

疫情下业绩高增持续，全球化布局值得期待

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022 年上半年公司实现营业收入 35.9 亿元，同比增长 74.8%；实现归母净利润 11.9 亿元，同比减少 5%；实现归母扣非净利润 7.7 亿元，同比增长 42.1%。
- **疫情下业绩稳健增长，盈利能力略受外部影响。**2022H1 公司毛利率为 39.7%(-7.9pp)，主要原因：1) 上半年新冠肺炎相关 MRCT 直接项目成本增加；2) 部分大临床项目过手费金额占比较高；3) 人民币升值汇率波动影响数据管理和统计分析业务毛利率。若未来人民币汇率趋于稳定且大临床业务中过手费占比较高项目整体占比下降，毛利率有望回升。净利率为 36.7%(-40.6pp)，降幅更大，主要由非经常性损益中公允价值变动收益下降较大所致，剔除后扣非归母净利率同比-4.9pp，与毛利率降幅处于同一水平。销售费率为 2.2%(-1pp)，管理费率为 8.7%(-3.2pp)，研发费率为 3.1%(-1.4pp)，财务费率为 -2.3%(+3.6pp)，随着规模效应持续显著，费用率呈下降趋势，财务费用明显增长主要由于短期借款导致利息费用增加及 H 股募集资金利息收入减少等所致。分季度看，2022Q2 公司实现收入 17.8 亿元(+53.9%)，归母净利润 6.7 亿元(-15.7%)，归母扣非净利润 3.9 亿元(+25.2%)，主要由于疫情影响部分临床试验项目进度延迟。
- **临床试验技术服务覆盖领域广泛，项目管线数量快速增长。**2022H1 公司临床试验技术服务业务实现收入 19.7 亿元(+110.2%)，主要由于新冠相关多区域临床试验、临床试验运营及其他服务收入增加。1) **药物临床试验：**正在进行的药物临床研究项目共 607 个(+23.6%)，其中处于临床 VII/III/IV 期项目 252/117/149/37 个(+30.6%/+37.6%/+8.8%/-5.1%)，境外单一区域项目占比为 24.5%(+1.9pp)，共 58 个多区域临床试验项目正在亚太、北美洲、欧洲、非洲及拉丁美洲等 20 余国开展，涉及治疗领域包括肿瘤、中枢神经系统、罕见病及疫苗等；2) **医疗器械：**正在进行 403 个医疗器械项目，包括医疗器械和 IVD 临床试验运营、医学监查、方案设计和医学撰写等，此外上半年主导两项医疗器械质量体系团体标准起草工作；3) **医学注册：**目前服务客户数量 582 家，累计完成项目 1124 个，上半年完成 FDA 相关新增注册项目同比增长 67%，在超 20 个国家协助完成多个 MRCT 监管申报材料，成功助力客户获得多个 IND 批准。该板块业务还涵盖药物警戒服务、真实世界研究、医学翻译等服务。
- **临床试验相关服务及实验室服务稳定发展。**2022H1 公司临床试验相关服务及实验室服务业务收入 13.8 亿元(+35.9%)，主要由于实验室服务、数据管理与统计分析等服务收入增加。1) **实验室服务：**目前正在执行项目 2664 个(+10.2%)，此外子公司方达控股持续扩建完善一体化药物发现和开发服务平台，武汉用于提供小分子创新药研发、从靶点筛选到临床前药理学研究的一站式研发服务的研究设施预计 2023Q1 部分投入运营，上海约 7000 平方英尺 GMP 公斤级实验室和 17000 平方英尺新药物化学实验室于 2022H1 完成建设并开始运营；2) **现场管理：**目前正在执行项目 1469 个(+10.5%)，团队规模 2503 人，拥有 2108 名全职 CRC，在疫情封控期间为避免超过 700 次错过访视做出贡献；3) **数据管理与统计分析服务：**市场份额位居国内行业前列，目前客户数量 208 家，共有

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.72
流通 A 股(亿股)	5.66
52 周内股价区间(元)	79.3-207.19
总市值(亿元)	915.28
总资产(亿元)	237.41
每股净资产(元)	20.77

相关研究

1. 泰格医药 (300347)：订单放量驱动业绩高增，国际布局持续深化 (2022-03-31)
2. 泰格医药 (300347)：业绩增长超预期，国际化值得期待 (2021-10-24)

786 个正在进行的项目(+15.4%)，此外于 2 月推出数据管理及统计分析数字化解决方案，包括 4 个数据管理模块和 5 个统计分析模块。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 4.07 元、4.66 元、5.46 元，对应 PE 分别为 26、22、19 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**订单数量下滑或波动，产能投运不及预期，业务拓展不及预期。



指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5213.54	6883.72	8744.86	10883.74
增长率	63.32%	32.04%	27.04%	24.46%
归属母公司净利润（百万元）	2874.16	3554.93	4068.37	4765.58
增长率	64.26%	23.69%	14.44%	17.14%
每股收益 EPS（元）	3.29	4.07	4.66	5.46
净资产收益率 ROE	16.46%	17.08%	16.78%	16.84%
PE	32	26	22	19
PB	5.05	4.31	3.72	3.20

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5213.54	6883.72	8744.86	10883.74	净利润	3391.70	4157.88	4765.60	5586.34
营业成本	2942.88	3795.50	5151.85	6506.09	折旧与摊销	122.55	72.43	72.43	72.43
营业税金及附加	22.54	29.76	37.80	47.05	财务费用	-216.36	34.51	40.09	46.51
销售费用	129.40	172.09	218.62	272.09	资产减值损失	-12.92	0.00	0.00	0.00
管理费用	547.48	722.79	918.21	1142.79	经营营运资本变动	-187.28	161.92	99.58	-88.18
财务费用	-216.36	34.51	40.09	46.51	其他	-1673.90	-2400.00	-2798.00	-3201.00
资产减值损失	-12.92	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1423.80	2026.74	2179.71	2416.10
投资收益	312.28	400.00	500.00	600.00	资本支出	-704.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1815.39	2000.00	2300.00	2600.00	其他	-2077.95	2400.00	2800.00	3200.00
其他经营损益	18.48	25.00	30.00	35.00	投资活动现金流净额	-2782.68	2400.00	2800.00	3200.00
营业利润	3696.97	4554.07	5208.28	6104.21	短期借款	492.32	-492.32	0.00	0.00
其他非经营损益	-12.40	-6.65	-8.06	-8.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3684.57	4547.42	5200.22	6095.89	股权融资	-111.65	0.00	0.00	0.00
所得税	292.86	389.55	434.62	509.56	支付股利	-261.72	-574.83	-710.99	-813.67
净利润	3391.70	4157.88	4765.60	5586.34	其他	-282.04	-168.82	-40.09	-46.51
少数股东损益	517.54	602.94	697.24	820.76	筹资活动现金流净额	-163.09	-1235.97	-751.08	-860.18
归属母公司股东净利润	2874.16	3554.93	4068.37	4765.58	现金流量净额	-1581.55	3190.77	4228.63	4755.92
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	8544.36	11735.13	15963.75	20719.67	成长能力				
应收和预付款项	926.29	1479.76	1720.21	2178.19	销售收入增长率	63.32%	32.04%	27.04%	24.46%
存货	6.10	7.86	8.67	12.47	营业利润增长率	66.36%	23.18%	14.37%	17.20%
其他流动资产	1375.06	108.94	130.50	155.29	净利润增长率	67.16%	22.59%	14.62%	17.22%
长期股权投资	738.80	738.80	738.80	738.80	EBITDA 增长率	50.40%	29.36%	14.16%	16.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	655.13	618.83	582.54	546.24	毛利率	43.55%	44.86%	41.09%	40.22%
无形资产和开发支出	2029.58	1996.97	1964.36	1931.74	三费率	8.83%	13.50%	13.46%	13.43%
其他非流动资产	9465.86	9462.34	9458.82	9455.30	净利率	65.06%	60.40%	54.50%	51.33%
资产总计	23741.17	26148.62	30567.64	35737.70	ROE	16.46%	17.08%	16.78%	16.84%
短期借款	492.32	0.00	0.00	0.00	ROA	14.29%	15.90%	15.59%	15.63%
应付和预收款项	684.88	880.31	1172.95	1498.69	ROIC	118.34%	133.86%	154.65%	174.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	69.11%	67.71%	60.84%	57.18%
其他负债	1958.77	924.08	995.84	1067.49	营运能力				
负债合计	3135.97	1804.39	2168.79	2566.18	总资产周转率	0.24	0.28	0.31	0.33
股本	872.44	872.44	872.44	872.44	固定资产周转率	14.12	16.40	22.80	31.34
资本公积	11886.63	11886.63	11886.63	11886.63	应收账款周转率	8.02	6.45	6.14	6.32
留存收益	6088.11	9068.21	12425.59	16377.50	存货周转率	544.16	543.92	556.02	538.92
归属母公司股东权益	18123.63	21259.72	24617.10	28569.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.62%	—	—	—
少数股东权益	2481.57	3084.51	3781.75	4602.51	资本结构				
股东权益合计	20605.20	24344.24	28398.85	33171.52	资产负债率	13.21%	6.90%	7.10%	7.18%
负债和股东权益合计	23741.17	26148.62	30567.64	35737.70	带息债务/总负债	15.70%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.50	12.33	12.33	12.52
					速动比率	4.50	12.32	12.32	12.51
					股利支付率	9.11%	16.17%	17.48%	17.07%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	3603.16	4661.02	5320.81	6223.15	每股收益	3.29	4.07	4.66	5.46
PE	31.84	25.75	22.50	19.21	每股净资产	20.77	24.37	28.22	32.75
PB	5.05	4.31	3.72	3.20	每股经营现金	1.63	2.32	2.50	2.77
PS	17.56	13.30	10.47	8.41	每股股利	0.30	0.66	0.81	0.93
EV/EBITDA	20.62	15.09	12.42	9.86					
股息率	0.29%	0.63%	0.78%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn