公司研究

毛利率有所承压，静待行业回暖

——泰格医药（300347.SZ）2024 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 50.68 亿元（YOY-10.3%），实现归母净利润 8.13 亿元（YOY-56.7%），实现扣非归母净利润 8.92 亿元（YOY-25.6%），低于我们此前预期。

点评：

毛利率承压，公允价值变动收益减少。2024 年第三季度，公司实现营业收入 17.09 亿元（YOY-11.87%），实现归母净利润 3.21 亿元（YOY-34.74%），实现扣非归母净利润 2.52 亿元（YOY-37.8%）。24Q3 公司利润端同比下滑较快，主要是由于毛利率较去年同期下降 3.89pp 至 37.28%，公允价值变动收益较去年同期减少 1.17 亿元，且财务费用较去年同期增加 0.65 亿元所致。

上半年订单好转，静待行业回暖。24H1，公司新签订单同比快速增长，其中现场管理业务新签订单同比增加 34%，增长态势强劲。由于国内行业竞争加剧，公司订单均价下降，收入与毛利率较去年同期有所下滑。但公司通过积极拓展海外业务，建立海外团队，进一步巩固其在中国的临床 CRO 龙头地位。我们预计随着美国进入降息周期以及中国政府出台的一系列刺激政策，生物医药整体投融资环境将有所好转，临床 CRO 行业有望触底回升，支撑公司后续业绩。

盈利预测、估值与评级：公司是国内临床 CRO 龙头，由于公司毛利率及公允价值变动收益下滑，国内生物医药行业投融资尚未回暖且订单执行价格下降，下调公司 24-26 年归母净利润为 12.32/16.63/21.56 亿元（分别下调 45.7%/36.0%/33.0%），对应 24-26 年 PE 为 44/33/25 倍，考虑当前估值相较于同业公司处于较高水平，下调至“增持”评级。

风险提示：全球新药研发投入不及预期；投资收益波动。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,085	7,384	6,966	8,104	9,510
营业收入增长率	35.91%	4.21%	-5.66%	16.34%	17.35%
净利润（百万元）	2,007	2,025	1,232	1,663	2,156
净利润增长率	-30.19%	0.91%	-39.15%	34.95%	29.68%
EPS（元）	2.30	2.32	1.42	1.92	2.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.25%	9.63%	5.66%	7.18%	8.64%
P/E	27	27	44	33	25
P/B	2.8	2.6	2.5	2.3	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-31，23-24 年总股本为 8.72/8.65 亿股

增持（下调）

当前价：62.85 元

作者

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

021-52523837

yesa@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.65
总市值(亿元):	543.62
一年最低/最高(元):	35.70/82.79
近 3 月换手率:	77.31%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.74	4.30	-13.57
绝对	-8.90	17.35	-4.66

资料来源：Wind

相关研报

主营业务稳定，海外开拓积极——泰格医药（300347.SZ）2023 年年报点评（2024-03-30）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**7,085**	**7,384**	**6,966**	**8,104**	**9,510**
营业成本	4,277	4,536	4,263	4,921	5,728
折旧和摊销	159	185	213	222	234
税金及附加	23	28	26	31	36
销售费用	150	187	195	219	247
管理费用	630	650	766	810	951
研发费用	235	262	237	267	304
财务费用	-158	-108	-22	-38	-42
投资收益	103	338	100	100	100
营业利润	**2,582**	**2,487**	**1,579**	**2,067**	**2,491**
利润总额	**2,585**	**2,489**	**1,579**	**2,067**	**2,491**
所得税	314	339	215	281	199
净利润	**2,272**	**2,150**	**1,364**	**1,786**	**2,291**
少数股东损益	265	125	132	123	135
归属母公司净利润	**2,007**	**2,025**	**1,232**	**1,663**	**2,156**
EPS(元)	**2.30**	**2.32**	**1.42**	**1.92**	**2.49**

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	**1,358**	**1,150**	**1,291**	**1,442**	**1,983**
净利润	2,007	2,025	1,232	1,663	2,156
折旧摊销	159	185	213	222	234
净营运资金增加	1,135	500	-479	387	693
其他	-1,943	-1,559	325	-829	-1,100
投资活动产生现金流	**-2,789**	**-1,534**	**-603**	**-546**	**-593**
净资本支出	-447	-308	-250	-260	-270
长期投资变化	1,800	2,977	0	0	0
其他资产变化	-4,143	-4,203	-353	-286	-323
融资活动现金流	**809**	**-8**	**-2,448**	**-223**	**-301**
股本变化	0	0	-7	0	0
债务净变化	1,530	655	-1,970	0	0
无息负债变化	100	-193	248	517	358
净现金流	**-596**	**-383**	**-1,760**	**674**	**1,089**

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	**27,447**	**29,681**	**28,827**	**30,857**	**33,149**
货币资金	7,858	7,420	5,660	6,334	7,423
交易性金融资产	25	42	42	42	42
应收账款	1,028	1,261	1,177	1,370	1,607
应收票据	6	0	0	0	0
其他应收款（合计）	61	80	56	65	76
存货	22	23	22	25	30
其他流动资产	47	97	97	97	97
流动资产合计	**11,107**	**11,344**	**9,946**	**11,400**	**13,092**
其他权益工具	4	15	15	15	15
长期股权投资	1,800	2,977	2,977	2,977	2,977
固定资产	566	639	687	726	753
在建工程	186	324	348	366	380
无形资产	338	371	342	328	325
商誉	2,485	2,764	2,764	2,764	2,764
其他非流动资产	63	157	153	153	153
非流动资产合计	**16,339**	**18,337**	**18,881**	**19,457**	**20,056**
总负债	**4,765**	**5,227**	**3,505**	**4,022**	**4,380**
短期借款	1,849	1,970	0	0	0
应付账款	158	249	234	270	315
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24	18	18	18	18
流动负债合计	**3,730**	**4,139**	**2,328**	**2,723**	**2,996**
长期借款	245	434	434	434	434
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	17	13	24	38
非流动负债合计	**1,036**	**1,088**	**1,177**	**1,299**	**1,384**
股东权益	**22,681**	**24,454**	**25,322**	**26,835**	**28,769**
股本	872	872	865	865	865
公积金	12,244	12,145	12,153	12,153	12,153
未分配利润	7,270	8,775	9,511	10,901	12,700
归属母公司权益	19,583	21,027	21,763	23,153	24,952
少数股东权益	3,098	3,427	3,559	3,682	3,817

主要指标

盈利能力（%）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	39.6%	38.6%	38.8%	39.3%	39.8%
EBITDA 率	28.1%	27.1%	24.6%	25.9%	26.3%
EBIT 率	25.6%	24.2%	21.5%	23.2%	23.9%
税前净利润率	36.5%	33.7%	22.7%	25.5%	26.2%
归母净利润率	28.3%	27.4%	17.7%	20.5%	22.7%
ROA	8.3%	7.2%	4.7%	5.8%	6.9%
ROE（摊薄）	10.2%	9.6%	5.7%	7.2%	8.6%
经营性 ROIC	23.2%	19.1%	17.2%	20.7%	24.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	17%	18%	12%	13%	13%
流动比率	2.98	2.74	4.27	4.19	4.37
速动比率	2.97	2.74	4.26	4.18	4.36
归母权益/有息债务	8.47	7.09	21.81	23.20	25.01
有形资产/有息债务	10.50	8.83	25.43	27.48	29.78

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.12%	2.54%	2.80%	2.70%	2.60%
管理费用率	8.89%	8.81%	11.00%	10.00%	10.00%
财务费用率	-2.23%	-1.47%	-0.31%	-0.47%	-0.44%
研发费用率	3.31%	3.54%	3.40%	3.30%	3.20%
所得税率	12%	14%	14%	14%	8%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.55	0.57	0.32	0.41	0.53
每股经营现金流	1.56	1.32	1.49	1.67	2.29
每股净资产	22.45	24.10	25.16	26.77	28.85
每股销售收入	8.12	8.46	8.05	9.37	10.99

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	27	27	44	33	25
PB	2.8	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	29.0	29.4	33.5	27.3	22.9
股息率	0.9%	0.9%	0.5%	0.7%	0.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP