

业绩保持高速增长，看好未来高成长性

——泰格医药（300347）半年报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年中报。2019 年上半年公司实现营业收入 13.37 亿元，同比增长 29.49%；实现归属母公司股东净利润 3.52 亿元，同比增长 61.04%；实现扣非归母净利润 2.88 亿元，同比增长 51.96%；实现 EPS 0.71 元。

其中，2019 年第二季度实现营业收入 7.28 亿元，同比增长 30.16%；实现归属母公司股东净利润 2.07 亿元，同比增长 68.32%；实现扣非归母净利润 1.76 亿元，同比增长 46.60%。实现 EPS 0.41 元。

其他财务指标方面，2019 年上半年公司销售费用 3940.03 万元，同比增长 33.15%，主要系销售团队人员增加所致；管理费用 1.50 亿元，同比增长 11.99%，主要系股权激励费用和人员费用增加所致；财务费用 1398.20 万元，同比增长 55.87%，主要系借款增加所致；研发费用 5864.61 万元，同比增长 15.68%。经营性现金流净额 1.26 亿元，同比下降 36.58%，主要系报告期内应收账款增加所致。

2. 我们的分析与判断

（一）受益于 CRO 行业高景气度，业绩保持高速增长

公司业绩保持高速增长，期间费用控制良好。19H1 公司实现营业收入 13.37 亿元（+29.49%），归母净利润 3.52 亿元（+61.04%），扣非归母净利润 2.88 亿元（+51.96%）。其中 19Q2 实现收入 7.28 亿元（+30.16%），归母净利 2.07 亿元（+68.32%），扣非归母净利 1.76 亿元（+46.60%）。利润端增速高于收入端，我们认为原因主要系，一方面去年同期方达上市费用与低毛利业务剥离，另一方面投资收益提升明显，19H1 公司投资收益 7176.30 万元，同比增长 128.25%。期间费用方面，19H1 期间费用率 19.58%，与去年同期相比降低-2.01pp。毛利率方面，19H1 毛利率 47.55%，同比增长 1.72pp，主要系高毛利临床研究相关咨询服务收入占比提升所致。经营性现金流净额同比下降 36.58%，主要系上半年应收账款增加所致，预计全年现金流恢复正常。

泰格医药(300347.SH)

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

特此鸣谢

孟令伟

✉：menglingwei_yj@chinastock.com.cn

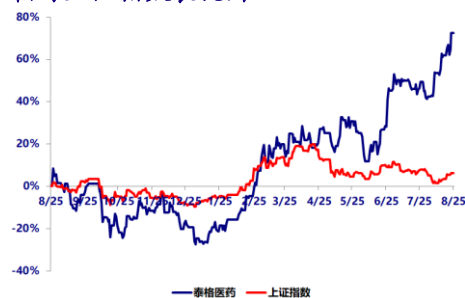
对本报告的编制提供信息

市场数据

2019-08-23

A 股收盘价(元)	60.79
A 股一年内最高价(元)	61.89
A 股一年内最低价(元)	24.33
上证指数	2897.43
市盈率-TTM	75.25
总股本(万股)	74973.62
实际流通 A 股(万股)	52877.05
限售的流通 A 股(万股)	22096.57
流通 A 股市值(亿元)	321.44

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 2019-04-26 泰格医药年报及一季报跟踪：业绩表现持续亮眼，乘政策东风未来高成长性确定
- 2018-10-27 泰格医药三季报跟踪：Q3 增速放缓，无碍长期发展前景
- 2018-09-13 泰格医药半年报深度跟踪：业绩保持高速增长，未来高成长性确定

细分业务板块来看：

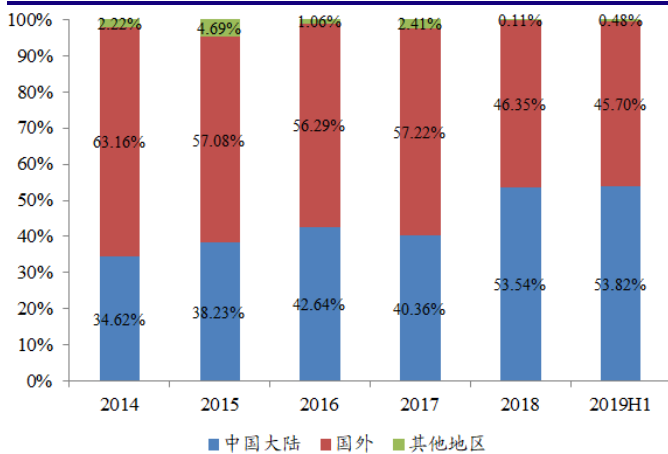
临床试验技术服务方面，19H1 实现收入 6.34 亿元，同比增长 26.65%。预计 I-IV 等临床、注册业务收入增速保持在 30% 左右。

临床研究相关咨询服务方面，19H1 实现收入 6.97 亿元，同比增长 31.15%。预计数据管理与统计分析业务收入增速 30% 左右，SMO 业务收入增速 50%+，生物分析业务收入增速 25% 左右，影像业务收入增速 50%+。

订单方面，19H1 新增订单金额预计同比增长 40% 左右，继续维持高增长态势。

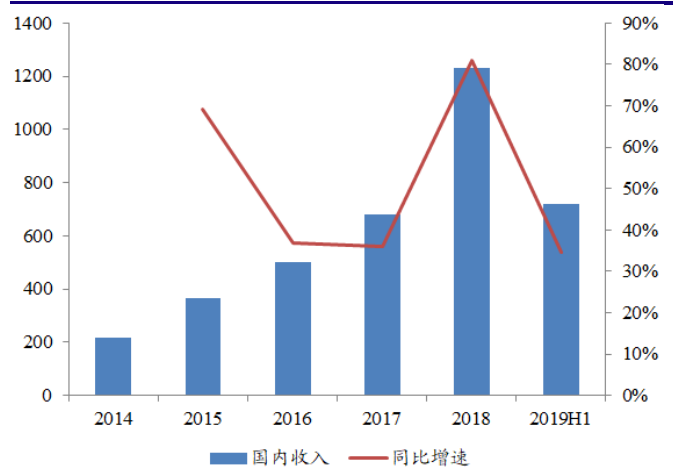
受益于国内创新药研发热潮与仿制药一致性评价持续推进，国内业务占比提升。19H1 公司境内业务收入 7.20 亿元，同比增长 34.73%，占收比达到 53.82%，与去年同期相比增长 2.09pp。我们认为原因主要系，一方面国内创新药研发热潮带动临床试验业务快速增长，另一方面仿制药一致性评价推动 BE 试验数量保持稳定所致。与此同时，公司**加快国际化布局**，在亚太、东欧、美国等地区搭建服务网络，同时新设海外事业部，加快拓展欧洲、美国业务。19H1 国外业务实现收入 6.11 亿元，同比增长 22.78%。

图 1：公司分地区收入占比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司国内业务收入（百万元）与增速情况

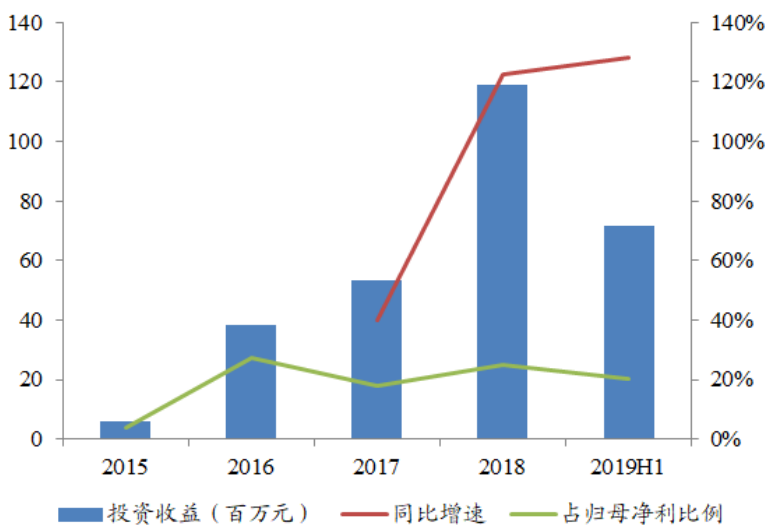


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司通过多种方式积极拓展业务领域，投资业务与 CRO 主营业务产生较好协同效益，助力未来长期可持续发展。报告期内，公司扩展业务方式主要包括：（1）参设多个新药投资基金与医疗健康产业并购基金，加快股权投资步伐；（2）新增境外子公司，扩展欧洲业务；（3）通过战略合作实现业务协同与优势互补。

投资效果显著，收益持续增长。公司参与设立众多新药投资和医疗健康产业并购基金，不断涌现具有投资价值的优质创新药项目，投资效果显著，收益增长迅速。19H1 公司实现投资收益 7176.30 万元，同比增长 128.25%，占归母净利润比例为 20.38%。

图 3: 公司投资收益 (百万元) 与增速情况

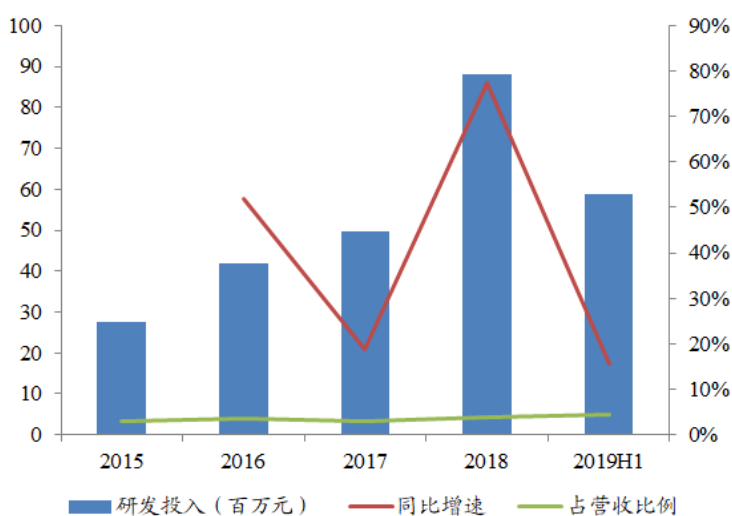


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 坚持以技术为驱动, 研发投入稳中有升

公司坚持以技术为驱动, 研发投入稳中有升。报告期内公司研发投入 5864.61 万元, 同比增长 15.68%, 占收比为 4.39%。公司一方面对抗类风湿性关节炎药物、抗抑郁药物、抗糖尿病药物等临床试验技术进行研究精进, 另一方面持续研究开发临床研究硬件系统, 包括临床试验人工智能辅助系统、基于数据管理的 IT 系统、数据管理云存储系统等, 为药物临床的数据化管理提供技术支持, 缩短研发时间, 提高药物临床试验效率。

图 4: 公司研发投入 (百万元) 情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）股权激励范围广泛，人才激励机制逐步健全

19年3月，公司推出限制性股票激励计划。计划拟授予限制性股票总计约485.9万份，约占报告期内公司股本总额的0.97%，激励对象总人数470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年的的部分人员。其中，首次授予约408.8万份，占本计划授予总数的84.14%，约占报告期内公司总股本的0.82%；预留约77.1万份，占本计划授予总数的15.86%，约占报告期内公司总股本的0.15%。首次授予价格为39.83元/股。各期解限条件为以2018年净利润为基数，2019-2021年净利润增长率分别不低于40%、75%、105%。达到解限条件后，根据绩效考核确定个人行权系数。我们对本次激励计划的理解如下：（1）**激励范围广泛**。本次激励对象共470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，助力公司长远发展**。对比公司近年营收业绩，本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19年5月授予，2019-2022年对应的摊销费用分别为3291.84、2613.96、1196.13、230.20万元，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1：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	授予价格
限制性股票	核心技术（业务）人员、 在公司工作满三年的部 分人员（470人）	408.8417	84.14%	0.82%	39.83元/股
	预留股份	77.0894	15.86%	0.15%	
合计		485.9311	100%	0.97%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：此次股权激励计划解限条件及安排

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
首次授予限制性股票	第一个行权期	以2018年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于40%	212.44	40.00%	30%
	第二个行权期	以2018年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于75%	265.55	25.00%	30%

预留限制性股票	第三个行权期	以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 105%	311.07	17.14%	40%
	第一个行权期	以 2018 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 75%	265.55	25.00%	50%
	第二个行权期	以 2018 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 105%	311.07	17.14%	50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 3: 此次股权激励计划授予部分对应摊销费用

授予种类	摊销总费用 (万元)	2019 年 (万元)	2020 年 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)
限制性股票	7332.13	3291.84	2613.96	1196.13	230.20

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 投资建议

公司 19 年中报业绩保持高速增长，受益于 CRO 行业高景气度，我们继续看好公司未来发展前景。公司是国内临床试验 CRO 龙头企业，首先，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；其次，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，一方面增加自身优质项目储备，另一方面投资业务与主营业务协同效益良好，投资收益持续增长；此外，公司坚持以技术为驱动，加大研发投入，助力未来长期可持续发展。我们看好公司作为临床试验外包龙头保持高速增长，预测 2019-2021 年归母净利润为 6.64/9.03/12.15 亿元，对应 EPS 为 0.89/1.21/1.62 元，对应 PE 为 69/50/38 倍。

4. 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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1174.54	1687.03	2300.66	2989.52	3931.47	5235.35
营业收入增长率	22.73%	43.63%	36.37%	29.94%	31.51%	33.17%
净利润（百万元）	140.65	301.01	472.18	663.92	903.30	1215.25
净利润增长率	-10.00%	114.01%	56.87%	40.61%	36.06%	34.54%
EPS（元）	0.188	0.401	0.630	0.886	1.205	1.621
P/E	324.04	151.41	96.52	68.65	50.46	37.50
P/B	28.02	18.20	17.08	14.36	11.80	9.51
EV/EBITDA	112.15	64.82	43.92	32.92	24.60	18.60

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	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1174.54	1687.03	2300.66	2989.52	3931.47	5235.35
减：营业成本	727.87	962.61	1308.91	1700.83	2236.73	2978.54
营业税金及附加	2.80	4.72	9.29	12.07	15.87	21.13
营业费用	35.81	39.75	54.45	70.76	93.05	123.92
管理费用	229.24	286.14	314.20	408.27	536.92	714.98
财务费用	-0.39	11.66	7.39	6.62	-10.35	-21.27
资产减值损失	19.41	22.92	50.96	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	38.16	53.35	118.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-4.15	5.15	31.15	60.15	90.15
其他经营损益	0.00	0.00	-88.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	197.94	408.44	591.44	822.13	1119.41	1508.20
加：其他非经营损益	14.12	14.42	10.22	10.22	10.22	10.22
利润总额	212.06	422.87	601.66	832.35	1129.63	1518.42
减：所得税	55.28	95.22	97.83	119.46	159.70	213.52
净利润	156.78	327.64	503.83	712.89	969.93	1304.90
减：少数股东损益	16.13	31.16	34.61	48.98	66.63	89.65
归属母公司股东净利润	140.65	301.01	472.18	663.92	903.30	1215.25
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	292.27	453.51	561.31	29.90	647.24	890.71
应收和预付款项	545.78	718.51	880.01	1319.87	1573.16	2279.34
存货	0.06	0.01	0.52	-0.22	0.61	-0.09
其他流动资产	184.50	84.91	15.30	15.30	15.30	15.30
长期股权投资	32.64	90.46	103.29	103.29	103.29	103.29
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.90	1.70
固定资产和在建工程	200.33	201.96	254.89	209.56	163.13	116.60

无形资产和开发支出	615.44	1065.72	1060.75	1056.39	1051.94	1047.38
其他非流动资产	430.90	857.73	1238.46	1233.74	1229.02	1229.02
资产总计	2301.91	3472.82	4114.53	3967.84	4784.60	5683.28
短期借款	174.75	242.44	602.83	46.54	0.00	0.00
应付和预收款项	182.98	298.16	414.30	386.30	640.83	699.87
长期借款	16.16	17.42	3.43	3.43	3.43	3.43
其他负债	88.24	95.80	60.81	60.81	60.81	60.81
负债合计	462.13	653.83	1081.37	497.08	705.07	764.11
股本	474.87	500.18	500.18	500.18	500.18	500.18
资本公积	667.09	1268.90	1074.52	1074.52	1074.52	1074.52
留存收益	484.86	734.46	1093.88	1600.07	2288.77	3215.32
归属母公司股东权益	1626.82	2503.54	2668.58	3174.77	3863.47	4790.02
少数股东权益	212.97	315.46	365.58	414.55	481.19	570.83
股东权益合计	1839.78	2818.99	3034.16	3589.32	4344.66	5360.85
负债和股东权益合计	2301.91	3472.82	4115.53	4086.40	5049.73	6124.96
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	185.53	323.01	518.07	273.39	952.30	595.07
投资性现金净流量	-530.00	-846.40	-366.53	-80.00	-80.00	-80.00
筹资性现金净流量	485.71	702.34	10.01	-724.81	-254.95	-271.60
现金流量净额	155.80	169.61	168.79	-531.41	617.35	243.47

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。

余宇，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受到任何形式的补偿。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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 wangting@chinastock.com.cn