



Research and  
Development Center

# 业绩超预期，股权激励提升员工稳定性，驱动公司稳健发展

—泰格医药(300347)公司点评报告

2022年03月28日

周平 医药行业首席分析师

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

相关研究

1. 三季报业绩超预期，公司业务加速恢复
2. 主营业务加速恢复，海外拓展推动转型升级

## 证券研究报告

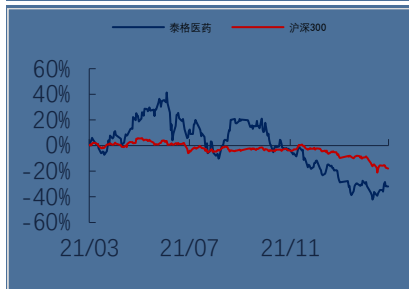
## 公司研究

## 公司点评报告

### 泰格医药(300347)

### 投资评级

### 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)         | 98.60        |
| 52 周内股价波动区间(元) | 209.41-80.21 |
| 最近一月涨跌幅(%)     | -5.92        |
| 总股本(亿股)        | 8.72         |
| 流通 A 股比例(%)    | 64.38        |
| 总市值(亿元)        | 830.34       |

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

## 业绩超预期，股权激励提升员工稳定性，驱动公司稳健发展

2022 年 03 月 28 日

### 本期内容提要：

#### 事件：

泰格医药发布 2021 年年报。公司全年实现营业收入 52.14 亿，同比增长 63.32%；实现归母净利润 28.74 亿，同比增长 64.26%；实现扣非归母净利润 12.32 亿，同比增长 73.90%；公司全年经营现金流净额为 14.24 亿元，同比增加 42.57%。

#### 公司发布 H 股股票增值权激励计划（草案）及 A 股员工持股计划（草案）。

在 H 股股权激励计划草案中，公司为激励与公司海外资公司有雇佣或劳务关系的高管、核心技术及业务人员等，计划向授予对象（不超过 90 人）授予不超过 44.99 万份 H 股股票增值权，约占草案公告时公司股本总额的 0.0516%。在 A 股员工持股计划草案中，公司向董事、监事、高管及核心技术（业务）骨干员工等不超过 782 人以 73.80 元受让不超过 360.81 万股。

#### 点评：

- **毛利率下降，规模效应大幅降低费用率，拉升净利率。**公司 2021 年综合毛利率为 43.55%（同比-3.88 个 pp），归母净利率为 55.13%（同比+0.32 个 pp），扣非归母净利率为 23.62%（同比+1.44 个 pp）。2021 年期间费用率 12.90%（同比-10.03 个 pp），其中管理费用率为 10.50%（同比-1.74 个 pp）、研发费用率为 4.06%（同比-0.84 个 pp）、销售费用率 2.48%（同比-0.54 个 pp）、财务费用率-4.15%（同比-6.91 个 pp）。业务过手费上升、汇兑损失拉低综合毛利率，规模效应大幅降低公司期间费用率，维持净利率稳定。
- **两大业务双轨驱动，海外拓展成效初显，推动业绩高速增长。**2021 年，2020 年受到疫情不利影响的业务出现强劲增长、客户需求上升、国内外疫情控制较好、经济进一步恢复等多种因素推动公司主营业务高速增长。在**临床实验技术**方面，公司实现收入 51.87 亿元，同比+63.32%，毛利率 43.38%；正在进行的 567 个临床项目（+178 个），包括 231 个 I 期及 BE 项目、106 个 II 期、148 个 III 期、37 个 IV 期及 45 个 IIT 及真实世界研究；分区域看，公司共用 385 项境内单一项目、132 项境外单一项目及 50 项多中心项目；公司大力拓展医疗器械的服务领域，2021 年助力 3 个创新医疗器械以及 2 个人工智能医疗软件上市，目前有 341 项正在进行中的器械项目。在**临床研究相关服务及实验室服务**方面，公司实现收入 29.94 亿元，同比+32.39%，毛利率 41.48%；2021 年完成 203 个现场管理项目（SMO）项目、正在执行 1432 个（+252 个），CRC 超 2700 人；数统业务共有 743 项正在进行的项目，国内执行 485 个、国外执行 258 个，实现中外无缝协作，同年新增客户 47 位，进一步扩大影响力；方达控股在执行项目 2516 个（+487 个），同年进行多项收购及扩建，大幅增加实验室产能、提升业务范围及地域覆盖范围。两大业务合力驱动公司稳健发展，实现新增订单 96.45 亿元，统一+74.22%，在手订单 114.05 亿元，同比+57.09%。

- **股权激励提升公司员工稳定性，彰显长期稳健发展信心。**作为轻资产运营、以人员驱动发展的公司，目前拥有员工 8326 名，其中项目运营人员 7602 名，中国 6672 名、亚太（中国除外）320 名、美洲 574 名、欧洲+中东+非洲 36 名，从人员数量看，公司海外拓展成效显著。我们认为，两份股权激励及持股计划草案有利于降低公司流动性，提升人员稳定性，增加公司执行能力。两份草案均对 22-23 年业绩做出考核要求：在 2021 年净利润基础上，2022 年实现 40% 以上增速、2023 年实现 75% 以上增速、2024 年实现 105% 以上增速，高增长的业绩指引显示公司长期稳健发展的目标和信心。
- **盈利预测：**基于公司新增订单及在手订单超出预期以及公司股权激励目标设置，我们上调对公司的盈利预期，预计 2022-2024 年公司营业收入为 77.93/114.89/168.92 亿元，同比增长 49.5%/47.4%/47.0%；归母净利润分别为 39.39/51.42/67.55 亿元，同比增长 37.1%/30.55/31.4%，对应 2022-2024 年 PE 分别为 22/17/13 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧、医药行业研发投入及外包需求下降风险、国内国际政策、核心技术人员流失等风险。

| 重要财务指标        | 2020A  | 2021A | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)    | 3,192  | 5,214 | 7,793 | 11,489 | 16,892 |
| 增长率 YoY%      | 13.9%  | 63.3% | 49.5% | 47.4%  | 47.0%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,750  | 2,874 | 3,939 | 5,142  | 6,755  |
| 增长率 YoY%      | 107.9% | 64.3% | 37.1% | 30.5%  | 31.4%  |
| 毛利率%          | 47.4%  | 43.6% | 46.7% | 47.8%  | 49.0%  |
| 净资产收益率 ROE%   | 10.9%  | 15.9% | 18.1% | 19.0%  | 19.9%  |
| EPS(摊薄)(元)    | 2.01   | 3.29  | 4.52  | 5.89   | 7.74   |
| 市盈率 P/E(倍)    | 80.58  | 38.79 | 21.84 | 16.73  | 12.74  |
| 市净率 P/B(倍)    | 8.75   | 6.15  | 3.95  | 3.18   | 2.53   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 27 日收盘价



| 资产负债表     |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元    |        |        |        |        |        |
| 会计年度      | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 流动资产      | 11,646 | 10,852 | 14,434 | 20,793 | 29,536 |
| 货币资金      | 10,124 | 8,544  | 9,296  | 12,567 | 17,697 |
| 应收票据      | 5      | 7      | 11     | 16     | 23     |
| 应收账款      | 491    | 809    | 1,208  | 1,782  | 2,619  |
| 预付账款      | 28     | 59     | 83     | 120    | 172    |
| 存货        | 5      | 6      | 9      | 13     | 19     |
| 其他        | 994    | 1,426  | 3,827  | 6,296  | 9,006  |
| 非流动资产     | 7,860  | 12,889 | 13,801 | 14,638 | 15,399 |
| 长期股权投资    | 60     | 739    | 839    | 889    | 889    |
| 固定资产(合计)  | 300    | 438    | 670    | 876    | 1,058  |
| 无形资产      | 142    | 251    | 321    | 391    | 461    |
| 其他        | 7,358  | 11,462 | 11,972 | 12,482 | 12,992 |
| 资产总计      | 19,506 | 23,741 | 28,235 | 35,431 | 44,936 |
| 流动负债      | 1,139  | 2,413  | 2,572  | 3,595  | 5,062  |
| 短期借款      | 0      | 492    | 0      | 0      | 0      |
| 应付票据      | 0      | 22     | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款      | 101    | 126    | 178    | 256    | 368    |
| 其他        | 1,038  | 1,773  | 2,394  | 3,339  | 4,693  |
| 非流动负债     | 508    | 723    | 723    | 723    | 723    |
| 长期借款      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他        | 508    | 723    | 723    | 723    | 723    |
| 负债合计      | 1,648  | 3,136  | 3,295  | 4,318  | 5,785  |
| 少数股东权益    | 1,740  | 2,482  | 3,177  | 4,049  | 5,148  |
| 归属母公司股东权益 | 16,119 | 18,124 | 21,763 | 27,064 | 34,002 |
| 负债和股东权益   | 19,506 | 23,741 | 28,235 | 35,431 | 44,936 |

#### 重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度       | 2020A  | 2021A | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入      | 3,192  | 5,214 | 7,793 | 11,489 | 16,892 |
| 同比 (%)     | 13.9%  | 63.3% | 49.5% | 47.4%  | 47.0%  |
| 归属母公司净利润   | 1,750  | 2,874 | 3,939 | 5,142  | 6,755  |
| 同比 (%)     | 107.9% | 64.3% | 37.1% | 30.5%  | 31.4%  |
| 毛利率 (%)    | 47.4%  | 43.6% | 46.7% | 47.8%  | 49.0%  |
| ROE%       | 10.9%  | 15.9% | 18.1% | 19.0%  | 19.9%  |
| EPS(摊薄)(元) | 2.01   | 3.29  | 4.52  | 5.89   | 7.74   |
| P/E        | 80.58  | 38.79 | 21.84 | 16.73  | 12.74  |
| P/B        | 8.75   | 6.15  | 3.95  | 3.18   | 2.53   |
| EV/EBITDA  | 130.00 | 66.92 | 29.29 | 18.51  | 11.43  |

| 利润表        |       |       |       |        |        |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 单位:百万元     |       |       |       |        |        |
| 会计年度       | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E  | 2024E  |
| 营业总收入      | 3,192 | 5,214 | 7,793 | 11,489 | 16,892 |
| 营业成本       | 1,678 | 2,943 | 4,155 | 5,995  | 8,620  |
| 营业税金及附加    | 11    | 23    | 26    | 39     | 57     |
| 销售费用       | 97    | 129   | 144   | 207    | 313    |
| 管理费用       | 391   | 547   | 608   | 885    | 1,301  |
| 研发费用       | 157   | 212   | 296   | 437    | 642    |
| 财务费用       | 88    | -216  | -212  | -273   | -378   |
| 减值损失合计     | 5     | -13   | -20   | -25    | -30    |
| 投资净收益      | 284   | 312   | 546   | 804    | 845    |
| 其他         | 1,162 | 1,822 | 1,737 | 1,557  | 1,384  |
| 营业利润       | 2,222 | 3,697 | 5,038 | 6,537  | 8,537  |
| 营业外收支      | -4    | -12   | 0     | 0      | 0      |
| 利润总额       | 2,219 | 3,685 | 5,038 | 6,537  | 8,537  |
| 所得税        | 190   | 293   | 403   | 523    | 683    |
| 净利润        | 2,029 | 3,392 | 4,635 | 6,014  | 7,854  |
| 少数股东损益     | 279   | 518   | 695   | 872    | 1,100  |
| 归属母公司净利润   | 1,750 | 2,874 | 3,939 | 5,142  | 6,755  |
| EBITDA     | 1,010 | 1,556 | 2,643 | 4,007  | 6,040  |
| EPS(当年)(元) | 2.01  | 3.29  | 4.52  | 5.89   | 7.74   |

#### 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度    | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金  | 999    | 1,424  | 2,001  | 3,224  | 4,943  |
| 净利润     | 2,029  | 3,392  | 4,635  | 6,014  | 7,854  |
| 折旧摊销    | 150    | 197    | 80     | 80     | 80     |
| 财务费用    | 198    | 37     | 11     | 0      | 0      |
| 投资损失    | -284   | -312   | -546   | -804   | -845   |
| 营运资金变动  | -4     | -143   | -499   | -590   | -877   |
| 其它      | -1,090 | -1,746 | -1,680 | -1,475 | -1,270 |
| 投资活动现金流 | -2,367 | -2,783 | -312   | 46     | 187    |
| 资本支出    | -156   | -367   | -598   | -548   | -498   |
| 长期投资    | -2,056 | -2,391 | -1,805 | -1,555 | -1,305 |
| 其他      | -156   | -24    | 2,091  | 2,149  | 1,990  |
| 筹资活动现金流 | 9,339  | -163   | -937   | 0      | 0      |
| 吸收投资    | 11,212 | 272    | 0      | 0      | 0      |
| 借款      | -903   | 492    | -492   | 0      | 0      |
| 支付利息或股息 | -271   | -284   | -444   | 0      | 0      |
| 现金流净增加额 | 7,923  | -1,582 | 752    | 3,271  | 5,130  |

## 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。

**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。

**史玉琢**，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021 年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

## 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 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北区销售总监  | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@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     |
| 华北区销售    | 魏冲  | 18340820155 | weichong@cindasc.com     |
| 华东区销售总监  | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@cindasc.com     |
| 华东区销售副总监 | 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    | 朱尧  | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com       |
| 华东区销售    | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com  |
| 华东区销售    | 方威  | 18721118359 | fangwei@cindasc.com      |
| 华东区销售    | 孙僮  | 18610826885 | suntong@cindasc.com      |
| 华东区销售    | 贾力  | 15957705777 | jiali@cindasc.com        |
| 华南区销售总监  | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南区销售副总监 | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南区销售    | 王之明 | 1599555916  | wangzhiming@cindasc.com  |
| 华南区销售    | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |
| 华南区销售    | 刘韵  | 13620005606 | liuyun@cindasc.com       |
| 华南区销售    | 黄夕航 | 16677109908 | huangxihang@cindasc.com  |
| 华南区销售    | 许锦川 | 13699765009 | xujinchuan@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）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；  | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：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。