

泰格医药 (300347)

证券研究报告

2020年04月24日

2019年强劲表现，订单丰富有望推动业绩持续增长

2019年业绩归母净利润同比增加78.24%，2020年一季度受疫情影响

公司近期发布2019年年报：实现收入28.03亿元，同比+21.85%，归母净利润8.42亿元，同比+78.24%，扣非后归母净利润5.58亿元，同比+56.31%。收入端增速受到出售子公司晟通因素影响，非经常性损益较高主要是按照新金融工具准则确认的金融资产公允价值变动收益和取得股权转让收益。分季度看，2019年Q4实现收入7.72亿元，同比+9.36%，归母净利润3.14亿元，同比+103.23%，扣非后归母净利润1.2亿元，同比+29.34%。公司经营状况良好，经营性现金流净额为5.28亿元，同比增长1.02%。

公司今年1季报盈利2.30-2.74亿元，同比增长58%-88%，非经常损益为1.2-1.5亿元，假设取中位数非经常损益，则扣非后业绩增长-15%-24%，主要是受到新冠疫情影响，临床进程放缓，随着疫情的控制，医院业务回归正轨，预计后续临床试验有望恢复，带动公司业绩回升。2019年，公司新增合同42.31亿元，同比增长27.90%。截至2019年12月31日，公司累计待执行合同金额为50.11亿元，同比增长36.05%，为2020年全年的快速增长奠定良好基础。

公司深化全球布局，两大各业务均快速增长

两大主营业务收入和毛利率在2019年均实现稳步增长，其中临床试验技术服务业务营收13.47亿元，同比+22.05%，毛利率提升5.23pp至43.80%，预计主要是临床试验费同比显著下降所致；临床试验相关服务及实验室服务营收14.47亿元，同比+21.08%，毛利率提升1.28pp至48.65%。两项业务毛利率的提升也使得其整体毛利率提升3.37pp至46.48%，体现出良好的成本管理能力和定价能力。

截至2019年底，公司已有123个国内服务网点（含中国香港、中国台湾），覆盖全国800多家药物临床试验机构，并在亚太、北美、欧洲等地区的10个国家设立海外子公司。子公司方达控股于2019年5月在香港联交所主板上市，9月其上海新实验室正式运营，将有效解决实验室服务的产能瓶颈。2019年7月，公司助力晨泰医药开发的新一代口服小分子可逆性表皮生长因子受体（EGFR）酪氨酸激酶抑制剂（TKI）—AZD3759的国际多中心II/III期临床研究成功完成在新加坡的首例入组和给药。11月，公司与Accerise株式会社宣布成立合资公司，12月，入股日本CRO领军企业EPS（持股比例3.06%），公司进一步拓展亚太区业务。

分收入区域看：公司境内营收15.90亿元，同比+29.08%，主要由于境内创新药临床试验业务占比增加所致，毛利率提升2.39pp至45.99%，境内营收占比同比有所提升，表现出更为强劲的发展势头；境外营收12.03亿元，同比+12.85%，毛利率提升4.11pp至46.73%。

公司2019年费用管控能力优秀：期间费用率为20%，同比-0.04个pp。其中销售费用率为3%，同比+0.53个pp，管理费用率为17%，同比-0.59个pp，财务费用率为0.3%，同比+0.02个pp。

积极参与国内外创新药项目，研究优势明显

2019年获批的13个中国1类新药中，7个由公司或子公司助力研发。其中，公司助力重庆永仁研发的植入式左心室辅助系统于2019年8月获批上市，填补了我国在人工心脏领域的产业空白。国外方面，葛兰素史克用于慢阻肺（COPD）稳定期治疗的长效三联吸入制剂“全再乐”（Trelegy Ellipta）于2019年11月获药监局批准上市，作为首个在中国获批的每日一次三合一吸入制剂，子公司思默医药为其提供了全过程的SMO服务。

看好公司未来发展，维持“买入”评级

我国CRO行业迎来良好的黄金发展期。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。公司非经常损益超预期，同时公司的投资收益预计具有较好的持续性，我们上调公司盈利预测，预计2020-2022年EPS分别为1.38、1.75及2.23元（其中20/21年较前次分别变动8.39%/3.65%），P/E分别为55、43、34倍，看好公司作为国内临床CRO龙头业绩高增长长期，维持“买入”评级。

风险提示：质量控制风险；管理效率下降风险；新冠疫情对临床业务影响超预期，新冠疫情或导致经济下滑致药企研发投入不及预期

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	75.69元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	749.51
流通A股股本(百万股)	543.49
A股总市值(百万元)	56,730.23
流通A股市值(百万元)	41,136.54
每股净资产(元)	5.64
资产负债率(%)	26.70
一年内最高/最低(元)	85.01/47.81

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	

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:业绩增长势不可挡，管理效率进一步提升》 2019-08-26
- 2 《泰格医药-公司点评:员工持股和股票激励为业绩保驾护航，股权投资利于资源协同》 2019-03-25
- 3 《泰格医药-公司点评:全年业绩高速增长不变，有望持续受益创新浪潮》 2019-03-01



财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,300.66	2,803.31	3,518.91	4,383.17	5,401.23
增长率(%)	36.37	21.85	25.53	24.56	23.23
EBITDA(百万元)	745.05	1,269.27	1,346.46	1,692.19	2,133.60
净利润(百万元)	472.18	841.63	1,035.88	1,310.03	1,669.23
增长率(%)	56.86	78.24	23.08	26.47	27.42
EPS(元/股)	0.63	1.12	1.38	1.75	2.23
市盈率(P/E)	120.14	67.40	54.77	43.30	33.99
市净率(P/B)	21.26	13.43	11.06	9.22	7.53
市销率(P/S)	24.66	20.24	16.12	12.94	10.50
EV/EBITDA	27.43	35.45	39.89	31.29	24.18

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	704.49	2,042.31	2,997.39	3,906.04	5,217.33	营业收入	2,300.66	2,803.31	3,518.91	4,383.17	5,401.23
应收票据及应收账款	781.67	1,080.39	933.21	1,307.08	1,393.53	营业成本	1,308.91	1,500.41	1,875.14	2,291.09	2,795.50
预付账款	47.16	26.08	57.26	59.79	74.71	营业税金及附加	9.29	11.00	12.62	16.87	20.45
存货	0.52	1.21	0.52	0.88	0.53	营业费用	54.45	81.07	102.05	131.50	162.04
其他	69.41	219.98	208.63	193.52	280.30	管理费用	314.20	349.64	404.67	482.15	540.12
流动资产合计	1,603.25	3,369.96	4,197.00	5,467.32	6,966.41	研发费用	88.03	124.05	144.28	175.33	216.05
长期股权投资	103.29	109.71	117.71	127.71	142.71	财务费用	7.39	9.56	6.91	(3.70)	(25.65)
固定资产	254.89	252.24	318.27	379.05	421.77	资产减值损失	50.96	0.00	10.00	15.00	8.33
在建工程	0.00	22.31	49.39	77.63	76.58	公允价值变动收益	5.15	185.00	160.00	180.00	200.00
无形资产	27.82	96.45	92.03	88.06	83.52	投资净收益	118.85	179.83	190.00	210.00	240.00
其他	2,290.54	3,681.98	3,766.06	3,851.43	4,031.04	其他	(252.43)	(721.89)	(700.00)	(780.00)	(880.00)
非流动资产合计	2,676.54	4,162.69	4,343.46	4,523.88	4,755.62	营业利润	595.85	1,084.65	1,313.24	1,664.94	2,124.38
资产总计	4,279.79	7,532.65	8,540.46	9,991.20	11,722.03	营业外收入	12.12	5.90	11.40	9.81	9.04
短期借款	602.83	863.77	1,063.77	1,113.77	1,013.77	营业外支出	1.90	1.39	1.68	1.65	1.57
应付票据及应付账款	44.03	75.19	23.77	116.88	63.55	利润总额	606.07	1,089.16	1,322.96	1,673.10	2,131.84
其他	561.78	851.73	755.23	828.34	1,055.55	所得税	99.28	113.84	132.30	167.31	213.18
流动负债合计	1,208.64	1,790.69	1,842.78	2,058.99	2,132.87	净利润	506.80	975.32	1,190.66	1,505.79	1,918.66
长期借款	3.43	36.50	35.50	35.00	34.50	少数股东损益	34.61	133.69	154.79	195.75	249.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	472.18	841.63	1,035.88	1,310.03	1,669.23
其他	33.55	183.81	82.88	100.08	122.26	每股收益(元)	0.63	1.12	1.38	1.75	2.23
非流动负债合计	36.99	220.31	118.38	135.08	156.76						
负债合计	1,245.63	2,011.00	1,961.15	2,194.07	2,289.62						
少数股东权益	365.58	1,296.19	1,450.98	1,646.73	1,896.15	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	500.18	749.51	749.51	749.51	749.51	成长能力					
资本公积	1,322.65	1,708.30	1,708.30	1,708.30	1,708.30	营业收入	36.37%	21.85%	25.53%	24.56%	23.23%
留存收益	2,417.35	3,642.82	4,378.82	5,400.89	6,786.74	营业利润	42.95%	82.03%	21.08%	26.78%	27.59%
其他	(1,571.60)	(1,875.17)	(1,708.30)	(1,708.30)	(1,708.30)	归属于母公司净利润	56.86%	78.24%	23.08%	26.47%	27.42%
股东权益合计	3,034.16	5,521.65	6,579.31	7,797.13	9,432.40	获利能力					
负债和股东权益总	4,279.79	7,532.65	8,540.46	9,991.20	11,722.03	毛利率	43.11%	46.48%	46.71%	47.73%	48.24%
						净利率	20.52%	30.02%	29.44%	29.89%	30.90%
						ROE	17.69%	19.92%	20.20%	21.30%	22.15%
						ROIC	29.06%	56.98%	62.90%	70.72%	79.71%
						偿债能力					
						资产负债率	29.10%	26.70%	22.96%	21.96%	19.53%
						净负债率	-1.87%	-20.08%	-28.10%	-34.83%	-43.76%
						流动比率	1.33	1.88	2.28	2.66	3.27
						速动比率	1.33	1.88	2.28	2.65	3.27
						营运能力					
						应收账款周转率	3.26	3.01	3.50	3.91	4.00
						存货周转率	8,634.13	3,251.15	4,076.39	6,257.94	7,659.56
						总资产周转率	0.59	0.47	0.44	0.47	0.50
						每股指标(元)					
						每股收益	0.63	1.12	1.38	1.75	2.23
						每股经营现金流	0.70	0.70	1.29	1.65	2.27
						每股净资产	3.56	5.64	6.84	8.21	10.05
						估值比率					
						市盈率	120.14	67.40	54.77	43.30	33.99
						市净率	21.26	13.43	11.06	9.22	7.53
						EV/EBITDA	27.43	35.45	39.89	31.29	24.18
						EV/EBIT	29.75	36.70	40.69	31.87	24.58

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	506.80	975.32	1,035.88	1,310.03	1,669.23
折旧摊销	61.20	47.25	26.31	30.95	34.86
财务费用	14.61	34.13	6.91	(3.70)	(25.65)
投资损失	(118.85)	(179.83)	(190.00)	(210.00)	(240.00)
营运资金变动	186.52	(2,415.76)	(230.17)	(264.76)	(186.49)
其它	(128.04)	2,066.44	314.79	375.75	449.43
经营活动现金流	522.24	527.56	963.70	1,238.27	1,701.38
资本支出	116.69	112.62	215.94	98.80	49.82
长期投资	12.83	6.42	8.00	10.00	15.00
其他	(496.06)	(757.19)	(307.55)	(195.72)	(96.67)
投资活动现金流	(366.53)	(638.15)	(83.62)	(86.92)	(31.85)
债权融资	647.65	933.64	1,148.54	1,190.11	1,089.60
股权融资	(200.54)	708.96	161.42	5.16	27.11
其他	(437.10)	(208.30)	(1,234.97)	(1,437.97)	(1,474.95)
筹资活动现金流	10.01	1,434.30	74.99	(242.69)	(358.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	165.72	1,323.70	955.08	908.66	1,311.29

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