

核心业务高速增长, 盈利能力持续提升

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入13.4亿元, 同比增长29.5%; 实现归母净利润3.5亿元, 同比增长61%; 实现扣非净利润为2.9亿元, 同比增长52%。
- **核心业务高速增长, 新签订单提供保障。** 1) 从业务构成来看, 2019H1公司临床实验技术服务实现收入6.3亿元, 同比增长26.7%, 毛利率为44.3%, 同比提升0.2pp; 临床研究咨询服务实现收入7亿元, 同比增长31.2%, 毛利率为50.7%, 同比提升3.2pp; 2) 从区域构成来看, 2019H1公司境内收入7.2亿元, 同比增长34.7%, 毛利率为49.4%, 同比提升1.4pp; 境外收入6.1亿元, 同比增长22.8%, 毛利率为45.6%, 同比提升2pp; 3) 从主要项目来看, 2019H1数据管理统计业务和大临床业务预计保持30%左右增长, SMO业务预计实现50%左右增长, 另外北医仁智、捷通泰瑞、韩国DreamCIS等均保持预期增长, 商誉减值风险较低; 4) 从新签订单来看, 2019H1新签订单预计实现40%左右增长, 为后续合同执行和业绩释放提供了保障。
- **子公司方达控股顺利上市, Concord 助力安全毒理业务。** 子公司方达控股于2018年4月收购美国Concord公司, 补充安全及毒理学业务。方达控股于今年5月在港交所顺利上市, 2019H1实现收入4969万美金, 同比增长34%; 实现归母净利润929万美金, 同比增长233%。其中生物分析业务收入2580万美金(+25%), CMC业务收入835万美金(+23%), 药代药动业务收入564万美金(+65%), 安全毒理业务收入459万美金(+114%), 生物等效性业务收入532万美金(+28%)。
- **期间费用略有下降, 毛利率提升明显。** 1) 期间费用方面: 三项费用率合计约19.6%, 下降2pp, 其中销售费用率为3%, 上升0.1pp; 管理费用率为15.6%, 下降2.3pp, 主要系方达控股上市费用同比减少及公司管理效率提升所致; 财务费用率为1.1%, 上升0.2pp, 主要系短期借款增加所致; 2) 毛利率方面: 2019H1毛利率为47.6%, 同比上升1.7pp。其中单Q2毛利率达到50%, 为近年高点, 主要系高毛利的数据管理统计、实验室服务及医学影像等占比提升, 同时剥离低毛利的上海晟通公司所致; 3) 其他指标: 预收账款约为3.3亿元, 与去年同期基本持平; 经营活动产生的现金流净额为1.3亿元, 同比下降36.6%, 主要系报告期内培育长尾初创Bio-tech公司导致应收账款增长约30%。
- **药审改革积极推进, 临床研究走向国际。** 1) 药审改革积极推进: 当前国内药审改革进一步深化, 对临床试验数据真实性的核查进入常态化, 同时取消国产药品注册省级初审, 加快临床急需境外新药准入, 加速ICH指导原则国内落地, 这些改革措施给创新药审评审批提速和医药外包行业发展带来持续机遇; 2) 临床研究走向国际: 公司积极开拓国外生物技术企业在中国及亚太、欧洲等地区的国际多中心临床试验合作, 同时通过自建和收购建立海外事业部, 未来中美双报项目会是国际业务的重要突破点。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年公司归母净利润分别为6.7亿元、8.9亿元、11.6亿元, 对应当前436亿元市值, PE分别为65倍、49倍、38倍。公司是国内规模最大的临床阶段CRO服务商, 同时积极拓展安全毒理等临床前业务以及数据管理统计、医学影像等高毛利业务, 未来业绩有望保持高速增长态势, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争格局加剧、创新药产业发展低于预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2300.66	3059.88	4008.44	5170.89
增长率	36.37%	33.00%	31.00%	29.00%
归属母公司净利润(百万元)	472.18	671.15	887.23	1159.83
增长率	56.86%	42.14%	32.19%	30.73%
每股收益EPS(元)	0.63	0.90	1.18	1.55
净资产收益率ROE	16.70%	20.49%	22.29%	23.66%
PE	92	65	49	38
PB	14.36	11.98	9.85	8.00

数据来源: Wind, 西南证券

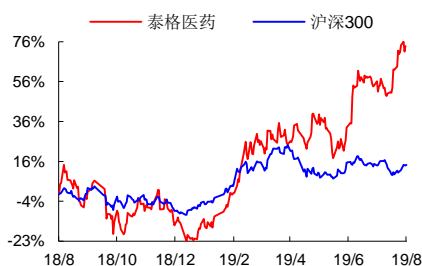
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张林飞
电话: 18116208016
邮箱: zlf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.50
流通A股(亿股)	5.29
52周内股价区间(元)	38.5-77.64
总市值(亿元)	435.82
总资产(亿元)	64.20
每股净资产(元)	7.34

相关研究

1. 泰格医药(300347): 业绩符合预期, 主营业务延续高增长 (2019-04-26)
2. 泰格医药(300347): 主营业务维持高速增长, 关注国际化进程 (2019-04-09)
3. 泰格医药(300347): 业绩基本符合预期, 全年高增长有望延续 (2018-10-28)
4. 泰格医药(300347): 业绩符合预期, 股权激励保障快速增长 (2018-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2300.66	3059.88	4008.44	5170.89	净利润	506.80	745.72	985.81	1288.70
营业成本	1308.91	1652.33	2144.52	2740.57	折旧与摊销	61.20	50.90	50.90	50.90
营业税金及附加	9.29	10.25	13.97	18.26	财务费用	7.39	41.96	40.05	48.93
销售费用	54.45	91.80	120.25	155.13	资产减值损失	50.96	30.00	35.00	40.00
管理费用	314.20	458.98	641.35	853.20	经营营运资本变动	71.75	-219.26	-144.32	-193.68
财务费用	7.39	41.96	40.05	48.93	其他	-175.86	-186.19	-250.15	-325.15
资产减值损失	50.96	30.00	35.00	40.00	经营活动现金流净额	522.24	463.12	717.28	909.69
投资收益	118.85	151.04	210.00	280.00	资本支出	-45.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.15	5.15	5.15	5.15	其他	-321.17	156.19	215.15	285.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-366.53	156.19	215.15	285.15
营业利润	595.85	930.75	1228.45	1599.96	短期借款	360.39	-602.83	0.00	0.00
其他非经营损益	10.22	10.35	10.31	10.31	长期借款	-13.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	606.07	941.11	1238.76	1610.27	股权融资	53.75	0.00	0.00	0.00
所得税	99.28	195.38	252.96	321.57	支付股利	-100.04	-141.66	-201.35	-266.17
净利润	506.80	745.72	985.81	1288.70	其他	-290.10	-82.53	-40.05	-48.93
少数股东损益	34.61	74.57	98.58	128.87	筹资活动现金流净额	10.01	-827.02	-241.40	-315.09
归属母公司股东净利润	472.18	671.15	887.23	1159.83	现金流量净额	172.96	-207.70	691.04	879.75
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	704.49	496.79	1187.83	2067.58	成长能力				
应收和预付款项	880.01	1249.56	1612.35	2070.88	销售收入增长率	36.37%	33.00%	31.00%	29.00%
存货	0.52	0.66	0.85	1.09	营业利润增长率	42.95%	56.21%	31.98%	30.24%
其他流动资产	18.23	22.92	30.02	38.73	净利润增长率	52.57%	47.14%	32.19%	30.73%
长期股权投资	103.29	103.29	103.29	103.29	EBITDA 增长率	44.12%	54.06%	28.90%	28.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	254.89	209.93	164.96	120.00	毛利率	43.11%	46.00%	46.50%	47.00%
无形资产和开发支出	1060.75	1055.76	1050.76	1045.77	三费率	16.35%	19.37%	20.00%	20.45%
其他非流动资产	1257.61	1256.67	1255.72	1254.78	净利率	22.03%	24.37%	24.59%	24.92%
资产总计	4279.79	4395.57	5405.79	6702.12	ROE	16.70%	20.49%	22.29%	23.66%
短期借款	602.83	0.00	0.00	0.00	ROA	11.84%	16.97%	18.24%	19.23%
应付和预收款项	520.37	663.92	873.12	1126.85	ROIC	27.44%	38.96%	45.97%	54.52%
长期借款	3.43	3.43	3.43	3.43	EBITDA/销售收入	28.88%	33.45%	32.92%	32.87%
其他负债	118.99	89.16	105.73	125.79	营运能力				
负债合计	1245.63	756.52	982.28	1256.07	总资产周转率	0.59	0.71	0.82	0.85
股本	500.18	749.74	749.74	749.74	固定资产周转率	10.07	13.17	21.38	36.29
资本公积	1322.65	1073.09	1073.09	1073.09	应收账款周转率	3.26	3.26	3.19	3.18
留存收益	1094.71	1624.20	2310.08	3203.75	存货周转率	4912.21	2815.05	2849.50	2830.30
归属母公司股东权益	2668.58	3198.90	3884.78	4778.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.80%	—	—	—
少数股东权益	365.58	440.15	538.73	667.60	资本结构				
股东权益合计	3034.16	3639.05	4423.51	5446.05	资产负债率	29.10%	17.21%	18.17%	18.74%
负债和股东权益合计	4279.79	4395.57	5405.79	6702.12	带息债务/总负债	48.67%	0.45%	0.35%	0.27%
					流动比率	1.33	2.46	2.99	3.43
					速动比率	1.33	2.46	2.99	3.43
					股利支付率	21.19%	21.11%	22.69%	22.95%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.90	1.18	1.55
					每股净资产	4.05	4.85	5.90	7.26
					每股经营现金	0.70	0.62	0.96	1.21
					每股股利	0.13	0.19	0.27	0.36
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	664.45	1023.61	1319.40	1699.78					
PE	92.30	64.94	49.12	37.58					
PB	14.36	11.98	9.85	8.00					
PS	18.94	14.24	10.87	8.43					
EV/EBITDA	41.79	40.88	31.19	23.69					
股息率	0.23%	0.33%	0.46%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn