

## 业绩保持高速增长，未来高成长性确定

### ——泰格医药（300347）半年报深度跟踪

泰格医药(300347.SZ)

**推荐** 首次覆盖

核心观点：

#### 1. 事件：

半年报显示，公司2018H1实现营收10.33亿元，同比增长38.96%；实现归属上市公司股东净利润2.19亿元，同比增长82.78%；实现扣非归母净利润1.89亿元，同比增长80.90%；实现EPS 0.44元。其中，2018Q2公司营收5.60亿元，同比增长44.28%；实现归母净利润1.23亿元，同比增长60.99%；实现扣非归母净利润1.20亿元，同比增长94.87%；实现EPS 0.25元。

#### 2. 我们的分析与判断

我们看好公司未来发展前景，一方面，公司是国内临床试验CRO绝对龙头企业，临床研究能力与业务经验优势明显，服务能力不断提高；另一方面通过设立投资基金、境外新增子公司、战略合作等方式，公司积极拓展业务领域，开拓潜在客户，增加自身优质项目储备；此外，公司持续加大研发投入，推进业务整合与调整，提高运营效率。

主营业务表现亮眼，国内业务占比提升。临床研究咨询服务增速稳定，（1）SMO业务拓展持续加大；（2）临床试验数据管理和统计分析离岸外包服务水平高；（3）生物样本分析水平领先。临床试验技术服务高速增长，毛利率大幅提升，（1）持续开拓临床试验业务能力；（2）创新药临床研究能力强；（3）可承担高水平的国际多中心临床试验；（4）临床研究服务范围与涉及疾病领域广泛。此外，受益于国内创新药研发热潮与仿制药一致性评价持续推进，国内业务占比提升。

**积极拓展业务领域，增加优质项目储备。**（1）加快股权投资步伐，报告期内参设多个新药投资基金与医疗健康产业并购基金；（2）境外新增子公司，拓展欧洲业务；（3）通过战略合作实现业务协同与优势互补。

**持续加大研发投入，推进业务整合与调整，提高运营效率。**

**股权激励范围广泛，人才激励机制逐步健全。**（1）激励范围较为广泛。（2）旨在吸引和留住优秀人才，激发核心团队和技术团队积极性，利于公司长远发展。

我们看好公司未来业绩保持高速增长，预测2018-2020年归母净利润为4.52/6.20/8.12亿元，对应EPS为0.90/1.23/1.62元，对应PE为54/39/30倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

#### 分析师

李平祝

☎：010-83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

王晓琦

☎：010-66568589

✉：wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉：menglingwei\_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2018-9-13

A股收盘价(元)	48.39
A股一年内最高价(元)	69.96
A股一年内最低价(元)	26.03
上证指数	2686.58
市盈率-TTM	60.50
总股本(万股)	50017.65
实际流通A股(万股)	32958.03
限售的流通A股(万股)	17059.62
流通A股市值(亿元)	159.48

#### 相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

## 目录

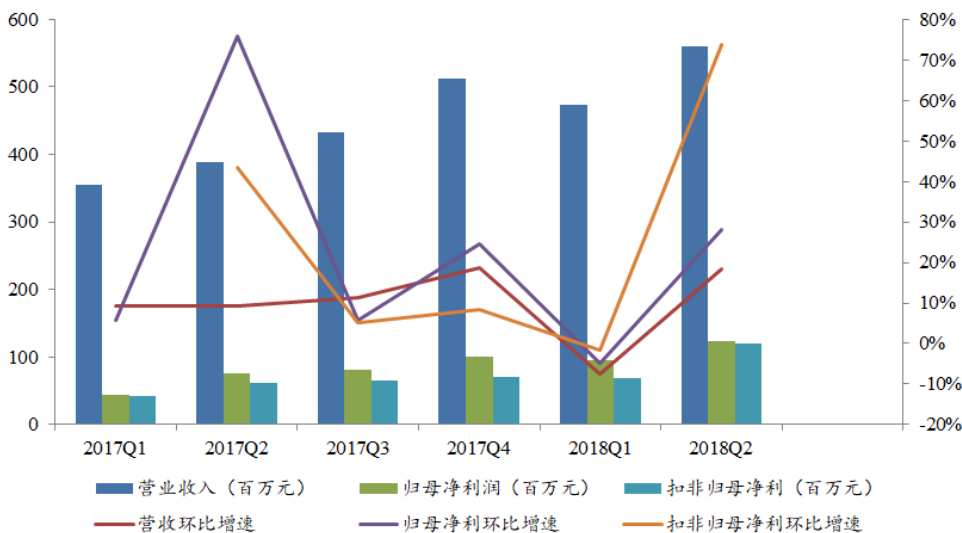
<b>(一) 业绩保持高速增长，经营状况良好</b> .....	<b>2</b>
1. 18Q2 业绩同环比增速明显，毛利率有所提升 .....	2
2. 期间费用率同比略有提升 .....	2
<b>(二) 主营业务表现亮眼，国内业务占比提升</b> .....	<b>3</b>
1. 临床研究相关咨询服务增速稳定 .....	3
2. 临床试验技术服务高速增长，毛利率大幅提升 .....	4
3. 受益于国内创新药研发热潮与仿制药一致性评价持续推进，国内业务占比提升 .....	6
4. 股权投资收益增长迅速，未来有望持续增厚业绩.....	7
<b>(三) 积极拓展业务领域，增加优质项目储备，看好长期可持续发展</b> .....	<b>8</b>
1. 加快股权投资步伐，报告期内参设多个新药投资基金与医疗健康产业并购基金 .....	8
2. 新增境外子公司，拓展欧洲业务 .....	9
3. 通过战略合作实现业务协同与优势互补 .....	9
<b>(四) 持续加大研发投入，推进业务整合与调整提高运营效率</b> .....	<b>11</b>
<b>(五) 股权激励范围广泛，人才激励机制逐步健全</b> .....	<b>12</b>
<b>(六) 投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>(七) 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## （一）业绩保持高速增长，经营状况良好

### 1. 18Q2 业绩同环比增速明显，毛利率有所提升

18Q2 同环比增速明显，毛利率有所提升。18H1 公司营业收入同比增长 38.96%，归母净利润和扣非归母净利润分别同比增长 82.78% 和 80.90%。分季度来看，18Q2 营收 5.60 亿元（同比+44.28%，环比+18.29%），归母净利 1.23 亿元（同比+60.99%，环比+28.00%），扣非归母净利 1.20 亿元（同比+94.87%，环比+73.73%），同环比增速明显。上半年毛利率为 45.83%（+2.68pp），毛利率同比有所提升，主要系经营效率提升，之前订单影响逐步消除所致。

图 1：公司单季度业绩与环比增速

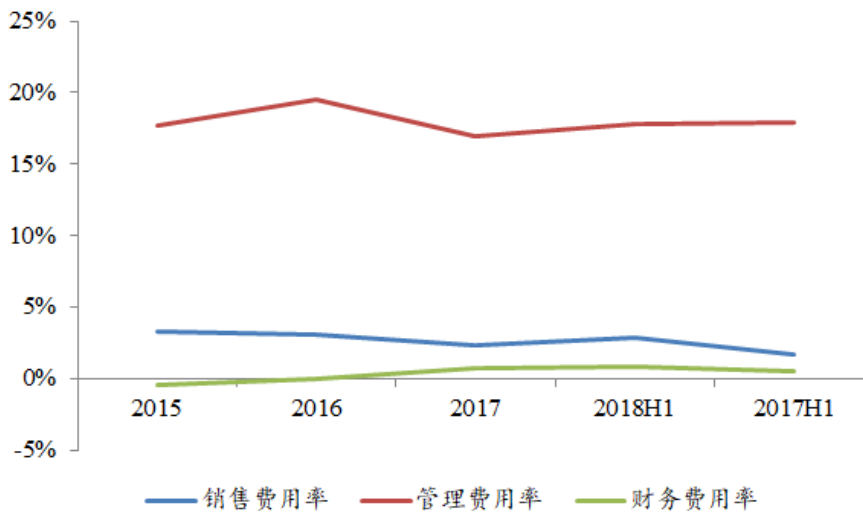


资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 2. 期间费用率同比略有提升

期间费用率同比略有提升。18H1 期间费用率为 21.59%（+1.48pp），销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.87%（+1.19pp）、17.86%（-0.02pp）、0.87%（+0.31pp）。细分来看，销售费用 2959.10 万元（+137.19%），主要系报告期内销售团队人员增加，拓展市场费用增加所致；管理费用 1.84 亿元（+38.78%），增幅低于营收增幅；财务费用 897.04 万元（+117.62%），主要系报告期内借款增加所致。

图 2：公司期间费用率情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院

## （二）主营业务表现亮眼，国内业务占比提升

### 1. 临床研究相关咨询服务增速稳定

18H1 实现营收 5.32 亿元 (+29.34%)，毛利率 47.71% (+0.70pp)。咨询服务板块业绩稳定增长，我们推测 SMO 业务、医学影像诊断业务增速较快，数据管理与统计分析业务、生物分析、CMC 等业务增速稳定。

我们看好公司咨询服务板块保持稳定增长，主要原因包括：

#### （1）CRC 服务接受度提高，SMO 业务拓展持续加大

子公司杭州思默是国内最大的 SMO 公司之一，专注于向临床试验机构和研究者提供 CRC 服务。一方面，客户对 CRC 接受度逐渐提高，另一方面，杭州思默持续拓展 SMO 业务，完善全国范围内的网点布局，SMO 业绩有望持续高速增长。

#### （2）临床试验数据管理和统计分析离岸外包服务水平高

公司及子公司美斯达在临床试验数据管理和统计分析业务领域能够为欧美大型医药企业提供其医药临床研究的离岸外包服务，属于国内少数有能力参与到全球医药研发产业链中的 CRO 企业之一。2018H1 美斯达实现营收 7955.67 万元(+14.38%)，净利润 3976.16 万元 (+25.49%)，业绩增速保持稳定。我们认为，公司临床试验数据管理和统计分析离岸外包服务水平较高，有助于公司提升海外业绩。

#### （3）生物样本分析水平领先

子公司上海方达具备国内领先的生物样本分析水平，拥有熟练的专业人员且配备最先进的设备，可为客户提供全方位生物样本分析服务。我们认为，目前国内一致性评价推进处于高峰期，拥有高质量生物分析业务的上海方达将会获取更多订单，推动业绩稳定增长。

## 2. 临床试验技术服务高速增长，毛利率大幅提升

18H1 实现营收 5.00 亿元 (+50.94%)，毛利率 44.08% (+5.51pp)。试验技术服务板块业绩不仅增速快，而且毛利率大幅提升，我们推测原因主要系，一方面国内创新药研发热潮推动公司临床试验业务（包括 I-IV 期临床试验、注册业务等）高速增长，另一方面仿制药一致性评价推动 BE 试验项目数量和价格提速较快所致。

我们看好公司临床试验技术板块保持高速增长，主要原因包括：

### (1) 公司持续开拓临床试验业务能力

报告期内，板块细分业务拓展情况如下。I-IV 期临床试验、注册业务方面，报告期内，(a) 公司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，提供协助医疗机构建立和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，培养了一批 II-IV 期临床研究机构，临床研究效率与项目管理水平不断提高。(b) 医学部设立早期研究院，专注于 I-II 期临床研究项目管理，为目前大量早期临床研究提供更专业服务。(c) 建立北美的 II-IV 期临床研究团队，拓展境外业务。**BE 试验业务方面**，报告期内，(a) 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，缓解 BE 临床研究机构短缺的问题；(b) 参与组织成立 BE 联盟，解决 BE 项目中技术与与管理难题；(c) 旗下康柏医院致力于建设国内具备较强能力的 I 期临床研究中心，报告期内已具备开展预 BE 试验的能力。我们认为，公司一方面持续推进 I-IV 期临床试验、注册业务建设以满足国内创新药研发临床外包需求，另一方面持续提升 BE 试验业务能力以顺应仿制药一致性评价推进趋势，助力临床试验技术板块业绩高速增长。

### (2) 创新药临床研究能力强

截止到报告期内，公司共参与 91 个创新药品种，超过 150 个创新药临床研究，涉及的领域包括肿瘤、肝病、艾滋病、内分泌、心血管、罕见病等多个研发主流领域和相应靶点药物。公司正在执行 52 个国内创新药临床试验，其中包括多个国家“十五”、“十一五”、“十二五”重大科技专项，国家 863 计划项目，以及国家创新基金项目、中科院重大科技项目、浙江省重大科技专项和广州市科技重大项目等。我们认为，在国内积极推动创新药物研发的热潮之下，研发外包需求持续加大，公司较强的创新药临床研究能力有助于业绩持续向好。

### (3) 可承担高水平的国际多中心临床试验

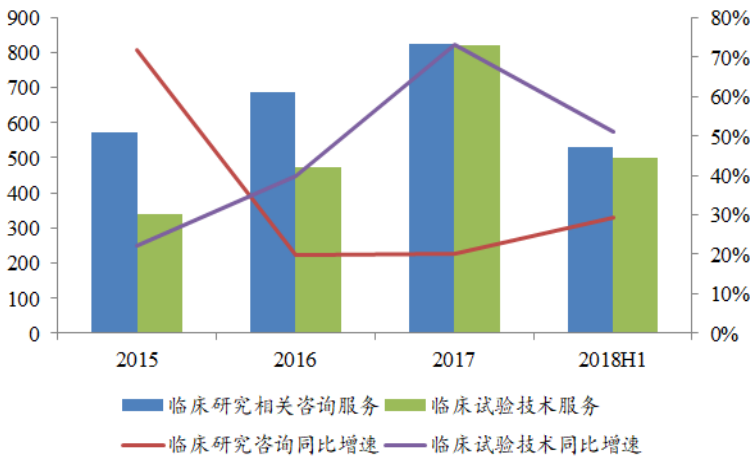
截止到报告期内，公司共参与 100 多项国际多中心临床试验，是为数不多的能承担国际多中心临床试验国内 CRO 企业之一。我们认为，在新药研发国际化推进与 CFDA 正式加入 ICH 的大背景下，公司具备承担高水平国际多中心临床试验的能力，在国际临床试验服务方面颇具优势，海外业绩有望提升。

### (4) 临床研究服务范围与涉及疾病领域广泛

公司临床研究业务几乎包括我国 GCP 中提出的全部临床试验内容，包括伦理委员会递交、研究者选择、试验方案设计、试验监查、临床试验数据的管理收集，试验的统计学设计分析与报告、试验用药品管理等，完备的服务内容可以满足绝大多数国内外制药企业的临床研究要求。同时，公司在临床研究所涉及的疾病领域实务经验非常丰富，目前已完成的研究项目覆盖肝炎病、肿瘤、心脑血管、自身免疫疾病等多个医学领域。我们认为，公司临床研究服务范围与涉及疾病领域广泛，整体竞争力增强，有利于公司获取更多订单，助力业绩进一步提升。

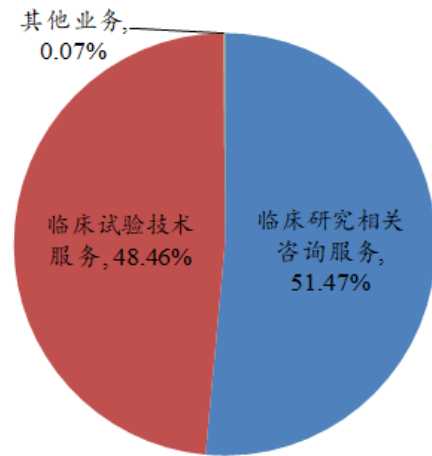


图 3：公司各类型项目收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：2018H1 公司各类型项目营收占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 1：公司业务优势表现

业务	优势	主要表现	我们的理解
SMO 业务拓展持续加大		子公司杭州思默是国内最大的 SMO 公司之一，专注于向临床试验机构和研究者提供 CRC 服务。杭州思默持续拓展 SMO 业务，完善全国范围内的网点布局。	我们认为，一方面，客户对 CRC 接受度逐渐提高，另一方面，杭州思默持续拓展 SMO 业务，完善全国范围内的网点布局，SMO 业绩有望持续高速增长。
临床研究相关咨询服务	临床试验数据管理和统计分析离岸外包服务水平高	公司及子公司美斯达在临床试验数据管理和统计分析业务领域能够为欧美大型医药企业提供其医药临床研究的离岸外包服务，属于国内少数有能力参与到全球医药研发产业链中的 CRO 企业之一。2018H1 美斯达实现营收 7955.67 万元(+14.38%)，净利润 3976.16 万元(+25.49%)，业绩增速保持稳定。	我们认为，公司临床试验数据管理和统计分析离岸外包服务水平较高，有助于公司提升海外业绩。
	临床研究服务范围与涉及疾病领域广泛	公司临床研究业务几乎包括我国 GCP 中提出的全部临床试验内容，同时，在临床研究所涉及的疾病领域实务经验非常丰富，目前已完成的研究项目覆盖肝炎、肿瘤、心脑血管、自身免疫疾病等多个医学领域。	我们认为，公司临床研究服务范围与涉及疾病领域广泛，增强整体竞争力，有利于公司获取更多订单，助力业绩进一步提升。

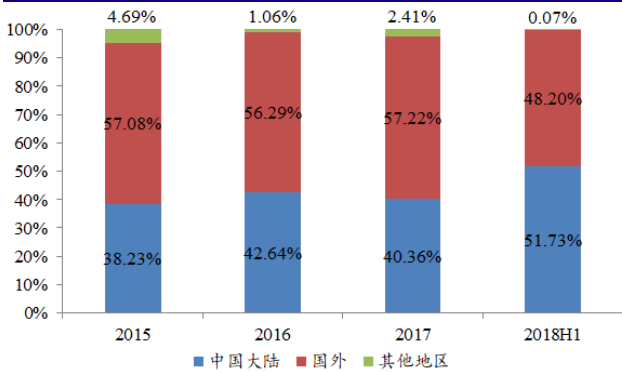
持续开拓 临床试验 业务能力	<p>I-IV期临床试验、注册业务方面，报告期内，（a）公司推进与国内对临床研究有各种需求的医疗机构进行 II-IV 期临床中心共建项目，提供协助医疗机构建立和完善临床研究质量管理体系、伦理管理体系、研究者培养体系等，培养了一批 II-IV 期临床研究机构，临床研究效率与项目管理水平不断提高。（b）医学部设立早期研究院，专注于 I-II 期临床研究项目管理，为目前大量早期临床研究提供更专业服务。（c）建立北美的 II-IV 期临床研究团队，拓展境外业务。BE 试验业务方面，报告期内，（a）公司加大力度协助 20 多家医疗机构完成 I 期临床研究能力建设，缓解 BE 临床研究机构短缺的问题；（b）参与组织成立 BE 联盟，解决 BE 项目中技术与与管理难题；（c）旗下康柏医院致力于建设国内具备较强能力的 I 期临床研究中心，报告期内已具备开展预 BE 试验的能力。</p>	<p>我们认为，公司一方面持续推进 I-IV 期临床试验、注册业务建设以满足国内创新药研发临床外包需求，另一方面持续提升 BE 试验业务能力以顺应仿制药一致性评价推进趋势，助力临床试验技术板块业绩高速增长。</p>
临床 试验 技术 服务	<p>截止到报告期内，公司共参与 91 个创新药品种，超过 150 个创新药临床研究，涉及的领域包括肿瘤、肝病、艾滋病、内分泌、心血管、罕见病等多个研发主流领域和相应靶点药物。正在执行 52 个国内创新药临床试验，包括多个国家级和省级项目。</p>	<p>我们认为，在国内积极推动创新药物研发的热潮之下，研发外包需求持续加大，公司较强的创新药临床研究能力有助于业绩持续向好。</p>
可承担高 水平的国 际多中心 临床试验	<p>截止到报告期内，公司共参与 100 多项国际多中心临床试验，是为数不多的能承担国际多中心临床试验国内 CRO 企业之一。</p>	<p>我们认为，在新药研发国际化推进与 CFDA 正式加入 ICH 的背景下，公司具备承担高水平国际多中心临床试验的能力，在国际临床服务方面颇具优势，海外业绩有望提升。</p>
临床研究 服务范围 与涉及疾 病领域广 泛	<p>公司临床研究业务几乎包括我国 GCP 中提出的全部临床试验内容，同时，在临床研究所涉及的疾病领域实务经验非常丰富，目前已完成的研究项目覆盖肝炎病、肿瘤、心脑血管、自身免疫疾病等多个医学领域。</p>	<p>我们认为，公司临床研究服务范围与涉及疾病领域广泛，增强整体竞争力，有利于公司获取更多订单，助力业绩进一步提升。</p>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 3. 受益于国内创新药研发热潮与仿制药一致性评价持续推进，国内业务占比提升

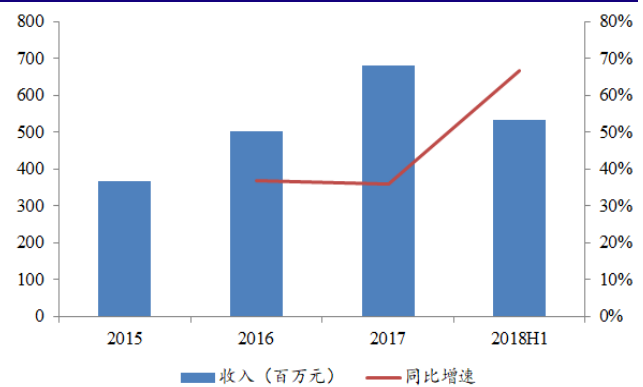
**国内业务占比提升。**2018H1 公司国内业务实现营收 5.34 亿元，同比增长 66.71%，占总营收的比例达到 51.73%，较去年同期增长 8.57pp。国外业务实现营收 4.98 亿元，同比增长 17.94%，占总营收的比例为 48.20%，较去年同期减少 8.59pp。我们认为主要原因系，一方面国内创新药研发热潮带动临床试验业务快速增长，另一方面仿制药一致性评价推动 BE 试验数量和价格提速较快所致。

图 5：公司分地区收入（百万元）占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：公司国内业务收入（百万元）与增速

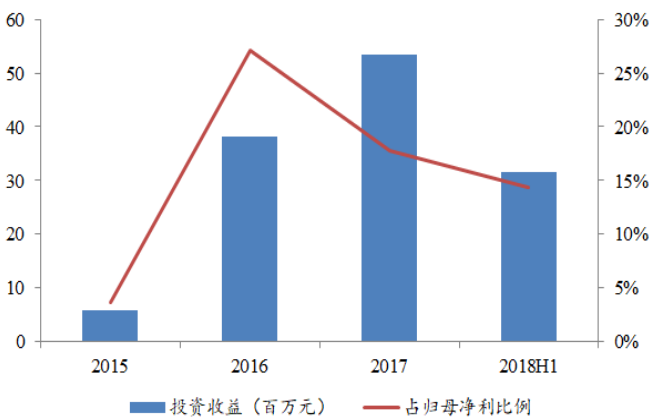


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 4. 股权投资收益增长迅速，未来有望持续增厚业绩

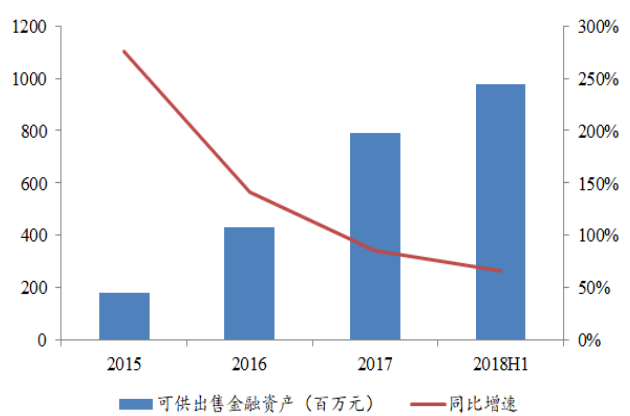
股权投资收益增长迅速，有望持续增厚业绩。公司近年参与设立了众多新药投资基金和医疗健康产业并购基金，投资收益与可供出售金融资产增长迅速。18H1 公司实现投资收益 3143.99 万元，同比增长 67.78%，占归母净利比例达 14.38%。同时 18H1 可供出售金融资产 9.78 亿元，同比增长 66.43%。我们认为，公司积极布局股权投资，一方面可以获取丰厚的投资收益，另一方面可增加优质项目储备，增强客户粘性，从投资中获得更大回报。

图 7：公司投资收益与归母净利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 8：公司可供出售金融资产与增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



### **(三) 积极拓展业务领域，增加优质项目储备，看好长期可持续发展**

2018H1，公司通过多种方式积极拓展业务领域，增加优质项目储备，助力未来长期可持续发展。运用的方式主要包括对外投资设立新药投资基金与医疗健康产业并购基金，境外新增子公司以及对外战略合作。

#### **1. 加快股权投资步伐，报告期内参设多个新药投资基金与医疗健康产业并购基金**

**对外投资设立新药美元投资基金。**7月4日，公司全资子公司 TG Sky investment Ltd. 拟使用不超过 1500 万美元自有资金与 Taitong Fund Management Co., Ltd. 共同发起设立新药美元投资基金，基金名称为 TF Capital Fund III L.P.。投资领域专注于以创新药和新技术的早期项目为主，包含小分子药物、生物药、细胞治疗、基因编辑药物等。主要投资方式为股权收购、增资扩股、新设投资或投资于单一项目的其他基金。

**发起设立新药基金。**7月4日，公司拟通过泰格股权投资使用不超过 8000 万元自有资金与宁波泽亦投资共同发起设立新药基金。投资领域新专注于以创新药和新技术的早期项目为主，包含小分子药物、生物药、细胞治疗、基因编辑药物等。主要投资方式为股权收购、增资扩股、新设投资或投资于单一项目的其他基金。

**参与投资昆山华创毅达生医股权投资企业。**7月4日，公司投资平台泰格股权投资与华创毅达及其他出资方签署《合伙协议》投资昆山华创毅达生医股权投资企业。总规模为 10-15 亿元，公司认缴出资额为 2000 万元。合伙企业投资领域聚焦于健康医疗相关行业，包含但不限于医药、医疗器械、医疗健康服务等以境内为主的初创期、成长期及成熟期的企业。

**与杭州泰煜共同发起设立医疗健康产业投资基金。**6月30日，公司投资平台泰格股权投资拟用自有资金 5700 万元与关联法人杭州泰煜共同发起设立医疗健康产业投资基金。投资领域主要为医疗健康产业。

**与沃森生物合作设立医疗健康产业并购基金，**4月24日，公司投资平台泰格股权投资拟与沃森生物投资平台沃嘉医药投资共同成立嘉兴观由兴沃股权投资。总规模为 3.5 亿元，公司与沃森生物分别拟出资 5350 万元，占认缴份额的 15.286%。该医疗健康产业并购基金投资领域为生物制药企业，存续期为 5 年。我们认为，此次合作有助于公司成功并购优质项目，加强和巩固公司在医药外包领域的领先地位，为公司的持续健康发展提供保障。

**参与投资苏州工业园区启明融科股权投资合伙企业。**3月29日，公司投资平台泰格股权投资拟与苏州启平及其他出资方签署《有限合伙协议》投资苏州工业园区启明融科股权投资合伙企业。预计总规模不超过 17 亿元，公司投资主体认缴出资额 2000 万元。合伙企业投资领域主要为医疗健康等行业的企业进行股权或准股权投资。

**参与投资成都博远嘉显创业投资合伙企业。**3月29日，公司投资平台泰格股权投资拟与宁波梅山保税港区博睿嘉天及其他出资方签署《有限合伙协议》，投资成都博远嘉显创业投资合伙企业，成为合伙企业新增有限合伙人。合伙企业当前规模不超过 8 亿元，公司认缴出资额 2000 万元。投资领域主要针对境内运营医药、生物科技、医疗服务、医疗器械、设备、诊断、医疗 IT、动物保健及其他医疗健康相关领域的企业进行股权投资

或以股权投资为目的的可转债投资。

**参与投资设立医药产业并购基金。**1月19日，公司下属投资平台泰格股权投资拟与九洲药业和中钰资本共同发起设立九洲中钰医药产业投资基金。总规模为20亿元，分三期完成，I期为5亿元、II期为5亿元、III期为10亿元。I期中，公司与九洲药业、中钰资本分别认缴出资2000万元、1亿元、1000万元，其余由各方共同募集。投资基金主要以创新药、高端仿制药及原料药研发生产资源整合为目的。

我们认为，公司参与投资设立新药投资基金与医疗健康产业并购基金，一方面可以优势互补推动公司引入市场化资本和外部资源，通过产业整合、并购重组、独立上市等退出方式获取投资收益，另一方面该合作模式可利用并购基金的专业优势和风险控制能力，增加自身优质项目储备。

## 2. 新增境外子公司，拓展欧洲业务

境外新增子公司，扩展境外业务，利于扩大公司业务规模。4月5日，公司于罗马尼亚新增子公司 Opera Contract Research Organization SRL。我们认为，本次新增子公司有助于加速落实公司在欧洲的网络布局，拓展欧洲业务，为公司大规模的开展国际多中心临床试验业务作积极准备。

## 3. 通过战略合作实现业务协同与优势互补

与创新药企业海和药物签署战略合作协议，实现业务协同与优势互补，有助于在创新药临床研究领域合作共赢。9月11日，公司与上海海和药物签署《战略合作协议》，计划就双方在其药物领域的临床研究和开发进行全方位的合作。核心内容主要包括：(1) 公司为海和药物临床在研药物注册及临床研究方案和临床申报总结报告提供咨询服务和把关审核，确保研究方案的科学性，并安排相关人员协助通过临床申报资料CDE的审评。(2) 公司为海和药物对创新药物信息、拟引进项目提供临床研究的可行性论证。(3) 合作内容包括但不局限于海和药物优先委托公司提供临床检查、数据管理和统计、医学事务、药物警戒、质量控制、人员培训、医学影像、PK样品检测、中心实验室检测、实验测试样品以及实验药品物流等服务。(4) 公司将根据海和药物产品和临床开发的需要指定特定人员进行对接，并根据双方就具体项目签订的独立合同提供相关服务。(5) 公司优选其内部人员组成相应的团队为海和药物项目提供高质量的专业服务。(6) 公司优先安排相关资源开展海和药物的临床试验。海和药物是一家专注于肿瘤、代谢性疾病等复杂疾病创新药物研发的生物医药企业，已建立功能齐全、技术先进的新药临床前评价技术平台和临床研究体系，涵盖药物合成、质量研究、制剂研究、药理药效评价、生物标志物发现和确认、医学战略规划以及临床研究等单元系统，打造了优势叠加、颇具国际竞争力的新药研发体系和产品管线，现拥有临床化合物10个，临床前化合物5个。我们认为，此次与海和药物开展战略合作有利于充分发挥各自优势，实现业务协同和优势互补，有助于双方在创新药物临床研究领域合作共赢的局面。

表 2：2018H1 公司投资/增资子公司与对外战略合作情况

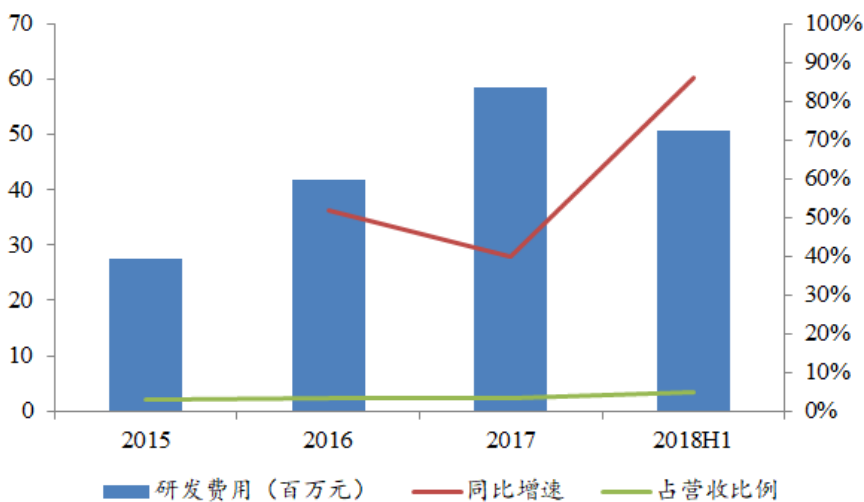
项目类型	对象	项目内容	我们的理解	公告时间		
对外投资	新药美元投资基金	全资子公司 TG Sky investment Ltd. 拟与 Taitong Fund Management Co., Ltd. 共同发起设立新药美元投资基金, 投资领域专注于以创新药和新技术的早期项目为主, 包含小分子药物、生物药、细胞治疗、基因编辑药物等。				
	新药基金	拟通过泰格股权投资使用不超过 8000 万元自有资金与宁波泽亦投资共同发起设立新药基金。投资领域新专注于以创新药和新技术的早期项目为主, 包含小分子药物、生物药、细胞治疗、基因编辑药物等。		2018.7.4		
	昆山华创毅达生医股权投资企业	泰格股权投资与华创毅达及其他出资方投资昆山华创毅达生医股权投资企业。投资领域聚焦于健康医疗相关行业, 包括但不限于医药、医疗器械、医疗健康服务等以境内为主的初创期、成长期及成熟期的企业。	我们认为, 公司参与投资设立新药投资基金与医疗健康产业并购基金, 一方面可以优势互补推动公司引入市场化资本和外部资源, 通过产业整合、并购重组、独立上市等退出方式获取投资收益, 另一方面该合作模式可利用并购基金的专业优势和风险控制能力, 增加自身优质项目储备, 实现优质项目的早期介入和深度绑定, 从投资中获得更大汇报。			
	医疗健康产业投资基金	泰格股权投资拟用自有资金 5700 万元与关联法人杭州泰煜共同发起设立医疗健康产业投资基金。投资领域主要为医疗健康产业。		2018.6.30		
	嘉兴观由兴沃股权投资	泰格股权投资拟与沃森生物投资平台沃嘉医药投资共同成立嘉兴观由兴沃股权投资。该医疗健康产业并购基金投资领域为生物制药企业。		2018.4.24		
	苏州工业园区启明融科股权投资	泰格股权投资拟与苏州启平及其他出资方投资苏州工业园区启明融科股权投资合伙企业。投资领域主要为医疗健康等行业的企业进行股权或准股权投资。				
	成都博远嘉昱创业投资	泰格股权投资拟与宁波博睿嘉天及其他出资方投资成都博远嘉昱创业投资合伙企业, 投资领域主要针对境内运营医药、生物科技、医疗服务、医疗器械、设备、诊断、医疗 IT、动物保健及其他医疗健康相关领域的企业进行股权投资或以股权投资为目的的可转债投资。		2018.3.29		
	九洲中钰医药产业投资基金	泰格股权投资拟与九洲药业和中钰资本共同发起设立九洲中钰医药产业投资基金。投资基金主要以创新药、高端仿制药及原料药研发生产资源整合为目的。		2018.1.19		
	新增境外子公司	Opera CRO SRL.		公司于罗马尼亚新增子公司 Opera Contract Research Organization SRL。	有助于加速落实公司在欧洲的网络布局, 拓展欧洲业务, 为公司大规模的开展国际多中心临床试验业务作积极准备。	2018.4.5
	战略合作	上海海和药物		与上海海和药物签署《战略合作协议》, 计划就双方在其药物领域的临床研究和开发进行全方位的合作。	有利于充分发挥各自优势, 实现业务协同和优势互补, 有助于双方在创新药物临床研究领域合作共赢的局面。	2018.9.11

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

#### （四）持续加大研发投入，推进业务整合与调整提高运营效率

公司持续加大研发投入。一方面，公司坚持以技术为驱动，持续加大研发投入。2018H1研发投入5069.60万元，同比增长86.12%，占营收比例达到4.91%，较去年同期增长1.24pp。另一方面，公司紧随政策变动，为国内外客户提供沟通交流平台，推动业务发展。报告期内，公司持续举办数场研讨会，助推医药研发国际化发展。

图9：公司研发投入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**推进业务整合，提高运营效率。**报告期内，公司进行一系列业务整合与调整，提高整体运营效率。主要表现在以下几个方面：（1）项目模块化管理，加快启动和收尾阶段工作，提升临床项目工作效率。（2）构建一体化一站式医疗器械项目服务体系，从前期器械检测、体系建设、器械注册，到临床研究和评估、数据管理与统计等进行全方位服务。（3）进一步整合数据管理与统计团队，实现公司数据管理与统计分析团队的统一管理，形成近600人规模分布全球的业务团队，充分利用各地资源，促进该业务模块快速发展。（4）调整DreamCIS业务结构，报告期内DreamCIS实现盈亏基本持平，在业务结构持续改善的情况下，未来有望为公司带来业绩增量。



### （五）股权激励范围广泛，人才激励机制逐步健全

18年8月，公司推出股票期权激励计划。计划拟授予股票期权总计500万份，约占报告期内公司股本总额的1.00%，激励对象总人数379人，包括公司及全资子公司的核心技术（业务）人员与在公司工作满3年的部分人员。其中，首次授予400万份，占计划授予总数的80%，约占报告期内公司总股本的0.80%；预留100万份，占计划授予总数的20%，约占报告期内公司总股本的0.20%，行权价格为54.06元。各期行权条件为以2017年净利润为基数，2018-2020年净利润增长率分别不低于45%、80%、115%。达到行权或解限条件后，根据绩效考核确定个人行权系数。我们对此次激励计划的理解如下：**（1）激励范围广泛。**此次激励对象共379人，激励范围覆盖公司及全资子公司的核心技术（业务）人员与在公司工作满3年的部分人员，激励范围广泛。**（2）旨在吸引和留住优秀人才，调动激励对象积极性，有效地将股东、公司和经营者个人利益结合在一起，助力公司长远发展。**对比公司近年营收业绩，此次行权或解限条件并不严苛，按时完成业绩考核是大概率事件，其实际目的在于调动激励对象积极性，将核心团队个人利益与公司发展相捆绑，提升运营效率。同时也向公众展示公司对人才的重视，有助于吸引更多人才的加入。**（3）激励摊销费用对业绩影响不大。**若9月授予，2018-2021年对应的摊销费用分别为415.97、1513.40、923.56、381.21万元，对业绩影响不大，而且股权激励带来的业绩释放远高于摊销费用的增加。

表3：此次股权激励计划分配情况

分类	人员类别	获授类别数量（万份）	占授予类别总数的比例	占目前股本总额的比例	行权价格
股票期权	核心技术（业务）人员、 在公司工作满三年的部分人员（379人）	400	80%	0.80%	54.06元
	预留股份	100	20%	0.20%	
合计		500	100%	1.00%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



**表 4：此次股权激励计划行权条件及安排**

分类	行权期	业绩考核目标	对应当年净利润 (百万元)	同比增速	行权比例
首次授予股票期权	第一个行权期	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 45%	481.6465	45.00%	30%
	第二个行权期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 80%	597.906	24.14%	40%
	第三个行权期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 115%	714.1655	19.44%	30%
预留股票期权	第一个行权期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 80%	597.906	24.14%	50%
	第二个行权期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 115%	714.1655	19.44%	50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**表 5：此次股权激励计划中授予部分对应摊销费用**

授予种类	授予数量(万股)	需摊销总费用(万元)	2018 年(万元)	2019 年(万元)	2020 年(万元)	2021 年(万元)
股票期权	500	3234.14	415.97	1513.4	923.56	381.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (六) 投资建议

公司半年度业绩保持高速增长,受益于国内创新药研发热潮与仿制药一致性评价推进,在手订单充足,我们看好其未来发展前景。公司是国内临床试验 CRO 绝对龙头企业,一方面,公司临床研究能力与业务经验优势明显,服务能力不断提高;另一方面通过设立投资基金、境外新增子公司、战略合作等方式,公司积极拓展业务领域,开拓潜在客户,增加自身优质项目储备;此外,公司持续加大研发投入,推进业务整合与调整,提高运营效率。我们看好公司作为临床试验外包龙头保持长期高速增长,预测 2018-2020 年归母净利润为 4.52/6.20/8.12 亿元,对应 EPS 为 0.90/1.23/1.62 元,对应 PE 为 54/39/30 倍。首次覆盖,给予“推荐”评级。

## (七) 风险提示

行业竞争加剧风险;核心技术人员流失风险;创新药研发与一致性评价进展不及预期。

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	957.00	1174.54	1687.03	2267.24	2976.77	3816.89
营业收入增长率	53.23%	22.73%	43.63%	34.39%	31.30%	28.22%
归母净利润(百万元)	156.28	140.65	301.01	451.98	616.99	811.52
归母净利润增长率	24.53%	-10.00%	114.01%	52.45%	36.51%	31.53%
EPS(元)	0.312	0.281	0.593	0.904	1.234	1.622
P/E	154.87	172.08	81.64	53.55	39.23	29.82
P/B	24.15	14.88	9.67	8.53	7.35	6.21
EV/EBITDA	82.36	89.03	51.31	37.67	27.84	21.55

资料来源:中国银河证券研究院

**附表 2：公司财务报表（百万元）**

报表预测（百万元）						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	957.00	1174.54	1687.03	2267.24	2976.77	3816.89
减：营业成本	534.75	727.87	962.61	1272.27	1649.34	2079.98
营业税金及附加	1.75	2.80	4.72	6.34	8.33	10.68
营业费用	31.66	35.81	39.75	53.42	70.14	89.93
管理费用	169.16	229.24	286.14	384.55	504.90	647.40
财务费用	-4.63	-0.39	11.66	0.98	-8.38	-16.45
资产减值损失	10.43	19.41	22.92	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	5.75	38.16	53.35	20.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	-5.97	0.00	-4.15	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	213.65	197.94	408.44	569.67	782.44	1035.36
加：其他非经营损益	6.55	14.12	14.42	14.42	14.42	14.42
利润总额	220.21	212.06	422.87	584.09	796.87	1049.78
减：所得税	46.31	55.28	95.22	84.61	115.03	152.97
净利润	173.89	156.78	327.64	499.48	681.84	896.81
减：少数股东损益	17.61	16.13	31.16	47.50	64.84	85.29
归属母公司股东净利润	156.28	140.65	296.48	451.98	616.99	811.52
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	175.36	292.27	453.51	120.70	713.42	838.32
应收和预付款项	444.15	545.78	718.51	1090.78	1283.15	1758.15
存货	0.44	0.06	0.01	0.24	0.09	0.32
其他流动资产	17.52	184.50	84.91	84.91	84.91	84.91
长期股权投资	16.29	32.64	90.46	110.46	140.46	170.46
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	194.04	200.33	201.96	165.03	128.10	91.17
无形资产和开发支出	483.28	615.44	1065.72	1062.07	1058.43	1054.79
其他非流动资产	214.17	430.90	857.73	854.39	851.05	851.05
资产总计	1545.25	2301.91	3472.82	3488.59	4259.61	4849.18
短期借款	259.40	174.75	242.44	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	148.01	182.98	298.16	178.35	427.65	331.02
长期借款	7.20	16.16	17.42	17.42	17.42	17.42
其他负债	64.72	88.24	95.80	91.64	91.64	91.64
负债合计	479.34	462.13	653.83	287.42	536.72	440.09
股本	433.32	474.87	500.18	500.18	500.18	500.18
资本公积	182.58	667.09	1268.90	1268.90	1268.90	1268.90
留存收益	386.46	484.86	734.46	1069.14	1526.01	2126.93
归属母公司股东权益	1002.35	1626.82	2503.54	2838.21	3295.09	3896.00
少数股东权益	63.56	212.97	315.46	362.96	427.80	513.09

股东权益合计	1065.91	1839.78	2818.99	3201.17	3722.89	4409.09
负债和股东权益合计	1545.25	2301.91	3472.82	3488.59	4259.61	4849.18
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
经营性现金净流量	178.92	185.53	323.01	19.81	732.20	306.80
投资性现金净流量	-413.19	-530.00	-846.40	8.11	12.26	12.26
筹资性现金净流量	14.10	485.71	702.34	-360.72	-151.74	-194.15
现金流量净额	-208.46	155.80	169.61	-332.81	592.71	124.91

资料来源：中国银河证券研究院

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝、王晓琦，医药行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn