

业绩略超预期，2018赛季佳绩可期

——泰格医药（300347）2018年中报点评

2018年08月29日

强烈推荐/维持
泰格医药
财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	研究助理	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司发布 2018 年中报，实现收入 10.32 亿元，同比增长 38.99%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 82.78%，实现扣非后归母净利润 1.89 亿元，同比增长 80.90%。Q2 单季来看，实现收入 5.60 亿元，同比增长 44.27%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 61.39%，实现扣非后归母净利润 1.20 亿元，同比增长 93.55%。

公司发布 2018 年股票期权激励计划，拟向 379 名激励对象授予 500 万份股票期权，占总股本 1.0%，首次授予 400 万份，首次授予行权价格为 54.06 元。公司层面行权考核目标为，以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年的净利润增长率分别不低于 45.0%、80.0%、115.0%（不属于公司对投资者作出的业绩承诺）。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	325.1	355.33	387.86	431.75	512.09	473.15	559.62
增长率（%）	8.21%	29.45%	33.16%	52.20%	57.52%	33.16%	44.28%
毛利率（%）	30.67%	42.80%	43.47%	43.07%	42.53%	44.93%	46.59%
期间费用率（%）	21.08%	22.63%	17.81%	20.35%	19.57%	24.07%	19.50%
营业利润率（%）	17.99%	19.78%	29.53%	26.20%	23.22%	24.39%	28.57%
净利润（百万元）	44.10	51.53	89.40	91.17	100.07	99.56	134.35
增长率（%）	-12.02%	17.46%	111.46%	243.57%	126.94%	93.20%	50.28%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.09	0.15	0.16	0.20	0.19	0.25
资产负债率（%）	22.97%	20.60%	18.65%	21.22%	21.82%	24.61%	23.37%
净资产收益率（%）	2.40%	2.64%	3.39%	3.42%	3.57%	3.36%	4.43%
总资产收益率（%）	1.85%	2.10%	2.76%	2.69%	2.79%	2.53%	3.40%

观点：

1、主营业务延续高增长，整体业绩略超预期

上半年情况，收实现收入10.32亿元，同比增长38.99%，实现归母净利润2.19亿元，同比增长82.78%，实现扣非后归母净利润1.89亿元，同比增长80.90%，业绩略超预期，增速略高于预告中值。我们认为主要驱动因

素为主营业务延续高增长以及投资收益的快速增加，报告期内实现投资收益0.31亿元，同比增长67.78%，增速略超预期。

分季度来看，Q2单季实现收入、归母净利润、扣非后归母净利润的增速分别为44.27%、61.39%、93.55%，Q1单季实现收入、归母净利润、扣非后归母净利润的增速分别为33.16%、121.07%、60.89%，Q2单季相比Q1，收入端与扣非后归母净利润端增速进一步显著提升，印证主营业务延续高增长态势。

分板块来看：

1) 临床试验技术服务业务持续高增长：2018上半年实现收入5.00亿元，同比增长50.94%，毛利率44.08%，较上年同期上升5.52个百分点。我们预计，主要驱动因素为仿制药一致性评价带来BE业务的持续爆发增长与毛利率不断提高的I-IV期临床、注册业务的稳定快速增长。

- ◆ **BE业务方面：**我们认为，基于BE试验在仿制药一致性评价流程中的重要性与时节点，2018年是BE试验的开展大年，凭借极强的拿单能力与持续释放的产能，BE板块实现高速增长。报告期内，公司加大力度协助20多家医疗机构完成I期临床研究能力建设；同时旗下康柏医院目前已具备开展预BE试验的能力，BE试验产能问题得到逐步缓解；此外，公司参与组织成立BE联盟，力图解决BE项目中的技术与管理难题，BE业务开展效率不断提高。
- ◆ **I-IV期临床、注册业务方面：**我们认为，随着高质量订单的增加与项目管理水平的不断提升，公司大临床试验业务毛利率持续攀升，实现高速稳定增长。报告期内，受到7.22影响的旧订单进一步消化，新增订单毛利水平大幅提升；同时公司持续推进与国内对临床研究有各种需求的医疗机构进行II-IV期临床中心共建项目，并协助完善临床研究质量管理体系、伦理管理体系、研究者培养体系等，临床研究效率与项目管理水平不断提高。

2) 临床研究相关咨询服务业务增速稳健，2018上半年实现收入5.31亿元，同比增长29.34%，毛利率47.51%，较上年同期上升0.7个百分点。我们预计，主要驱动因素为SMO业务、医学影像业务的快速增长与数据管理与统计分析业务、BIO、CMC业务的稳定增长。

- ◆ **SMO业务、医学影像业务：**受益于客户对CRC服务接受度的不断提高与子公司杭州思默SMO项目与人员的快速拓展与招募，我们预计SMO业务实现高速增长；同时由于医学影像业务体量相对较小、成长空间较大，我们预计医学影像业务实现高速增长。
- ◆ **数据管理与统计分析业务、BIO和CMC业务：**受益于子公司美斯达具备参与全球医药研发产业链的能力，子公司方达医药拥有国内领先的生物样本分析技术，在中美两地均有稳定客户市场，我们预计数据管理统计业务、BIO及CMC业务继续保持稳定增长。

3) 股权投资收益快速增长，协同CRO服务发展向好：公司自上市以来，先后参加设立了多支并购基金，用于对创新药等项目的股权投资。报告期内，公司实现投资收益0.31亿元，同比增长67.78%，同时本报告期末可供出售金融资产9.78亿元，同比增长66.43%，未来稳定良好的投资收益为公司业绩提供了新的增长点；此外，公司对部分创新药项目进行股权投资的同时，提供新药研发外包CRO服务，股权投资与CRO服务的协同发展加强了公司与客户的合作粘性，也进一步促进公司整体发展向好。

分区域来看：

公司境外实现收入4.98亿元，占比48.24%，境内实现营收5.34亿元，占比51.76%，上年同期境外营收占比

56.84%，境内营收占比43.16%，本报告期境内业务收入占比提升的主要原因是境内BE业务、创新药临床试验业务发展较快。

从财务指标来看：

公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.87%、17.86%、0.87%，较去年同期分别+1.19pp、-0.02pp、+0.31pp。其中，销售费用率的增加主要是因为公司报告期内销售团队人员增加，市场费用相应增加，管理费用率与财务费用率相对稳定，整体财务状况良好。

2、公司逻辑再梳理：创新服务商尽享政策红利，全产业链布局+国际化强者恒强

1) 国内创新大浪潮掀起，CRO行业作为创新服务商景气度极高，龙头公司受益明显

CRO行业是我国近二十年发展起来的新兴行业，随着近年来国内创新大浪潮掀起，CRO行业作为创新服务商收获了极高的景气度，公司作为国内临床CRO龙头企业受益明显，能够提供创新药I至IV期临床试验全过程的研发技术服务与研发咨询服务，临床试验服务业务将会长期保持较高增速，提供业绩支撑，助力公司向好发展。

2) 国际化进程先人一步，海外业务未来可期

随着新药研发全球化的推进与中国在ICH的加入，国际多中心临床试验为国内临床CRO公司提供了巨大的潜在市场。公司临床试验技术服务主要集中在国内药物研发的临床试验过程，承接国际多中心临床试验业务的能力与全球临床CRO巨头仍有差距，但是近年来公司加快美国、韩国、香港、日本、新加坡、加拿大等地区的覆盖（报告期内，公司完成罗马尼亚临床CRO公司的收购），逐步在全球范围进行布局，已经具备承接大型国际多中心临床试验的实力（共参与100多项国际多中心临床试验），在临床试验服务国际化进程方面明显领先于国内大部分临床CRO企业，海外业绩增量未来可期。

3) 规模优势叠加市场稀缺，临床咨询保持高速增长

公司通过海内外并购整合，能够提供数据管理、统计分析、SMO、医学检测、注册申报等近乎完整的临床研究相关咨询服务，凭借规模优势与市场稀缺优势，公司临床研究相关咨询业务有望保持快速增长。整体来看，公司能够为客户提供完整一站式服务，与临床试验技术服务协同发展提高客户粘性，规模优势明显，增厚公司业绩。具体来看，细分业务具有较强的市场稀缺性，凭借子公司过硬的服务质量，有望持续稳定贡献业绩增量。

结论：

考虑2018H1主营业务与投资收益略超预期，预计2018年整体增速水平提高，我们预计公司2018-2020年归母净利润为4.76亿元、6.39亿元、8.58亿元，增速分别为58.2%、34.2%、34.2%，对应PE为59x、44x、33x。公司是国内临床CRO绝对龙头，能够提供I至IV期全阶段临床试验技术服务（包含BE）与器械临床试验服务，在医药器械创新、仿制药一致性评价推进、国际多中心临床试验逐步开展的大潮下有望分享巨额市场，同时临床试验咨询服务、部分临床前CRO服务与股权投资服务的稳定发展将促进全产业链布局的完善，提供稳定业绩贡献，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

医药创新政策变动风险；仿制药一致性评价进展不达预期风险，跨国并购失败风险等。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1095	1346	1806	2346	3055	营业收入	1175	1687	2314	3065	4051
货币资金	364	537	736	975	1289	营业成本	728	963	1253	1662	2199
应收账款	447	632	867	1148	1517	营业税金及附加	3	5	6	9	11
其他应收款	65	55	76	101	133	营业费用	36	40	51	61	73
预付款项	34	31	28	23	17	管理费用	229	286	389	509	664
存货	0	0	0	0	0	财务费用	0	12	20	27	35
其他流动资产	185	85	99	99	99	资产减值损失	19.41	22.92	22.92	22.92	22.92
非流动资产合计	1294	2238	2698	3159	3620	公允价值变动收益	0.00	-4.15	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	33	90	90	90	90	投资净收益	38.16	53.35	80.00	103.00	134.00
固定资产	195	202	189	176	164	营业利润	198	417	652	878	1180
无形资产	13	17	15	13	12	营业外收入	15.52	16.17	16.86	17.57	18.32
其他非流动资产	1	59	59	59	59	营业外支出	1.40	1.75	2.19	2.74	3.43
资产总计	2388	3583	4504	5505	6675	利润总额	212	431	667	892	1195
流动负债合计	436	715	1249	1449	1713	所得税	55	99	147	196	263
短期借款	175	242	623	623	623	净利润	157	332	520	696	932
应付账款	15	24	31	41	54	少数股东损益	16	31	44	57	74
预收款项	140	244	388	578	829	归属母公司净利润	141	301	476	639	858
一年内到期的非流	8	73	73	73	73	EBITDA	243	471	686	919	1229
非流动负债合计	113	49	15	252	403	EPS (元)	0.30	0.60	0.95	1.28	1.71
长期借款	16	17	17	17	17	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	549	764	1263	1701	2116	成长能力					
少数股东权益	213	315	359	416	491	营业收入增长	22.73%	43.63%	37.18%	32.45%	32.17%
实收资本(或股本)	475	500	500	500	500	营业利润增长	-7.35%	110.58	56.38%	34.62%	34.43%
资本公积	667	1269	1269	1269	1269	归属于母公司净利润	-10.00%	114.01	58.16%	34.20%	34.22%
未分配利润	436	669	942	1308	1800	获利能力					
归属母公司股东权	1627	2504	2882	3388	4068	毛利率(%)	38.03%	42.94%	45.85%	45.77%	45.73%
负债和所有者权	2388	3583	4504	5505	6675	净利率(%)	13.35%	19.69%	22.46%	22.71%	23.00%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	192	315	378	556	739	偿债能力					
净利润	157	332	520	696	932	资产负债率(%)	23%	21%	28%	31%	32%
折旧摊销	45	43	14	14	14	流动比率	2.51	1.88	1.45	1.62	1.78
财务费用	0	12	20	27	35	速动比率	2.51	1.88	1.45	1.62	1.78
应付账款的变化	0	0	-235	-281	-369	营运能力					
预收账款的变化	0	0	143	190	251	总资产周转率	0.59	0.57	0.57	0.61	0.67
投资活动现金流	-530	-846	-413	-395	-364	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	-4	0	0	0	应付账款周转率	91.77	85.55	84.59	85.66	85.49
长期股权投资减少	0	0	-475	-475	-475	每股指标(元)					
投资收益	38	53	80	103	134	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.60	0.95	1.28	1.71
筹资活动现金流	486	702	235	78	-61	每股净现金流(最新)	0.31	0.34	0.40	0.48	0.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.43	5.01	5.76	6.77	8.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	42	25	0	0	0	P/E	185.80	92.62	58.56	43.64	32.51
资本公积增加	485	602	0	0	0	P/B	16.27	11.14	9.68	8.23	6.85
现金净增加额	148	171	200	239	314	EV/EBITDA	108.29	58.75	40.58	30.06	22.21

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名, 2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 美国注册会计师, 2016 年 6 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。