泰格医药(300347)/医疗服务　　方达拟在香港独立上市，有助于完善管理层激励

评级：买入(维持)

市场价格：44.15

目标区间：49.5-54

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师：张天翼

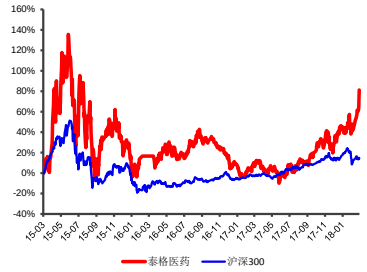
执业证书编号：S0740517090004

Email：zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	500
流通股本(百万股)	304
市价(元)	44.15
市值(亿元)	221
流通市值(亿元)	134

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 泰格医药（300347）公司点评：业绩增速逐季走高，受益于创新药行业大发展-买入-(中泰证券_江琦、张天翼)-20171029

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	957	1,175	1,701	2,285	2,965
增长率 yoy%	53.23%	22.73%	44.79%	34.37%	29.74%
净利润	156	141	305	451	610
增长率 yoy%	24.53%	-10.00%	116.83%	47.95%	35.15%
每股收益（元）	0.31	0.28	0.61	0.90	1.22
每股现金流量	0.43	0.40	0.50	0.57	0.88
净资产收益率	15.53%	8.65%	12.01%	15.09%	16.94%
P/E	141.30	157.00	72.41	48.94	36.21
PEG	5.76	—	0.62	1.02	1.03
P/B	19.01	12.89	8.70	7.38	6.13

备注：

投资要点

- **2018 年 3 月 7 日，公司审议并通过《关于授权公司管理层启动分拆公司所属企业到香港联交所上市相关筹备工作的议案》，公司董事会同意授权公司管理层启动分拆方达医药到香港联交所上市的前期筹备工作。**
- **方达医药是公司 CMC 和生物分析平台，将受益于仿制药一致性评价，业绩有望保持快速增长。**公司 70.33%控股子公司方达医药（Frontage Laboratories, Inc.）为临床前及仿制药 CRO，主要业务为 CMC、生物分析等，其全资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。**我们预计，2017 年，方达医药实现净利润 9000 万左右，同比增长约 90%。未来，随着生物等效性试验（BE）备案制及一致性评价的开展，拥有高质量生物分析业务的上海方达将会获取更多订单，带动方达医药业绩保持快速增长。**
- **方达医药单独上市有望完善管理层激励机制，保持团队稳定。预计上市后公司仍将保持控股地位。**2008 年，方达医药 2008 年实施股权激励计划；2014 年 7 月，公司控股方达医药，方达医药员工和管理层持有剩余股权；2017 年，是方达医药业绩承诺的最后一年。我们认为，方达医药在香港独立上市，有助于完善管理层激励机制，在业绩承诺期后，继续保持核心团队稳定，有助于公司长远发展。
- **公司的拐点已经来临，未来 3-5 年公司将跟随创新药物行业发展快速发展。**三大看点：**1.** 2015 年 7 月开始的临床试验自查核查对 CRO 行业的影响结束，2017 年是公司业绩的拐点年；**2.** 公司订单升级、人均产出的增加过程正在开始。两方面订单升级，1）创新药物订单快速发展；2）国际多中心临床订单有望增加；**3.** 仿制药一致性评价进入执行阶段，提供增量。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2017-2019 年，公司归母净利润分别为 3.05 亿元、4.51 亿元和 6.1 亿元，同比分别增长 116.83%、47.95%和 35.15%。**公司是国内创新药临床服务 CRO 龙头，能提供新药开发一站式服务，壁垒高、竞争力强。我们给予公司 2018 年 55-60 倍 PE，对应目标区间 49.5-54 元，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**政策执行不达预期；外延并购不达预期。

图表 1：泰格医药盈利预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**625**	**957**	**1,175**	**1,701**	**2,285**	**2,965**
增长率	85.59%	53.2%	22.7%	44.8%	34.4%	29.7%
营业成本	-329	-535	-728	-999	-1,308	-1,670
%销售收入	52.7%	55.9%	62.0%	58.8%	57.2%	56.3%
毛利	296	422	447	701	977	1,295
%销售收入	47.3%	44.1%	38.0%	41.2%	42.8%	43.7%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-4	-5	-7
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-19	-32	-36	-45	-61	-79
%销售收入	3.1%	3.3%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-110	-169	-229	-289	-379	-480
%销售收入	17.6%	17.7%	19.5%	17.0%	16.6%	16.2%
息税前利润（EBIT）	164	220	179	364	532	729
%销售收入	26.3%	23.0%	15.2%	21.4%	23.3%	24.6%
财务费用	8	5	0	6	20	29
%销售收入	-1.2%	-0.5%	0.0%	-0.4%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-9	-10	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	-6	0	0	0	0
投资收益	6	6	38	80	130	160
%税前利润	3.4%	2.6%	18.0%	17.4%	18.7%	17.2%
营业利润	169	214	198	450	683	918
营业利润率	27.1%	22.3%	16.9%	26.5%	29.9%	31.0%
营业外收支	2	7	14	10	12	11
税前利润	**172**	**220**	**212**	**460**	**695**	**930**
利润率	27.5%	23.0%	18.1%	27.1%	30.4%	31.4%
所得税	-35	-46	-55	-108	-172	-225
所得税率	20.5%	21.0%	26.1%	23.6%	24.8%	24.2%
净利润	136	174	157	352	522	705
少数股东损益	11	18	16	47	71	95
归属于母公司的净利润	**125**	**156**	**141**	**305**	**451**	**610**
净利率	20.1%	16.3%	12.0%	17.9%	19.7%	20.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	136	174	157	352	522	705
少数股东损益	0	0	0	47	71	95
非现金支出	21	42	56	38	41	43
非经营收益	-6	1	-30	-86	-141	-171
营运资金变动	-108	-32	9	-53	-137	-138
经营活动现金净流	**44**	**186**	**192**	**298**	**356**	**535**
资本开支	38	84	49	12	2	7
投资	-186	-330	-503	0	0	0
其他	5	1	22	80	130	160
投资活动现金净流	**-219**	**-413**	**-530**	**68**	**128**	**153**
股权募资	45	45	597	609	0	0
债权募资	225	-10	-46	-175	0	0
其他	-147	-10	-50	-6	-1	-1
筹资活动现金净流	**124**	**26**	**500**	**428**	**-1**	**-1**
现金净流量	**-52**	**-202**	**162**	**794**	**484**	**687**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	432	227	364	1,111	1,524	2,116
应收款项	312	422	512	664	900	1,162
存货	0	0	0	1	1	1
其他流动资产	43	40	219	229	244	260
流动资产	787	689	1,095	2,004	2,668	3,539
%总资产	58.0%	42.8%	45.8%	61.1%	68.1%	74.3%
长期投资	47	194	461	461	461	461
固定资产	151	194	200	190	166	144
%总资产	11.1%	12.1%	8.4%	5.8%	4.2%	3.0%
无形资产	360	485	617	612	609	606
非流动资产	571	921	1,294	1,278	1,251	1,226
%总资产	42.0%	57.2%	54.2%	38.9%	31.9%	25.7%
资产总计	**1,358**	**1,610**	**2,388**	**3,282**	**3,919**	**4,765**
短期借款	276	267	183	8	8	8
应付款项	70	148	183	265	348	452
其他流动负债	40	56	70	96	127	164
流动负债	387	471	436	369	484	624
长期贷款	0	7	16	16	16	16
其他长期负债	53	66	97	97	97	97
负债	**440**	**544**	**549**	**482**	**597**	**737**
普通股股东权益	865	1,002	1,627	2,540	2,992	3,602
少数股东权益	53	64	213	260	331	426
负债股东权益合计	**1,358**	**1,610**	**2,388**	**3,282**	**3,919**	**4,765**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.584	0.361	0.296	0.610	0.902	1.219
每股净资产(元)	4.040	2.322	3.424	5.078	5.980	7.199
每股经营现金净流(元)	0.203	0.429	0.404	0.501	0.570	0.879
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.45%	15.53%	8.65%	12.01%	15.09%	16.94%
总资产收益率	9.22%	9.68%	5.89%	9.29%	11.51%	12.80%
投入资本收益率	18.07%	18.60%	10.75%	21.92%	29.05%	37.07%
增长率						
营业总收入增长率	85.59%	53.23%	22.73%	44.79%	34.37%	29.74%
EBIT增长率	78.79%	33.63%	-18.60%	103.41%	46.39%	36.93%
净利润增长率	33.43%	24.53%	-10.00%	116.83%	47.95%	35.15%
总资产增长率	68.49%	18.54%	47.92%	37.42%	19.42%	21.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	126.2	130.3	128.7	129.5	129.1	129.3
存货周转天数	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
应付账款周转天数	17.3	9.3	6.4	7.9	7.1	7.5
固定资产周转天数	45.0	62.8	60.5	41.3	28.4	19.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.92%	4.46%	-8.99%	-38.83%	-45.14%	-51.94%
EBIT利息保障倍数	-21.1	-47.5	-463.8	-57.3	-26.5	-24.9
资产负债率	32.29%	33.71%	22.98%	14.68%	15.22%	15.47%

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

本报告涉及的杭州泰格医药科技股份有限公司（以下简称“泰格医药”），中泰证券股份有限公司持股数量占泰格医药总股本比例超过 1%。本报告系公司研究员根据泰格医药（代码：300347.SZ）公开信息所做的独立判断。

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。