2018 年 02 月 27 日

王睿哲
C0062@capital.com.tw

目标价(元) 42.2

泰格医药(300347.SZ) BUY 买入

业绩如预期恢复，长期将受益于创新药 CRO 需求提升

结论与建议：

- **公司业绩：**公司发布业绩快报，2017 年实现收入 16.8 亿元，YOY+42.8%；录得净利润 3.1 亿元，YOY+116.9%。公司业绩符合预期。分季度来看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 3.6/3.9/4.3/5.0 亿元，YOY 分别+29.5%/+33.2%/+52.2%/+54.5%。Q1/Q1/Q3/Q4 分别录得净流润 0.43/0.76/0.81/1.05 亿元，YOY 分别+7.9%/+101.0%/+275.2%/+155.5%。公司业绩逐季度恢复明显。

- **临床服务项目进度恢复以及新订单提价推动业绩恢复性增长：**公司业绩逐季度恢复一方面是行业政策性的影响逐步消除，公司的临床试验技术服务项目进度开始逐步恢复；另一方面，公司新签订单相应提价，使得毛利率有所恢复。目前来看，公司剩余老订单已消化至接近尾声，新订单提价、效率提升以及成本控制加强后已可覆盖上涨的人工成本，我们预计公司 2018 年综合毛利率将可恢复至 45%以上(在 CFDA 临床试验自我核查政策前公司的综合毛利率一直维持在 45%-49%，政策影响下 2016 年只有 38%，2017 年前三季度已恢复至 43%)，推动公司业绩继续恢复。

- **2018 年 BE 项目上量，增加业绩弹性：**随着仿制药一致性评价的推进，我们预计公司 2017 年 BE 项目营收将可达到 1.8 亿元左右。公司 BE 项目目前已有合作医院 20 家（平均每家 30 个床位），叠加投资康柏医院后，公司合计可做 BE 项目的床位数将可达到 700 张以上，产能瓶颈无忧。随着 2018 年底仿制药一致性评价时间大限的到来，我们预计 BE 项目将集中在 2018 年开展。我们预计公司 2018 年 BE 项目营收将可超过 3 亿元，贡献净利润 0.75 亿元以上，将为公司业绩带来一定的业绩弹性。

- **长期受益于创新药 CRO 需求的提升：**从长远来看，在我国医药产业升级的背景下，国内企业创新药研发能力不断增强，对高端 CRO 服务的需求相应提升。而公司作为国内 CRO 龙头企业，通过在澳大利亚、台湾、韩国布点以及与日本 EPS 签署合作协议，亚太区多临床中心已搭建完成，近期公司还在瑞士成立子公司，未来多临床中心网络将逐步拓展至全球。目前公司已在进行的创新药项目约有 40 多个，多数处于临床 I 期，我们认为随着这些项目的推进，公司创新的药 CRO 服务能力将会逐步获得认可，有望和国际 CRO 龙头企业同台竞争。

- **盈利预计：**我们预计公司 2018/2019 年实现净利润 4.11/5.42 亿元，yoy 分别为+34.8%/+31.7%，EPS 分别为 0.82/1.08 元。目前股价对应的 2018/2019 年 PE 为 46 倍/35 倍。公司目前估值虽然不低，但考虑到公司作为 CRO 龙头企业，短期业绩将继续恢复，并且长期增长空间较大，我们维持“买入”的投资建议。

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2018/2/26)	38.01
深证成指(2018/2/26)	10895.56
股价 12 个月高/低	38.9/21.23
总发行股数(百万)	500.18
A 股数(百万)	303.56
A 市值(亿元)	115.38
主要股东	叶小平(26.82%)
每股净值(元)	4.97
股价/账面净值	7.65

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	8.8	21.3	52.0

近期评等

2017-12-22	33.44	买入
2017-10-27	31.56	买入

产品组合

临床研究相关咨询服务	59.2%
临床试验技术服务	40.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.6%
一般法人	2.3%
基金	

股价相对大盘走势

. . . . . 接续下页 . . . . . .

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	156	141	305	411	542
同比增减	%	24.53	-10.00	116.90	34.78	31.70
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.30	0.61	0.82	1.08
同比增减	%	-38.98	-16.67	103.31	34.78	31.70
市盈率(P/E)	X	105.58	126.70	62.32	46.24	35.11
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.00	0.07	0.10	0.13
股息率 (Yield)	%	0.26	0.00	0.19	0.26	0.34

预期报酬(Expected Return：ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	957	1175	1677	2204	2800
经营成本	535	728	933	1203	1550
营业税金及附加	2	3	4	6	7
销售费用	32	36	34	42	53
管理费用	169	229	292	372	470
财务费用	-5	0	15	13	17
资产减值损失	10	19	14	15	15
投资收益	6	38	37	50	50
营业利润	214	198	421	603	737
营业外收入	7	16	23	10	10
营业外支出	0	1	2	3	3
利润总额	220	212	441	610	744
所得税	46	55	100	152	194
少数股东损益	18	16	36	46	9
归属母公司股东的净利润	156	141	305	411	542

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	227	364	419	482	554
应收账款	381	447	536	644	772
存货	0	0	0	0	0
流动资产合计	689	1095	1314	1577	1892
长期股权投资	16	33	42	55	72
固定资产	194	195	215	236	260
在建工程	0	5	6	7	9
非流动资产合计	921	1294	1488	1711	1967
资产总计	1610	2388	2801	3287	3859
流动负债合计	471	436	523	628	753
非流动负债合计	73	113	117	122	127
负债合计	544	549	640	749	880
少数股东权益	64	213	277	637	2101
股东权益合计	1002	1627	1884	1901	878
负债及股东权益合计	1610	2388	2801	3287	3859

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动所得现金净额	186	192	211	232	255
投资活动所用现金净额	-413	-530	-1400	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	14	486	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-202	162	-3189	-3168	-3145

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。