



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

主营业务加速恢复，海外拓展推动转型升级

—泰格医药(300347)公司点评报告

2021年09月02日

周平

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

证券研究报告

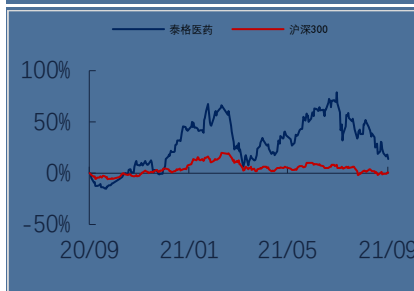
公司研究

公司点评报告

泰格医药(300347)

投资评级 无评级

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元) 130.00
52 周内股价波动区间 204.51-97.05 (元)
最近一月涨跌幅(%) 30.00
总股本(亿股) 8.72
流通 A 股比例(%) 85.89
总市值(亿元) 1,134.21
资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

主营业务加速恢复，海外拓展推动转型升级

2021 年 09 月 02 日

本期内容提要：

- 公司发布 2021 年中报，2021 年上半年实现营业收入 20.56 亿元，同比增长 41.62%；归母净利润 12.55 亿元，同比增长 25.65%；扣非归母净利润 5.43 亿元，同比增长 79.10%。
- 主营业务加速恢复，新签订单和新增员工驱动长期增长。1) 受益于国内新冠肺炎疫情的有效控制和国外新冠肺炎疫情的缓解、客户对多区域临床试验 (MRCT) 需求增加，公司业务逐季恢复，2021Q1 营业收入 9.02 亿元，同比增长 38.74%，2021Q2 营业收入 11.54 亿元，同比增长 43.96%。2) 2021H1 毛利率 47.57% (-0.89pp)，期间费用率 13.85% (-6.99pp)，扣非净利率 26.39% (+5.52pp)，过手费增加及汇率变动导致毛利率略降，利息收入增加大幅减少期间费用，实现扣非净利率明显提升。3) 员工人数达 7208 人，同比增长 35.69%，新增订单 50.75 亿元，同比增长 150.82%，员工数量和订单金额均实现了快速提升，有望推动业绩持续高增长。
- 两大业务均衡发展，海外拓展推动国际化转型升级。1) 2021H1 公司临床试验服务 (CTS) 与临床研究相关咨询服务 (CRLS) 业务收入分别为 10.33 亿元、10.16 亿元，同比增长 45.36%、38.42%。2) 2021H1 公司新增 9 项 MRCT 项目至 29 项，新增 16 项境外单一区域项目至 111 项，多区域临床试验已经布局至亚太、欧洲、非洲及拉丁美洲多地区；3) 2021H1 公司共有海外员工 854 人，全球项目管理团队扩充至 43 人，进一步提升海外临床试验 (特别是 MRCT) 的服务能力；4) 方达控股进行两次海外收购，提升基因组学和药物发现领域的服务能力，扩大实验室业务的服务及地域覆盖范围。
- 盈利预测：预计 2021-2023 年公司营业收入为 42.23、54.46 和 68.89 亿元，同比增长 32.28%、28.98%、26.49%；归母净利润分别为 19.94、24.33 和 28.63 亿元，同比增长 13.97%、22.00%、17.67%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 58/48/41 倍。
- 风险因素：医药行业研发投入及外包需求下降风险，全球疫情持续发展影响业务风险，汇率变动风险，行业竞争加剧风险，政策影响风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,803	3,192	4,223	5,446	6,889
增长率 YoY %	21.8%	13.9%	32.3%	29.0%	26.5%
归属母公司净利润(百万元)	842	1,750	1,994	2,433	2,863
增长率 YoY %	78.2%	107.9%	14.0%	22.0%	17.7%
毛利率%	46.5%	47.4%	44.9%	47.5%	47.5%
净资产收益率 ROE %	19.9%	10.9%	11.0%	11.8%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	0.96	2.01	2.29	2.79	3.28
市盈率 P/E(倍)	65.46	80.58	58.30	47.79	40.61
市净率 P/B(倍)	13.04	8.75	6.40	5.63	4.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 09 月 02 日收盘价

目 录

1. 主营业务加速恢复，新签订单和新增员工驱动长期增长	4
2. 两大业务均衡发展，海外拓展推动国际化转型升级	6
3. 盈利预测	7
4. 风险提示	7

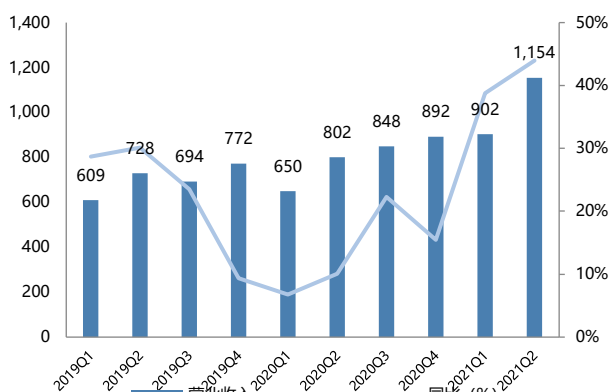
图 目 录

图 1：泰格医药营业收入逐季恢复（百万元）	4
图 2：泰格医药扣非归母净利润快速增长（百万元）	4
图 3：泰格医药利润率情况一览	4
图 4：泰格医药期间费用率情况一览	5
图 5：泰格医药员工人数大幅增长	5
图 6：泰格医药人均创收及创利情况一览（万元）	5
图 7：泰格医药历年新增订单情况一览（亿元）	6
图 8：泰格医药两大业务营收高速增长（百万元）	6
图 9：泰格医药业务占比一览	6
图 10：泰格医药 CTS 与 CRLS 业务毛利保持动态稳定（百万元）	7
图 11：泰格医药不同阶段药物临床试验占比一览	7
图 12：泰格医药不同地域药物临床试验占比一览	7

1. 主营业务加速恢复，新签订单和新增员工驱动长期增长

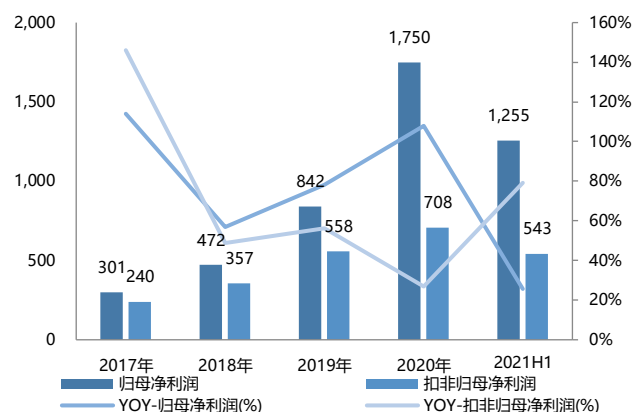
主营业务复苏，扣非归母净利润高增长。2021 年上半年，受益于国内新冠肺炎疫情的有效控制和国外新冠肺炎疫情的缓解，同时客户对多区域临床试验（MRCT）需求增加，公司业务加速恢复，主营业务收入 20.56 亿元，同比增长 41.62%，2021Q1 营业收入 9.02 亿元，同比增长 38.74%，2021Q2 营业收入 11.54 亿元，同比增长 43.96%，呈逐季恢复趋势；公司实现归母净利润 12.55 亿元，同比增长 25.65%，非经常性损益合计 7.12 亿元，扣非后归母净利润 5.43 亿元，同比增长 79.10%，反映公司盈利能力高速恢复。

图 1：泰格医药营业收入逐季恢复（百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

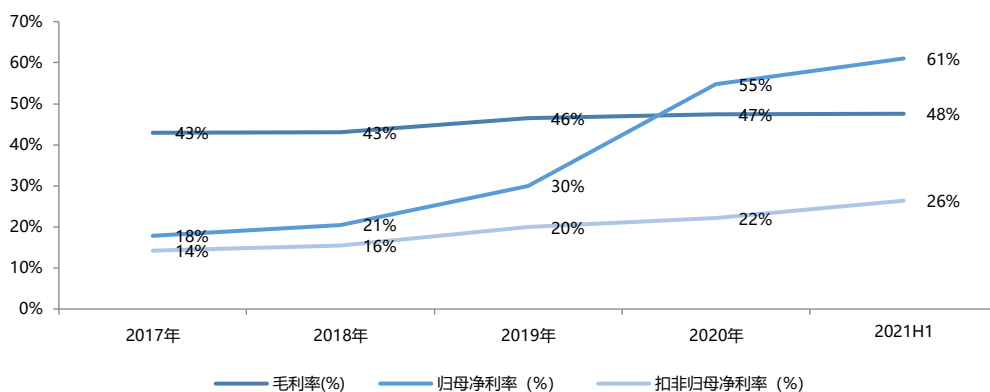
图 2：泰格医药扣非归母净利润快速增长（百万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

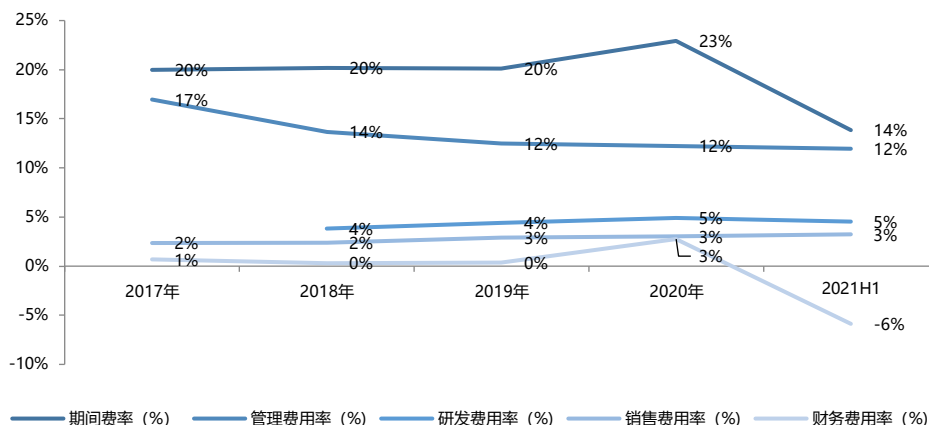
公司整体毛利率略有下降，净利率增长明显。2021H1 公司毛利率 47.57%，同比下降 0.89 个百分点，主要由于公司新开展的 MRCT 项目，过手费高于其他临床业务，导致临床试验技术服务毛利率略有下降，同时由于人民币兑美元出现大幅升值，公司以美元结算的项目毛利受到一定影响。

图 3：泰格医药利润率情况一览



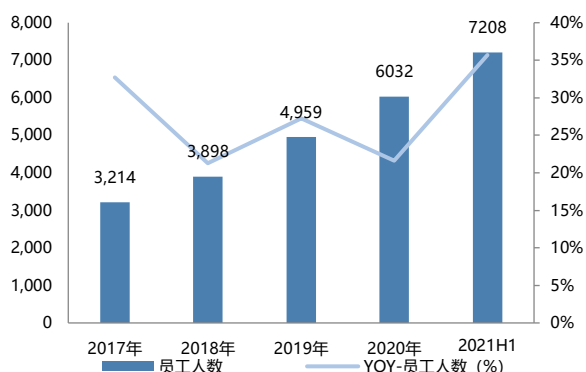
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

财务费用率大幅下降，拉动扣非净利率提升。2021H1 销售费用率 3.24%，同比上升 0.5 个百分点，主要由于公司销售团队人数、薪酬增加以及市场活动增多；管理费用率 11.95%，同比下降 0.57 个百分点，我们认为主要是规模效应带来的管理费用率的改善；研发费用率 4.52%，同比下降 0.46 个百分点；财务费用率 -5.87%，主要由于报告期内公司 H 股募集资金利息收入增加所致；利息收入对期间费用率下降、扣非净利率上升贡献最为明显，2021H1 公司期间费用率 13.85%，同比下降 6.99 个百分点，扣非净利率 26.39%，同比上升 5.52 个百分点。

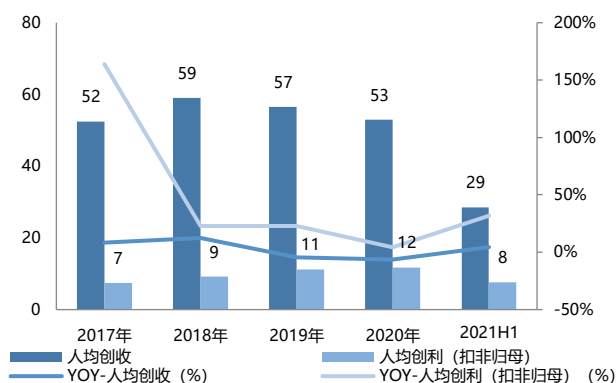
图 4：泰格医药期间费用率情况一览


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

员工数量同比增长 35.69%，人均创利（扣非归母）高增长。2021H1 公司员工人数达 7208 人，同比增长 35.69%，距 2020 年末增长近 1200 人，员工人数的快速扩充提升公司运营效率，对营业收入和扣非归母净利润均有较大贡献，2021H1 人均创收 28.5 万元，同比增长 4.4%，人均创利（扣非归母）7.5 万元，同比增长 32.0%。我们认为，员工人数的高增长提升了公司承接项目的能力，显示了公司对未来订单与业绩的信心，随着疫情影响的业务进一步复苏，公司人效有望进一步上升。

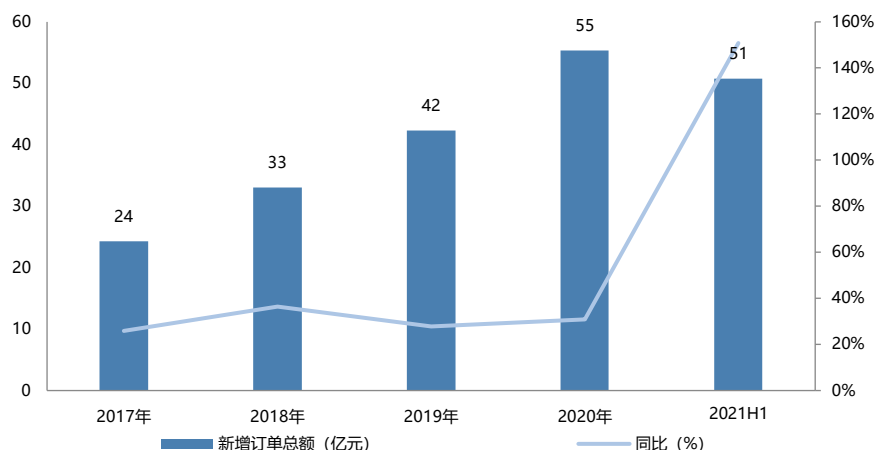
图 5：泰格医药员工人数大幅增长


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：泰格医药人均创收及创利情况一览（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

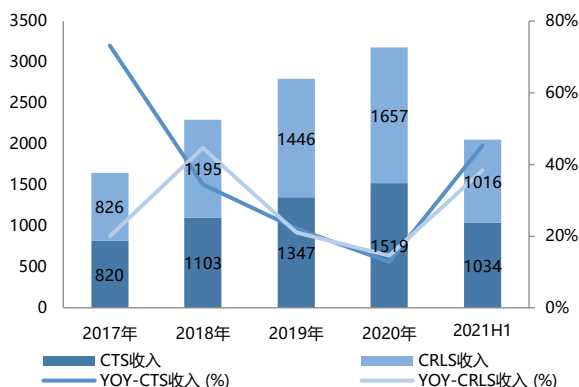
全球临床试验需求高涨，新签订单大幅增加，奠定下一阶段发展基础。公司作为可以提供全流程服务的国内临床 CRO 龙头公司，受益于全球医药和医疗器械公司持续投入研发资金、受疫情影响的研发活动逐步恢复、新冠肺炎相关的临床试验需求增加等原因，2021H1 公司新增订单 50.75 亿元，同比增长 150.82%。由于临床试验订单执行周期较长，需要约 3 年左右的时间消化订单，我们认为，高额新增订单为公司下一阶段的发展提供了坚实基础。

图 7：泰格医药历年新增订单情况一览（亿元）


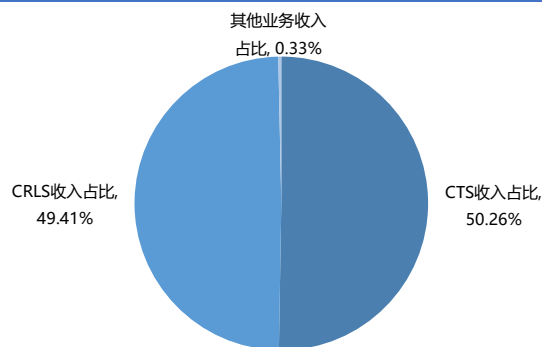
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2. 两大业务均衡发展，海外拓展推动国际化转型升级

临床试验技术服务（CTS）与临床研究相关咨询服务（CRLS）同步发展、营业收入实现同步高增长。2021H1 公司 CTS 业务收入 10.33 亿元，同比增长 45.36%，高增长主要由于 1) 2020H1 大临床业务进度受疫情影响较大，基数较低；2) 客户对 MRCT 业务需求增加；3) 医学翻译及药物警戒业务持续贡献高增长收入。公司 CRLS 业务收入 10.16 亿元，同比增长 38.42%，高增长受益于 1) 2020H1 SMO 业务受疫情影响大，基数较低；2) 2021 年疫情的不利影响逐步消退，客户需求逐步增加。公司 CTS 及 CRLS 业务收入合计占公司总收入 99.5% 以上，分配均匀，共同推动公司高速发展。

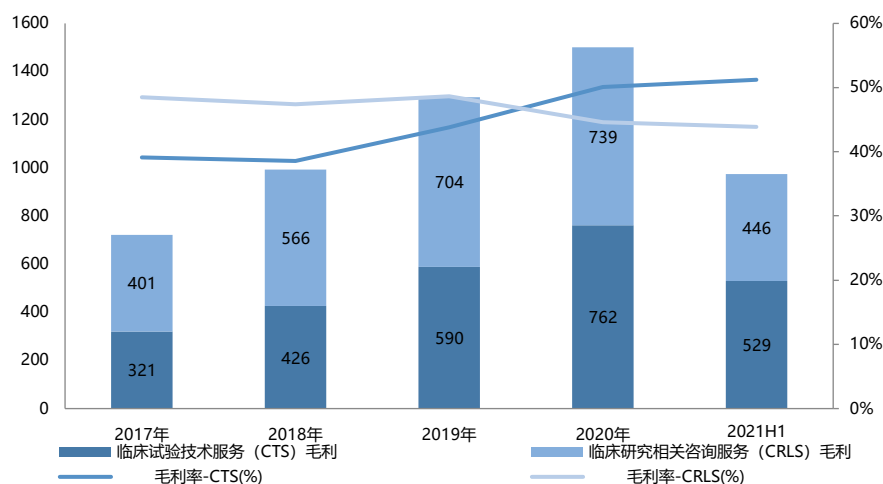
图 8：泰格医药两大业务营收高速增长（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：泰格医药业务占比一览


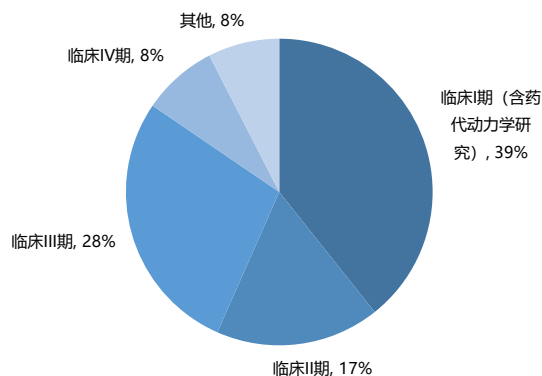
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业务构成稳定内部毛利率。 CTS 业务板块包含临床试验运营服务、医学翻译及注册服务、药物警戒服务等，2021H1 CTS 业务毛利率 51.22%，同比下降 0.28 个百分点，过手费上升导致的临床试验运营服务毛利率下降被高毛利的医学翻译及注册服务所抵消；CRLS 业务板块包含数据管理与统计分析服务、SMO 服务、实验室服务等，2021H1 CRLS 业务毛利率 43.89%，同比下降 1.32 个百分点，汇率变动导致的数统业务毛利率降低被实验室服务毛利率回升所抵消，业务结构稳定了内部毛利率，形成动态平衡状态。

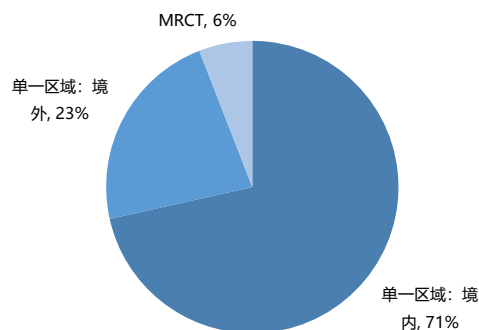
图 10：泰格医药 CTS 与 CRLS 业务毛利保持动态稳定（百万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

深度布局海外业务，加速推进国际化转型升级。截止至 2021 年 6 月 30 日，公司共有 491 项药物临床试验项目，在境外开展的单一区域项目为 111 项，新增 16 项，MRCT 项目为 29 项，新增 9 项。为进一步提升海外临床试验（特别是 MRCT）的服务能力，2021 年上半年，公司新增 12 名经验丰富的全球项目管理人员，将全球项目管理团队扩充至 43 人，同时，公司扩大了美国临床运营团队的服务范围，与美国 20 多个领先的肿瘤学临床试验中心进行合作。2021 年上半年，子公司方达控股分别收购了两家美国公司，进一步提升基因组学和药物发现领域的服务能力，扩大实验室业务的服务及覆盖范围。

图 11：泰格医药不同阶段药物临床试验占比一览


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：泰格医药不同地域药物临床试验占比一览


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3. 盈利预测

我们预计 2021-2023 年公司营业收入为 42.23、54.46 和 68.89 亿元，同比增长 32.28%、28.98%、26.49%；归母净利润分别为 19.94、24.33 和 28.63 亿元，同比增长 13.97%、22.00%、17.67%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 58/48/41 倍。

4. 风险提示

1) 医药行业研发投入及外包需求下降风险

公司主营业务为医药临床试验及相关服务，医药企业的研发投入和外包服务的需求直接影响公司的订单来源，如果行业研发投入下降或外包率降低，公司业务将受到不利影响。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

2) 全球疫情持续发展影响业务风险

公司多项业务如临床试验运营服务、SMO 业务均需要在医院现场办公，如果全球疫情持续或加剧，公司业务将受到不利影响。

3) 汇率变动风险

公司部分业务收入以美元结算为主，如果未来人民币兑美元大幅升值，公司的收入增长可能受到负面影响。

4) 行业竞争加剧风险

公司面临着国外龙头 CRO 公司及国内快速发展的中小型 CRO 公司的竞争，同时面临着药企自有临床团队的潜在竞争，若行业竞争加剧，公司业务将受到不利影响。

5) 政策影响风险

医药行业受到严格的监管，公司经营情况受行业法规及标准影响较大。



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,370	11,646	14,304	17,398	21,101
货币资金	2,042	10,124	11,309	12,843	14,884
应收票据	6	5	6	7	9
应收账款	1,075	491	649	837	1,059
预付账款	26	28	40	49	61
存货	1	5	6	8	10
其他	220	994	2,295	3,654	5,078
非流动资产	4,163	7,860	7,971	8,126	8,306
长期股权投资	110	60	60	60	60
固定资产(合计)	252	300	381	486	617
无形资产	96	142	142	142	142
其他	3,704	7,358	7,388	7,438	7,488
资产总计	7,533	19,506	22,275	25,524	29,407
流动负债	1,791	1,139	1,520	1,856	2,318
短期借款	864	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	75	101	140	172	218
其他	852	1,038	1,379	1,683	2,100
非流动负债	220	508	508	508	508
长期借款	37	0	0	0	0
其他	184	508	508	508	508
负债合计	2,011	1,648	2,028	2,364	2,826
少数股东权益	1,296	1,740	2,092	2,504	2,970
归属母公司股东权益	4,225	16,119	18,155	20,655	23,611
负债和股东权益	7,533	19,506	22,275	25,524	29,407

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,803	3,192	4,223	5,446	6,889
同比(%)	21.8%	13.9%	32.3%	29.0%	26.5%
归属母公司净利润	842	1,750	1,994	2,433	2,863
同比(%)	78.2%	107.9%	14.0%	22.0%	17.7%
毛利率(%)	46.5%	47.4%	44.9%	47.5%	47.5%
ROE%	19.9%	10.9%	11.0%	11.8%	12.1%
EPS(摊薄)(元)	0.96	2.01	2.29	2.79	3.28
P/E	65.46	80.58	58.30	47.79	40.61
P/B	13.04	8.75	6.40	5.63	4.92
EV/EBITDA	59.08	130.00	100.66	67.94	51.39

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,803	3,192	4,223	5,446	6,889
营业成本	1,500	1,678	2,325	2,861	3,617
营业税金及附加	11	11	17	22	28
销售费用	81	97	148	174	207
管理费用	350	391	507	626	758
研发费用	124	157	190	245	310
财务费用	10	88	-268	-302	-347
减值损失合计	0	5	-20	-25	-30
投资净收益	180	284	274	300	310
其他	177	1,162	1,019	1,033	1,041
营业利润	1,085	2,222	2,578	3,127	3,638
营业外收支	5	-4	0	0	0
利润总额	1,089	2,219	2,578	3,127	3,638
所得税	114	190	232	281	309
净利润	975	2,029	2,346	2,846	3,329
少数股东损益	134	279	352	413	466
归属母公司净利润	842	1,750	1,994	2,433	2,863
EBITDA	784	1,010	1,047	1,528	1,980
EPS(当年)(元)	0.96	2.01	2.29	2.79	3.28

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	528	999	988	1,332	1,829
净利润	975	2,029	2,346	2,846	3,329
折旧摊销	47	150	10	10	10
财务费用	34	198	0	0	0
投资损失	-180	-180	-284	-274	-300
营运资金变动	-128	-4	-113	-249	-230
其它	-222	-1,090	-980	-975	-970
投资活动现金流	-638	-2,367	196	202	212
资本支出	-100	-156	-78	-98	-98
长期投资	-552	-2,056	-1,000	-1,000	-1,000
其他	13	-156	1,274	1,300	1,310
筹资活动现金流	1,434	9,339	0	0	0
吸收投资	1,441	11,212	0	0	0
借款	180	-903	0	0	0
支付利息或股息	-266	-271	0	0	0
现金流净增加额	1,339	7,923	1,185	1,534	2,041

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

赵雅韵，团队成员，西安交通大学化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券，负责CDMO、医药消费研究。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琮玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。