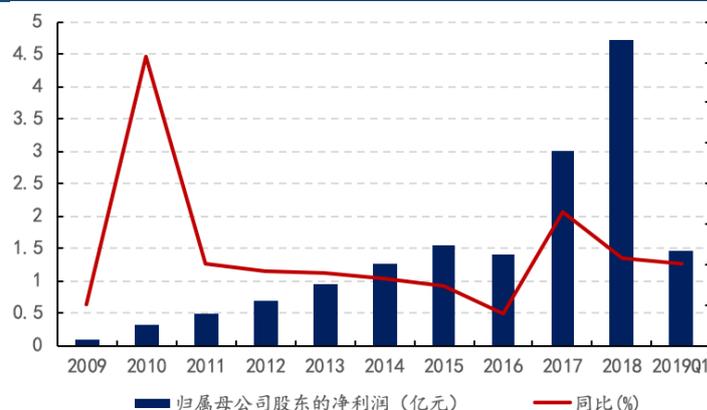
上市十年来营收复合增速超 49%，归母净利润复合增速超 57%。公司营收从 2009 年 0.63 亿元增至 2018 年 23.01 亿元，CAGR 为 49.15%；归母净利润从 2012 年 0.08 亿元增至 2018 年 4.72 亿元，CAGR 为 57.31%。2019 年一季度公司实现营收 6.09 亿元，同比增长 28.69%；归母净利润 1.46 亿元，同比增长 51.72%。

Figure 5 公司营收及同比增速



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 公司净利润及同比增速

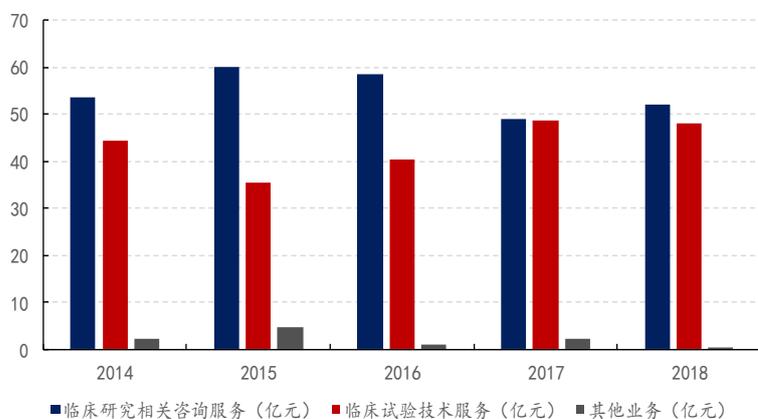


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

受益于业务类型丰富、国内创新研发浪潮，临床试验和临床咨询服务均稳定增长，国内市场增速亮眼。从细分主业看，两大主业齐头并进：临床试验技术服务实现收入 11.03 亿元（+34.51%），其中创新药研发浪潮推动下，核心业务 I-IV 期大临床实现 9.18 亿元（+43.57%）；临床研究咨询服务实现收入 11.95 亿元（+44.63%），其中数据管理与统计分析 and SMO 分别实现收入 3.19 亿元和 2.06 亿元，同比增速分别为 28.48% 和 57.21%，SMO 作为 2018 年并表的新增长点表现优秀。从区域看，国内外市场共同发力：由于国内药企加大创新药研发力度使客户及大临床订单数量快速增长，国内业务爆发式增长（+84.42%）同时占比

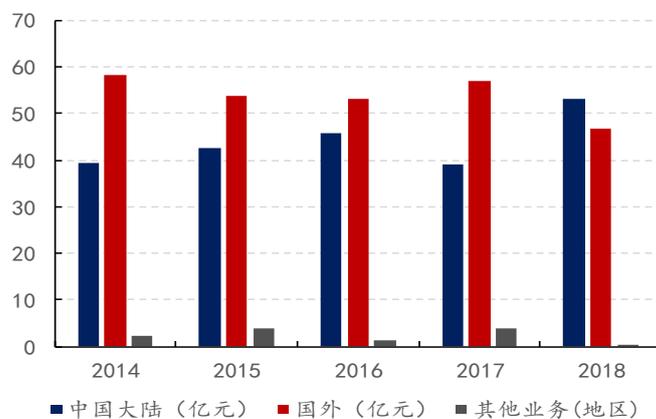
明显提高，从2017年42.78%升至2018年53.65%，时隔5年再次超过海外业务。

Figure 7 公司营收结构（业务）



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 公司营收结构（地区）



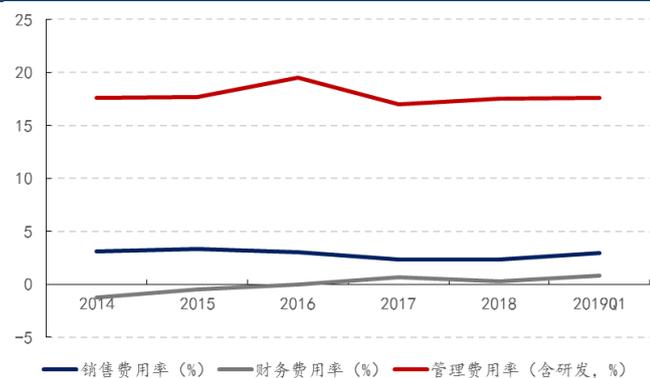
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

受益于创新药行业高度景气，投资收益助力增长，具有可持续性。同时，投资收益实现收入1.19亿元(+122.77%)，利润贡献比例达到19.61%，因为公司利用自身CRO平台优势进行的与主业高度协同的股权投资（以创新药项目为主），使其具有风险可控和可持续性的特点，并逐渐成为利润稳定来源。

### 3、财务指标健康，盈利能力向好

毛利率稳步提高，费用率整体下降，盈利水平不断增强。由于业务结构优化以国际化进程中的规模效应，2016-2018年毛利率稳步提高至43.11%，2019年Q1毛利率达到44.68%（同比+0.25%），上升趋势明显；保守估计未来三年维持45%水平。2016-2018年费用控制得当稳定下降至20.18%，2019年Q1综合费用率合计为21.39%，其中，销售费用率为2.98%（+36.35%），管理费用率为12.64%（+13.14%），财务费用率为0.83%（-31.36%），研发费用率为4.94%（+19.39%）。综合考虑未来销售团队扩张、管理效率提高及汇兑损益等影响，预计2019-2021年综合费率维持21%左右。因此盈利水平不断提高，ROE从2016年8.65%升至2018年17.69%；净利率2019年Q1为24.92%，保守估计未来三年净利率保持23%水平。

Figure 9 公司三费情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 公司综合毛利率和净利率情况

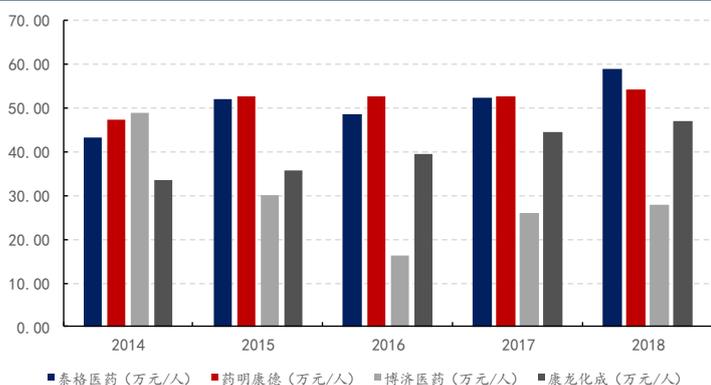


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

**人均创收行业领先，经营性现金流健康。**股权激励作用下公司团队保持稳定且高效，使公司人均创收水平不断提高至 59.02 万元（2018 年），超过药明康德行业第一。作为并购型企业，公司商誉截止 2019 年一季度为 10.15 亿元，占净资产比例为 32.57%；基于商誉减值测试结果，公司计提业绩未达标的北医仁智 1900 万元商誉减值。现金流方面，公司销售商品的现金流入与营收匹配，经营性现金流常年高于归母净利润，体现公司财务稳健以及业绩增长质量较好。

**待执行订单充足，可供出售金融资产稳定增长，主营和投资业务共同加强业绩确定性。**主营业务方面，行业高景气推动公司订单量稳定增长，2018 年公司新增合同金额 33.08 亿元（+36.36%），待执行合同 36.83 亿元（+32.79%）。投资业务方面，公司利用专业性平台优势加大创新药投资，储备客户资源并获得可持续性的投资收益；2018 年公司可供出售金融资产 12.22 亿元（+54.24%）。此外，之前提及的股权激励计划较高的业绩考核要求，也表现公司继续高增长的信心。

Figure 11 可比公司人均创收情况



请务必阅读文后重要声明及免责条款

Figure 12 公司可供出售金融资产情况



股市有风险 入市需谨慎

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 经营性现金净流量和归母净利润情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

#### 4、未来看点：尽享行业成长红利，增长动力十足

公司自成立以来保持快速发展，预计公司仍处于高速成长期，主要是基于以下三点：

- (1) 行业：全球 CRO 市场规模巨大，中国 CRO 高度景气增速最快，创新药研发浪潮需求旺盛，推动国内 CRO 进入黄金发展期，龙头最为受益。
- (2) 公司业务：大临床及相关服务业务继续稳定增长，持续性投资业务与其高度协同贡献业绩弹性。
- (3) 公司布局：临床 CRO 一体化和创新药投资助力订单提前锁定并导流，国际化多中心加强国际竞争力和规模效应，正逐步从本土 CRO 升级为国际 CRO。

## 二、中国 CRO 进入黄金发展期，龙头更能享受行业成长红利

由于 CRO 有效帮助药企提高研发效率并降低成本，全球 CRO 行业经过十年高速增长已进入成熟期，竞争格局较稳定、集中度高，预计未来增速保持 10%。受益于政策利好、融资便利、医药市场扩容，我国 CRO 进入黄金发展期。在研发投入和 CRO 渗透率双升带动下，增长动力十足，复合增速将维持 20%，是全球 CRO 增速最快市场。临床 CRO 是占比超过 67%，是规模最大的细分领域，未来将保持 30% 的高速增长。临床 CRO 马太效应显著（项目时间长、客户粘性高），泰格作为国内临床 CRO 龙

头，凭借专业团队、丰富资源、一站式服务等优势有望强者恒强。泰格所处的临床 CRO 细分领域空间最大且增速最快，而泰格凭借临床资源、服务网络、专业团队和高性价比等优势有望强者恒强。

### 1、CRO 成为医药研发产业链重要环节，有效提高研发效率、控制成本

**CRO 生而兴旺的必然性：解决药企研发困局，提高效率并降低成本。**

CRO (Contract Research Organization, 合同研发组织)，主要分为临床前 CRO 和临床 CRO，旨在为药企药品研发提供药物发现、临床及上市整个生命周期服务，是医药产业链专业化分工的产物。随着医药市场竞争越发激烈，药品研发耗时越来越长、成功率越来越低、投入成本越来越高、专利悬崖越来越严重，越来越多大小药企选择分拆非核心的药品研发业务外包给专业 CRO 机构，从而达到提高研发效率、降低失败风险及控制成本投入的研发目的。根据日本安斯泰来与 INC Research 数据显示，药企通过与 CRO 合作，可实现高达 40% 研发成本的降幅，并节约 10-20% 的临床试验时间。

Figure 14 CRO 行业概览



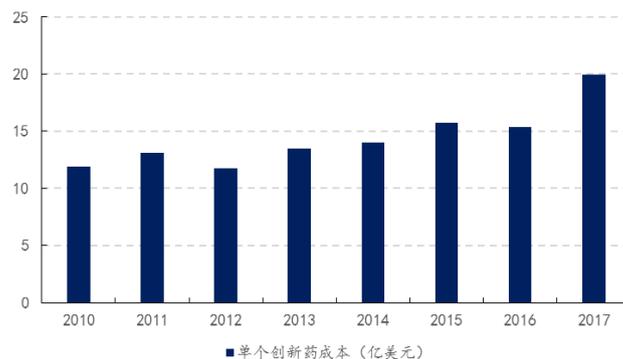
资料来源：南方医药经济研究所、世纪证券研究所

Figure 15 全球研发投入稳定增长



资料来源: Evaluate Pharm、世纪证券研究所

Figure 16 全球单个创新药成本明显上升



资料来源: Evaluate Pharm、世纪证券研究所

**CRO 机构通过专业化分工提升研发效率，通过规模效应降低研发成本。**

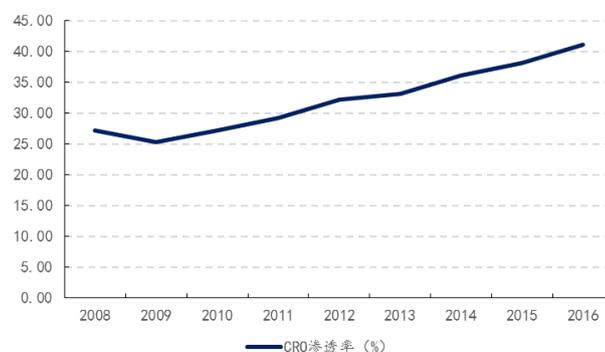
在仿制厂商的密切关注下，专利挑战出现时间已缩短至 5 年，因此新药研发的时效显得尤为重要，不止决定研发投入情况，也决定上市后为企业带来的垄断获利时限。对于拥有专业团队和熟悉资源的 CRO 机构而言，当其接到下游药企的研发订单后，即与上游具有相应临床资质的医疗机构高效对接的同时还能时刻与监察部门保持良好沟通，以保障研发全过程高质高效完成。

Figure 17 全球研发回报率持续下降



资料来源: Evaluate Pharm、世纪证券研究所

Figure 18 全球 CRO 渗透率明显上升



资料来源: Evaluate Pharm、世纪证券研究所

**CRO 机构在药品研发中提效降费的作用越发显著，已成为医药研发产业链的关键环节。CRO 市场规模由全球研发投入和 CRO 渗透率决定，新一轮药品研发浪潮促使全球药企加大研发投入（均布局 PD-1 等生物药，国内还受政策鼓励加持），同时越来越多药企为提高效率和降低成本，纷纷选用 CRO 模式进行药品研发使其渗透率提升；因此，研发投入和 CRO 渗透率共同驱动 CRO 行业高速发展，并使其天花板进一步提高，景气度持续向好。**

## 2、全球 CRO 规模巨大，中国 CRO 增速最快

### (1) 全球 CRO 进入成熟期

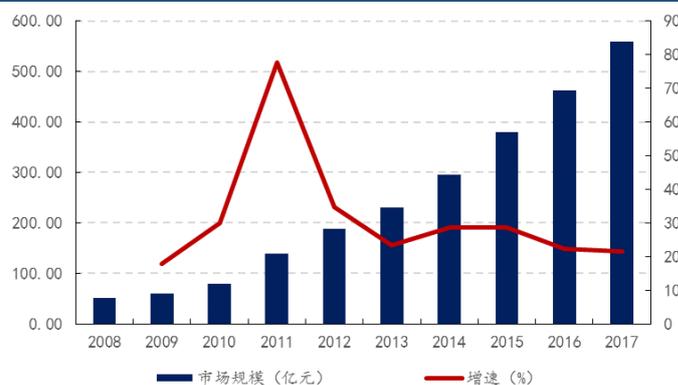
全球 CRO 增速放缓约 10%，集中度高 CR10 超 45%。全球 CRO 营收增速趋缓，根据 Frost & Sullivan 数据，2008-2017 年 CAGR 为 10.64%；预计 2021 年 CRO 行业渗透率（CRO 行业营收/医药行业研发投入）将超 58%，整体规模将达到 687 亿美元。根据 IMAP Global 数据，全球 CRO 市场经过长期的并购整合集中度高（以美国公司为主），以昆泰、康宁、InVentiv Health 等全球前十大 CRO 公司市占率超过 45%。

Figure 19 全球 CRO 规模及增速情况



资料来源：Frost & Sullivan、世纪证券研究所

Figure 20 中国 CRO 规模及增速情况



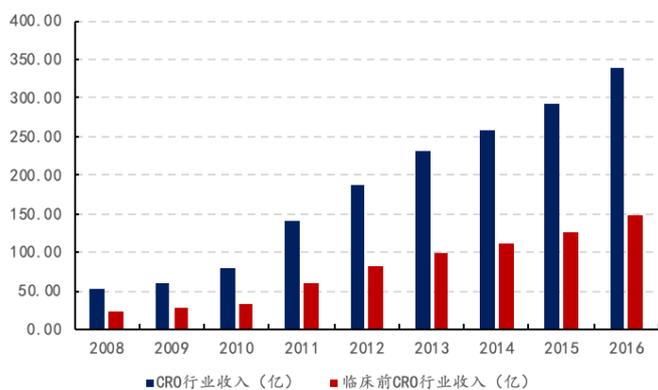
资料来源：Frost & Sullivan、世纪证券研究所

### (2) 国内 CRO 正处黄金发展期

国内 CRO 复合增速将维持 20%，临床 CRO 复合增速将超 30%，竞争格局相对分散。我国 CRO 行业起步较晚，仅有 20 多年的发展历史，目前增长动力十足，是全球复合增速最快的 CRO 市场。根据 Frost & Sullivan 数据，2008-2017 年 CAGR 为 30.20%；预计 2020 年国内 CRO 规模将超 600 亿元，复合增速超 20%，其中临床 CRO 增速较临床前 CRO 更快将超 30%，而泰格在临床 CRO 细分领域占据龙头地位。目前，我国 CRO 市场的主要参与者可分为本土 CRO（以泰格、药明为代表，超过 500 家）和跨国 CRO（以昆泰和可伦斯为代表），行业正处发展期、集中度较低。跨国 CRO 以经验丰富、运营精细（但收费项更多）见长；本土 CRO 较跨

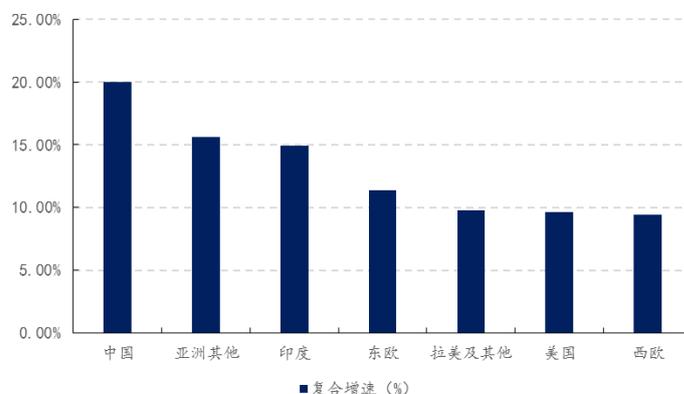
国 CRO 具有本土化及性价比优势，本土 CRO 临床资源丰富、长期熟悉国内临床体制以及服务能力更强。

Figure 21 全球 CRO 细分领域规模情况



资料来源：Frost & Sullivan、世纪证券研究所

Figure 22 全球 CRO 各国增速情况



资料来源：Frost & Sullivan、世纪证券研究所

### 3、多因素驱动国内 CRO 进入黄金发展期，临床 CRO 发展潜力最大

#### (1) CRO 市场规模高速增长：政策利好、融资便利、市场扩容使研发投入加大及 CRO 渗透率提高

中国凭借病患数量大、工程师红利、成本低廉等优势，成为新兴市场中最有优势发展 CRO 的国家（仅次于美国排第二）。根据 A. T. Kearney 调研分析，中国具有丰富的病患来源（临床资源）、较低的人均薪酬水平、高学历的专业技术人才，为大力发展 CRO 产业。具体而言，国内 CRO、尤其是临床 CRO 享受研发投入和渗透率齐升的双重红利（临床前 CRO 主要受益于全球 CRO 产业转移）。

一系列医药改革政策、融资环境向好激发国内药企创新热情。随着创新药鼓励政策频出、一致性评价及带量采购等政策落实，传统的仿制药红利模式面临巨大的生存压力，国内药企纷纷加大研发投入、走上创新转型道路。在此背景下，国内新兴一批纯正的小型创新药企业（以生物药为主），这些小型药企的药品研发对 CRO 的需求更为迫切，国内医药市场融资环境良好，为此类公司提供了充分的研发经费，也为 CRO 机构提供了新的收入来源。一般来说，大中药企的研发投入由营收和研发占比

决定，新药企的研发投入由融资头决定，因此行业政策大环境好坏十分影响药企的研发投入。

Figure 23 国内医药行业频出改革利好政策

时间	相关政策	主要内容
2016年 6月	《关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》	将药品上市许可与生产许可分离，上市许可和生产许可相互独立，上市许可持有人可以将产品委托给不同的生产商生产，药品的安全性、有效性和质量可控性均由上市许可人对公众负责。
2017年 5月	《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》	支持研究者和临床试验机构开展临床试验；优化临床试验审查程序；接受境外临床试验数据。
2017年 6月	加入 ICH	ICH 的基本宗旨是在药品注册技术领域协调和建立关于药品安全、有效和质量的国际技术标准和规范，作为监管机构批准药品上市的基础从而减少药品研发和上市成本。
2017年 12月	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	文件明确了优先审评审批的范围、程序和工作要求，有利于加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市，解决药品注册申请积压的矛盾。
2018年 4月	《药品试验数据保护实施办法》	对于创新药、罕见病和儿童专用药给予一定期限的数据保护期，对于支持医药研发和技术转化具有重要意义。
2018年 6月	《关于组织实施生物医药合同研发和生产服务平台建设专项的通知》 《医疗器械监督管理条例修正案》	通过专项实施，有效支撑创新药研发和产业化，力争达到每年为 100 个以上新药开发提供服务的能力；提高药品生产规模化、集约化水平和全产业链发展效率，支撑一批创新创业型中小企业发展；带动区域生物医药产业进一步高质量集聚，加快培育形成一批世界级生物医药产业集群。完善医疗器械上市许可持有人制度、改革临床试验管理制度、优化审批程序、完善上市后监管要求。
2018年 7月	《关于发布接受药品境外临床试验数据的技术指导原则的通告》 《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	明确了境外临床试验数据可用于在中国的药品注册申报，国外新药进入中国的速度将会越来越快。 “默认制”则是临床试验申请自申请受理并缴费之日起 60 日内，申请人未收到国家食品药品监督管理总局药品审评中心（CDE）否定或质疑意见的，即可开展临床试验，此举将大大提升国内创新药物临床开发进程。
2018年 10月	《延长授权国务院在部分地方开展药品上市许可持有人制度（MAH）试点期限的决定》	对于激发研发人员的积极性、降低生产机构的重复建设发挥重要推动作用。
2018年 12月	《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》	自 2017 年执行的一致性评价将进入常态化管理，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价。
2019年 1月	《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	4+7 城市对部分品种实行带量采购，药企唯一中标，仿制药降价压力大。

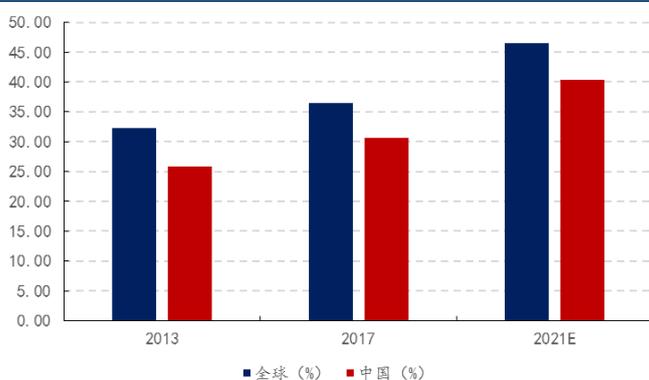
资料来源：国务院、发改委等、世纪证券研究所

国内医药市场扩容吸引海外药企加大在中国市场研发投入。2016年中国医药市场规模达到1243亿美元，已超过日本成为世界第三大医药（仅次于美国、欧盟）；随老龄化加剧、发病率攀升，2021年中国医药规模有望达1782亿美元，CAGR超全球平均水平为7.5%，同时中国市占率将达到12.1%。随着中国加入ICH，各项行业标准逐渐与国际接轨，中国巨大的医药空间、临床资源以及成本优势吸引各大药企来中国开设公司展开业务。根据预测，2022年全球药企研发投入有望达到1810亿美元。

**研发成本和时效要求下药企研发外包意愿加强，CRO行业渗透率提升。**

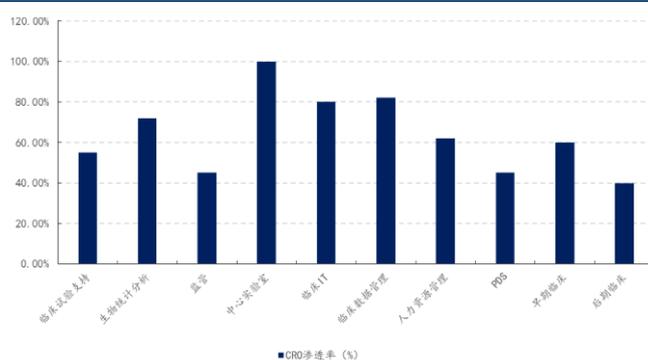
根据Frost & Sullivan数据，2016年全球药企研发费用投入为1453.8亿美元，CRO渗透率为30.5%；预计2021年CRO渗透率有望提升至46.5%。由于中国早年以仿制药为主，CRO市场需求低迷，渗透率较全球水平低，随着国内医药创新意识崛起，未来提升空间较大，预计2021年国内CRO渗透率将达到40%水平。

Figure 24 全球与中国CRO渗透率对比



资料来源：Frost & Sullivan、世纪证券研究所

Figure 25 临床试验各阶段CRO渗透率



资料来源：PAREXEL Biopharmaceutical Sourcebook、世纪证券研究所

## (2) 临床CRO是规模最大的细分领域：需求持续旺盛

临床CRO占CRO市场比例最大超67%。据统计，临床CRO是CRO全市场中规模最大的细分领域，2017年全球市场规模为302亿美元，占CRO市场比例超67%；2017年国内临床CRO规模达400亿元。临床CRO占比最大的原因在于：

- ①由于临床I-III期在整个研发过程中用时最长（约5-7年，占比2/3）、花费最大（占1/2以上），临床CRO通过病患招募、临床检查、

SMO 及数统分析等专业化服务可有效提高药企研发效率，目前全球约 50% 药企选择 CRO 方式开展临床（I-III 期），CRO 行业渗透率较高且将继续提高。根据 Pharma Voice 预测，2020 年将约有约 75% 的临床试验采用 CRO 的模式展开。

②对于将在本国上市的新药，每个国家都明确要求必须要在本国开展临床试验的分析结果，随着越来越多跨国药企瞄准中国巨大的医药空间，选择中国为未来新药的首发地，因此 CRO 使用经验丰富的外企新生更多国内临床 CRO 需求。

#### 4、泰格优势凸显，有望强者恒强

**优秀的服务能力和项目能力（决定效率）成就客户粘性，高客户粘性使其强者恒强。**临床 CRO 属于起步门槛较低但后期壁垒极高的行业，经过在临床 CRO 领域的多年沉淀，泰格已享有护城河——客户粘性极高。一般来说，泰格和客户形成合作关系前，由于临床合作周期长且具连贯性，首先客户会对其 2-3 年考察，经历稽查无误并质量过关后才会签合同，同时若非质量问题，通常客户此后都不会更换 CRO 合作机构（转换成本高）。

**人才和订单是公司规模的决定因素，也是公司最大护城河。**公司人才队伍的持续扩张表示其产能充足（供给），待完成订单数量稳定增长表示需求仍旺盛，未来业绩增长确定性强。**泰格具有的优势包括：**①经验丰富且稳定的专业团队及行业领先的 SOP，提供专业临床方案和高质量的项目管理执行力为客户节省时间，同时人才的质量和数量也决定公司是否具备签订更多合同的能力；②广泛布局的服务网络及丰富的临床资源，可提高沟通、解决问题的效率，也可实时实地与研究者保持沟、建立良好关系；③高性价比的一站式服务，比起跨国 CRO 的全球统一报价，泰格具有价格优势，同时一站式服务降低客户的转移成本；④优质的客户资源及长期合作伙伴，早在 2015 年公司就为全球前 25 家药企中的 23 家提供服务，同时经过多年质量等稽查考验已成为贝朗医疗、海和生物等药企长期合作伙伴，未来公司将争做更多药企的全球优先供应商以锁定更多潜在订单资源。

Figure 26 泰格的比较优势



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

### 三、临床试验及咨询服务支撑业绩稳定增长，投资收益贡献业绩弹性

公司将继续享受行业成长红利，具体而言：主营业务由国内外市场共同驱动下稳定增长，工程师红利下国外药企部分项目继续向中国转移，创新浪潮及带量采购下国内药企新药研发外包、一致性评价 BE 试验及相关后续业务（如数据统计与分析及 SMO）需求爆发，公司凭借团队、资源和一站式服务优势有望提高市占率，订单（市场需求）和员工（产能供给）数量齐升下业绩增长强劲；投资业务在政策红利推动下贡献业绩弹性，将更具持续性、确定性，并实现向上游延伸提前锁定潜在客户或并购标的。

#### 1、 主营业务：员工和订单数量不断增加，业绩贡献稳定增长

业务协同效应凸显，员工和订单持续增长。公司主营包括临床试验技术服务和临床研究相关咨询服务两大类，通过不断各个细分业务间具有连贯性和协同性，有效提高效率并控制成本。随员工（+21.28%）和订单数量（+36.36%）继续增加、待执行合同充足（+32.79%），未来公司主营业务将稳定增长且确定性强。

Figure 27 公司细分业务及相关子公司概览

业务板块	细分业务	主要相关主体
临床试验技术服务	BE、生物分析、CMC	方达医药
	I 期临床试验	泰格医药、方达医药、湖南泰新
	II 期临床试验	泰格医药、DreamCIS

	III 期临床试验	泰格医药、DreamCIS
	IV 期临床试验	泰格医药、北医仁智
	注册申请相关服务	泰格医药
临床咨询服务	数据管理及统计分析	美斯达、嘉兴泰格、BDM、
	SMO 服务	杭州思默
	中心实验室	广州泰格
	中心影像	杭州英放
医疗器械 CRO	医疗器械注册咨询服务	捷通泰瑞
	医疗器械临床试验技术服务	
	IVD 产品的注册和临床服务	
	医疗器械专业人才猎聘服务	

资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 28 公司业务流程概览



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

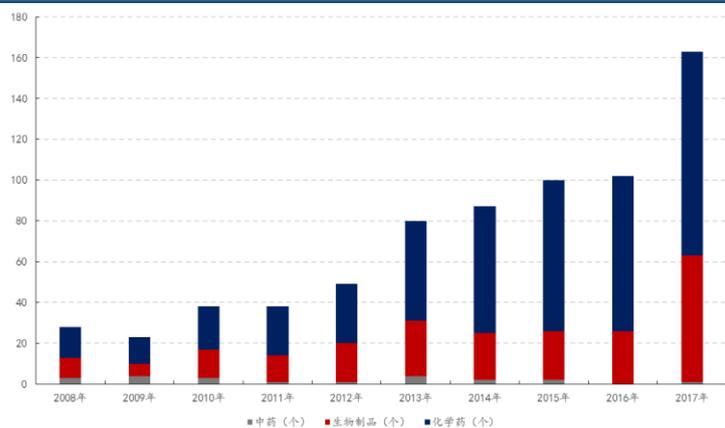
### (1) 临床试验技术服务：通过 CRA 提供全过程跟踪监察等服务

公司不断提高临床业务能力，临床效率创行业记录，品牌力强化议价力或可提升。2018 年公司已参与 166 个国内创新药临床试验项目（28 个生物药和 138 个化学药），其中 9 个 863 计划、10 个国家重大科技专项、15 个重大科技创新药，9 个创新药项目已完成（6 个已上市）。公司通过提高自身综合业务能力，不断获得行业认可：①CDE 临床试验默示许可公示里，公司的 2 个难治性高血压药物 Aprocitentan 成为第一批公示项目；②已纳入 CDE 优先审评的 63 个罕见病药品里，公司占 5 个位居前列；③与歌礼生物合作的首个 1 类丙肝创新药戈诺卫的部分 II 期及 III 期试验，完成速度刷新行业记录；④与复宏汉霖合作的首个国产生物类似药汉利康（CD20）成功实现临床服务一站式。公司取得以上优异的成

绩均使其品牌声誉再上一个阶层，能吸引更多优质客户、提高合同报价的能力，进一步提高其盈利水平。

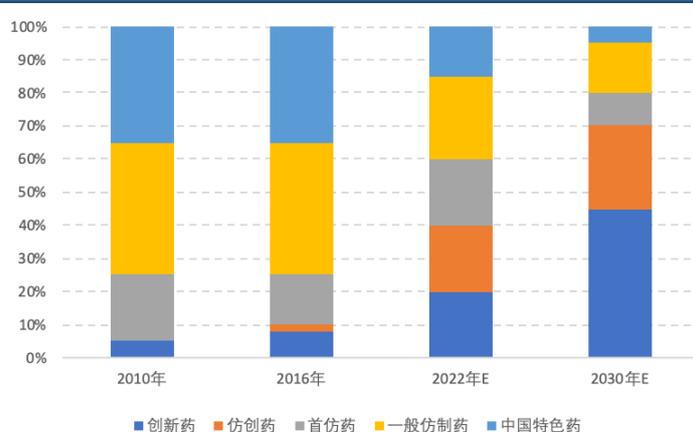
**创新药 I-IV 期大临床（长期）及仿制药 BE 业务（短期）带动下有望保持 40% 增速。**根据药渡网数据，国内创新药临床申请数量从 2011 年起保持高速增长，2011-2017 年化学药临床申请 CAGR 超 29%，生物药临床申请 CAGR 超 26%。国内创新意识刚刚崛起，国内药企纷纷加大研发投入或进行创新转型，未来三年新药申请的增长将延续趋势。作为专注于创新药临床的龙头，公司大临床业务直接受益，市占率有望达到 15%。对 BE 业务而言，根据药物临床试验登记与信息公示平台统计，2018 年一致性评价 BE 试验备案数超过 800 个（受理号超 600 个），占比 30%。虽然市场担心带量采购影响药企进行一致性评价的积极性，但基于国家推进带量采购（以一致性评价为前提，第二轮带量采购预计即将开始）的进度和决心，仿制药企不会放弃这块市场便必须继续通过 CRO 展开 BE 试验，因此短期来看，一致性评价仍能保持一定增长。

Figure 29 国内创新药临床申请数量情况



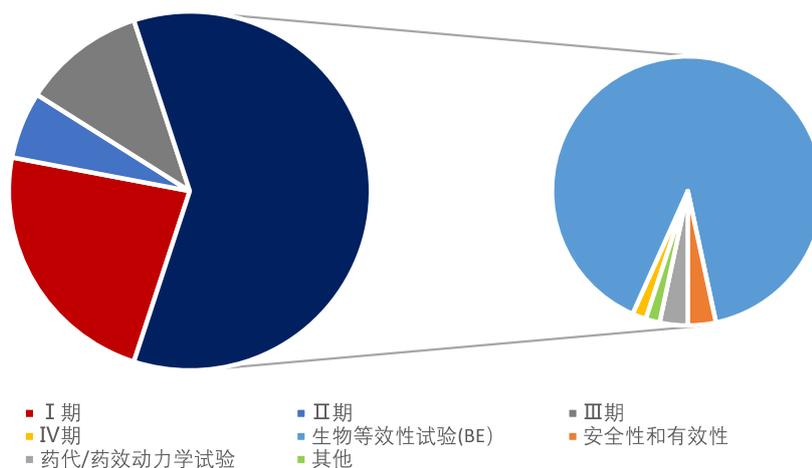
资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台、世纪证券研究所

Figure 30 国内药品销售格局将以创新药为主



资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台、世纪证券研究所

Figure 31 2018 年国内药品临床试验申请结构情况（单位：%）



资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台、世纪证券研究所

## (2) 临床咨询服务：数统、SMO、CMC 和器械业务为主的服务平台

**数据统计分析业务：受政策影响小，能提供稳定现金流，未来将进行全球化整合以提高效率。**公司通过美斯达及嘉兴泰格等子公司开展该业务，对研究者在生物实验中得到的数据样本进行分析统计，是少数参与全球医药研发产业链的国内机构。数统业务是 CRO 下空间很大的子行业，受政策大环境影响较小且技术含量极高，因此利润水平高且稳定。未来医药行业对数据统计分析的需求会随信息化加速维持更高景气，中国工程师红利下海外业务以及国内临床端导流增长力均十足，预计未来维持 30% 的增速。公司未来将对从事数据统计业务的各国子公司进行全球化整合，通过统一接单管理分配项目以达到控制成本、提高效率维持较高利润率的目的。

**SMO：客户满意度极高，继续人员扩张实现业务量扩增。**通过子公司思默开展业务，即通过 CRC (Clinical Research Coordinator, 临床研究协调员) 进行临床研究医院现场管理，帮助研究者处理所有非医学判断类的事务工作（如填写 CRF 表格等繁琐耗时的工作），从而实现效率显著提升、保证研究质量。作为公司新业务，由于与大临床业务高度协同（基于相同服务网络），2018 年实现 57% 的高速增长，同时客户满意度达到 97.5%，并被赛诺菲授予“最具价值合作伙伴奖”。受益于我国政策逐步完善、医药市场接轨国际、临床试验要求趋严，SMO 市场需求日益旺盛，是公司未来的重点业务，公司将继续人员扩张以铺开业务面，实现业务量保持高速扩增。

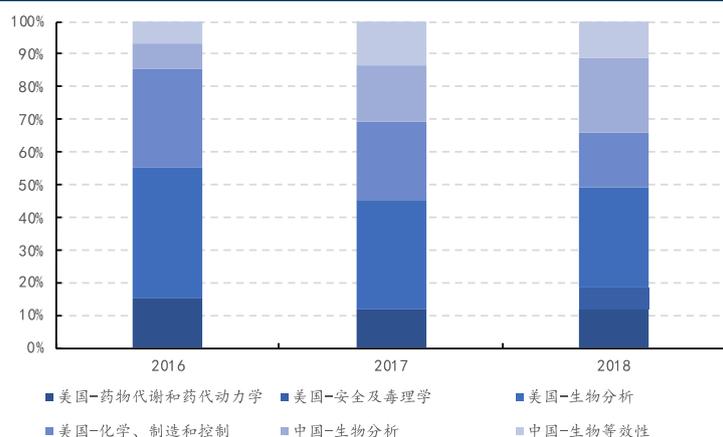
**CMC及生物分析：**通过子公司方达开展，方达是生物样本分析（BIO）领域细分龙头，已通过港交所将赴港上市。方达服务质量优异，多次零缺陷通过FDA和客户稽查，为进一步临床前CRO领域的扩大服务范围，方达2018年收购美国Concord以提供安全及毒理学服务，未来有望获得更多海外订单。结合该业务2018年实现同比增长43%的高增长，预计未来受益于一致性评价BE试验的继续执行、国家对创新药的政策红利以及国际多中心临床订单的新增，细分龙头方达将获得更多订单，高速增长有望持续。根据公司公告，高瓴、奥博将作为基石投资者参与方达的港股IPO，表示资本对方达盈利能力和成长性的支持和认可。

Figure 32 方达业务情况

	服务类型	2016	2017	2018
美国	药物代谢和药代动力学（个）	147	214	256
	安全及毒理学（个）	\	\	119
	生物分析（个）	360	459	501
	化学，制造和控制（个）	359	309	307
	新合约平均规模（千美元）	67	50	64
中国	生物分析（个）	132	159	275
	生物等效性（个）	59	62	123
	新合约平均规模（千美元）	119	143	117

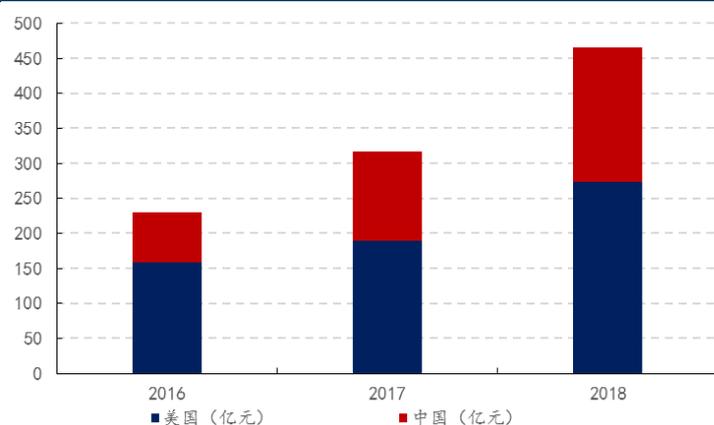
资料来源：方达招股说明书、世纪证券研究所

Figure 33 方达营收结构（业务）



资料来源：方达招股说明书、世纪证券研究所

Figure 34 方达营收结构（地区）



资料来源：方达招股说明书、世纪证券研究所

**医疗器械 CRO：前瞻性布局蓝海市场，初步搭建全产业链平台。**公司通过英放生物、捷通泰瑞等实现横向扩张，向医疗器械 CRO 布局，全产业链服务平台基本完成。由于医疗器械的研发周期比药品短，器械行业也正处于行进口替代风口（相对低风险、需求旺盛），公司进行前瞻性布局该蓝海市场，表现其专业性和领先型。随着公司逐渐整合完成，平台协同效应将进一步加强，其竞争优势也将更加巩固。

## 2、投资业务：储备优质客户，获得持续性收益

**专注于高协同的创新药投资，形成战略合作，储备潜在客户。**公司通过产业并购基金及天使投资基金等多种形式向产业上游布局，结合其创新药临床 CRO 自我定位及丰富经验，不断的投资于最有潜力的创新药及少量高端仿制药的研发环节，可实现多个目的：①与各大药企（如海普瑞、沃森、恒瑞等）形成战略合作关系，为公司大临床等主营业务储备优质客户；②基于产业链布局需要，获得潜在优质可并购标的；③获得可持续性投资收益。

**可供出售金融资产充足，投资收益具有持续性，贡献占比逐渐稳定。**公司坚持多年进行创投，项目正逐渐产生可持续的收益。2018 年公司投资收益达 1.19 亿元（+122.77%），贡献净利润比例高达 23.45%；2018 年公司可供出售金融资产 12.22 亿元，仍将继续以基金等方式投资于各类相关项目。再结合国内科创板以及港交所均为创新药投资提供了更好的退出环境，预计公司未来三年投资收益 CAGR 有望达到 50%水平。

Figure 35 公司投资收益贡献趋于稳定



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 36 公司设立的主要基金概览

日期	投资平台	设立基金或投资公司	投资范围
2018. 7. 4	泰格股权	新药基金	创新药和新技术的早期项目为主
2018. 7. 4	TG Sky investment Ltd	TF Capital Fund III L.P	创新药和新技术的早期项目为主
2018. 7. 4	泰格股权	昆山华创毅达生医股权投资	中国境内为主的健康医疗行业
2018. 7. 4	泰格股权	营养健康产业投资基金	专注于投资营养健康相关领域，重点投资领域为保健食品
2018. 6. 30	泰格股权	医疗健康产业投资基金	医药健康领域
2018. 6. 22	泰格股权	九洲中钰医药产业投资基金	创新药、高端仿制药及原料药研发、生产
2018. 4. 24	泰格股权	嘉兴观由兴沃股权投资	生物药等
2018. 3. 29	泰格股权	苏州启明融科股权投资	医疗健康，清洁技术，信息技术，互联网，消费，文化等行业
2018. 3. 29	泰格股权	成都博远嘉昱创业投资	中国境内医疗健康相关领域
2018. 1. 20	泰格股权	杭州医亿股权投资	精准医疗、分子诊断、医疗器械、医药及医疗服务等
2017. 12. 18	TG Sky investment Ltd.	Taitong Fund III L.P. 美元基金	境外成长期及成熟期医疗健康领域的优质企业
2017. 12. 9	泰格股权	观由昭泰（嘉兴）股权投资	
2017. 10. 3	泰格股权	苏州建信汉康创业投资	医药健康产业，以生物医药为主，兼顾器械诊断及其它领域
2017. 8. 23	泰格股权	健康医疗产业投资基金	创新药投资、培育、研发领域
2017. 5. 25	泰格股权	华盖信诚医疗健康投资	生物制药、医疗器械、医疗服务等领域
2017. 3. 13	泰格股权	苏州一元幂方医药创业投资	医疗器械、生物医药、生物技术及医疗服务在内的医药健康领域

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

#### 四、向国际型 CRO 迈进：并购助力产业链一体化和国际多中心临床

为巩固龙头地位及避免未来发展瓶颈，公司不断进行基于前瞻性战略布局的并购整合（注入优质资产预期）。通过并购、自建等方式，公司逐渐布局产业链一体化和国际多中心临床，以早日实现从本土型 CRO 成长升级为国际型 CRO 的目标。

并购助力产业一体化，通过上游业务导流，加强业务连贯性、协同性。为了尽快完善全产业链布局和扩展市场范围，公司自上市以来不断进行

并购。公司通过先后收购美国方达、韩国 Dream CIS，并在印度等地设立子公司，已初步完成了产业链延伸布局；除直接收购优秀的成熟公司外，公司也通过产业并购基金等对未成熟的目标标的采取先孵化，直至盈利后再收购注入主体，以此降低并购风险、提高确定性预期。目前，公司凭借一体化优势提供一站式服务，以降低客户转移成本、提高客户粘性，并且随着项目的推进，不断取得下一步的订单，业务的连贯性和协同性一定程度上加强其业绩确定性。

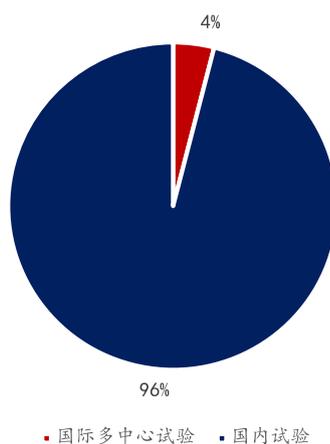
Figure 37 公司收购历程

时间	并购标的	股份占比	并购意义
2008年11月	美斯达	50.56%	获得了美斯达临床试验统计分析和数据管理方面的优质资产
2009年10月	美斯达	49.44%	提升了公司主营业务能力，扩大高端客户基础，整合客户资源
2014年5月	北京康利华（间接控股）	51%	使得公司的主营业务形成有益补充，提升对客户的服务能力
2014年9月	上海晟通	55%	提升公司的医药供应链管理
2015年3月	方达医药	30.16%	强化公司在国际市场上的地位，有效帮助公司的客户快速把产品推向国际市场
2015年6月	北医仁智	100%	进一步对公司的 CRO 产业平台和服务链进行强化，服务于公司 CRO 生态圈
2015年9月	韩国 DreamCIS	98.14%	扩展了公司亚太区域的布局，加快了亚太地区的发展
2016年3月	捷通泰瑞	100%	完善 CRO 产业链，进军医疗器械 CRO 领域

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

**继续国际多中心临床布局，向国际型 CRO 发展。**根据 CDE 药物临床试验登记与公示平台数据，我国国际多中心试验从 2002 年仅 3 个增至 2018 年共 86 个，CAGR 为 23.33%，虽然目前大部分均由跨国药企开展，但未来国内以创新为主药企将开展更多国际多中心临床以开拓更多海外市场，比如百济神州已开展 9 项国际多中心临床。目前，公司正在为早日参与国际项目做积极布局：基本已完成亚太地区布局（韩国、香港、澳大利亚、新加坡、马来西亚等地），2018 年新增东欧子公司以加快搭建公司在欧洲的网络布局，拓展欧洲业务，为承接更多国际多中心临床试验相关的项目。

Figure 38 临床试验结构



资料来源：药物临床试验登记与公示平台（CDE）、世纪证券研究所

## 五、盈利预测与估值

### 1、盈利预测

#### (1) 主要假设：

预计未来三年营收增速 36.38%、30.53%、28.47%。临床 CRO 市场规模受药企研发投入和 CRO 渗透率上升带动下快速增长，叠加国内政策红利及国内外市场共同发力，公司作为该细分领域的绝对龙头，临床试验技术和临床研究咨询两大服务将在订单和员工数量双升驱动下保持复合增速为 31%、32%。

预计未来三年毛利率稳中有升约 44%，综合费用率维持 21% 水平，预计未来三年净利率分别为 22.50%、23.27%、23.99%。根据公司 2019 年拟实施的限制性股票激励计划，限制性股票总摊销费用将在未来三年分别摊销 0.33/0.26/0.12 亿元，计入当期经营性损益，短期对利润增速影响有限，对公司长期发展积极作用值得期待。

预计公司享受的税收优惠政策不变，预计未来三年增速维持稳定。

Figure 39 分部增速及毛利率预测

分部毛利率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
整体毛利率	42.94%	43.11%	43.73%	44.01%	44.20%
临床研究相关咨询服务	48.53%	47.37%	48.00%	48.50%	48.00%
临床试验技术服务	39.14%	38.57%	39.00%	39.00%	40.00%
分部销售	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
整体销售额(亿元)	16.87	23.01	31.38	40.96	52.62
同比	43.63%	36.37%	36.38%	30.53%	28.47%
临床研究相关咨询服务(亿元)	8.26	11.95	16.49	21.60	27.65
同比	20.00%	44.63%	38.00%	31.00%	28.00%
临床试验技术服务(亿元)	8.20	11.03	14.89	19.36	24.97
同比	73.17%	34.51%	35.00%	30.00%	29.00%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

## (2) 盈利预测

依据假设条件，预测 2019-2021 年公司营业收入分别为 31.38/40.96/52.62 亿元，同比增长 36.38%/30.53%/28.47%；2019-2021 年公司归属于母公司净利润分别为 6.57/8.88/11.75 亿元，同比增长 40.09%/35.02%/32.44%，对应的 EPS 分别为 1.31/1.77/2.35 元。

## 2、估值与评级

可比公司包括 A 股药明康德（临床前为主）、药石科技（分子砌块）、昭衍新药（临床前及安评）、康龙化成（临床前及安评）以及全球 CRO 龙头美股昆泰，根据 wind 数据，A 股可比公司 2019 年平均动态市盈率为 45 倍（其中美股昆泰 2018 年为 106 倍），泰格医药 2019-2021 年动态市盈率为 53/39/30 倍。公司作为国内临床 CRO 龙头，更能享受黄金发展期的行业红利，主营业务在国内外市场共同推动下稳定增长，投资业务将贡献可持续的业绩弹性，同时待执行合同、可供出售金融资产及股权激励考核方案均进一步加强其业绩确定性，公司理应享有一定的溢价。首次给予“增持”评级。

Figure 40 可比公司估值

代码	简称	收盘价	EPS (2018)	EPS (2019E)	市盈率 (2018)	市盈率 (2019E)	总市值 (亿元)
603259	药明康德	78.49	1.31	1.94	41.67	40.46	918.38
300725	药石科技	62.68	0.92	1.37	54.55	45.79	89.63

603127	昭衍新药	45.95	0.93	0.97	55.29	47.47	73.98
300759	康龙化成	34.3	0.39	0.73	64.00	47.04	225.11
IQV	昆泰医药	133.67	1.27	\	106.00	\	263.65
平均值	\	\	\	\	64.30	45.19	326.77
300347	泰格医药	68	0.60	1.31	74.00	53.00	340.12

注：市值、股价以2019年5月20日收盘价计算，其中昆泰为美元计  
资料来源：WIND资讯、世纪证券研究所

## 六、风险提示

### 1、行业政策风险

我国医药行业政策正处在改革完善阶段，若政策变化导致药企创新药研发热情退却、总研发投入减少，CRO行业市场规模将随之减少，公司发展势必遭遇瓶颈。公司通过不断拓展业务范围等方式以提高自身综合能力、增强单个业务的抗风险力。

### 2、人力资源风险

CRO是人才密集型行业，人才是公司的核心竞争力。在市场竞争日趋激烈的情况下，公司存在流失人才的风险。公司通过健全培养体系、员工持股平台、股权激励机制等方式吸引保留大量专业人才。

### 3、商誉减值风险

并购是公司快速发展的重要方式，随之产生较大商誉。有些领域的商业模式仍处在探索阶段，有些子公司正处在整合阶段，公司都可能面临业绩不达标的商誉减值风险。

### 4、投资收益不及预期风险

投资业务已成为公司重要的稳定业绩来源，若公司投资失败，对公司业绩将造成不利影响。公司专注于与主营高度协同的标的投资，以控制风险并达到业务导流等多重目的。

## 附表

附表 1 财务分析和估值指标汇总

财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收益率</b>						
毛利率	38.03%	42.94%	43.11%	43.73%	44.01%	44.20%
三费/销售收入	22.53%	20.01%	16.35%	22.19%	22.16%	22.20%
EBIT/销售收入	18.57%	25.28%	26.65%	26.75%	28.09%	29.09%
EBITDA/销售收入	21.68%	27.21%	29.31%	28.58%	29.48%	30.09%
销售净利率	13.35%	19.42%	21.90%	22.50%	23.27%	23.99%
<b>资产获利率</b>						
ROE	8.65%	11.84%	17.58%	20.74%	23.09%	24.80%
ROA	9.47%	12.28%	14.90%	14.99%	16.20%	16.77%
ROIC	12.98%	20.13%	21.82%	29.73%	30.72%	35.58%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	22.73%	43.63%	36.37%	36.38%	30.53%	28.47%
EBIT 增长率	-1.95%	95.59%	43.78%	36.89%	37.03%	33.05%
EBITDA 增长率	0.09%	80.25%	46.92%	32.96%	34.66%	31.09%
净利润增长率	-9.84%	108.98%	53.77%	40.09%	35.02%	32.44%
总资产增长率	48.97%	50.87%	18.48%	36.08%	26.84%	28.49%
股东权益增长率	62.30%	53.89%	6.59%	18.75%	21.32%	23.27%
经营营运资本增长率	50.21%	5.25%	20.46%	50.79%	21.84%	36.67%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	20.08%	18.83%	26.28%	36.03%	39.13%	41.87%
投资资本/总资产	69.62%	65.97%	58.78%	56.85%	51.63%	50.68%
带息债务/总负债	41.31%	39.75%	56.06%	71.05%	73.52%	76.41%
流动比率	2.79	2.03	1.38	1.14	1.01	0.98
速动比率	2.29	1.90	1.36	1.13	1.01	0.98
股利支付率	33.47%	16.87%	21.32%	23.89%	23.89%	23.89%
收益留存率	66.53%	83.13%	78.68%	76.11%	76.11%	76.11%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	0.51	0.49	0.56	0.56	0.58	0.58
固定资产周转率	6.01	8.35	9.03	17.78	41.78	268.34
应收账款周转率	2.63	2.67	2.94	2.74	2.99	2.83
	12155.9	68614.4	2522.5	-	3745.1	-
存货周转率	4	7	1	8558.28	1	31733.76
<b>业绩和估值指标</b>						
					1150.2	
EBIT	218.06	426.49	613.22	839.42	4	1530.38
					1207.5	
EBITDA	254.67	459.04	674.42	896.72	4	1582.96
NOPLAT	149.88	322.61	499.81	719.01	977.95	1304.57
净利润	140.65	296.48	469.22	657.34	887.52	1175.45
EPS	0.281	0.593	0.938	1.314	1.774	2.350
BPS	3.252	5.005	5.335	6.336	7.686	9.475
PE	248.15	117.72	74.38	53.10	39.33	29.69

PEG	3.69	2.67	2.08	N/A	N/A	N/A
PB	21.45	13.94	13.08	11.01	9.08	7.36
PS	29.72	20.69	15.17	11.12	8.52	6.63
PCF	188.12	108.05	67.37	102.66	44.09	49.05
EV/EBIT	151.85	81.34	56.51	41.60	30.19	22.73
EV/EBITDA	130.02	75.57	51.38	38.94	28.76	21.98
EV/NOPLAT	220.93	107.53	69.33	48.56	35.51	26.67
EV/IC	20.66	15.14	14.33	10.97	9.47	7.52
ROIC-WACC	12.98%	20.13%	21.82%	27.34%	27.76%	32.22%
股息率	0.001	0.001	0.003	0.004	0.006	0.008

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

附表 2 利润表(百万元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入			2300.6		4095.4	
	1174.54	1687.03	6	3137.69	8	5261.57
减：营业成本			1308.9		2293.0	
	727.87	962.61	1	1765.59	4	2935.76
营业税金及附加	2.80	4.72	9.29	12.66	16.53	21.24
营业费用	35.81	39.75	54.45	94.13	122.86	147.32
管理费用	229.24	286.14	314.20	564.78	716.71	920.77
财务费用	-0.39	11.66	7.39	37.26	67.90	100.19
资产减值损失	19.41	22.92	50.96	31.10	31.10	31.10
加：投资收益	38.16	53.35	118.85	150.00	200.00	280.00
公允价值变动损益	0.00	-4.15	5.15	10.00	20.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	-88.03	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>					1067.3	
	197.94	408.44	591.44	792.16	4	1415.19
加：其他非经营损益	14.12	14.42	10.22	10.00	15.00	15.00
<b>利润总额</b>					1082.3	
	212.06	422.87	601.66	802.16	4	1430.19
减：所得税	55.28	95.22	97.83	96.32	129.35	168.03
<b>净利润</b>	156.78	327.64	503.83	705.84	952.99	1262.16
减：少数股东损益	16.13	31.16	34.61	48.49	65.47	86.71
<b>归属母公司股东净利润</b>	140.65	296.48	469.22	657.34	887.52	1175.45

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	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。

### 免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。