

投资评级 优于大市 维持

业绩稳健增长，看好 2023 年临床 CRO 复苏

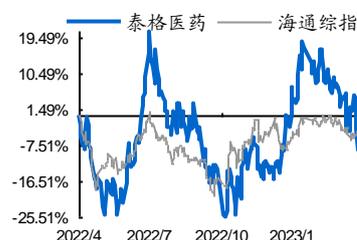
股票数据

04月04日收盘价(元)	94.52
52周股价波动(元)	75.23-134.80
总股本/流通A股(百万股)	872/570
总市值/流通市值(百万元)	82461/65503

相关研究

《泰格医药 2022 年三季报点评:龙头稳增长,股权激励绑定员工助力公司长期发展》
 2022.11.04

《龙头效应显著,新签及待执行订单保障未来业绩稳增长》2022.04.05

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-17.0	-20.2	-10.2
相对涨幅 (%)	-16.4	-19.3	-15.6

资料来源:海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

联系人:周航

Tel:(021)23219671

Email:zh13348@haitong.com

投资要点:

- 公告:** 泰格医药发布 2022 年年报, 2022 年全年, 公司实现营业收入 70.9 亿元, 同比增长 35.9%; 归母净利润 20.1 亿元, 同比下滑 30.2%; 扣非归母净利润 15.4 亿元, 同比增长 25.0%; 投资收益及公允价值变动收益共计 6.38 亿元, 同比下滑 70.0%; 经营活动产生的现金流量净额 13.6 亿元, 同比下滑 4.7%。第四季度, 公司营业收入 16.8 亿元, 同比下滑 7.7%; 归母净利润 4.0 亿元, 同比下滑 63.2%; 扣非归母净利润 3.5 亿元, 同比下滑 4.2%; 经营活动产生的现金流量净额 5.3 亿元, 同比下滑 23.5%。
- 疫情影响 BD, 常规业务订单稳健增长。** 2022 年, 公司新签订单 96.7 亿元, 同比基本持平。公司累计待执行订单 137.9 亿元, 同比增长 20.9%, 考虑新冠因素, 常规订单增速或更高。同时, 疫情对 BD 工作产生较大影响, 截至 2022 年年底, 公司有 680 个正在进行的药物临床研究项目, 其中 2022 上半年新增 40 个, 2022 年下半年新增 73 个。
- 大临床保持高增速, 新冠过手费影响毛利率。** 临床试验技术服务收入 41.3 亿元, 同比增长 37.8%; 临床试验相关服务及实验室服务收入 28.8 亿元, 同比增长 31.1%。临床试验技术服务毛利率同比下滑 7.1 个百分点, 我们认为主要是新冠业务过手费比例较高, 影响毛利率, 2022 年主营业务间接成本增加 4.2 亿元。
- 国内市场份额提升, 积极拓展海外。** 2022 年, 公司境内收入 35.4 亿元, 同比增长 29.3%; 公司占遗传办项目数量占比为 13.6%, 国内市场份额持续提升。公司境外收入 34.6 亿元, 同比增长 41.4%; 海外团队人数超 1400 名, 新增超 400 人; 境外进行的单一区域临床试验有 188 个, 多区域临床试验有 62 个。
- 各板块业务人员稳健增长, 漯河泰格开始运行。** 公司员工人数为 9233 人, 相比去年新增 907 人, 其中有 1100 余名专业临床监查员 (CRA), 2400 余名专业临床研究协调员 (CRC), 800 余名的数据管理及统计分析人员, 以及 1400 余名实验室服务人员。其中数统业务全球客户数量同比增长 59%, 截至 2022 年底, 公司完成 83 个项目, 有 776 个正在进行的项目。
- 投资建议:** 泰格医药所处的 CRO 行业景气度高, 公司不断完善产业链布局与延伸, 打造国际多中心临床平台, 预计会继续维持高增长。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.22、3.96、4.98 元, 参考可比公司估值, 我们给予其 2023 年 30-35 倍 PE, 合理价值区间 96.60-112.7 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧; 药企研发需求下降; 业务扩展不及预期; 投资收益受市场波动影响。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5214	7085	8359	10914	14131
(+/-)YoY(%)	63.3%	35.9%	18.0%	30.6%	29.5%
净利润 (百万元)	2874	2007	2806	3457	4343
(+/-)YoY(%)	64.3%	-30.2%	39.8%	23.2%	25.6%
全面摊薄 EPS(元)	3.29	2.30	3.22	3.96	4.98
毛利率(%)	43.6%	39.6%	44.1%	45.0%	45.5%
净资产收益率(%)	15.9%	10.2%	12.5%	13.4%	14.4%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
药明康德	77.80	1.72	2.97	3.32	4.20	45.29	26.19	23.43	18.50
康龙化成	47.75	1.39	1.15	1.96	2.64	34.24	41.38	24.42	18.10
凯莱英	132.39	2.89	8.93	7.28	7.83	45.80	14.83	18.19	16.91
平均						41.78	27.47	22.01	17.84

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 股价日期为 2023/4/4 收盘价, 盈利预测为 Wind 一致预测

表 2 泰格医药收入预测 (万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
临床试验技术服务业务	151922	299365	412520	460459	604412	777213
YOY	12.81%	97.05%	37.80%	11.62%	31.26%	28.59%
临床试验相关服务及实验室服务	165702	219371	287634	374139	485632	634534
YOY	14.56%	32.39%	31.12%	30.07%	29.80%	30.66%
其他业务	1604	2617	8393	1302	1367	1367
营业收入合计	319228	521354	708547	835900	1091412	1413114
YoY	13.7%	63.3%	35.9%	18.0%	30.6%	29.5%
毛利率	47.4%	43.6%	39.6%	44.1%	45.0%	45.5%

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	7085	8359	10914	14131
每股收益	2.30	3.22	3.96	4.98	营业成本	4277	4672	6006	7700
每股净资产	22.45	25.66	29.63	34.60	毛利率%	39.6%	44.1%	45.0%	45.5%
每股经营现金流	1.56	2.93	2.51	4.47	营业税金及附加	23	32	41	49
每股股利	0.55	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	150	196	256	297
P/E	41.10	29.39	23.85	18.99	营业费用率%	2.1%	2.4%	2.4%	2.1%
P/B	4.21	3.68	3.19	2.73	管理费用	630	752	982	1244
P/S	11.64	9.86	7.56	5.84	管理费用率%	8.9%	9.0%	9.0%	8.8%
EV/EBITDA	41.67	28.26	21.07	15.54	EBIT	1788	2439	3268	4376
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-158	1	9	30
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.2%	0.0%	0.1%	0.2%
毛利率	39.6%	44.1%	45.0%	45.5%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	28.3%	33.6%	31.7%	30.7%	投资收益	103	125	131	170
净资产收益率	10.2%	12.5%	13.4%	14.4%	营业利润	2582	3563	4390	5515
资产回报率	7.3%	8.8%	9.3%	9.9%	营业外收支	3	0	0	0
投资回报率	6.2%	7.2%	8.3%	9.5%	利润总额	2585	3563	4390	5515
盈利增长 (%)					EBITDA	2073	2685	3556	4675
营业收入增长率	35.9%	18.0%	30.6%	29.5%	所得税	314	445	549	689
EBIT 增长率	30.9%	36.4%	34.0%	33.9%	有效所得税率%	12.1%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	-30.2%	39.8%	23.2%	25.6%	少数股东损益	265	312	384	483
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2007	2806	3457	4343
资产负债率	17.4%	19.5%	20.3%	21.7%					
流动比率	2.98	2.94	3.10	3.14	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.41	2.49	2.62	2.67	货币资金	7858	10298	12169	15542
现金比率	2.11	1.97	1.87	1.83	应收账款及应收票据	1034	1109	1715	1924
经营效率指标					存货	22	2	33	9
应收账款周转天数	46.67	45.78	46.22	46.00	其它流动资产	2193	3936	6294	9262
存货周转天数	1.19	0.93	1.06	0.99	流动资产合计	11107	15345	20211	26737
总资产周转率	0.28	0.28	0.32	0.35	长期股权投资	1800	1808	1808	1808
固定资产周转率	14.12	13.73	15.94	19.10	固定资产	566	652	717	763
					在建工程	186	239	244	271
					无形资产	338	436	529	625
					非流动资产合计	16339	16708	16986	17273
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	27447	32053	37197	44009
净利润	2007	2806	3457	4343	短期借款	1849	2773	3697	4766
少数股东损益	265	312	384	483	应付票据及应付账款	158	207	242	346
非现金支出	310	246	288	299	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-583	-1003	-962	-951	其它流动负债	1723	2239	2582	3396
营运资金变动	-641	193	-978	-276	流动负债合计	3730	5219	6521	8508
经营活动现金流	1358	2555	2189	3898	长期借款	245	245	245	245
资产	-447	-607	-566	-586	其它长期负债	791	791	791	791
投资	-2442	-1434	-1639	-1959	非流动负债合计	1036	1036	1036	1036
其他	100	1125	1131	1170	负债总计	4765	6254	7557	9544
投资活动现金流	-2789	-916	-1074	-1375	实收资本	872	872	872	872
债权募资	1607	924	924	1068	归属于母公司所有者权益	19583	22389	25846	30189
股权募资	315	0	0	0	少数股东权益	3098	3410	3794	4276
其他	-1113	-123	-169	-219	负债和所有者权益合计	27447	32053	37197	44009
融资活动现金流	809	801	755	849					
现金净流量	-596	2440	1871	3372					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓,新天药业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。