天风证券 TF SECURITIES

泰格医药（300347）

证券研究报告
2017 年 10 月 12 日

业绩增速符合预期，看好公司未来发展

前三季度业绩符合预期，主业持续快速增长

公司披露 2017 年三季度业绩预告，前三季度公司实现归母净利润 1.89-2.09 亿元，同比增长 90%-110%，第三季度单季公司实现归母净利润 7961-8391 万元，同比增长 270%-290%，其中公司第三季度非经常性损益 1600-2000 万元，扣除非经常性损益以及捷通泰瑞并表的影响，我们预测第三季度可比口径下同比增长超过 170%，显示出在大临床业务逐季恢复以及 BE 增量业务的带动下，主业增长趋势良好。展望全年，我们认为，随着 CRO 行业人力资源成本增加影响的消除，公司主业的进一步恢复，BE 业务的持续放量以及韩国 DreamCIS 公司运营情况的不断改善，四季度环比将进一步得到改善，拐点向上趋势确立。

政策利好带动创新药行业整体走强，CRO 行业龙头将首先获益

2017 年 10 月 8 日，国务院办公厅印发《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》，明确指出改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和提高仿制药质量等议题，以顶层设计的思路确立改革方向，公司作为国内临床 CRO 领域的龙头公司，国内拥有最为顶尖的临床试验管理能力，在亚太地区拥有完善的国际多中心临床布局，将承接国内外更多的创新药 II/III 期国际多中心临床项目，公司的自有临床试验机构以及外部深度合作的临床试验机构更能够承接更多的海内外 I 期项目，同时，数据统计、SMO 以及生物样本分析等业务也将随着行业的爆发得到更为长足的发展。

纵向+横向发展，节点型公司未来发展空间广阔

公司作为医药创新行业节点型的公司，自上市以来持续在 CRO 产业链国内外横向布局，公司进一步在全球布局的国际多中心临床业务将是公司未来重要看点，公司在产业链上下游持续进行纵向布局，一方面打通整个临床 CRO 产业链，持续提升全方位 CRO 服务的业务能力，通过优化订单结构和业务结构提升价值获取能力，另一方面公司通过产业布局、直接投资和设立产业基金投资等方式深度切入创新药产业链的产品端，打开未来发展空间。

盈利预测和投资建议

我们预计 2017-19 年公司 EPS 分别为 0.61/0.84/1.10 元，当前公司股价 30.85 元，对应 2017-19 年 P/E 分别为 51/37/28 倍，考虑到公司行业龙头地位和业绩弹性，给予公司 2018 年 40 倍 P/E，维持目标价 33.6 元，买入评级。

风险提示：合同执行进度不达预期；人力成本上升侵蚀公司利润；汇兑损失

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	957.00	1,174.54	1,803.65	2,215.88	2,721.18
增长率(%)	53.00	23.00	54.00	23.00	23.00
EBITDA(百万元)	240.45	233.05	456.33	596.95	772.88
净利润(百万元)	156.28	140.65	302.77	422.43	548.36
增长率(%)	25.00	(10.00)	115.00	40.00	30.00
EPS(元/股)	0.31	0.28	0.61	0.84	1.10
市盈率(P/E)	98.74	109.71	50.96	36.53	28.14
市净率(P/B)	15.39	9.49	8.17	6.89	5.68
市销率(P/S)	16.12	13.14	8.56	6.96	5.67
EV/EBITDA	54.91	53.33	33.01	24.42	18.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.85 元
目标价格	33.6 元
上次目标价	33.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	500.18
流通 A 股股本(百万股)	303.56
A 股总市值(百万元)	15,430.45
流通 A 股市值(百万元)	9,364.84
每股净资产(元)	4.70
资产负债率(%)	18.65
一年内最高/最低(元)	33.41/21.30

作者

廖庆阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120003
liaoqingyang@tfzq.com
杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《泰格医药-公司点评:投资杭州康柏医院，打造自有临床试验中心》2017-09-27
2 《泰格医药-半年报点评:业绩增速略超预期，看好公司全年业绩》2017-08-22
3 《泰格医药-年报点评报告:业绩增速符合预期，公司主业拐点已至》2017-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	226.56	364.47	164.09	693.49	669.83
应收账款	421.36	511.65	857.82	732.32	1,220.44
预付账款	22.31	34.12	49.12	48.49	68.26
存货	0.44	0.06	1.31	0.07	1.83
其他	18.00	184.50	75.35	92.62	117.85
流动资产合计	**688.67**	**1,094.81**	**1,147.69**	**1,566.99**	**2,078.22**
长期股权投资	16.29	32.64	32.64	32.64	32.64
固定资产	194.04	195.35	210.34	244.55	277.30
在建工程	0.00	4.97	38.98	71.39	72.83
无形资产	13.62	13.27	9.90	6.52	3.14
其他	697.42	1,047.28	1,056.36	1,060.19	1,053.97
非流动资产合计	**921.36**	**1,293.52**	**1,348.22**	**1,415.29**	**1,439.88**
资产总计	**1,610.03**	**2,388.33**	**2,495.91**	**2,982.28**	**3,518.10**
短期借款	259.40	174.75	0.00	0.00	0.00
应付账款	71.52	43.26	138.75	82.26	170.26
其他	140.33	217.78	151.06	291.93	198.33
流动负债合计	**471.24**	**435.78**	**289.80**	**374.19**	**368.58**
长期借款	7.20	16.16	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.67	96.60	72.07	78.12	82.26
非流动负债合计	**72.87**	**112.76**	**72.07**	**78.12**	**82.26**
负债合计	**544.12**	**548.54**	**361.88**	**452.31**	**450.85**
少数股东权益	63.56	212.97	244.93	291.08	350.65
股本	433.32	474.87	500.18	500.18	500.18
资本公积	182.58	667.09	667.09	667.09	667.09
留存收益	573.05	1,151.14	1,388.93	1,738.72	2,216.42
其他	(186.59)	(666.28)	(667.09)	(667.09)	(667.09)
股东权益合计	**1,065.91**	**1,839.78**	**2,134.03**	**2,529.98**	**3,067.25**
负债和股东权益总	**1,610.03**	**2,388.33**	**2,495.91**	**2,982.28**	**3,518.10**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	173.89	156.78	302.77	422.43	548.36
折旧摊销	32.05	36.61	14.38	16.76	19.19
财务费用	(4.17)	1.74	1.02	(4.51)	(7.17)
投资损失	(5.75)	(38.16)	(50.00)	(65.00)	(85.00)
营运资金变动	(41.23)	(83.05)	(257.23)	195.54	(529.64)
其它	30.95	117.99	33.64	46.94	60.93
经营活动现金流	**185.73**	**191.91**	**44.58**	**612.15**	**6.67**
资本支出	204.78	159.36	84.52	73.96	45.85
长期投资	16.29	16.35	0.00	0.00	0.00
其他	(634.25)	(705.72)	(94.52)	(88.96)	(10.85)
投资活动现金流	**(413.19)**	**(530.00)**	**(10.00)**	**(15.00)**	**35.00**
债权融资	274.30	199.13	6.59	7.50	7.43
股权融资	33.86	532.73	25.69	6.97	9.21
其他	(294.06)	(246.15)	(267.25)	(82.22)	(81.97)
筹资活动现金流	**14.10**	**485.71**	**(234.97)**	**(67.75)**	**(65.33)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(213.35)**	**147.62**	**(200.39)**	**529.40**	**(23.66)**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**957.00**	**1,174.54**	**1,803.65**	**2,215.88**	**2,721.18**
营业成本	534.75	727.87	1,020.19	1,222.46	1,465.65
营业税金及附加	1.75	2.80	4.31	4.88	6.33
营业费用	31.66	35.81	45.09	55.40	68.03
管理费用	169.16	229.24	318.81	389.99	478.93
财务费用	(4.63)	(0.39)	1.02	(4.51)	(7.17)
资产减值损失	10.43	19.41	23.30	27.95	33.55
公允价值变动收益	(5.97)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.75	38.16	50.00	65.00	85.00
其他	11.93	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**213.65**	**197.94**	**440.93**	**584.70**	**760.87**
营业外收入	7.02	15.52	8.56	10.37	11.48
营业外支出	0.47	1.40	0.93	0.93	1.09
利润总额	**220.21**	**212.06**	**448.55**	**594.13**	**771.26**
所得税	46.31	55.28	112.14	124.77	161.96
净利润	**173.89**	**156.78**	**336.42**	**469.36**	**609.29**
少数股东损益	17.61	16.13	33.64	46.94	60.93
归属于母公司净利润	**156.28**	**140.65**	**302.77**	**422.43**	**548.36**
每股收益（元）	0.31	0.28	0.61	0.84	1.10

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	53.23%	22.73%	53.56%	22.86%	22.80%
营业利润	26.08%	-7.35%	122.76%	32.61%	30.13%
归属于母公司净利润	24.53%	-10.00%	115.26%	39.52%	29.81%
获利能力					
毛利率	44.12%	38.03%	43.44%	44.83%	46.14%
净利率	16.33%	11.98%	16.79%	19.06%	20.15%
ROE	15.59%	8.65%	16.03%	18.87%	20.19%
ROIC	23.62%	16.49%	26.96%	30.11%	42.96%
偿债能力					
资产负债率	33.80%	22.97%	14.50%	15.17%	12.82%
净负债率	-25.09%	2.35%	-0.71%	7.56%	-8.11%
流动比率	1.46	2.51	3.96	4.19	5.64
速动比率	1.46	2.51	3.96	4.19	5.63
营运能力					
应收账款周转率	2.61	2.52	2.63	2.79	2.79
存货周转率	2,612.21	4,725.22	2,631.41	3,201.65	2,853.18
总资产周转率	0.64	0.59	0.74	0.81	0.84
每股指标（元）					
每股收益	0.31	0.28	0.61	0.84	1.10
每股经营现金流	0.37	0.38	0.09	1.22	0.01
每股净资产	2.00	3.25	3.78	4.48	5.43
估值比率					
市盈率	98.74	109.71	50.96	36.53	28.14
市净率	15.39	9.49	8.17	6.89	5.68
EV/EBITDA	54.91	53.33	33.01	24.42	18.98
EV/EBIT	63.17	62.91	34.08	25.13	19.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com