

**评级：买入(维持)**

市场价格：57.70

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：崔少煜

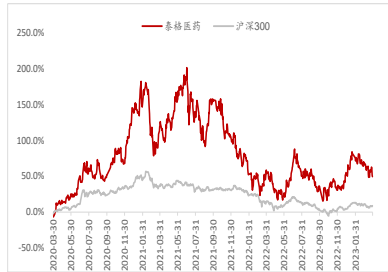
执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	872.42
流通股本(百万股)	700.73
市价(元)	57.70
市值(百万元)	50,338.63
流通市值(百万元)	40,432.12

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 1 《泰格医药 (300347)：收入增长稳健，静待在手订单逐步兑现- (中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2024.04.01
- 2、《泰格医药 (300347)：Q3 增长稳健，剔除特定疫苗影响后增长显著- (中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2023.10.29

**公司盈利预测及估值**

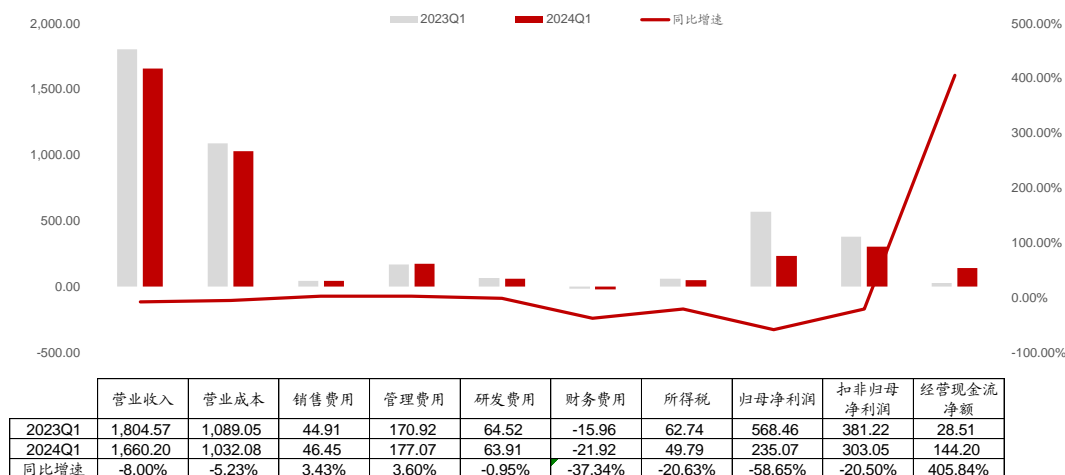
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7085.47	7384.04	8550.65	10303.48	12827.19
增长率 yoy%	35.91%	4.21%	15.80%	20.50%	24.49%
净利润 (百万元)	2006.55	2024.85	2298.60	2732.07	3437.43
增长率 yoy%	-30.19%	0.91%	13.52%	18.86%	25.82%
每股收益 (元)	2.30	2.32	2.63	3.13	3.94
每股现金流量	1.56	1.32	3.75	2.13	3.30
净资产收益率	10.25%	9.63%	9.74%	10.35%	11.53%
P/E	25.09	24.86	21.90	18.43	14.64
PEG	-0.83	27.26	1.62	0.98	0.57
P/B	2.57	2.39	2.13	1.91	1.69

备注：截止 2024 年 04 月 28 日

**投资要点**

- **事件：公司发布 2024 年一季报，2024 第一季度公司实现营业收入 16.60 亿元，同比略降 8.00%；归母净利润 2.35 亿元，同比下降 58.65%；扣非归母净利润 3.03 亿元，同比下降 20.50%。**
- **疫苗项目基数及投融资波动扰动 Q1，毛利率呈环比恢复态势。**①2023Q1 疫苗项目基数导致临床试验技术服务收入略有放缓：2023Q1 公司若干疫苗相关试验在内的多区域临床试验业务，2024Q1 该等业务较上年同期减少；②投融资波动导致公司其他非流动金融资产公允价值变动收益降低：受 2024Q1 国内投融资波动，公司投融收益减少带来规模波动；③北京、广州等地出台创新药相关利好政策，期待政策逐步发力带来业务恢复：一季度以来广州、北京相继出台支持创新医药高质量发展若干措施，我们预计伴随政策逐步落地执行，公司相关业务有望迎来恢复；④2024Q1 毛利率环比逐步提升：2024Q1 约 37.83% (环比+5.01pp)，后续随着业务逐步恢复，毛利率有望回归历史平均水平。
- **经营现金流快速恢复，费用率基本稳定，期待订单逐步恢复。**2024Q1 公司经营性现金流净额约 1.44 亿元(+405.84%)。费用率方面，销售费用 4645 万元(+3.43%)，费用率 2.80%、同比提升 0.31pp。管理费用 1.77 亿元(+3.60%)，费用率 10.67%、同比提升 1.20pp，主要系公司股权激励费用摊销稳步增加。研发费用 6391 万元 (-0.95%)，费用率 3.85%，同比提升 0.27pp。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 85.51、103.03 和 128.27 亿元，同比增长 15.80%、20.50%、24.49%；归母净利润分别为 22.99、27.32、34.37 亿元，同比增长 13.52%、18.86%、25.82%。公司是国内临床 CRO 龙头，竞争优势凸显，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**行业研发投入不达预期风险；海外业务整合不达预期风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险。

图表 1: 泰格医药主要财务指标变化 (单位: 百万元)



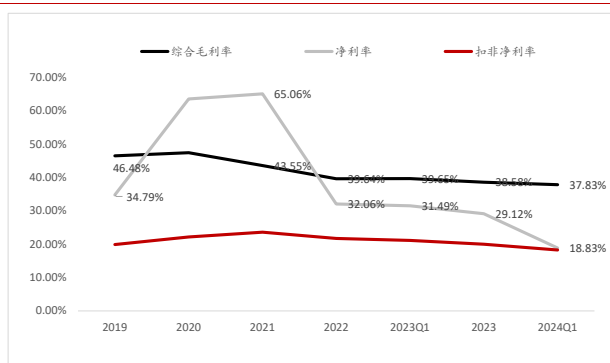
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 泰格医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2024Q1	2024Q1
营业收入	1,817.86	1,776.35	1,811.81	1,679.45	1,804.57	1,906.28	1,939.63	1,733.56	1,660.20
营业收入同比	101.55%	53.87%	35.35%	-7.65%	-0.73%	7.31%	7.05%	3.22%	-8.00%
营业收入环比	-0.04%	-2.28%	2.00%	-7.31%	7.45%	5.64%	1.75%	-10.62%	-4.23%
营业成本	1,112.01	1,055.32	1,070.11	1,039.56	1,089.05	1,140.71	1,141.16	1,164.59	1,032.08
毛利率	38.83%	40.59%	40.94%	38.10%	39.65%	40.16%	41.17%	32.82%	37.83%
销售费用	38.51	41.53	27.90	41.95	44.91	44.09	43.71	54.61	46.45
管理费用	158.95	154.70	147.55	168.93	170.92	175.55	181.07	122.66	177.07
研发费用	56.99	53.53	60.54	63.56	64.52	63.56	67.26	66.21	63.91
财务费用	-30.32	-52.76	-35.83	-39.21	-15.96	-72.13	-17.66	-2.56	-21.92
营业利润	654.38	826.54	520.09	581.39	630.90	967.70	713.13	175.22	362.20
利润总额	656.00	823.86	526.14	579.38	631.06	968.08	715.32	174.06	362.36
所得税	82.03	80.21	71.53	79.89	62.74	128.32	95.57	51.98	49.79
归母净利润	518.42	673.59	412.65	401.89	568.46	819.88	491.27	145.25	235.07
归母净利润同比	13.82%	-15.75%	-21.56%	-63.23%	9.65%	21.72%	19.05%	-63.86%	-58.65%
归母净利润环比	-52.57%	29.93%	-38.74%	-2.61%	41.45%	44.23%	-40.08%	-70.43%	61.84%
净利率	28.52%	37.92%	22.78%	23.93%	31.50%	43.01%	25.33%	8.38%	14.16%
扣非归母净利润	378.41	392.97	420.73	347.41	381.22	412.26	404.95	278.82	303.05
扣非归母净利润同比	65.31%	25.21%	29.02%	-4.21%	0.74%	4.91%	-3.75%	-19.74%	-20.50%
扣非归母净利润环比	4.34%	3.85%	7.06%	-17.43%	9.73%	8.14%	-1.77%	-31.15%	8.69%
扣非净利率	20.82%	22.12%	23.22%	20.69%	21.13%	21.63%	20.88%	16.08%	18.25%

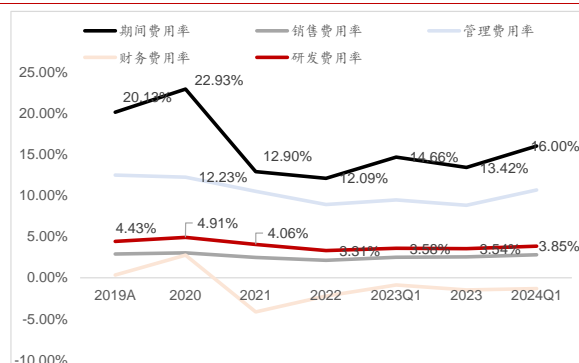
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 泰格医药毛利率概况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 泰格医药期间费用率概况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 泰格医药财务模型预测

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11344	13440	16588	20798	<b>营业收入</b>	7384	8551	10303	12827
现金	7420	9859	12479	16186	营业成本	4536	4995	5921	7247
应收账款	1261	1373	1671	2097	营业税金及附加	28	32	38	47
其他应收款	80	79	96	121	营业费用	187	214	227	257
预付账款	57	71	80	98	管理费用	650	983	1185	1475
存货	23	24	29	36	财务费用	-108	-30	-117	-172
其他流动资产	2504	2035	2232	2259	资产减值损失	-30	20	20	20
<b>非流动资产</b>	18337	17618	17764	17555	公允价值变动收益	353	317	302	347
长期投资	2977	2977	2977	2977	投资净收益	338	321	305	336
固定资产	639	699	655	557	<b>营业利润</b>	2487	2985	3547	4464
无形资产	371	326	278	229	营业外收入	13	12	12	12
其他非流动资产	14350	13616	13854	13791	营业外支出	12	12	11	12
<b>资产总计</b>	29681	31058	34351	38353	<b>利润总额</b>	2489	2985	3548	4464
<b>流动负债</b>	4139	2566	2629	2679	所得税	339	328	390	491
短期借款	1970	400	400	400	<b>净利润</b>	2150	2657	3158	3973
应付账款	249	275	325	398	少数股东损益	125	358	426	536
其他流动负债	1920	1891	1903	1881	<b>归属母公司净利润</b>	2025	2299	2732	3437
<b>非流动负债</b>	1088	1107	1126	1107	EBITDA	2597	3142	3644	4518
长期借款	434	434	434	434	EPS (元)	2.32	2.63	3.13	3.94
其他非流动负债	654	673	692	673					
<b>负债合计</b>	5227	3673	3755	3786	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	3427	3785	4211	4746	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	872	872	872	872	<b>成长能力</b>				
资本公积	11709	11709	11709	11709	营业收入	4.2%	15.8%	20.5%	24.5%
留存收益	9211	11014	13746	17184	营业利润	-3.7%	20.0%	18.8%	25.8%
归属母公司股东权益	21027	23600	26386	29820	归属于母公司净利润	0.9%	13.5%	18.9%	25.8%
<b>负债和股东权益</b>	29681	31058	34351	38353	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	38.6%	41.6%	42.5%	43.5%
					净利率(%)	27.4%	26.9%	26.5%	26.8%
					ROE(%)	9.6%	9.7%	10.4%	11.5%
					ROIC(%)	30.3%	42.8%	47.3%	56.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	17.6%	11.8%	10.9%	9.9%
					净负债比率(%)	56.77%	33.69%	33.56%	33.69%
					流动比率	2.74	5.24	6.31	7.76
					速动比率	2.73	5.23	6.30	7.75
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.26	0.28	0.32	0.35
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	22.27	19.07	19.73	20.03
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.32	2.63	3.13	3.94
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	3.75	2.13	3.30
					每股净资产(最新摊薄)	24.10	27.05	30.24	34.18
					<b>估值比率</b>				
					P/E	24.86	21.90	18.43	14.64
					P/B	2.39	2.13	1.91	1.69
					EV/EBITDA	18	15	13	10

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 行业研发投入不达预期的风险

- 创新药企业研发投入直接关系到公司的订单来源，若由于经济形势、医药政策等外部因素导致药企研发投入不达预期，则公司收入来源会受到不利影响。

### 海外业务整合不达预期的风险

- 公司全球化布局初具雏形，但海外的团队建设、收购公司等业务拓展面临文化、意识形态等多方面差异，存在业务整合不达预期风险。

### 行业竞争加剧的风险

- 国内 CRO 行业由分散到集中的过程中会发生一定竞争，全球 CRO 行业面临的竞争则更为激烈，公司面临一定的竞争环境恶化风险。

### 汇率波动风险

- 公司收入约 45%来自于境外，存在汇率波动风险。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。