

海外临床业务持续发力， 期待业绩企稳改善

核心观点

公司发布 2025 年半年报，业绩低于预期，主要由于国内临床运营业务受行业周期变化、国内订单价格调整、部分项目取消或主动终止等因素影响，收入及毛利率短期承压。随着公司上半年净新签订单金额实现良好增长，以及国内供给端逐步优化，未来业绩有望逐步企稳改善。国内医药研发需求端逐步恢复，有望利好公司订单增长及价格企稳。公司上半年海外业务持续发力，并持续通过内生扩张+并购整合方式加强海外临床运营。

事件

公司发布 2025 年半年报，业绩低于预期

8 月 28 日，公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现：
 1) 营业收入 32.50 亿元，同比下降 3.21%；2) 归母净利润 3.83 亿元，同比下降 22.22%；3) 扣非归母净利润 2.11 亿元，同比下降 67.09%。4) 基本每股收益 0.45 元。业绩低于预期。

简评

上半年收入及毛利率同比承压，25Q2 环比改善

2025 年第二季度，公司实现营业收入 16.86 亿元，同比下降 0.69%，环比增加 7.81%；归母净利润 2.18 亿元，同比下降 15.48%，环比增加 31.67%；扣非归母净利润 1.08 亿元，同比下降 67.85%，环比增加 5.96%。25Q2 及 25H1 公司收入端表现低于预期，主要

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,384.04	6,603.12	6,615.47	7,270.24	8,232.34
YoY(%)	4.21	-10.58	0.19	9.90	13.23
净利润(百万元)	2,024.85	405.14	944.35	1,142.95	1,483.44
YoY(%)	0.91	-79.99	133.09	21.03	29.79
毛利率(%)	38.58	33.95	34.08	37.98	41.53
销售净利率(%)	27.42	6.14	14.27	15.72	18.02
ROE(%)	9.63	1.96	4.41	5.12	6.31
EPS(摊薄/元)	2.35	0.47	1.10	1.33	1.72
P/E(倍)	25.88	129.36	55.50	45.86	35.33
P/B(倍)	2.49	2.54	2.45	2.35	2.23

资料来源：iFinD，中信建投证券

泰格医药 (300347.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025 年 09 月 17 日

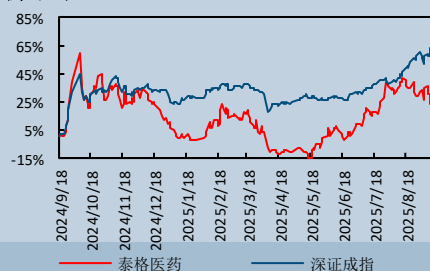
当前股价：60.87 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.87/-17.33	15.94/1.58	24.25/-18.57
12 月最高/最低价 (元)		79.22/42.31
总股本 (万股)		86,102.61
流通 A 股 (万股)		56,621.42
总市值 (亿元)		503.91
流通市值 (亿元)		344.65
近 3 月日均成交量 (万)		1424.67
主要股东		
叶小平		20.58%

股价表现



由于公司临床试验技术服务（CTS）板块受行业周期变化、国内订单价格调整、部分项目取消或主动终止等因素影响，收入同比下滑所致；利润端表现低于预期，主要由于公司 CTS 和临床试验相关及实验室服务（CRLS）板块毛利率同比明显下滑所致。与 25Q1 相比，25Q2 公司业绩环比增长，体现公司业务改善趋势。

境外收入保持增长，深化全球服务能力。公司持续加强全球布局和服务能力，在美国、欧洲、中东、非洲、日韩等地都拥有较大规模的团队。从地域角度，上半年公司境内主营业务收入 16.38 亿元，同比下降 10.1%；境外主营业务收入 15.41 亿元，同比增长 4.6%，境外收入增长主要受益于公司继续深化全球布局和服务能力，持续拓展海外业务，加速国际化进程，海外临床业务继续保持快速增长，临床试验技术服务板块境外收入同比增加。2025 年 7 月，公司宣布收购日本 CRO 公司 Micron。此次收购为公司带来了成熟的日本本土团队，扩大公司在日本和亚太地区的客户覆盖，提升影像分析的业务能力和行业影响力。

持续数字化及智能化投入，加强 AI 技术应用。公司将数字化、智能化技术的开发与应用作为自身发展的重要战略，从而提高业务效率，并打开潜在的新业务机遇。上半年公司成立数据治理团队，陆续上线客户管理、项目运营、人员管理等多个数字化产品，有效推进了数字化管理，未来将全面推行公司数据治理工作，融合 AI 技术进一步提升数字化水平。公司数字化中心研发推出了基于大语言模型（LLM）的脱敏工具，可以高效地完成特定敏感信息的处理，得到了客户的高度认可，未来作为公司人工智能产品推向市场。

临床试验技术服务（CTS）：收入及毛利率短期承压，海外临床运营增长较快

公司 CTS 业务上半年实现收入 14.70 亿元，同比下降 10.2%。同比下降主要由于：1）行业周期和结构性变化导致上半年执行的国内创新药临床试验整体工作量有所下降；2）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；3）公司部分国内创新药临床运营订单被取消，同时有部分订单因客户资金问题被主动终止。毛利率来看，上半年 CTS 业务毛利率为 22.8%，同比下降 15.6pct，主要由于：1）上半年临床运营业务执行订单价格同比下滑；2）订单取消和主动终止导致收入调减，影响毛利率表现。医疗器械、医学注册、医学翻译等板块内其他业务毛利率相对保持稳定。

上半年，公司海外临床运营业务呈现较快增长趋势，在北美的临床运营业务收入持续快速增长；今年下半年预计将会有较大体量的新签订单增量贡献。除临床运营业务外，板块内临床注册业务上半年恢复明显，收入同比增长超过 20%，且增长态势有望延续，主要受益于前端需求的回暖，尤其是国内和海外 IND 相关的需求。板块内医疗器械、药物警戒业务上半年继续实现增长，一定程度上抵消了国内临床运营业务的影响。医学翻译等其他业务上半年表现较为稳定。

临床试验相关服务及实验室服务（CRLS）：SMO 业务带动收入增长，期待实验室业务毛利率提升

公司 CRLS 业务上半年实现收入 17.10 亿元，同比增长 3.1%，主要受益于 SMO 业务增长及数统业务稳健表现。毛利率 35.1%，同比下降 4.8pct，主要由于 SMO 收入增长相对较快而毛利率低于板块平均水平，拉低整体毛利率。

分业务来看：1）SMO 业务上半年实现良好增长，主要受益于充足的业务需求，尤其是来自于跨国药企的订单需求；毛利率同比保持稳定。2）数统业务收入相对稳健，毛利率同比有所下滑，主要由于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。3）实验室服务收入同比略有下降，主要由于方达控股美国业务复苏慢于预期，以及国内行业竞争激烈所致；毛利率同比相对稳定，预计未来产能利用率提升后将带动毛利率提升。4）医学影像业务受益于肿瘤临床项目的需求增加，收入有所增长，毛利率同比稳定。5）受试者招募等板块内其他业务受国内行业发展周期影响，执行项目平均单价同比有所下滑。

毛利率短期承压，经营净现金流大幅改善

上半年公司毛利率 30.09% (-9.61pct)，净利率 11.16% (-5.44pct)，主要与国内临床运营业务上半年工作量下滑、平均单价调整以及订单取消和主动终止带来的影响有关。费用方面，上半年公司销售费用率 3.32% (+0.30pct)，研发费用率 3.91% (+0.19pct)，管理费用率 10.93% (-0.28pct)，财务费用率 1.95% (+2.43pct)。财务费用率提升主要由于公司购买大额存单的收益计入投资收益导致利息收入同比减少，利息支出及汇兑损失同比增加所致。其他各项费用率基本保持稳定。

上半年公司经营活动产生的现金流量净额 4.09 亿元，同比增长 130.43%，主要由于公司应收账款回款良好以及预收款增加所致。非经常损益 1.73 亿元（去年同期为-1.47 亿），主要由于公司其他非流动金融资产持有期间及处置确认的投资收益和其他非流动金融资产公允价值变动损益所致。

2025 年下半年展望：看好业绩企稳改善，期待国内需求复苏及海外业务发力

上半年公司临床运营业务受行业周期变化、国内订单价格调整、部分项目取消或主动终止等因素影响，收入及毛利率短期承压。随着公司上半年净新签订单金额实现良好增长，以及国内供给端逐步优化，公司作为国内临床 CRO 行业龙头，市场份额预计将保持提升，在手订单逐步交付有望带动业绩逐步企稳改善。上半年国内创新药行业对外授权交易持续活跃，有助于缓解部分客户现金流压力，叠加资本市场恢复及流动性改善，有望推动国内医药研发需求端逐步恢复，利好公司订单增长及价格企稳。公司上半年海外业务持续发力，并持续通过内生扩张+并购整合方式加强海外临床运营，下半年有望继续成为业绩增长的重要动力。

盈利预测与投资评级

我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 66.15 亿元、72.70 亿元和 82.32 亿元，分别同比增长 0.2%、9.9%和 13.2%；归母净利润分别为 9.44 亿元、11.43 亿元和 14.83 亿元，分别同比增长 133.1%、21.0%和 29.8%。扣非净利润分别为 5.44 亿元、9.43 亿元和 13.33 亿元，分别同比增长 158.3%、73.2%和 41.4%。按归母净利润折合 EPS 分别为 1.10 元/股、1.33 元/股和 1.72 元/股，对应 PE 为 55.5X、45.9X 和 35.3X。公司作为国内临床 CRO 行业龙头公司，后续随着行业需求恢复有望持续受益，维持“买入”评级。

风险分析

1、新药研发数量不及预期：客户新药研发的不断需求是推动公司业绩持续增长的重要动力，新药研发数量不及预期将对公司业绩产生不利影响。

2、公司在手订单增长低于预期：在手订单对公司未来的收入增长预期具有重要提示意义，在手订单增长低于预期可能导致公司预期业绩下滑，进而影响企业估值。

3、行业竞争激烈：目前行业内有多家 CRO 企业在临床前和临床业务方面与公司构成竞争关系，竞争程度激烈将加大企业降本增效的压力，对公司业绩增速产生不利影响。

4、投资收益不及预期。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk