

证券研究报告—动态报告

医药保健

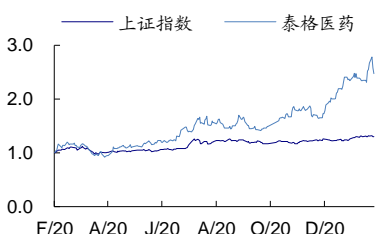
医疗器械与服务

泰格医药(300347)
买入

2020 年业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 01 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 873/665 |
| 总市值/流通(百万元) | 148,868/92,389 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,573/15,414 |
| 12 个月最高/最低(元) | 193.20/62.68 |

相关研究报告:

《泰格医药-300347-2020 年三季报点评: 业绩符合预期, Q4 有望持续恢复》——2020-10-30
 《泰格医药-300347-2020 半年报点评: 业绩平稳增长, 下半年有望持续恢复》——2020-09-01

《泰格医药-300347-2019 年年报点评: 业绩稳健增长, 盈利能力提升》——2020-04-20

《泰格医药-300347-2019 年三季报点评: 高成长性 CRO 龙头, 业绩持续高增长》——2019-11-04

证券分析师: 陈益凌

电话: 021-60933167

E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

联系人: 李虹达

电话: 0755-81982970

E-MAIL: lihongda@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
主营业务持续恢复, 非经常性收益较高
● 事项: 公司发布 2020 年度业绩预告

预计 2020 全年实现归母净利润 16.83~18.10 亿元, 同比增长 100%~115%; 扣非归母净利润预计为 6.70~7.42 亿元, 同比增长 20%~33%。非经常性损益预计为 10~11 亿元, 主要由于按照新金融工具准则确认的金融资产公允价值变动收益和取得股权转让收益较高。

● 归母净利润超预期, 预计各项业务均持续恢复

以业绩预告区间中间值计算, 2020 年归母净利润为 17.46 亿元 (+108%), 扣非归母净利润为 7.06 亿元 (+26%), 其中 Q4 单季度实现归母净利润 4.28 亿元 (+37%), 扣非归母净利润为 2.08 亿元 (+74%)。归母净利润超预期, 主要由于非经常性损益较高所致。扣非业绩略超预期, 且 Q4 单季度同比增速较高, 一方面由于 2019 年 Q4 基数相对较低, 另一方面预计由于公司各项主营业务持续恢复。综合来看, 上半年疫情对临床前、临床 CRO 及相关咨询业务影响均较大, 但 Q3 以来各项业务持续快速恢复, 2021 年有望增速进一步提升。

● 员工持股计划提升团队稳定性, 投资收益可持续性较好

2020 年 12 月公司发布员工持股计划草案, 参与员工不超过 50 人, 拟筹集资金总额为 1000~1500 万元, 此举有助于增强团队稳定性。公司近年来持续稳定地实现投资收益及股权投资公允价值升值, 2020 全年发布约 16 次对外投资公告, 拟认缴出资总额约 20 亿元, 主要投资领域为创新药及医疗器械等优质赛道的产业投资基金。公司过往经验已经验证了其投资收益具有较强的可持续性, 公司有望通过股权投资渠道接触更多潜力标的、前沿技术及潜在客户, 同时对业绩形成持续贡献。

● 风险提示: 疫情不确定性; 投资收益波动; 人才流失风险
● 投资建议: 主营业务持续恢复, 维持“买入”评级。

公司作为临床 CRO 龙头, 在上半年受到疫情影响较大的情况下, 下半年各项业务预计持续改善, 2021 年增速有望进一步提升。考虑到非经常性损益影响, 上调盈利预测, 预计 2020~2022 年归母净利润 17.54/17.71/23.45 亿元, 同比增长 108%/1%/32%, 对应当前股价 PE 为 85/84/64X, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

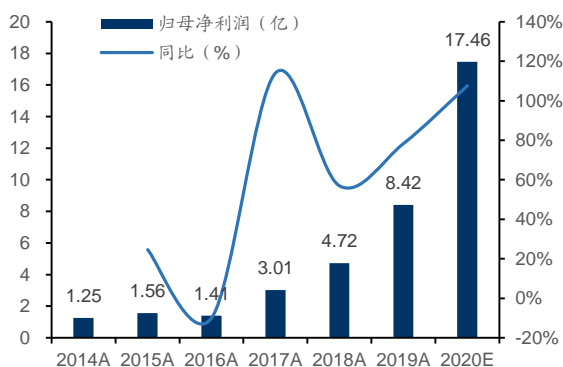
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,301 | 2,803 | 3,392 | 4,466 | 5,901 |
| (+/-%) | 36.4% | 21.8% | 21.0% | 31.6% | 32.1% |
| 净利润(百万元) | 472 | 842 | 1754 | 1771 | 2345 |
| (+/-%) | 56.9% | 78.2% | 108.4% | 1.0% | 32.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.94 | 1.12 | 2.01 | 2.03 | 2.69 |
| EBIT Margin | 26.7% | 30.7% | 30.6% | 32.4% | 33.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 17.7% | 19.9% | 32.3% | 26.7% | 28.5% |
| 市盈率(PE) | 180.7 | 151.9 | 84.9 | 84.1 | 63.5 |
| EV/EBITDA | 128.8 | 143.6 | 140.5 | 101.7 | 73.8 |
| 市净率(PB) | 31.98 | 30.26 | 27.46 | 22.45 | 18.08 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

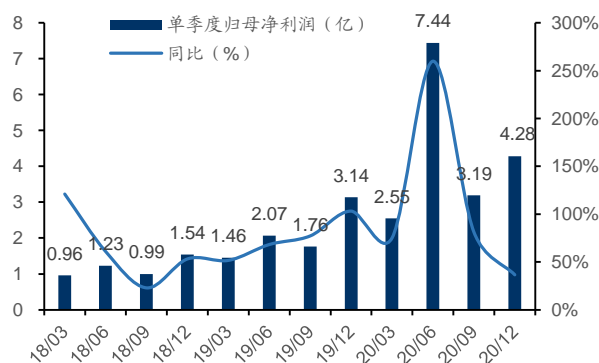
业绩超预期，预计各项业务均持续恢复。以业绩预告区间中间值计算，2020年归母净利润为17.46亿元（+108%），扣非归母净利润为7.06亿元（+26%），其中Q4单季度实现归母净利润4.28亿元（+37%），扣非归母净利润为2.08亿元（+74%）。归母净利润超预期，主要由于非经常性损益较高所致。扣非业绩略超预期，且Q4单季度增速较高，一方面由于2019年Q4基数相对较低，另一方面预计由于公司各项主营业务持续恢复。综合来看，上半年疫情对临床前、临床CRO及相关咨询业务影响均较大，但Q3以来各项业务持续快速恢复，2021年有望增速进一步提升。

图 1：泰格医药归母净利润及增速（亿元、%）



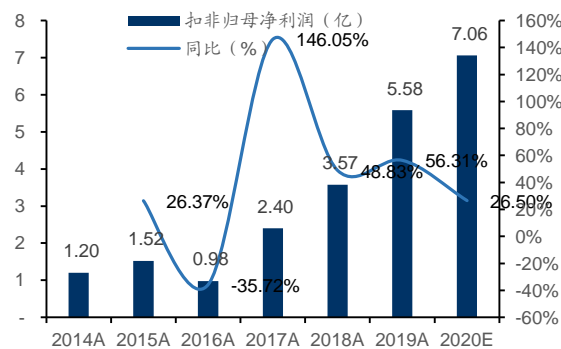
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2020年净利润根据业绩预告区间中间值预测

图 2：泰格医药单季归母净利润及增速（亿元、%）



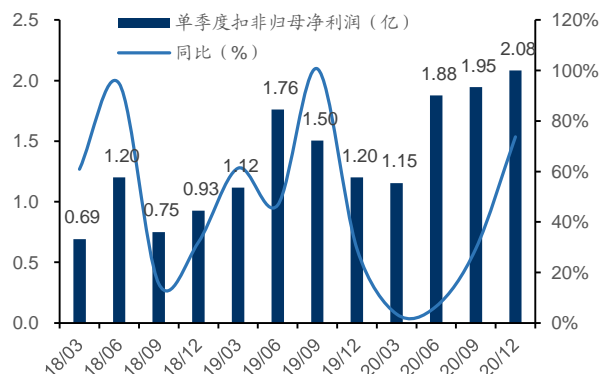
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2020年Q4净利润根据业绩预告区间中间值预测

图 3：泰格医药扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



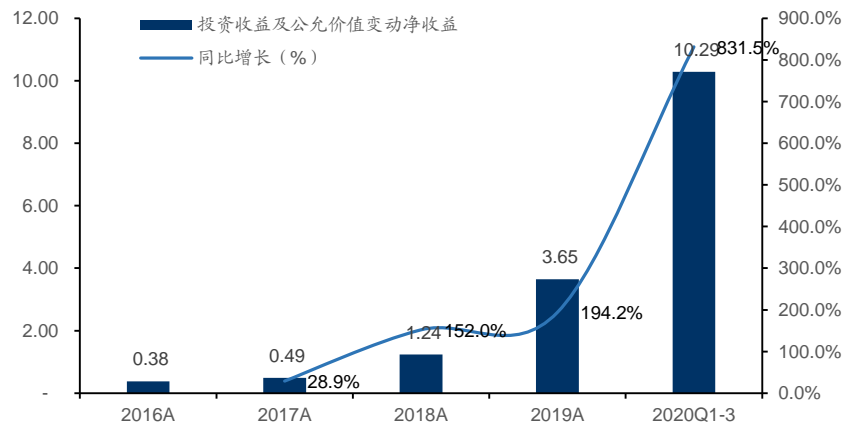
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2020年扣非净利润根据业绩预告区间中间值预测

图 4：泰格医药单季扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：2020年Q4扣非净利润根据业绩预告区间中间值预测

员工持股计划提升团队稳定性，投资收益可持续性较好。2020年12月公司发布员工持股计划草案，参与员工不超过50人，拟筹集资金总额为1000~1500万元，此举有助于增强团队稳定性。公司近年来持续稳定地实现投资收益及股权投资公允价值升值，2020全年发布约16次对外投资公告，拟认缴出资额约20亿元，主要投资领域为创新药及医疗器械等优质赛道的产业投资基金。公司过往经验已经验证了其投资收益具有较强的可持续性，公司有望通过股权投资渠道接触更多潜力标的、前沿技术及潜在客户，同时对业绩形成持续贡献。

图 5: 泰格医药投资净收益及公允价值变动净收益


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 主营业务持续恢复, 维持“买入”评级。公司作为临床 CRO 龙头, 在上半年受到疫情影响较大的情况下, 下半年各项业务预计持续改善, 2021 年增速有望进一步提升。考虑到非经常性损益影响, 上调盈利预测, 预计 2020~2022 年归母净利润 17.54/17.71/23.45 亿元, 同比增长 108%/1%/32%, 对应当前股价 PE 为 85/84/64X, 维持“买入”评级。(考虑到公司归母净利润受非经常性损益影响较大, 业绩预测具有较大不确定性)。

风险提示: 疫情不确定性; 投资收益波动; 人才流失风险

表 1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 210127 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE | PEG | 投资评 级 |
|--------|------|--------------|-----------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|-----|----------|
| | | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | |
| 300347 | 泰格医药 | 170.62 | 1489 | 0.96 | 2.01 | 2.03 | 2.69 | 176.9 | 84.9 | 84.1 | 63.5 | 19.9 | 2.1 | 买入 |
| 603259 | 药明康德 | 169.25 | 4133 | 0.76 | 1.14 | 1.50 | 2.02 | 222.7 | 148.5 | 112.8 | 83.8 | 10.7 | 3.9 | 买入 |
| 002821 | 凯莱英 | 314.80 | 763 | 2.28 | 3.06 | 4.01 | 5.28 | 137.8 | 102.9 | 78.5 | 59.6 | 18.2 | 3.2 | 买入 |
| 300759 | 康龙化成 | 153.60 | 1220 | 0.69 | 1.15 | 1.43 | 1.85 | 222.6 | 133.6 | 107.4 | 83.0 | 7.0 | 3.4 | 买入 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 现金及现金等价物 | 2042 | 2177 | 2927 | 3896 | 营业收入 | 2803 | 3392 | 4466 | 5901 |
| 应收款项 | 1127 | 1324 | 1743 | 2304 | 营业成本 | 1500 | 1838 | 2357 | 3042 |
| 存货净额 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业税金及附加 | 11 | 12 | 17 | 22 |
| 其他流动资产 | 200 | 194 | 256 | 338 | 销售费用 | 81 | 88 | 112 | 142 |
| 流动资产合计 | 3370 | 3696 | 4927 | 6539 | 管理费用 | 350 | 414 | 535 | 694 |
| 固定资产 | 275 | 1059 | 1596 | 2183 | 财务费用 | 10 | (17) | (32) | (50) |
| 无形资产及其他 | 96 | 94 | 91 | 88 | 投资收益 | 180 | 600 | 450 | 563 |
| 投资性房地产 | 3682 | 3682 | 3682 | 3682 | 资产减值及公允价值变动 | 185 | 700 | 450 | 495 |
| 长期股权投资 | 110 | 135 | 161 | 187 | 其他收入 | (132) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 7533 | 8666 | 10457 | 12679 | 营业利润 | 1085 | 2356 | 2377 | 3109 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 897 | 619 | 720 | 745 | 营业外净收支 | 5 | 4 | 6 | 5 |
| 应付款项 | 75 | 68 | 87 | 112 | 利润总额 | 1089 | 2360 | 2383 | 3114 |
| 其他流动负债 | 818 | 811 | 1041 | 1346 | 所得税费用 | 114 | 317 | 320 | 387 |
| 流动负债合计 | 1791 | 1497 | 1848 | 2203 | 少数股东损益 | 134 | 290 | 293 | 382 |
| 长期借款及应付债券 | 37 | 37 | 37 | 37 | 归属于母公司净利润 | 842 | 1754 | 1771 | 2345 |
| 其他长期负债 | 184 | 213 | 242 | 243 | | | | | |
| 长期负债合计 | 220 | 249 | 278 | 280 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 2011 | 1747 | 2127 | 2483 | 净利润 | 842 | 1754 | 1771 | 2345 |
| 少数股东权益 | 1296 | 1494 | 1694 | 1956 | 资产减值准备 | (51) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 4225 | 5425 | 6636 | 8240 | 折旧摊销 | 43 | 33 | 41 | 49 |
| 负债和股东权益总计 | 7533 | 8666 | 10457 | 12679 | 公允价值变动损失 | (185) | (700) | (450) | (495) |
| | | | | | 财务费用 | 10 | (17) | (32) | (50) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (1392) | (178) | (202) | (312) |
| 每股收益 | 1.12 | 2.01 | 2.03 | 2.69 | 其它 | 142 | 198 | 200 | 261 |
| 每股红利 | 0.35 | 0.63 | 0.64 | 0.85 | 经营活动现金流 | (601) | 1107 | 1360 | 1849 |
| 每股净资产 | 5.64 | 6.21 | 7.60 | 9.44 | 资本开支 | (191) | (114) | (126) | (138) |
| ROIC | 16% | 14% | 18% | 22% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 20% | 32% | 27% | 28% | 投资活动现金流 | (198) | (140) | (151) | (164) |
| 毛利率 | 46% | 46% | 47% | 48% | 权益性融资 | 1441 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 31% | 31% | 32% | 34% | 负债净变化 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 32% | 32% | 33% | 35% | 支付股利、利息 | (266) | (554) | (560) | (741) |
| 收入增长 | 22% | 21% | 32% | 32% | 其它融资现金流 | 1161 | (278) | 101 | 25 |
| 净利润增长率 | 78% | 108% | 1% | 32% | 融资活动现金流 | 2136 | (832) | (458) | (716) |
| 资产负债率 | 44% | 37% | 37% | 35% | 现金净变动 | 1338 | 134 | 750 | 969 |
| 息率 | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.6% | 货币资金的期初余额 | 704 | 2042 | 2177 | 2927 |
| P/E | 151.9 | 84.9 | 84.1 | 63.5 | 货币资金的期末余额 | 2042 | 2177 | 2927 | 3896 |
| P/B | 30.3 | 27.5 | 22.4 | 18.1 | 企业自由现金流 | (769) | 641 | 964 | 1352 |
| EV/EBITDA | 143.6 | 140.5 | 101.7 | 73.8 | 权益自由现金流 | 425 | 377 | 1093 | 1421 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032