

泰格医药 (300347 CH, 买入, 目标价: RMB68.05)

买入

持有

卖出

目标价: RMB68.05

当前股价: RMB50.61

股价上行/下行空间

+34%

52 周最高/最低价 (RMB)

82.79/41.61

市值 (US\$mn)

6,146

当前发行数量(百万股)

872

三个月平均日交易额 (US\$mn)

78

流通盘占比 (%)

72

主要股东 (%)

叶小平

20

香港中央结算 (代理人)

14

曹晓春

6

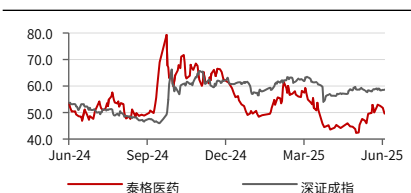
按 2025 年 6 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	68.05	71.03	-4%
2025E EPS (RMB)	1.56	3.05	-49%
2026E EPS (RMB)	2.04	3.59	-43%
2027E EPS (RMB)	2.90	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	7,157 (+2%)	7,926 (+6%)
EPS (RMB)	1.38 (+13%)	1.66 (+23%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

新签订单显示临床 CRO 行业有望触底回升

- 2024 年公司业绩受公允价值损失影响, 1Q25 业绩仍受行业周期影响;
- 1Q25 公司新签订单恢复增长, 现金流改善, 经验效率有所提升;
- 维持“买入”评级, 下调 DCF 目标价至人民币 68.05 元。

非经常性因素至 2024 年业绩承压: 根据公司 2024 报告, 泰格医药实现营业收入 66.03 亿元, 同比下降 10.58%; 归母净利润为 4.05 亿元, 同比下降 79.99%, 主要系持有金融资产的公允价值损失 (-4.77 亿元) 所致。剔除该影响, 2024 年扣非净利润为 8.55 亿元, 显示公司核心业务基本盘仍稳健。根据公司 1Q25 报告, 公司实现营收 15.64 亿元, 同比下降 5.79%; 归母净利润 1.65 亿元, 同比下降 29.6%, 主要系公司目前执行的仍为前两年 CRO 行业周期调整时所签价格较低的订单。根据公司 1Q25 报告, 公司经营活动净现金流达 1.98 亿元, 同比增长 37.26%, 反映出回款优化与订单执行效率的提升。

1Q25 公司新签订单出现复苏: 尽管临床 CRO 行业整体仍处于调整周期中, 根据公司 1Q25 报告, 公司 Q1 净新增合同金额超过 20 亿元, 同比增长 20%, 其中国内客户恢复尤为显著, 海外客户也保持稳定贡献。根据公司 2024 年报告, 公司临床服务项目累计超 4,000 个, 2024 年全年共参与 910 项中国 I 类新药和 140 项国际多中心研究, 服务覆盖肿瘤、内分泌、罕见病等多个重点领域。我们预计公司 2025-2027 年收入有望实现同比 9.64%/ 13.68%/ 16.87% 的增长。

国际化布局与数字化投入加速, 构建长期竞争壁垒: 根据公司 2024 报告, 公司已在全球 30 多个国家设立子公司, 海外员工达 1600 余人。公司国际总部落地香港后, 将成为海外业务拓展和职能管理中枢, 持续推进海外多中心临床执行力。此外, 公司围绕 AI 与去中心化临床试验 (DCT) 持续投入, 通过 RBQM、电子知情同意、远程访视等新模式提升临床试验效率, 推动服务能力升级。我们预计, 数字化平台及 AI 赋能将逐步释放效率红利, 有望提升客户粘性与业务利润水平。

维持“买入”评级, 下调目标价至 68.05 元: 考虑到 2024 年公司业绩变化以及临床 CRO 行业整体尚处恢复阶段, 我们对 2025-2026 年盈利预测进行调整。我们的目标价对应 2025 年 P/E 为 44x, 高于行业可比公司平均值的 24x。我们认为, 泰格医药作为国内领先的临床 CRO 龙头, 且行业基本面处于复苏通道, 理应获得估值溢价。

风险提示: 1) CRO 行业增长低于预期; 2) 人力资源限制; 3) 投资收益低于预期; 4) 被收购公司增长低于预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	7,384	6,603	7,310	8,399	9,958
毛利润 (RMBmn)	2,849	2,242	2,557	2,920	3,637
归母净利润 (RMBmn)	2,025	405	1,353	1,762	2,505
每股收益 (RMB)	2.32	0.47	1.56	2.04	2.90
市盈率 (x)	34.9	115.8	32.4	24.8	17.5

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得、华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

财务分析

图表 1：泰格医药 – 2024 年财务数据摘要

人民币（百万元）	2024A	2023A	YoY%	2024E	差异 (%)	1Q25	1Q24	YoY%
营收	6,603	7,384	-11%	9,164	-28%	1,564	1,660	-6%
销售费用	208	187	11%	223	-7%	49	46	5%
管理费用	737	650	13%	807	-9%	180	177	2%
研发费用	238	262	-9%	325	-27%	59	64	-8%
毛利	2,242	2,849	-21%	3,674	-39%	470	628	-25%
归母净利润	405	2,025	-80%	2,226	-82%	165	235	-30%
公允价值变动净收益	-502	353	-242%	353	-242%	-22	13	-276%
投资收益	167	338	-51%	200	-17%	25	-4	-805%
扣非后归母净利润	855	1,477	-42%	2,037	-58%	102	303	-66%
EPS（元）	0.47	2.32	-80%	2.55	-82%	0.19	0.27	-30%
毛利率	34.0%	38.6%	-4.6ppts	40.1%	-6.1ppts	30.0%	37.8%	-7.8ppts
销售费用率	3.1%	2.5%	0.6ppts	2.4%	0.7ppts	3.1%	2.8%	0.3ppts
管理费用率	11.2%	8.8%	2.4ppts	8.8%	2.4ppts	11.5%	10.7%	0.9ppts
研发费用率	3.6%	3.5%	0.1ppts	3.5%	0.1ppts	3.8%	3.8%	-0.1ppts
归母净利率	6.1%	27.4%	21.3ppts	24.3%	-18.1ppts	10.6%	14.2%	-3.6ppts

资料来源：公司公告、华兴证券预测

盈利预测调整

由于 2024 年公司营收及利润显著低于预期，我们对公司核心业务假设进行了全面调整。虽然二级市场创新药公司股价上涨显著，但是由于公司处于创新药行业下游，行业需求回暖的传导仍需要一定时间。考虑到公司目前执行的订单基本是前两年 CRO 市场行情较差时候签订的项目，同时客户订单回补节奏与市场行情表现有一定的时间差，我们将 2025/2026 年公司营收预测下调 33%/35%，毛利分别下调 42%/45%，归母净利润下调 49%/44%。在此基础上，我们将 2025/2026 年 EPS 预测从此前的 3.05/3.59 元分别下调至 1.56/2.04 元，降幅为 49%/43%。

分业务，我们将临床实验技术服务、临床研发咨询服务 2025/2026 年收入分别下调约 34%/34%和 34%/39%。考虑到行业景气周期影响存在一定的滞后效应，我们也调整了对公司的公允价值变动收益与投资收益的预测。我们将 2025 年公允价值变动收益和投资收益预测分别下调 25%，同时把 2026 年公允价值变动收益和投资收益的预测分别上调 50%。

我们新增 2027 年预测，预计收入为 99.6 亿元，归母净利润为 25.1 亿元，EPS 为 2.90 元。

图表 2：泰格医药 – 25E-27E 年核心预测修正

人民币（百万元）	新			旧			变化 (%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	7,310	8,399	9,958	10,874	12,999	N.A.	-33%	-35%	N.A.
毛利	2,557	2,920	3,637	4,442	5,311	N.A.	-42%	-45%	N.A.
归母净利润	1,353	1,762	2,505	2,662	3,129	N.A.	-49%	-44%	N.A.
EPS（元）	1.56	2.04	2.90	3.05	3.59	N.A.	-49%	-43%	N.A.

资料来源：公司公告、华兴证券预测

图表 3：泰格医药 – 25E-27E 年分部营收预测更新

人民币（百万元）	新			旧			变化 (%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
临床实验技术服务	3,396	3,866	4,644	5,141	5,816	N.A.	-34%	-34%	N.A.
临床研究咨询服务	3,747	4,314	5,030	5,674	7,106	N.A.	-34%	-39%	N.A.
公允价值损益（百万元）	150	300	500	200	200	N.A.	-25%	50%	N.A.
投资收益（百万元）	150	300	400	200	200	N.A.	-25%	50%	N.A.

资料来源：公司公告、华兴证券预测

估值

重申买入评级，下调 DCF 目标价至 68.05 元（之前为 71.03 元）

我们采用两阶段 DCF 模型对泰格医药进行估值：第一阶段为 2025 年至 2030 年，第二阶段为永续增长期。我们使用的 WACC 为 9.3%（之前为 9.8%），永续增长率为 2.0%（不变）。WACC 估算基于以下假设：2.8% 的无风险利率，7.0% 的股权风险溢价，1.28 的贝塔系数（之前为 1.39），4.7% 的债务成本，25% 的边际税率，以及 30% 的债务/总资本比率。

我们得出 DCF 目标价为人民币 68.05 元，相较于 2025 年 6 月 17 日的收盘价人民币 50.61 元，隐含 34% 的上行空间。我们的目标价对应 2025 年预测 P/E 为 44 倍，高于可比公司平均预测 P/E（24 倍）。我们认为，随着行业景气回升及公司收入利润持续改善，公司的估值有望逐步修复。我们维持“买入”评级。

图表 3：泰格医药 - DCF 估值表

百万元，除每股外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	2,219	3,685	2,585	2,489	664	1,673	2,180	3,099	4,198	5,276	6,131
财务费用	88	-216	-158	-108	38	4	-6	-8	-11	-18	-29
EBIT	2,307	3,468	2,427	2,380	703	1,677	2,173	3,091	4,187	5,258	6,102
EBIT*(1-t)	2,117	3,175	2,114	2,042	486	1,443	1,868	2,657	3,599	4,519	5,244
固定资产折旧	53	74	94	111	116	43	37	37	37	37	37
无形资产摊销	32	48	85	108	129	4	4	4	4	4	4
营运资本变动	16	-191	-699	-849	-268	938	-16	-96	-91	-119	-96
资本开支	-156	-128	-3,370	-2,828	-6,910	-149	-158	-167	-176	-187	-198
自由现金流	2,062	2,979	-1,777	-1,417	-6,448	2,279	1,735	2,435	3,372	4,255	4,991
贴现因子							1	2	3	4	5
自由现金流现值					-6,448	2,279	1,588	2,039	2,584	2,983	3,202

估值简介	截至2025年底
自由现金流现值 (2025-30E)	14,675
永续现金流现值	44,856
企业价值	59,531
(-) 净负债	-2,810
(-) 少数股东权益	3,480
股权价值	58,860
总股本 (百万)	865
目标价 (元)	68.05
最新收盘价	50.61
上行/(下行)空间 %	34%

WACC计算	
无风险利率	2.8%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.28
权益成本	11.7%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	30.0%
WACC	9.3%

目标价对应永续增长率和WACC的敏感性分析	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%	11.3%
1.50%	88.39	74.65	64.48	56.65	50.44
1.75%	91.79	77.02	66.20	57.95	51.45
2.00%	95.52	79.58	68.05	59.33	52.51
2.25%	99.61	82.35	70.02	60.79	53.63
2.50%	104.14	85.36	72.14	62.36	54.82

2025年EPS (元)	1.56
目标价对应P/E	44

永续增长率	2.0%
-------	------

注：2025 年 6 月 17 日收盘价。

资料来源：Wind、华兴证券预测

图表 4：泰格医药 - 可比公司估值分析

名称	代码	市值 (百万元)	收盘价 2025/6/17	2024A	EPS (元) 2025E	2026E	2027E	2024A	P/E 2025E	2026E	2027E
药明康德 (H)*	2359 HK	220,931	HK\$76.50	3.27	3.98	4.62	5.64	21	17	15	12
药明生物*	2269 HK	104,565	HK\$25.70	0.78	0.87	1.03	1.20	30	27	23	19
凯莱英	002821 CH	31,155	RMB86.40	2.69	3.06	3.60	4.25	32	28	24	20
康龙化成	300759 CH	43,121	RMB24.25	1.01	1.03	1.22	1.44	24	24	20	17
平均值								27	24	20	17
泰格医药*	300347 CH	43,577	RMB50.61	0.47	1.55	2.01	2.83	108	33	25	18

注：带*公司 EPS 为华兴证券预测，其他公司的 EPS 预测来自于 Wind 一致性预期。

资料来源：Wind、华兴证券预测

风险提示

- **CRO 行业增长低于预期：**如果 IND 申请放缓或大型制药公司选择内部开展研发时，CRO 行业增长有低于预期的风险。
- **人力资源限制：**拥有经验丰富的专业人员是 CRO 提供高质量成果和支持新合同实施的最重要资产之一。因此缺少经验丰富的关键员工可能会对公司的业绩发展造成限制。
- **投资收益低于预期风险：**由于公司将部分收益用于股权投资，而这些投资收入将会受到市场和行业波动的强烈影响，因此一些不良的投资决定可能会对公司的收入产生负面作用。
- **被收购公司成长低于预期：**尽管部分被收购的公司长期来看具有潜力，但仍处于早期成长阶段，因此可能会对公司的业绩表现产生不利影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
临床试验技术服务	3,178	3,396	3,866	4,644
临床试验相关及实验室服务	3,296	3,747	4,314	5,030
其他	129	168	218	284
营业收入	6,603	7,310	8,399	9,958
营业成本	(4,361)	(4,754)	(5,479)	(6,320)
毛利润	2,242	2,557	2,920	3,637
管理及销售费用	(1,183)	(1,148)	(1,311)	(1,405)
其中：研发支出	(238)	(264)	(303)	(359)
其中：市场营销支出	(208)	(227)	(252)	(249)
其中：管理支出	(737)	(658)	(756)	(797)
息税前利润	703	1,677	2,173	3,091
息税折旧及摊销前利润	948	1,724	2,214	3,132
利息收入	74	21	31	33
利息支出	(25)	(25)	(25)	(25)
税前利润	664	1,673	2,180	3,099
所得税	(217)	(234)	(305)	(434)
净利润	405	1,353	1,762	2,505
基本每股收益 (RMB)	0.47	1.56	2.04	2.90

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,300	7,696	8,126	8,967
货币资金	2,055	3,135	3,283	3,668
应收账款	1,360	1,621	1,844	2,219
存货	32	10	12	14
其他流动资产	2,853	2,930	2,987	3,066
非流动资产	22,371	22,849	24,337	26,227
固定资产	778	1,072	1,103	1,154
无形资产	337	81	95	110
商誉	3,228	3,221	3,721	4,271
其他	14,446	17,911	18,731	19,863
资产	28,671	30,545	32,462	35,194
流动负债	3,662	2,861	3,109	3,445
短期借款	1,912	0	0	0
预收账款	0	1,050	1,206	1,430
应付账款	257	160	184	213
长期借款	324	326	328	331
非流动负债	419	420	422	423
负债	4,607	3,809	4,061	4,401
股份	865	865	865	865
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	437	0	0	0
归属于母公司所有者权益	24,064	26,737	28,402	30,793
少数股东权益	3,394	3,480	3,593	3,753
负债及所有者权益	28,671	30,545	32,462	35,194

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	405	1,353	1,762	2,505
折旧摊销	245	47	41	41
利息（收入）/支出	(43)	(146)	(306)	(408)
其他非现金科目	532	(150)	(300)	(500)
其他	226	7	91	126
营运资本变动	(268)	938	(16)	(96)
经营活动产生的现金流量	1,097	2,048	1,271	1,668
资本支出	6,910	149	158	167
收购及投资	367	7	8	9
处置固定资产及投资	419	302	325	351
其他	1,768	(3,317)	2,484	1,278
投资活动产生的现金流量	(4,739)	(871)	(890)	(988)
股利支出	642	63	210	273
债务筹集（偿还）	79	2	2	3
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(2,423)	(163)	(446)	(571)
筹资活动产生的现金流量	(1,702)	(97)	(233)	(295)
现金及现金等价物净增加额	62	62	62	63
自由现金流	(6,448)	2,279	1,735	2,435

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
公允价值变动净收益（百万元）	(502)	150	300	500
投资净收益（百万元）	167	150	300	400

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(10.6)	10.7	14.9	18.6
毛利润	(21.3)	14.0	14.2	24.6
息税折旧及摊销前利润	(63.5)	82.0	28.4	41.4
净利润	(80.0)	233.8	30.3	42.1
稀释每股调整收益	(79.8)	233.8	30.3	42.1
盈利率 (%)				
毛利率	34.0	35.0	34.8	36.5
息税折旧摊销前利润率	14.4	23.6	26.4	31.5
息税前利润率	10.6	22.9	25.9	31.0
净利率	6.1	18.5	21.0	25.2
净资产收益率	1.7	5.1	6.2	8.1
总资产收益率	1.4	4.4	5.4	7.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.7	2.7	2.6	2.6
速动比率	1.7	2.7	2.6	2.6
估值比率 (x)				
市盈率	115.8	32.4	24.8	17.5
市净率	54.2	50.6	50.6	50.6
市销率	6.7	6.0	5.3	4.4

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取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受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。