

评级：买入(维持)

市场价格：90.96

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

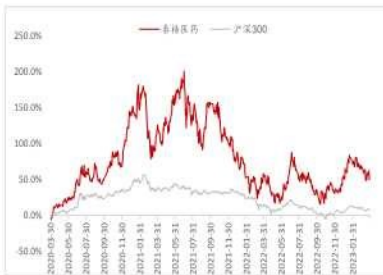
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5213.54	7085.47	9005.23	11481.07	14393.55
增长率 yoy%	63.32%	35.91%	27.09%	27.49%	25.37%
净利润(百万元)	2874.16	2006.55	2412.89	3016.71	3795.81
增长率 yoy%	64.26%	-30.19%	20.25%	25.02%	25.83%
每股收益(元)	3.29	2.30	2.77	3.46	4.35
每股现金流量	1.63	1.56	4.80	1.70	3.44
净资产收益率	15.86%	10.25%	10.84%	11.93%	13.04%
P/E	27.61	39.55	32.89	26.31	20.91
PEG	0.43	-1.31	1.62	1.05	0.81
P/B	4.38	4.05	3.57	3.14	2.73

备注：截止 2023 年 05 月 03 日

基本状况

总股本(百万股)	872.42
流通股本(百万股)	693.01
市价(元)	90.96
市值(百万元)	79,355.32
流通市值(百万元)	63,036.19

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 《泰格医药 (300347)：在手订单持续稳健，期待 2023 年逐步恢复-买入- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》
2023.03.30

2、《泰格医药 (300347)：业绩符合预期，股权激励草案发布，Q3 呈逐步恢复态势-买入- (中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2022.10.25

投资要点

- **事件：公司发布 2023 年一季报，2023 第一季度公司实现营业收入 18.05 亿元，同比略降 0.73%；归母净利润 5.68 亿元，同比增长 9.65%；扣非归母净利润 3.81 亿元，同比增长 0.74%。**
- **疫苗项目基数扰动 Q1，毛利率呈逐步恢复态势。**①2022Q1 疫苗项目基数导致临床试验技术服务收入略有放缓：2022Q1 公司开展的若干疫苗相关试验在内的多区域临床试验业务，其收入占比较大，2023Q1 该等业务较上年同期大幅减少；②2023Q2 随不利因素影响逐步消退，业务有望逐步恢复：2023 年 1 月部分临床试验运营服务受到不利因素影响，但公司克服困难，加大项目推进力度，以减少对临床试验进度的影响。2023 年 2 月开始临床试验运营服务及新项目开展等多项业务均已逐步恢复至常规状态；③受若干疫苗项目过手费降低，2023Q1 毛利率稳步提升：2023Q1 约 39.65% (+0.82pp)，后续随着业务逐步恢复，毛利率有望回归历史平均水平。
- **订单有望持续增长，管理能力持续稳健。**源于 2023Q1 合同负债 8.71 亿元，同比增长 4.15%，我们预计 2023Q1 公司在手订单及新签订单有望持续稳健增长。费用率方面，销售费用 4491 万元 (+16.61%)，费用率 2.49%、同比提升 0.37pp。管理费用 1.71 亿元 (+7.53%)，费用率 9.47%、同比提升 0.72pp，主要系公司股权激励费用摊销稳步增加。研发费用 6452 万元 (13.22%)，费用率 3.58%，同比提升 0.45pp。
- **盈利预测与投资建议：考虑公司 2022 年受国内疫情反复、防疫政策变化及国内外投融资波动影响较大，我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 90.05、114.81 和 143.94 亿元，同比增长 27.09%、27.49%、25.37%；归母净利润分别为 24.13、30.17、37.96 亿元，同比增长 20.25%、25.02%、25.83%。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：研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；核心技术人才流失风险；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。**

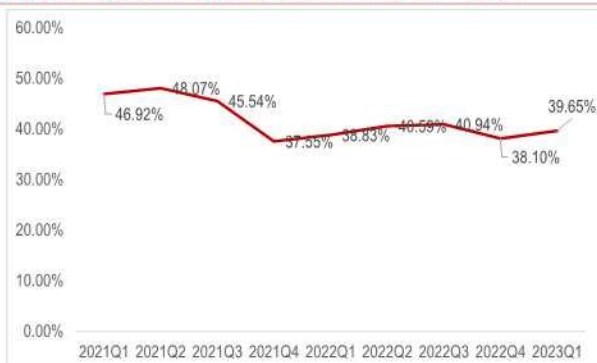
图表 1: 泰格医药 2023Q1 主要财务指标变化 (单位: 百万元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

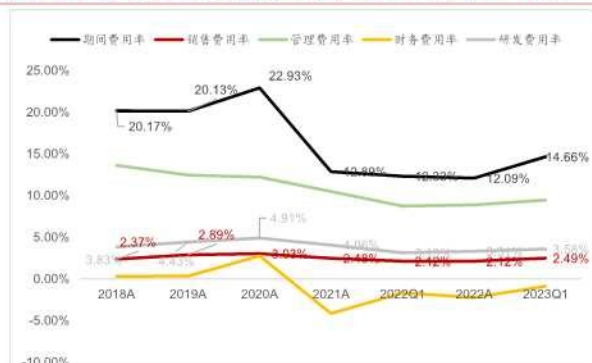
图表 2: 泰格医药分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入	901.95	1,154.43	1,338.64	1,818.52	1,817.86	1,776.35	1,811.81	1,679.45	1,804.57
营业收入同比	38.74%	43.96%	57.77%	103.91%	101.55%	53.87%	35.35%	-7.65%	-0.73%
营业收入环比	1.14%	27.99%	15.96%	35.85%	-0.04%	-2.28%	2.00%	-7.31%	7.45%
营业成本	478.74	599.46	729.09	1,135.59	1,112.01	1,055.32	1,070.11	1,039.56	1,089.05
毛利率	46.92%	48.07%	45.54%	37.55%	38.83%	40.59%	40.94%	38.10%	39.65%
销售费用	31.64	35.02	29.19	33.55	38.51	41.53	27.90	41.95	44.91
管理费用	114.17	131.60	142.88	158.83	158.95	154.70	147.55	168.93	170.92
研发费用	46.97	46.06	61.77	57.02	56.99	53.53	60.54	63.56	64.52
财务费用	-62.27	-58.43	-54.90	-40.77	-30.32	-52.76	-35.83	-39.21	-15.96
营业利润	756.30	940.71	643.84	1,356.13	654.38	826.54	520.09	581.39	630.90
利润总额	757.16	935.62	643.12	1,348.66	656.00	823.86	526.14	579.38	631.06
所得税	34.61	68.92	46.65	142.68	82.03	80.21	71.53	79.89	62.74
归母净利润	455.48	799.50	526.07	1,093.11	518.42	673.59	412.65	401.89	568.46
归母净利润同比	78.65%	7.48%	64.80%	153.18%	13.82%	-15.75%	-21.56%	-63.23%	9.65%
归母净利润环比	5.50%	75.53%	-34.20%	107.79%	-52.57%	29.93%	-38.74%	-2.61%	41.45%
净利率	50.50%	69.25%	39.30%	60.11%	28.52%	37.92%	22.78%	23.93%	31.50%
扣非归母净利润	228.91	313.85	326.09	362.67	378.41	392.97	420.73	347.41	381.22
扣非归母净利润同比	98.36%	67.26%	67.63%	72.19%	65.31%	25.21%	29.02%	-4.21%	0.74%
扣非归母净利润环比	8.68%	37.11%	3.90%	11.22%	4.34%	3.85%	7.06%	-17.43%	9.73%
扣非净利率	25.38%	27.19%	24.36%	19.94%	20.82%	22.12%	23.22%	20.69%	21.13%

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

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	11107	14606	17513	22076	营业收入	7085	9005	11481	14394
现金	7858	11590	13917	17898	营业成本	4277	5362	6731	8302
应收账款	1028	1344	1704	2132	营业税金及附加	23	33	42	51
其他应收款	61	111	118	151	营业费用	150	225	253	288
预付账款	59	88	109	132	管理费用	630	1036	1320	1655
存货	22	20	27	34	财务费用	-158	-83	-175	-230
其他流动资产	2079	1453	1638	1729	资产减值损失	-2	20	20	20
非流动资产	16339	14130	14942	14861	公允价值变动收益	536	589	589	648
长期投资	1800	1800	1800	1800	投资净收益	103	98	98	107
固定资产	566	572	516	427	营业利润	2582	3137	3921	4932
无形资产	338	308	275	240	营业外收入	11	9	9	10
其他非流动资产	13636	11451	12352	12394	营业外支出	8	13	12	12
资产总计	27447	28736	32455	36937	利润总额	2585	3134	3918	4930
流动负债	3730	2114	2286	2331	所得税	314	345	431	542
短期借款	1849	400	400	400	净利润	2272	2789	3487	4387
应付账款	158	198	249	307	少数股东损益	265	376	470	592
其他流动负债	1723	1516	1637	1625	归属母公司净利润	2007	2413	3017	3796
非流动负债	1036	889	939	953	EBITDA	2603	3211	3921	4887
长期借款	245	245	245	245	EPS (元)	2.30	2.77	3.46	4.35
其他非流动负债	791	645	694	708					
负债合计	4765	3003	3225	3284	主要财务比率				
少数股东权益	3098	3474	3944	4536	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
股本	872	872	872	872	成长能力				
资本公积	11852	11852	11852	11852	营业收入	35.9%	27.1%	27.5%	25.4%
留存收益	7662	9595	12612	16408	营业利润	-30.1%	21.5%	25.0%	25.8%
归属母公司股东权益	19583	22259	25286	29117	归属于母公司净利润	-30.2%	20.3%	25.0%	25.8%
负债和股东权益	27447	28736	32455	36937	获利能力				
					毛利率(%)	39.6%	40.5%	41.4%	42.3%
					净利率(%)	28.3%	26.8%	26.3%	26.4%
					ROE(%)	10.2%	10.8%	11.9%	13.0%
					ROIC(%)	38.6%	51.0%	59.4%	69.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	17.4%	10.5%	9.9%	8.9%
					净负债比率(%)	48.52%	28.92%	27.23%	26.56%
					流动比率	2.98	6.91	7.66	9.47
					速动比率	2.97	6.90	7.65	9.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.32	0.38	0.41
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	30.15	30.13	30.14	29.91
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.30	2.77	3.46	4.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	4.80	1.70	3.44
					每股净资产(最新摊薄)	22.45	25.51	28.98	33.38
					估值比率				
					P/E	39.55	32.89	26.31	20.91
					P/B	4.05	3.57	3.14	2.73
					EV/EBITDA	29	23	19	15

现金流量表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1358	4189	1485	3005
净利润	2272	2789	3487	4387
折旧摊销	179	157	176	186
财务费用	-158	-83	-175	-230
投资损失	-103	-98	-98	-107
营运资金变动	-692	25	-447	-568
其他经营现金流	-141	1398	-1458	-662
投资活动现金流	-2789	647	647	715
资本支出	449	20	20	20
长期投资	1779	0	0	0
其他投资现金流	-561	667	667	735
筹资活动现金流	809	-1103	196	260
短期借款	1356	0	0	0
长期借款	245	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-34	0	0	0
其他筹资现金流	-757	-1103	196	260
现金净增加额	-596	3732	2327	3981

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。