收入端增速放缓，无碍长期发展前景

——泰格医药（300347）三季报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年三季报。2019 年三季度公司实现营业收入 20.31 亿元，同比增长 27.38%；实现归属母公司股东净利润 5.28 亿元，同比增长 66.12%；实现扣非归母净利润 4.38 亿元，同比增长 65.78%；实现 EPS 0.70 元。

其中，2019 年第三季度实现营业收入 6.94 亿元，同比增长 23.51%；实现归属母公司股东净利润 1.76 亿元，同比增长 77.30%；实现扣非归母净利润 1.50 亿元，同比增长 100.68%。实现 EPS 0.23 元。

其他财务指标方面，2019 年三季度公司销售费用 5993.16 万元，同比增长 67.14%，主要系销售团队人员增加所致；管理费用 2.31 亿元，同比增长 5.94%；财务费用 1036.43 万元，同比增长 1119.36%，主要系报告期内利息费用增加所致；研发费用 8953.37 万元，同比增长 19.37%。经营性现金流净额 3.40 亿元，同比下降 1.21%；筹资性现金流净额 13.25 亿元，同比增长 4035.78%，主要系报告期内收到投资款所致。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩符合预期，毛利率现金流等指标改善

公司业绩保持高速增长，受晟通剥离等因素影响，收入端增速有所放缓。19 年前三季度公司实现营收 20.31 亿元（+27.38%），归母净利润 5.28 亿元（+66.12%），扣非归母净利润 4.38 亿元（+65.78%）。其中 19Q3 单季实现收入 6.94 亿元（+23.51%），归母净利 1.76 亿元（+77.30%），扣非归母净利 1.50 亿元（+100.68%）。收入端增速有所放缓，我们认为原因主要系：（1）上海晟通（冷链运输）剥离，预计影响前三季度 3.5%的收入，影响 Q3 单季度 4%-5%的收入，剔除晟通剥离影响，预计收入端增速接近 30%；（2）数据统计等业务海外客户占比高，三季度海外客户休假导致订单收入确认延迟；（3）收入结构改善，服务费占比持续增加，剥离部分过手费。

期间费用控制良好，毛利率明显提升。前三季度期间费用率 19.25%，与去年同期相比降低 1.44pp。其中，销售费用率 2.95%（+0.79pp），管理费用率 11.38%（-2.30pp），研发费用率 4.41%（-0.30pp），财务费用率 0.51%（+0.46pp）。毛利率方面，前三季度

泰格医药(300347.SH)

推荐 维持评级

分析师

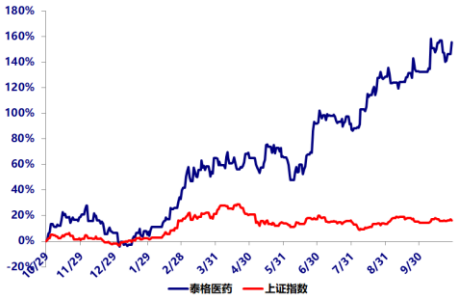
余宇
☎：010-83571335
✉：sheyu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130519010003

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	2019-10-28
A 股收盘价(元)	65.75
A 股一年内最高价(元)	70.40
A 股一年内最低价(元)	24.33
上证指数	2980.05
市盈率-TTM	72.23
总股本（万股）	74962.56
实际流通 A 股(万股)	52877.05
限售的流通 A 股(万股)	22085.51
流通 A 股市值(亿元)	347.67

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

1. 2019-08-23 泰格医药半年报跟踪：业绩保持高速增长，看好未来高成长性
2. 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
2. 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

毛利率 46.90%，同比增长 4.24pp，Q3 单季度毛利率 45.64%，同比增长 8.80pp。毛利率提升明显，我们认为原因主要系 18Q2 方达收购的美国企业 Concord 已开始盈利。经营性现金流净额同比下降 1.21%，但较 H1 已有较大改观，预计全年现金流恢复正常。

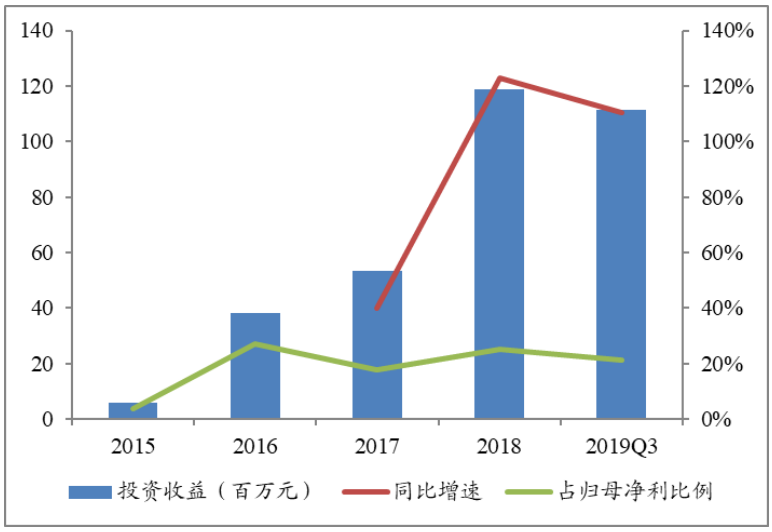
订单方面，19Q3 新增订单继续维持高增长态势，新增订单服务费占比增加、过手费占比下降。

国际化布局方面，子公司 DreamCIS Inc. 准备在韩国上市，9 月 27 日申请文件已递交至韩国证交所；子公司方达控股收购的临床前 CRO 企业 Concord Biotech（美国）经整合后已于 19Q1 开始盈利。

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）境外子公司拟上市，已递交申请；（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。19Q3 公司实现投资收益 1.11 亿元，同比增长 110.60%（+76.36pp），占归母净利润比例为 21.11%。

图 1：公司投资收益（百万元）与增速情况

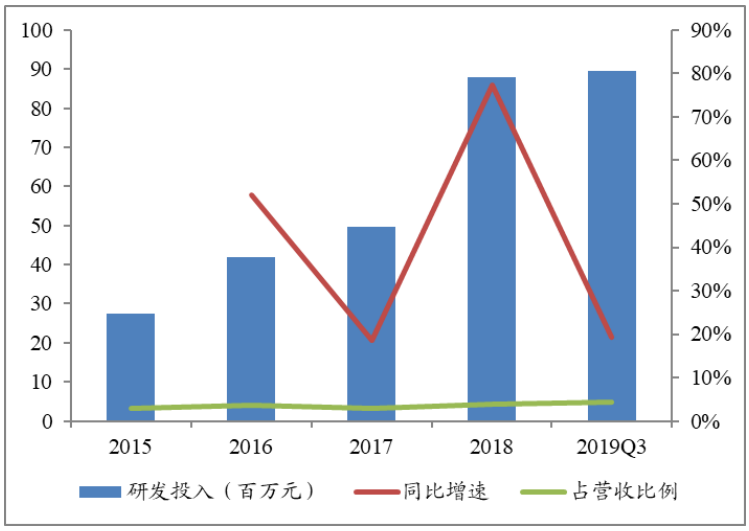


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（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 8953.37 万元，同比增长 19.37%，占收比为 4.41%。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 2：公司研发投入（百万元）情况

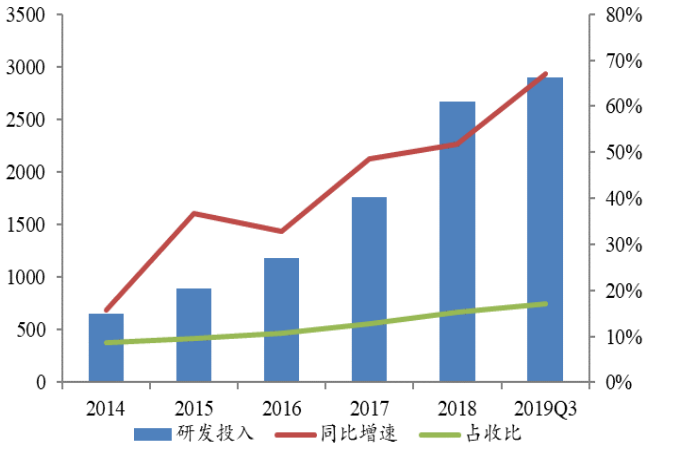


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）CRO 市场需求强劲，未来持续增长可期

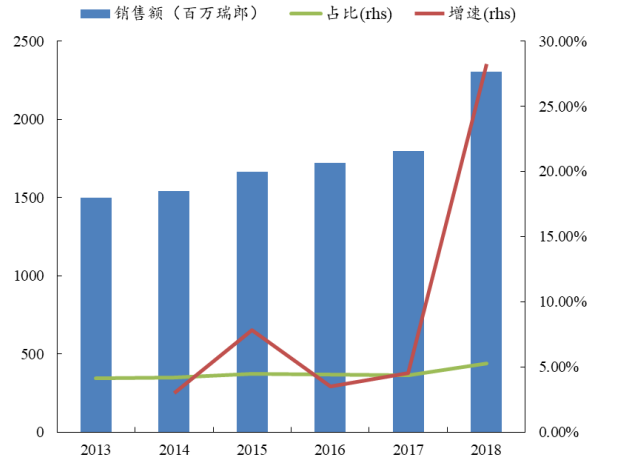
公司处在国内 CRO 市场的头部位置，将受益于市场需求的进一步扩大。公司通过投融资布局于国内初创生物企业，投资收益持续提升，优质项目不断储备，预期未来初创企业进一步成熟后将对公司的 CRO 业务产生需求。此外，国内大型医药公司研发费用持续高增长（如恒瑞医药三季度研发费用同比增长 66.97%，其中 Q3 单季度研发同比增长 90.93%），对临床 CRO 的需求将随之进一步增加。跨国大型药企不断拓展中国市场（2018 年罗氏制药在华销售额已达 23.07 亿瑞郎，同比增长 28.24%，占其全球销量的 5.25%），中小型药企也在国内开始布局，都将促进 CRO 市场需求放量。作为国内 CRO 龙头企业，公司未来增长可期。

图 3：恒瑞医药研发投入情况（百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：罗氏制药在华销售额及占比



资料来源：Roche，中国银河证券研究院

3. 投资建议

公司 19 年三季报业绩符合预期，受益于 CRO 高景气度，我们继续看好公司的发展前景。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；最后，公司提高新增订单的服务费占比持续提高，积极改善收入结构，提升收入质量。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 6.85/9.23/12.18 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.23/1.63 元，对应 PE 为 72/53/40 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	3013.56	3927.36	5118.33
营业收入增长率	22.73%	43.63%	36.37%	30.99%	30.32%	30.32%
净利润（百万元）	140.65	301.01	472.18	684.78	923.39	1218.30
净利润增长率	-10.00%	114.01%	56.87%	45.02%	34.85%	31.94%
EPS（元）	0.188	0.402	0.630	0.913	1.232	1.625
P/E	350.42	163.74	104.38	71.98	53.38	40.46
P/B	30.30	19.69	18.47	15.45	12.66	10.22
EV/EBITDA	206.29	99.93	64.22	45.60	34.35	26.24

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	3013.56	3927.36	5118.33
减：营业成本	727.87	962.61	1308.91	1714.50	2234.39	2911.97
营业税金及附加	2.80	4.72	9.29	12.16	15.85	20.66
营业费用	35.81	39.75	54.45	71.33	92.96	121.15
管理费用	229.24	286.14	314.20	391.76	510.56	665.38
财务费用	-0.39	11.66	7.39	6.47	-11.04	-22.73
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	848.48	1144.79	1512.05
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	858.70	1155.01	1522.27
减：所得税	55.28	95.22	97.83	123.41	163.51	214.09
净利润	156.78	327.64	503.83	735.29	991.51	1308.18
减：少数股东损益	16.13	31.16	34.61	50.51	68.12	89.87
归属母公司股东净利润	140.65	301.01	472.18	684.78	923.39	1218.30
资产负债表	**2016A**	**2017A**	**2018A**	**2019E**	**2020E**	**2021E**
货币资金	292.27	453.51	561.31	30.14	695.44	971.54
应收和预付款项	545.78	718.51	880.01	1337.56	1552.44	2213.95
存货	0.06	0.01	0.52	-0.22	0.61	-0.10
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	3985.77	4812.08	5698.70
短期借款	174.75	242.44	602.83	41.25	0.00	0.00
应付和预收款项	182.98	298.16	414.30	392.08	634.06	678.50
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	497.57	698.30	742.73
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	1615.98	2320.00	3248.87
归属母公司股东权益	1626.82	2503.54	2668.58	3190.68	3894.70	4823.57
少数股东权益	212.97	315.46	365.58	416.09	484.21	574.08
股东权益合计	1839.78	2818.99	3034.16	3606.77	4378.91	5397.65
负债和股东权益合计	2301.91	3472.82	4115.53	4104.33	5077.20	6140.38
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	283.74	999.05	626.98
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	-734.91	-253.75	-270.88
现金流量净额	155.80	169.61	168.79	-531.17	665.30	276.10

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。本报告清晰准确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