

泰格医药(300347)

报告日期: 2025年04月14日

国际化持续突破, 海外大临床订单快增

——泰格医药 2024 年业绩点评

投资要点

□ 我们看好本土创新药行业持续向上发展背景下, 公司持续巩固临床 CRO 龙头地位。同时我们也期待国际化持续突破下, 公司中长期业绩增长持续性。

□ 业绩: 现金流较佳, 短期业绩承压

公司披露年报业绩: 2024 年实现收入 66.03 亿元 (YOY-10.58%, 一方面是部分特定疫苗项目基数影响, 另一方面主要在 2024 H2 公司有部分国内创新药临床运营订单被取消, 同时部分订单因客户资金问题产生较为明显的回款压力而被终止, 这对收入产生了一定的负面影响), 扣非净利润 8.55 亿元 (YOY-42.13%)。其中 2024Q4 实现收入 15.36 亿元 (YOY-11.42%), 扣非净利润-0.37 亿元。2024 年经营活动产生现金流净额 10.97 亿元 (同比下滑 4.64%), 相较 2024H1 有显著好转, 我们认为跟公司下半年加强回款管理有关。

□ 业务拆分: 大临床短期承压, SMO 驱动强

看业务: 2024 年临床试验技术服务收入 31.78 亿元 (YOY-23.75%)。 板块收入同比下降的主要原因有: 1) 2023 年有部分特定疫苗项目相关基数影响; 2) 因为行业周期和结构性变化, 国内创新药临床运营业务收入同比下滑, 2023 年国内创新药临床运营新签订单金额同比有所下降, 导致 2024 年 (尤其是 24H1) 公司执行的国内创新药临床运营整体工作量有所下降; 同时, 2023H2 以来受国内行业竞争格局影响, 国内临床运营新签订单的平均单价有所下滑, 导致公司在 2024 年执行该等订单时同等工作量对应产生的收入相应有所减少; 3) 2024 年 (尤其是 24H2) 有部分国内创新药临床运营订单被取消, 同时部分订单因客户资金问题产生较为明显的回款压力而被终止, 该等订单主要来自于国内依赖外部融资的初创新型生物科技公司及部分疫苗企业, 这对板块的收入产生了一定的负面影响。

2024 年临床试验相关及实验室服务收入 32.96 亿元 (YOY5.61%)。 2024 年, 受益于充足的业务需求和与 2023 年同期, 尤其是上半年, 相比较为明显的效率提升, SMO 同比实现较快增长。数统业务相对稳健; 实验室服务收入与去年同期相比基本持平 (方达控股年报披露收入 2.55 亿美元), 方达控股在中国的业务受到了行业激烈竞争态势的负面影响; 医学影像、受试者招募等板块内其他业务一定程度上受到了国内相关行业发展及行业周期影响, 执行项目平均单价有所下滑。

□ 盈利能力: 调减等一过性影响大, 看好逐渐恢复

2024 年公司整体毛利率 33.95%, 同比下降 4.63pct。业务拆分看: 1) 临床试验技术服务 毛利率为 29.56%, 同比下降 8.65pct, 一方面由于 2024 年国内临床运营业务执行的订单平均单价同比有所下滑, 因而执行该等订单时同等成本对应的收入相应有所减少; 另外主要在 2024 H2 公司有部分国内创新药临床运营订单 (绝大部分为 2024 年之前签署) 被取消, 同时部分订单因客户资金问题产生较为明显的回款压力而被终止, 这对板块的收入产生了一定的调减, 因而对板块的毛利率造成了较为明显的影响。2) 临床试验相关及实验室服务 毛利率为 36.84%, 同比下降 1.32pct。其中 SMO 毛利率同比有所提升, 数统毛利率有所下滑 (主要因为成本较高的海外执行团队占比增加和盈利能力稍低的国内业务占比有所提升, 但公司数统业务的盈利能力仍维持在较高水平), 实验室服务的毛利率同比下降, 主要由于方达控股的收入增长放缓及摊销拖累。展望 2025 年看, 我们认为大临床业务基数影响和调减影响均为一次性影响, 伴随着订单执行、订单价格企稳, 大临床毛利率仍有望回归到较高水平。公司 SMO 业务较佳的订单支撑和效率优化下, 毛利率水平仍有提升空间, 实验室服务伴随着产能利用率爬坡, 有望逐渐提升。

□ 看订单: 订单稳健, 海外大临床订单快速增长

投资评级: 买入(维持)

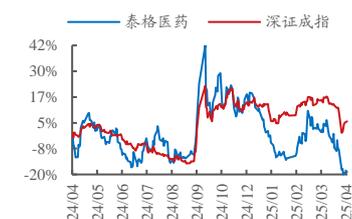
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜
 执业证书号: S1230521110002
 guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥45.22
总市值(百万元)	39,112.97
总股本(百万股)	864.95

股票走势图



相关报告

- 《扣非环比改善, 看好订单持续》2024.08.29
- 《看好 MRCT 和 MNC 订单驱动拐点》2024.04.17
- 《主业延续高增, 看好国际化》2023.11.07

公司年报披露：公司订单需求同比 2023 年有了较为明显的改善，新增合同金额为人民币 101.2 亿元，受存量合同（绝大部分为 2024 年之前签署）取消及发生金额为负的合同变更的影响，净新增合同金额为人民币 84.2 亿元，同比增长 7.3%。截至 2024 年公司累计待执行合同金额 157.8 亿元，同比增长 12.1%。2024 年剔除部分特定疫苗项目相关收入的影响，公司海外临床运营业务继续呈现出较快的增长的态势，在北美的临床运营业务收入及新签订单持续快速增长。我们看好公司全球服务能力持续提升下，更多优质 MRCT 订单的获单能力。同时我们也看好跨国药企和器械公司在中国的投入持续增加下公司国内订单弹性。

□ 盈利预测与估值

考虑到公司投资收益波动性（2024 年公允价值变动净收益为-5.02 亿元），我们调整 2025-2026 年盈利预期。我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 1.18、1.40 和 1.70 元（前次预测 2025-2026 年 EPS 分别为 2.46、3.09 元），2025 年 4 月 14 日收盘价对应 2025 年 PE 为 38 倍。考虑到公司作为本土临床 CRO 龙头，龙头壁垒持续体现，同时考虑到公司国际化有望进入加速阶段，我们维持“买入”评级。

□ 风险提示

创新药投融资恶化的风险，临床试验政策波动风险，新业务整合不及预期风险，业绩不达预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6603	7021	7738	8735
(+/-) (%)	-10.58%	6.33%	10.21%	12.89%
归母净利润	405	1017	1209	1473
(+/-) (%)	-79.99%	150.99%	18.90%	21.84%
每股收益(元)	0.47	1.18	1.40	1.70
P/E	96.54	38.46	32.35	26.55

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,300	7,162	6,619	6,523
现金	2,055	2,553	1,480	948
交易性金融资产	75	90	110	130
应收账款	1,366	1,560	1,827	1,985
其它应收款	89	105	124	149
预付账款	102	110	122	139
存货	32	44	56	72
其他	2,581	2,700	2,900	3,100
非流动资产	22,371	22,928	24,753	26,527
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3,425	3,500	3,000	2,500
固定资产	778	990	1,155	1,286
无形资产	337	291	241	190
在建工程	421	314	242	195
其他	17,411	17,833	20,115	22,355
资产总计	28,671	30,090	31,373	33,050
流动负债	3,662	4,546	4,663	4,881
短期借款	1,912	1,910	1,931	1,918
应付款项	257	263	282	310
预收账款	0	772	851	961
其他	1,493	1,601	1,599	1,693
非流动负债	945	864	794	724
长期借款	324	274	224	174
其他	621	590	570	551
负债合计	4,607	5,410	5,457	5,605
少数股东权益	3,394	3,501	3,628	3,784
归属母公司股东权益	20,671	21,179	22,288	23,661
负债和股东权益	28,671	30,090	31,373	33,050

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,097	2,635	2,076	1,909
净利润	448	1,124	1,336	1,628
折旧摊销	245	161	176	187
财务费用	38	94	130	139
投资损失	(167)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(348)	626	(325)	(95)
其它	881	730	859	149
投资活动现金流	(4,739)	(1,483)	(2,890)	(2,140)
资本支出	(236)	(150)	(150)	(150)
长期投资	(448)	(75)	500	500
其他	(4,056)	(1,257)	(3,240)	(2,490)
筹资活动现金流	(1,702)	(655)	(259)	(302)
短期借款	(58)	(2)	20	(13)
长期借款	(111)	(50)	(50)	(50)
其他	(1,534)	(603)	(230)	(239)
现金净增加额	(5,345)	497	(1,073)	(532)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,603	7,021	7,738	8,735
营业成本	4,361	4,386	4,693	5,160
营业税金及附加	28	28	31	35
营业费用	208	211	232	262
管理费用	737	772	813	874
研发费用	238	246	271	306
财务费用	38	94	130	139
资产减值损失	34	21	23	26
公允价值变动损益	(502)	100	100	100
投资净收益	167	100	100	100
其他经营收益	40	39	39	39
营业利润	664	1,502	1,785	2,173
营业外收支	0	(3)	(3)	(2)
利润总额	664	1,499	1,782	2,171
所得税	217	375	445	543
净利润	448	1,124	1,336	1,628
少数股东损益	43	107	127	155
归属母公司净利润	405	1,017	1,209	1,473
EBITDA	944	1,694	1,998	2,417
EPS (最新摊薄)	0.47	1.18	1.40	1.70

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-10.58%	6.33%	10.21%	12.89%
营业利润	-73.28%	126.06%	18.86%	21.74%
归属母公司净利润	-79.99%	150.99%	18.90%	21.84%
获利能力				
毛利率	33.95%	37.53%	39.35%	40.93%
净利率	6.78%	16.01%	17.27%	18.64%
ROE	1.67%	4.17%	4.78%	5.52%
ROIC	2.00%	4.80%	5.47%	6.36%
偿债能力				
资产负债率	16.07%	17.98%	17.39%	16.96%
净负债比率	52.84%	44.04%	43.12%	40.85%
流动比率	1.72	1.58	1.42	1.34
速动比率	1.71	1.57	1.41	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.24	0.25	0.27
应收账款周转率	5.04	4.95	4.93	5.12
应付账款周转率	17.22	16.86	17.23	17.46
每股指标(元)				
每股收益	0.47	1.18	1.40	1.70
每股经营现金	1.27	3.05	2.40	2.21
每股净资产	23.90	24.49	25.77	27.36
估值比率				
P/E	96.54	38.46	32.35	26.55
P/B	1.89	1.85	1.75	1.65
EV/EBITDA	50.96	25.23	21.95	18.39

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>