

# 泰格医药 (300347)

证券研究报告

2019年01月04日

## 全年业绩高速增长，有望持续受益创新浪潮

**事件：**公司发布 2018 年度业绩预告，预计实现归母净利润 4.5 - 5.0 亿元，较上年同期增长 49.49% - 66.11%，主要原因系公司主营业务持续增长，预计 2018 年度营业收入和归母净利润均较上年同期有所增长；非经常性损益为 0.9 - 1.1 亿元，较上年同期增长 47.27% - 80.00%，主要系公司取得股权转让收益。此外，根据子公司北医仁智的年度经营情况，公司认为其存在商誉减值迹象，预计计提商誉减值准备不超过 2100 万元。

### 看好临床试验技术服务全年高增长，未来有望持续受益创新浪潮

分板块看，继上半年境内业务收入首次超过境外业务后，我们预计公司临床试验技术服务全年保持高速增长，收入有望首次超过临床研究相关咨询服务，收入与毛利率有望实现双升态势。展望未来，我们认为，随着仿制药带量采购政策的逐步实施，预计国内企业将更多把重心转向创新药，同时临床试验 60 日默许制等鼓励创新政策的落地，使得公司未来有望持续受益于创新浪潮的崛起；国际方面，随着我国加入 ICH 日益与国际接轨，公司未来亦有望承接更多国际多中心临床试验订单。

### 公司当前股价已明显低于回购价格，员工持股计划彰显信心

截至 2018 年 12 月 31 日，公司以集中竞价方式累计回购公司股份 543 万股，占总股本的 1.09%，成交价区间为 41.81 - 49.50 元/股，较 1 月 3 日收盘溢价 8.6% - 28.6%，成交总金额 2.48 亿元（本次回购拟使用资金总额 2.5 - 5 亿元），当前公司股价已明显低于回购价格。同时，公司对核心技术（业务）人员、工作满 3 年部分人员实施员工持股计划，提升了人才稳定性，亦体现了管理层对公司长期增长的信心。

### “好赛道+好公司”，看好未来发展维持“买入”评级

受益于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长等因素，预计国内 CRO 行业未来有望继续保持高速增长态势，公司凭借在临床 CRO 的核心竞争优势亦有望保持高速增长。公司作为国内临床 CRO 领域的龙头企业，在国内拥有稳定优质的客户资源，为公司提供持续稳定高质量的订单提供了雄厚的支持和保障。同时，公司是为数不多能承担国际多中心临床试验的本土 CRO 企业，有能力参与到全球医药研发产业链中。考虑年度业绩预告高速增长以及产业未来的高景气预期，我们将公司 18-20 年归母净利润由 4.55 亿元、6.04 亿元、7.82 亿元，上调为 4.67 亿元（+55%）、6.17 亿元（+32%）、8.16 亿元（+32%），对应 P/E 分别为 41、31、24 倍，看好公司作为国内临床 CRO 龙头逐步走向国际化，维持“买入”评级。

**风险提示：**质量控制风险；对大客户的依赖风险；药企研发投入不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,174.54	1,687.03	2,292.18	3,037.55	4,039.92
增长率(%)	22.73	43.63	35.87	32.52	33.00
EBITDA(百万元)	233.05	450.64	638.75	839.72	1,111.54
净利润(百万元)	140.65	301.01	466.92	617.41	816.26
增长率(%)	(10.00)	114.01	55.12	32.23	32.21
EPS(元/股)	0.28	0.60	0.93	1.23	1.63
市盈率(P/E)	136.91	63.97	41.24	31.19	23.59
市净率(P/B)	11.84	7.69	6.76	5.82	5.01
市销率(P/S)	16.40	11.41	8.40	6.34	4.77
EV/EBITDA	53.33	37.34	29.09	21.44	16.40

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	38.50 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	500.18
流通 A 股股本(百万股)	329.58
A 股总市值(百万元)	19,256.80
流通 A 股市值(百万元)	12,688.84
每股净资产(元)	5.54
资产负债率(%)	23.01
一年内最高/最低(元)	69.96/32.90

### 作者

**潘海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@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-半年报点评:业绩高增长的临床 CRO 龙头，期权激励为业绩持续保驾护航》 2018-08-28
- 2 《泰格医药-公司点评:业绩符合预期，药政改革优先受益者高速增长趋势确立》 2017-12-26
- 3 《泰格医药-季报点评:公司业绩持续向上，创新节点型公司扬帆起航》 2017-10-31

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	364.47	536.75	224.56	884.61	739.53	营业收入	1,174.54	1,687.03	2,292.18	3,037.55	4,039.92
应收账款	511.65	687.11	1,047.92	1,073.52	1,747.97	营业成本	727.87	962.61	1,284.39	1,687.74	2,223.63
预付账款	34.12	31.40	65.37	58.93	101.95	营业税金及附加	2.80	4.72	5.36	7.62	10.29
存货	0.06	0.01	0.90	0.83	0.65	营业费用	35.81	39.75	49.28	65.31	86.86
其他	184.50	90.31	98.14	124.11	104.65	管理费用	229.24	286.14	394.26	522.46	694.87
<b>流动资产合计</b>	<b>1,094.81</b>	<b>1,345.59</b>	<b>1,436.89</b>	<b>2,142.00</b>	<b>2,694.76</b>	财务费用	(0.39)	11.66	(0.07)	(9.89)	(14.49)
长期股权投资	32.64	90.46	90.46	90.46	90.46	资产减值损失	19.41	22.92	21.00	21.11	21.68
固定资产	195.35	201.96	214.99	248.10	280.26	公允价值变动收益	0.00	(4.15)	(2.77)	0.46	0.62
在建工程	4.97	0.00	36.00	69.60	71.76	投资净收益	38.16	53.35	87.50	87.50	87.50
无形资产	13.27	16.69	11.54	6.38	1.23	其他	(76.32)	(106.79)	(169.46)	(175.92)	(176.23)
其他	1,047.28	1,928.47	1,892.78	1,889.37	1,900.16	<b>营业利润</b>	<b>197.94</b>	<b>416.83</b>	<b>622.70</b>	<b>831.17</b>	<b>1,105.20</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,293.52</b>	<b>2,237.58</b>	<b>2,245.77</b>	<b>2,303.92</b>	<b>2,343.87</b>	营业外收入	15.52	16.17	26.53	26.53	26.53
<b>资产总计</b>	<b>2,388.33</b>	<b>3,583.17</b>	<b>3,682.65</b>	<b>4,445.92</b>	<b>5,038.63</b>	营业外支出	1.40	1.75	1.21	1.45	1.47
短期借款	174.75	242.44	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>212.06</b>	<b>431.25</b>	<b>648.02</b>	<b>856.25</b>	<b>1,130.26</b>
应付账款	43.26	53.93	145.12	87.57	204.31	所得税	55.28	99.08	129.60	171.25	226.05
其他	217.78	419.12	262.08	556.86	418.96	<b>净利润</b>	<b>156.78</b>	<b>332.17</b>	<b>518.41</b>	<b>685.00</b>	<b>904.21</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>435.78</b>	<b>715.49</b>	<b>407.20</b>	<b>644.43</b>	<b>623.27</b>	少数股东损益	16.13	31.16	51.49	67.59	87.95
长期借款	16.16	17.42	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>140.65</b>	<b>301.01</b>	<b>466.92</b>	<b>617.41</b>	<b>816.26</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.28	0.60	0.93	1.23	1.63
其他	96.60	31.26	64.51	64.12	53.30						
<b>非流动负债合计</b>	<b>112.76</b>	<b>48.69</b>	<b>64.51</b>	<b>64.12</b>	<b>53.30</b>						
<b>负债合计</b>	<b>548.54</b>	<b>764.18</b>	<b>471.71</b>	<b>708.55</b>	<b>676.57</b>						
少数股东权益	212.97	315.46	364.37	430.83	516.82	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	474.87	500.18	500.18	500.18	500.18	<b>成长能力</b>					
资本公积	667.09	1,268.90	1,268.90	1,268.90	1,268.90	营业收入	22.73%	43.63%	35.87%	32.52%	33.00%
留存收益	1,151.14	2,003.94	2,346.40	2,806.35	3,345.06	营业利润	-7.35%	110.58%	49.39%	33.48%	32.97%
其他	(666.28)	(1,269.48)	(1,268.90)	(1,268.90)	(1,268.90)	归属于母公司净利润	-10.00%	114.01%	55.12%	32.23%	32.21%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,839.78</b>	<b>2,818.99</b>	<b>3,210.94</b>	<b>3,737.36</b>	<b>4,362.06</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,388.33</b>	<b>3,583.17</b>	<b>3,682.65</b>	<b>4,445.92</b>	<b>5,038.63</b>	毛利率	38.03%	42.94%	43.97%	44.44%	44.96%
						净利率	11.98%	17.84%	20.37%	20.33%	20.20%
						ROE	8.65%	12.02%	16.40%	18.67%	21.23%
						ROIC	16.49%	26.85%	28.70%	30.25%	42.58%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.97%	21.33%	12.81%	15.94%	13.43%
						净负债率	2.35%	-0.53%	-3.29%	5.82%	-4.88%
						流动比率	2.51	1.88	3.53	3.32	4.32
						速动比率	2.51	1.88	3.53	3.32	4.32
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	2.52	2.81	2.64	2.86	2.86
						存货周转率	4,725.22	45,652.74	5,027.22	3,522.32	5,456.07
						总资产周转率	0.59	0.57	0.63	0.75	0.85
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.28	0.60	0.93	1.23	1.63
						每股经营现金流	0.38	0.63	0.18	1.59	0.15
						每股净资产	3.25	5.01	5.69	6.61	7.69
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	136.91	63.97	41.24	31.19	23.59
						市净率	11.84	7.69	6.76	5.82	5.01
						EV/EBITDA	53.33	37.34	29.09	21.44	16.40
						EV/EBIT	62.91	40.06	29.85	21.92	16.71

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com