

泰格医药（300347）

泰格医药：临床 CRO 龙头，扬帆启航新征程

买入（首次）

2026 年 02 月 14 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,384	6,603	7,129	8,019	9,327
同比（%）	4.21	(10.58)	7.97	12.48	16.31
归母净利润（百万元）	2,024.85	405.14	1,114.39	1,357.15	1,816.89
同比（%）	0.91	(79.99)	175.06	21.78	33.88
EPS-最新摊薄（元/股）	2.35	0.47	1.29	1.58	2.11
P/E（现价&最新摊薄）	25.89	129.38	47.04	38.62	28.85

股价走势



投资要点

- **摘要：**国内外创新药投融资景气度持续上行，临床 CRO 需求也将持续扩容。国内临床 CRO 行业经历激烈的价格竞争，供给优化，泰格医药龙头市占率持续提升，新签订单加速，有望迎来量价齐升，业绩修复增长潜力大。
- **国内外创新药投融资景气度持续改善，叠加美元降息周期、创新药出海浪潮延续等，临床 CRO 行业需求有望持续扩容。**根据 Frost&Sullivan，2024 年全球医药研发外包渗透率已超 50%，预计 2033 年将提升至约 65%，行业增长空间明确。国内临床 CRO 行业在经历 2021-2022 年企业数量快速扩张与同质化竞争后，已进入供给出清、格局优化阶段，行业集中度显著提升。2019-2023 年，泰格医药在中国临床 CRO 市场份额由 8.7%提升至 12.8%，国产替代与头部集中趋势清晰，公司作为国内临床 CRO 龙头有望充分受益于行业复苏与份额提升双重红利。
- **泰格医药依托临床 CRO 龙头地位，CTS 与 CRLS 业务协同发展，全球注册申报、器械服务、药物警戒、AI 医学翻译及数字化临床等核心业务稳步推进。**核心业务矩阵的多元化布局有效对冲行业周期波动风险，进一步拓宽盈利边界。2024 年新增 FDA IND 项目 39 个、完成 31 项 FDA IND 申报并获临床批件，彰显了公司在海外注册申报领域的行业领先实力。公司凭借全链条一体化服务能力、全球化布局、深度数字化赋能及优质临床资源网络，持续构筑核心壁垒，在行业供给出清、创新药投融资回暖等的背景下，竞争优势进一步巩固，龙头地位持续夯实。
- **泰格医药龙头优势显著，国内业务护城河持续强化，海外业务不断扩张，伴随行业景气度上行，业绩修复可期。**公司以临床 CRO 为核心，提供全流程、一站式新药研发解决方案，核心竞争力持续强化：1）客户粘性强：截止 2025 年 11 月新签订单中 MNC、国内 pharma 占比为 25%、11%；2）项目经验与临床资源丰富：覆盖中国 150+城市，合作中心超 1100 家；3）海外业务布局不断完善，截至 2025H1 覆盖全球 33 个国家，累计国际多中心临床试验(MRCT)项目 150 个。4）兼具规模与成本优势。当前创新药投融资景气度上行，公司业绩预告显示 2025 年净新增订单同比增长 13%-25%，增长环比提速。同时行业供给格局优化，我们认为公司将迎来量价齐升，业绩修复高增长可期。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2025-2027 年营收 71.29/80.19/93.27 亿元，同比+7.97%/12.48%/16.31%；归母净利润约 11.14/13.57/18.17 亿元，同比+175%/22%/34%，对应 PE 为 47/39/29X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发投入不及预期风险、行业竞争加剧风险等。

市场数据

收盘价(元)	60.88
一年最低/最高价	41.61/71.90
市净率(倍)	2.48
流通 A 股市值(百万元)	34,471.12
总市值(百万元)	52,419.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	24.59
资产负债率(% ,LF)	14.16
总股本(百万股)	861.03
流通 A 股(百万股)	566.21

相关研究

- 《泰格医药(300347)：2023 年报点评：业绩短期承压，全球化布局加速》
2024-04-02
- 《泰格医药(300347)：2022 年报点评：疫情扰动下临床 CRO 龙头韧性十足》
2023-03-29

内容目录

1. 泰格医药：一体化临床 CRO，国际化业务持续扩张	5
1.1. 公司发展历程：自建+并购，构建全球服务网络的一体化临床 CRO	5
1.2. 公司股权架构：股权结构稳定	5
1.3. 公司财务分析：毛利率承压，2026 年业绩有望触底向上	6
1.4. 境外业务增长更快，境外营收占比提升	8
1.5. 净新增合同金额增长提速，人员数量增长与之匹配	9
2. 行业景气度上升，临床 CRO 供需格局改善	10
2.1. 需求侧：全球研发管线持续攀升，CRO 需求持续增长	10
2.1.1. 全球新分子药物研发管线和数量保持增长，市场规模持续扩容。	10
2.1.2. 全球研发生产外包渗透率持续提升，市场规模持续增长	11
2.1.3. 中国创新药出海浪潮，有望带动国内需求上行	11
2.2. 供给侧：CRO 企业数量与规模出清，市场集中度持续提升	12
3. 泰格医药：一站式临床 CRO 服务，覆盖新药研发全流程	13
3.1. 临床试验技术服务 CTS	13
3.1.1. 一体化服务平台，全球化布局	13
3.1.2. CTS 消化低价订单阶段，毛利率有望逐步改善	14
3.1.3. CTS 项目数量增长、质量优化，海外占比持续提升	14
3.1.4. CTS 国际化布局成型，海外项目保持较快增长	15
3.2. 临床试验相关服务 CRLS	16
3.2.1. CRLS 内生+外延布局，全链条业务完善	16
3.2.2. CRLS 收入规模保持增长，优势业务增长较快	17
3.3. 多元化投资生物医药企业，深度绑定创新药企客户	20
4. 泰格医药核心竞争力凸显，临床 CRO 龙头强者恒强	20
4.1. 客户结构健康，客户粘性强	21
4.2. 项目经验丰富，临床资源丰富	21
4.3. 规模化优势，市占率持续提升	22
4.4. 平台型 CRO 公司，兼具规模与成本优势	22
4.5. 国际化拓展，打开海外市场空间	23
5. 盈利预测与估值	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权架构 (截止 2025 年 9 月 30 日)	6
图 3: 公司收入及增速.....	6
图 4: 公司归母净利润及增速.....	6
图 5: 公司分业务收入构成 (亿元)	7
图 6: 公司分业务毛利率 (%)	7
图 7: 公司毛利率/销售净利率 (%)	8
图 8: 公司费用率 (%)	8
图 9: 公司历年资本开支.....	8
图 10: 公司资本结构变化.....	8
图 11: 公司境内外市场的营收 (亿元)	9
图 12: 公司境内外市场的营收占比 (%)	9
图 13: 公司净新增合同金额.....	9
图 14: 公司累计待执行合同金额.....	9
图 15: 公司项目运营及技术人员数量及增速 (人/%)	10
图 16: 全球药物分子研发管线, 2015-2024	11
图 17: 全球获批创新药类型分布, 2015-2024	11
图 18: 全球药物研发生产外包市场规模持续增长.....	11
图 19: 2010-2024 年中美临床研究数量对比	12
图 20: 2015-2025H1 年中美创新药各期临床数量变化	12
图 21: 2021-2025 年中国创新药 BD 交易及首付款.....	12
图 22: 中国临床 CRO 市场头部企业市占率变化	13
图 23: 2017-2025H1 CTS 板块收入及增速 (亿元/%)	14
图 24: 2017-2025H1 CTS 板块毛利及毛利率 (亿元/%)	14
图 25: 2021-2024 年公司承接各期临床研究数目 (个)	15
图 26: 2021-2024 年公司承接各区域临床研究数目 (个)	15
图 27: 境外在执行药物临床研究数量 (个)	16
图 28: 全球分支机构分布.....	16
图 29: 公司 CRLS 服务.....	17
图 30: 2017-2025H1 CRLS 板块收入 (亿元)	18
图 31: 2017-2025H1 CRLS 板块毛利 (亿元)	18
图 32: 观合医药.....	19
图 33: 2024 年大型药企对 CRO 选择偏好	21
图 34: 前五名客户销售情况.....	21
图 35: 按阶段分类的在执行药物临床试验项目数量(个).....	22
图 36: 临床试验相关服务及实验室服务项目情况 (个)	22
图 37: 2023 年中国 CRO 市场格局	22
图 38: 2023 年全球 CRO 市场格局	22
图 39: 2024 年国内可比 CRO 公司人员规模 (人)	23
图 40: 2024 年国内可比 CRO 公司人均创收 (万元/人)	23
图 41: 2024 年国内可比 CRO 公司人均成本 (万元/人)	23
图 42: 2024 年国内可比 CRO 公司人均创利 (万元/人)	23

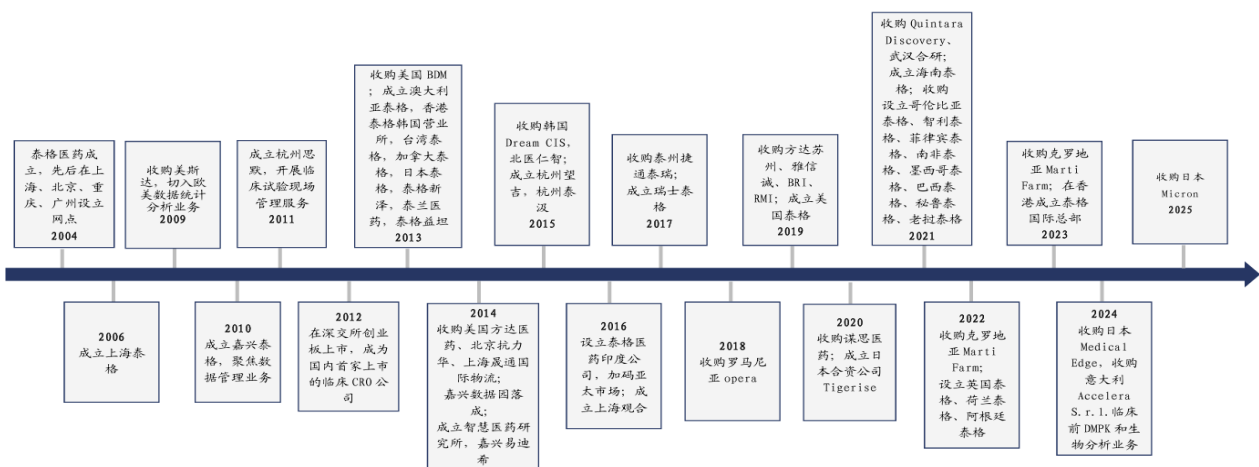
表 1:	公司 CTS 业务概况	13
表 2:	公司海外业务发展情况.....	16
表 3:	2024 年主要公司 SMO 业务核心运营指标.....	19
表 4:	公司投资净收益（百万元）	20
表 5:	全球 CRO 竞争格局	24
表 6:	公司收入拆分及预测.....	25
表 7:	可比公司估值表.....	26

1. 泰格医药：一体化临床 CRO，国际化业务持续扩张

1.1. 公司发展历程：自建+并购，构建全球服务网络的一体化临床 CRO

泰格公司成立于 2004 年，经过 21 年的发展壮大，已经发展成为中国 CRO 行业龙头。公司以临床试验技术服务起家，多年来通过网点布局和收购，逐步形成综合性 CRO 业务，并持续深化全球布局，致力于为全球生物医药产业提供全流程的创新研发服务。2019 年，泰格成为全球临床 CRO 前十行业里唯一的中国本土企业，在中国市场市占率第一。

图1：公司发展历程

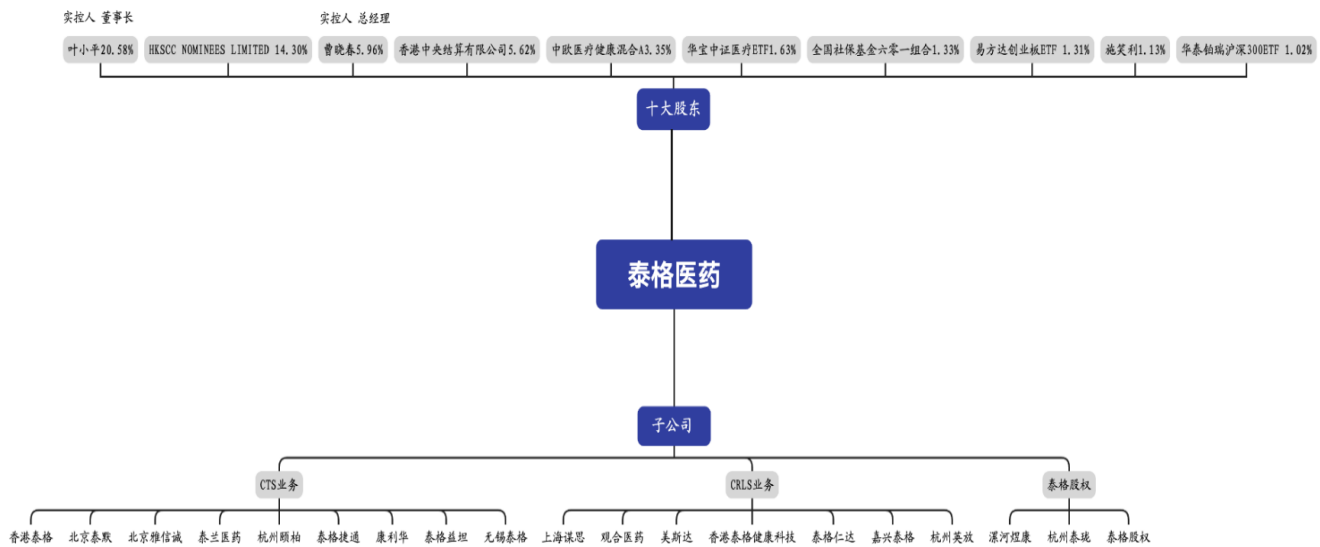


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权架构：股权结构稳定

公司实际控制人为叶小平先生、曹晓春女士，截止 25Q3，叶小平先生持有公司 20.58% 股权；曹晓春女士持有公司 5.96% 股权。联合创始人叶小平博士及曹晓春女士是中国临床 CRO 行业的先行者，拥有丰富的专业知识及领导才能，公司核心管理层均具备在全球及中国顶尖生物制药企业任职的资深背景。公司通过设立与并购一系列子公司，建立覆盖多领域的临床试验服务体系。

图2：公司股权结构（截止 2025 年 9 月 30 日）



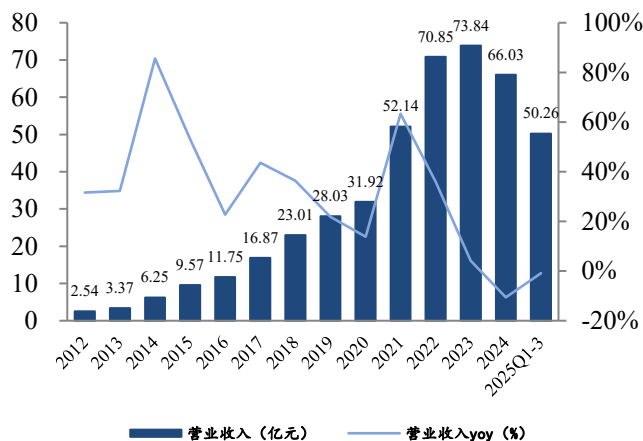
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司财务分析：毛利率承压，2026 年业绩有望触底向上

收入利润经历放缓阶段，2026 年有望企稳向上。2012-2024 年间，公司营收从 2.54 亿元增长至 66.03 亿元，期间复合增长率 28.5%；归母净利润从 0.68 亿元增长至 4.05 亿元，期间复合增长率 14.71%。2012-2023 年间，受益于中国 CXO 产业崛起、疫情相关需求催化，公司业务强劲扩张。2023 年、2024 年在投融资遇冷、疫情相关需求退潮、行业竞争加剧的情况下，公司增长放缓。

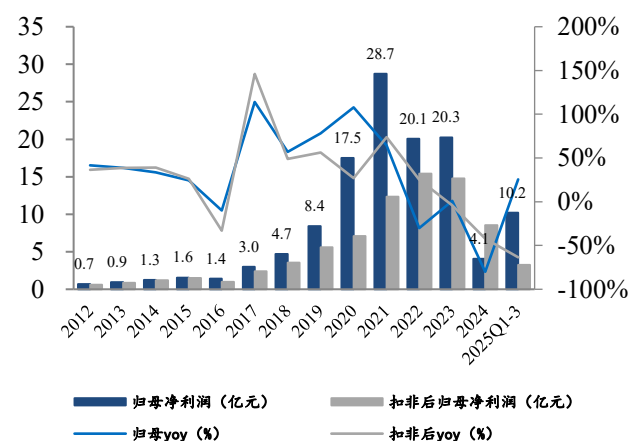
2025Q1-Q3 公司营收为 50.26 亿元，同比下滑 0.82%；归母净利润为 10.2 亿元，同比增长 25.45%，扣非后归母净利润为 3.26 亿元，同比下降 63.46%，利润端增速由负转正，营收端有回暖。主要系存量低价订单的逐步出清以及新签订单增长贡献。随着新签订单增长、存量低价订单消化，公司业绩有望自 2026 年明显修复。

图3：公司收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司归母净利润及增速

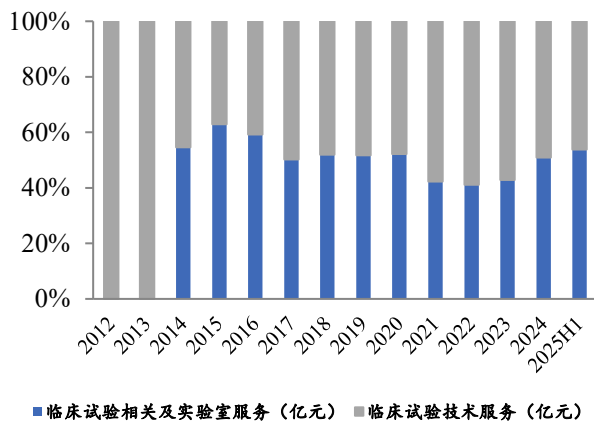


数据来源：Wind，东吴证券研究所

临床试验相关及实验室服务业务收入占比逐年上升，2025H1 占比达 53.77%，临床试验技术服务占比为 46.23%。2025H1，临床试验相关及实验室服务的营收为 17.1 亿元，同比增长+3.09%；临床试验技术服务的营收为 14.7 亿元，同比下降 10.24%。

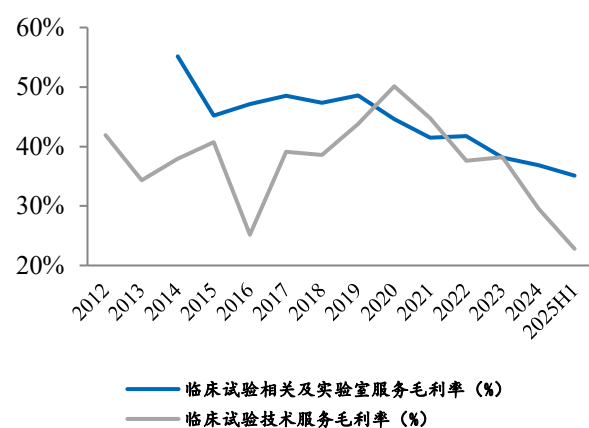
两大业务的毛利率承压持续。25H1 临床试验相关及实验室服务和临床试验技术服务的毛利率分别为 35.1%、22.8%，主要由于近年来需求下降及行业价格竞争，以及清理部分回款质量不好的客户、客户部分项目终止等。伴随行业产能出清与需求改善，2026 年新签订单毛利率有望改善。

图5：公司分业务收入构成（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司分业务毛利率（%）

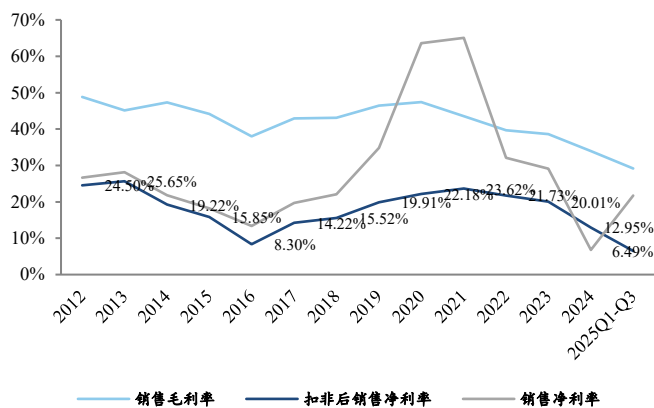


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司毛利率经历下行阶段，26 年有望触底向上。2012-2016 年销售毛利率呈缓慢下降态势，2016-2022 年逐步回升并保持在 40%以上，主要得益于业务结构优化和规模效应释放。2022 年后受行业周期影响，行业竞争激烈，毛利率回落。**扣非后销售净利率**在 2012-2025 年整体走势与销售毛利率保持一致，2020-2024 年间扣非后销售净利率的峰值出现在 2021 年，达 23.62%。该指标剔除了金融资产公允价值变动、股权转让及投资收益等非经常性损益的影响，更能反映核心临床 CRO 主业的盈利水平，体现主营业务运营效率处于历史较高水平。

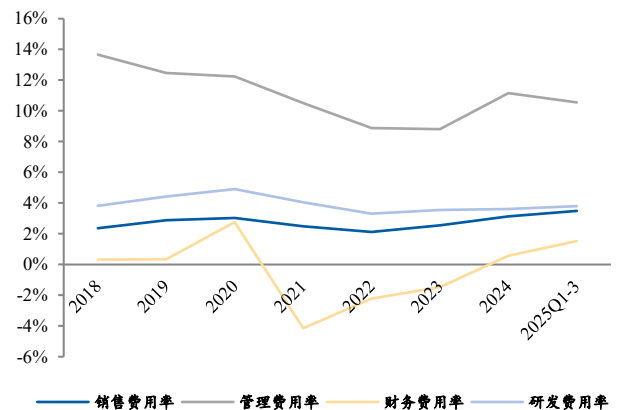
管理费用率管控较好，财务费用率小幅上升，销售/研发费用率整体稳定。公司费用管控能力较强，管理费用率总体下降，2024 年在收入规模下降的情况下，费用率有所上升。研发投入较为稳定，2018 至 2025Q1-Q3 期间的研发费用率维持在 3%-5%区间。

图7: 公司毛利率/销售净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

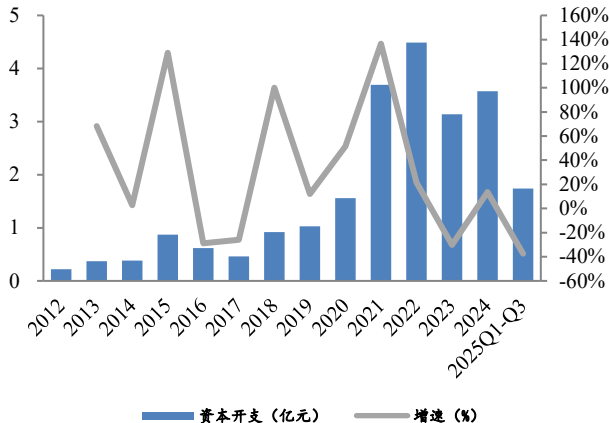
图8: 公司费用率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

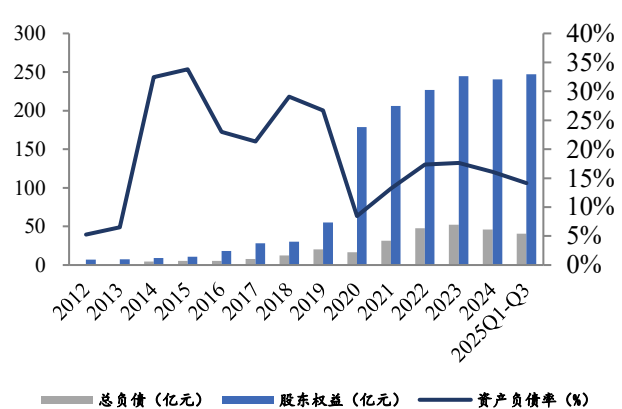
公司资本结构总体优化。2012-2020年,公司资本开支缓慢增长,2021-2022年由于子公司方达控股加速新建和扩建实验室(如美国、中国的生物分析实验室),对应的固定资产、设备采购需求激增。2023年资本开支回落调整,进入收缩阶段。2025Q3公司资产负债率14.16%,处于历史较低水平。

图9: 公司历年资本开支



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 公司资本结构变化

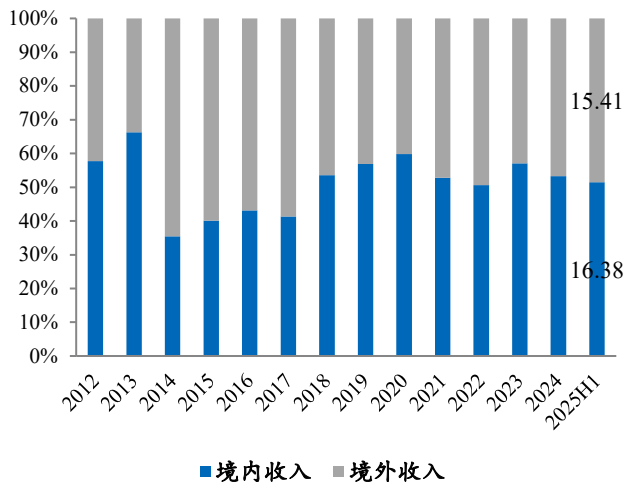


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 境外业务增长更快, 境外营收占比提升

境外营收自2020年起稳步扩张, 占比逐渐提升。2025H1公司境内收入16.38亿元, 同比下滑10.1%, 境外收入15.41亿元, 同比增长4.6%, 境外营收拉动整体增长。截至2025H1境内收入贡献占比52%, 境外收入占比48%。主要得益于公司坚持全球化战略布局, 不断收购和建设海外团队。

图11：公司境内外市场的营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：公司境内外市场的营收占比（%）

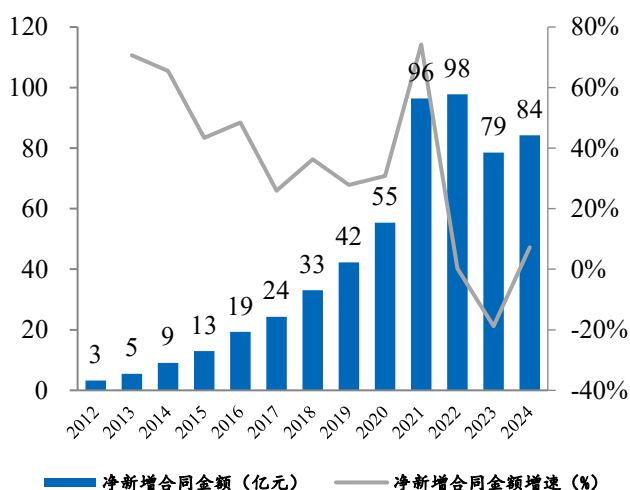


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.5. 净新增合同金额增长提速，人员数量增长与之匹配

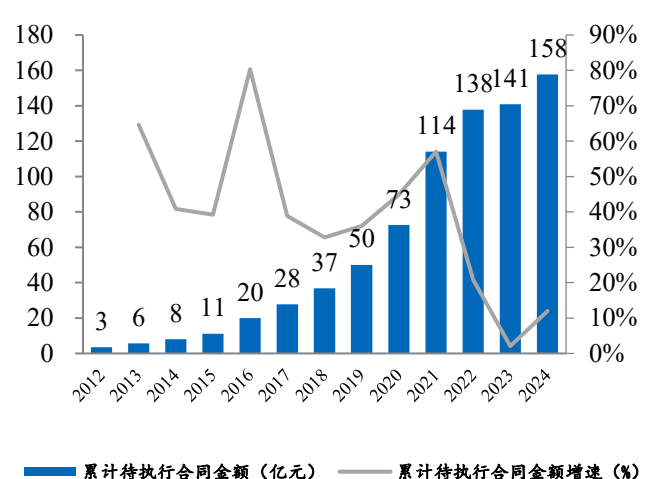
订单规模仍处高位，新签订单保持增长。根据公司业绩预告，2025年公司净新增订单达95-105亿元，同比增长13%-25%。2022年净新增合同金额高达97.7亿元，是行业高景气（新冠项目+全球临床外包转移）下的订单峰值期。2012年-2024年累计待执行合同金额从3.4亿元逐步增至157.8亿元，12年间规模扩张超52倍，体现公司订单储蓄能力的持续提升。

图13：公司净新增合同金额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

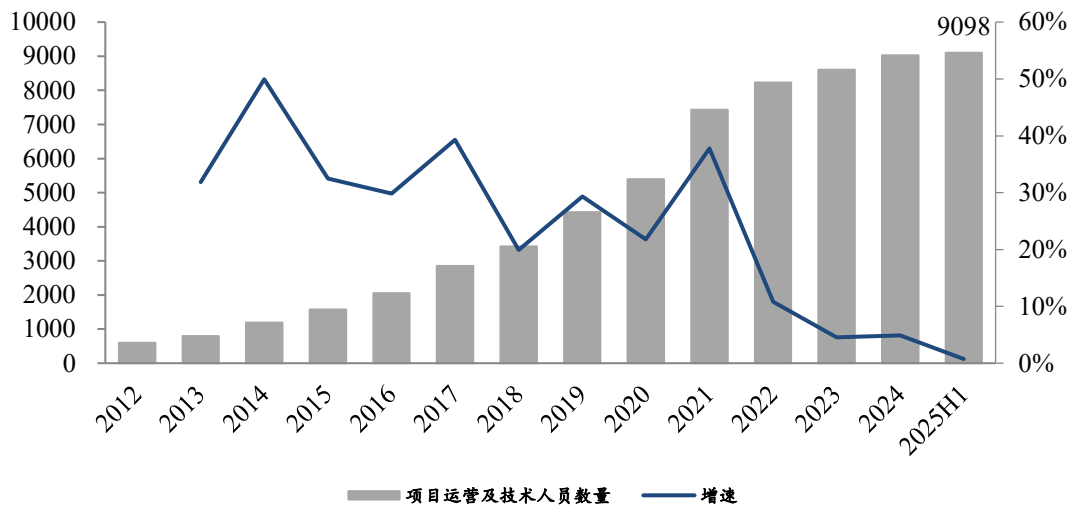
图14：公司累计待执行合同金额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2025H1，公司项目运营及技术人员数量为 9098 人，其中国内员工 7663 人，亚太地区（中国除外）510 人，美洲 834 人，欧洲、中东和非洲 91 人，人员增长速度与订单短期调整后的扩张节奏适配。

图15：公司项目运营及技术人员数量及增速（人/%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业景气度上升，临床 CRO 供需格局改善

2.1. 需求侧：全球研发管线持续攀升，CRO 需求持续增长

2.1.1. 全球新分子药物研发管线和数量保持增长，市场规模持续扩容。

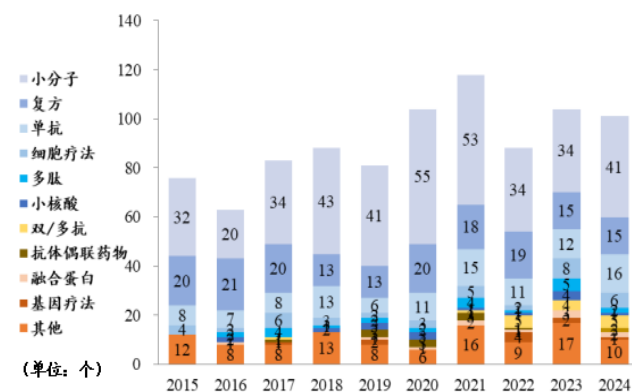
根据 Frost&Sullivan 报告，2015-2024 年间全球研发管线和新分子种类数量持续增长，多肽和寡核苷酸等合成类新分子、生物药新分子层出不穷。根据 EvaluatePharma，按销售预计，全球多肽疗法市场在 2024 年到 2030 年期间的 CAGR 将达到 15.8%，寡核苷酸疗法 CAGR 更将达到 27.5%。随着多肽、寡核苷酸、ADC 等新药物分子和技术方向持续丰富，企业投融资有望加速布局新产品方向，带来临床 CRO 市场规模持续扩容。

图16: 全球药物分子研发管线, 2015-2024



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图17: 全球获批创新药类型分布, 2015-2024



数据来源: 医药魔方, 东吴证券研究所

2.1.2. 全球研发生产外包渗透率持续提升, 市场规模持续增长

全球研发生产外包市场规模仍然持续增长, 且高于研发费用增长速度。全球研发外包渗透率持续提升, 主要基于: 1) 各国家政府医疗费用控制措施、原研药“专利悬崖”带来药品价格下行压力, 全球 MNC 药企必须加速研发管线推进, 以及通过外包以控制成本和效率。2) 新药研发成本走高, 回报率不断降低, 全球前 20 大制药企业单个新药研发回报率在 2022 年降至历史最低值 1.2%。3) 医药研发外包的专业化分工, 帮助缩短新药研发周期、控制风险、优化资源, 尤其对于新药加速上市具备重要推动作用。根据 Frost&Sullivan, 全球医药行业外包渗透率逐步提升, 2024 年占比达到 50% 以上, Frost&Sullivan 预计在 2033 年将达到约 65%, 医药研发外包模式有望成为未来主流。

图18: 全球药物研发生产外包市场规模持续增长

Global Outsourcing Market Grows Faster than Overall R&D Spending
 Global Outsourcing Market Growing at 11.9% CAGR 2024-2029E, with Momentum Expected to Continue for Many Years to Come

Global Pharmaceutical R&D Outsourcing Market, 2015-2034E

Period	Discovery	Preclinical	Clinical	Small molecule CDMO	Including Peptide CDMO	Including Oligo CDMO	Total
2015-2024	9.7%	7.4%	8.2%	9.2%	16.2%	67.7%	23.5%
2024-2029E	9.5%	10.6%	8.0%	16.6%	25.6%	31.3%	11.9%
2029E-2034E	10.4%	9.1%	8.6%	17.6%	18.3%	22.7%	13.4%

USD billion



10 Source: Frost & Sullivan, September 2025.


 药明康德
 Wuxi AppTec

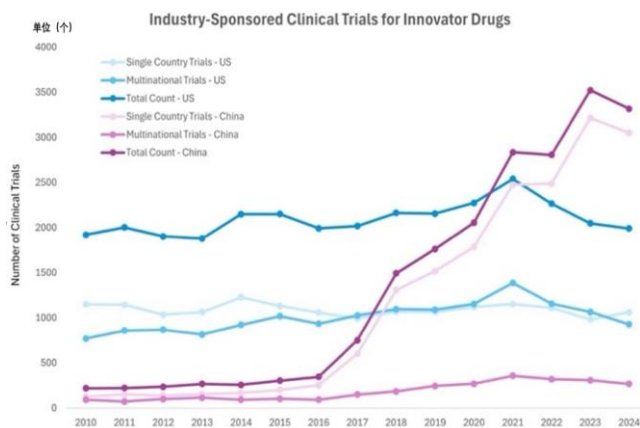
数据来源: Frost&Sullivan, 药明康德, 东吴证券研究所

2.1.3. 中国创新药出海浪潮, 有望带动国内需求上行

中国药企正加速主导全球创新药布局, 带动跨区域 CRO 服务需求持续上行。2025

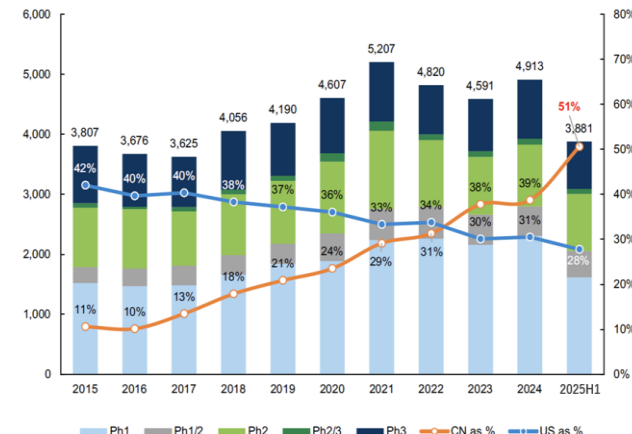
年中国创新药 BD 交易量为 158 件，总金额 1357 亿美元，已经超过 2024 年全年总金额并创历史新高。同时，港股与科创板退出渠道更加畅通，生物医药企业投融资改善，更多项目推向临床阶段，带来临床 CRO 需求改善。

图19：2010-2024 年中美临床研究数量对比



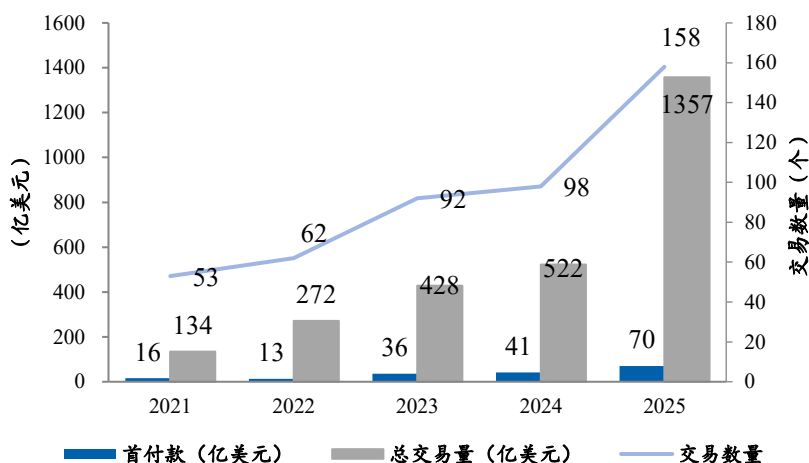
数据来源：Frost&Sullivan, GlobalData, 东吴证券研究所

图20：2015-2025H1 年中美创新药各期临床数量变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：2021-2025 年中国创新药 BD 交易及首付款



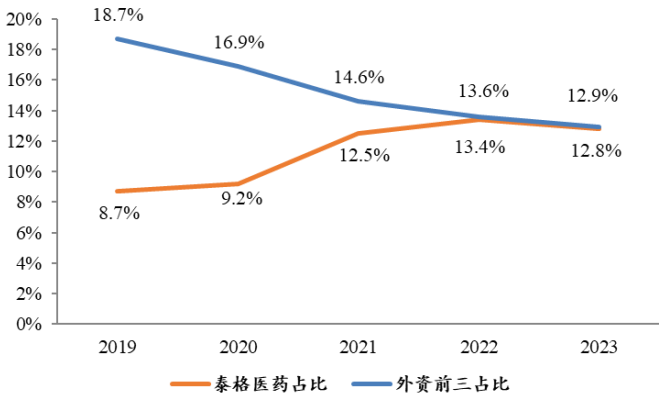
数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

2.2. 供给侧：CRO 企业数量与规模出清，市场集中度持续提升

CRO 行业经历企业数量供给扩张周期、行业低估出清阶段，当前有效供给大幅减少。根据企业注册数量与存续经营数据统计，中国临床 CRO 企业数量在 2021 年至 2022 年快速扩张至超 1200 家，出现行业供给过剩、低价竞争的格局，自 2023 年行业投融资遇冷、实际需求回落，CRO 行业加速出清，实际存续经营企业数量显著减少，行业集中度显著提升。

面对行业激烈竞争，泰格依然连续 5 年领跑中国临床 CRO 市场。自 2019 年至 2023 年，泰格医药在中国临床 CRO 市场份额由 8.7% 持续提升至 12.8%，而外资前三的市场份额合计从 18.7% 持续下降至 12.9%。泰格医药龙头市占率稳中有升。

图22：中国临床 CRO 市场头部企业市占率变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 泰格医药：一站式临床 CRO 服务，覆盖新药研发全流程

泰格医药以临床 CRO 为核心，提供全流程、一站式新药研发解决方案。公司业务主要分为两大板块：临床试验技术服务、临床试验相关服务及实验室服务。

3.1. 临床试验技术服务 CTS

3.1.1. 一体化服务平台，全球化布局

临床试验技术服务（CTS）是泰格医药的基石业务，覆盖 I-IV 期临床试验，为客户提供提供创新药物、仿制药及医疗器械临床试验运营服务以及与临床试验直接相关的配套服务，包括临床运营、临床药理、注册与法规事务、科学事务、医学翻译、药物警戒、真实世界研究、第三方稽查与培训等服务。

表1：公司 CTS 业务概况

业务	业务概况	子公司及其业务性质
注册与申报	截至 2025H1，累计注册与申报项目 1351 个；服务客户数量增长至 911 家，业务规模持续增长。	Micron Inc.：临床试验服务
医疗器械研发	2017 年收购泰格捷通（医疗器械领域临床 CRO 一体化服务）；2024 年 2 月收购能盛（NAMS）中国器械团队（器械咨询服务）；2025H1 在深圳成立子公司（医疗器械服务）。截止 2025H1 在器械和 IVD 领域的专业团队已超过 600 人。	泰州泰格捷通医药科技有限公司：医疗器械法规注册，生产质量体系服务临床试验研究，医学撰写 上海泰格、无锡泰格等：临床研究服务 北医仁智（北京）医学科技发展有限公司：学术性临床研究服务 泰格益坦医药科技股份有限公司：药物警戒 泰格康利华（北京）咨询服务有限公司：药品法规符合咨询
药物警戒	截至 2025H1，全球团队超过 190 人，全球化一站式解决方案；全球客户数量超过 300 家，累计超过 2000 项目经验，参与中国已获批 1 类新药 39 个。	上海观合医药科技股份有限公司：临床前和 I 期研究支持服务，诊断开，医疗器械

医学翻译	多个MNC亚太区一级供应商和全球供应商，专业翻译人员超过360名，累计服务客户超630家，“医学智问”和“医雅智能翻译”平台商业化落地并形成技术壁垒。该业务于2025年首次入选行业CSA Research全球语言服务供应商Top50。	泰兰医药科技有限公司：全方位培训和独立第三方稽查服务 北京雅信诚医学信息科技有限公司：医学翻译 DreamCIS：专业的临床研究服务 上海谋思医药科技有限公司：临床药理服务、医学撰写和注册申报（中美） Tigerise：国际临床试验服务 Marti Farm（克罗地亚）：临床研发咨询服务和解决方案、药物警戒 能盛（上海）医疗器械科技咨询有限公司：医疗器械临床研究服务 佰诚医药：供应链管理、临床试验、全球化注册申报 杭州康柏医院：临床研究
远程智能临床试验（DCTs）	2025H1，新增9个远程监查项目，运行项目使用占比超过30%。临床试验远程监查（CTRM）系统移动端（自主开发）正式上线并对外发布	
E-Site卓越临床中心	截至2025H1，服务网络覆盖19大区，拥有300个重点合作中心以及98家绿色通道中心，落地8家共建中心。通过与医院达成战略合作及标准化平台运作，显著提升临床研究的执行效率与交付质量。	

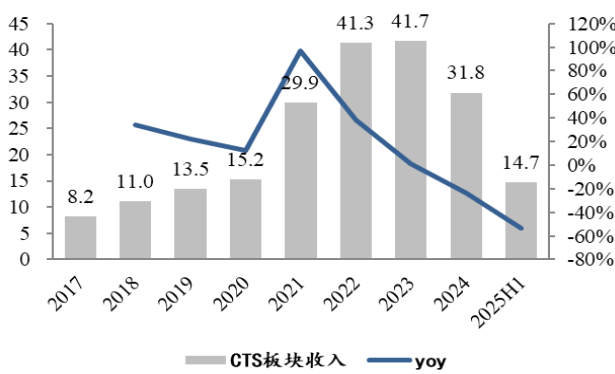
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.1.2. CTS 消化低价订单阶段，毛利率有望逐步改善

2017–2022 年 CTS 收入年复合增速达 38.1%，实现快速增长。其中 2020–2022 年受益于新冠相关需求旺盛，收入高速增长。在 Biotech 融资承压和价格竞争下，国内自 2023 年下半年起，由于新签订单减少、平均单价下降、回款承压，公司收缩部分项目；海外临床运营则保持较快增长，剔除特定疫苗项目影响，北美收入与新签订单持续提升。

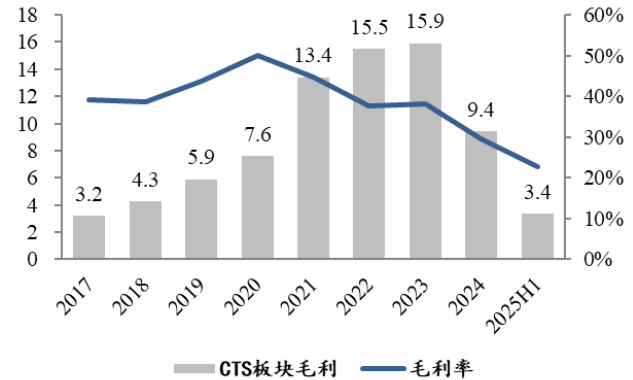
CTS 盈利波动主要与国内平均单价下调、收入结构调整及一次性收入有关。2024 年 CTS 收入 31.78 亿元，同比下降 23.75%，主要系国内 CRO 行业竞争加剧、新签订单与平均单价下滑，公司主动控制项目节奏，短期压制收入规模和增速。2025H1 收入增速继续下降，主要由于消化此前低价订单，虽然新签订单有所改善，但尚未体现在收入与毛利，新签订单价格未来逐步体现在收入增长与毛利率提升。

图23：2017-2025H1 CTS 板块收入及增速（亿元/%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：2017-2025H1 CTS 板块毛利及毛利率（亿元/%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

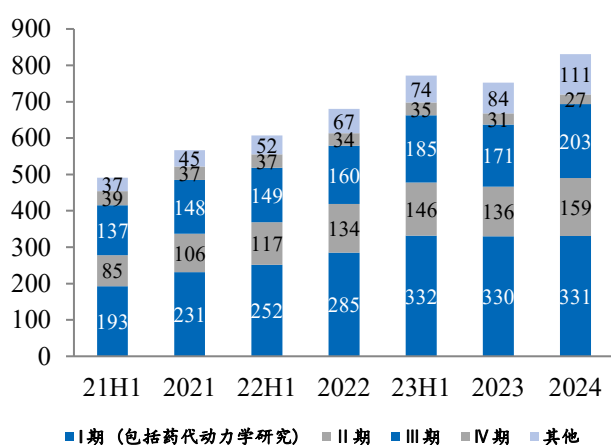
3.1.3. CTS 项目数量增长、质量优化，海外占比持续提升

公司具备丰富大型及海外临床试验经验，海外项目占比提升。截至 2024 年底，公司在执行药物临床试验项目数量 831 个，按阶段分类分别为临床 I 期（包括药代动力学研究）331 个（基本持平，括号内为同比，下同）、临床 II 期 159 个（+16.9%）、临床 III

期 203 个 (+18.7%)、临床 IV 期 27 个 (-12.9%)、其他项目（括研究者发起试验和真实世界研究）111 个 (+32.1%)。另一方面，按区域来分，2024 年境内（单一区域）项目 538 个 (+8.0%)，境外（单一区域）项目 233 个 (+20.1%)，国际多中心临床试验 62 个 (+5.1%)，境外项目增速明显快于境内，显示公司全球多中心临床运营能力强化，获得海外 MNC 更高认可。

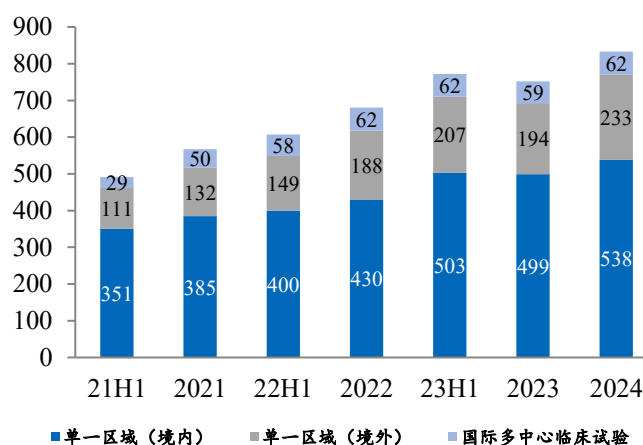
截至 2025H1，公司在执行药物临床试验项目数量 646 个，项目数量同比下降 19%，主要由于公司在 2025 年上半年对所有存量项目进行了系统性梳理，将久无进展的老项目进行了主动终止；也有部分存量项目因前述提到的客户原因被取消或主动终止。展望未来，随着国内外投融资景气度改善，CTS 项目数量将恢复持续增长。

图25：2021-2024 公司承接各期临床研究数目（个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2021-2024 公司承接各区域临床研究数目（个）



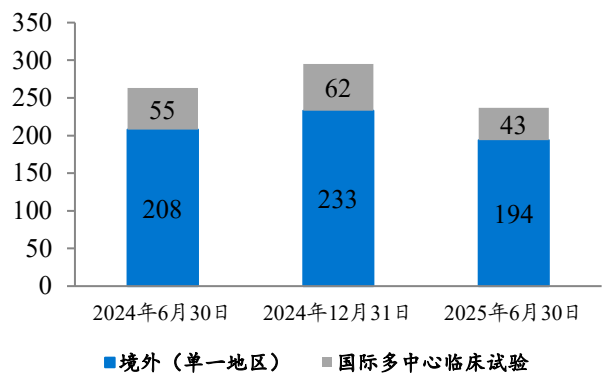
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.4. CTS 国际化布局成型，海外项目保持较快增长

泰格医药持续加大全球临床投入，海外项目体系化布局成型。截至 2025H1，公司在全球员工数量 10251 人，包括海外员工 1700 余人，覆盖全球 33 个国家；全球主要岗位人员规模：CRA 1000 余人，CRC 3700 余人，数统人员 850 余人，实验室人员 1800 余人。2025H1 收购日本 CRO 公司 Micron，拓展在日本及亚太的医学影像和临床服务能力。在美国、韩国、东南亚、澳大利亚分别形成本地临床运营团队与项目集群，海外临床运营经验和交付能力显著提升。

2024 年，剔除特定疫苗项目影响后，境外临床运营仍保持较快增长。项目的广度和复杂度同步提升，境外单一区域项目数量由 2024 年上半年的 208 个，增长至 2024 年末的 233 个，MRCT 项目在 2024 年末增至 62 个；2024 年新增 FDA IND 项目 39 个，完成 31 项 IND 申报并获临床批件，全球注册与执行能力得到验证。公司通过设立临床运营策略委员会、跨国药企解决方案部及 6 个 BD 业务单元，显著提升跨国药企签单成功率，带动北美新订单与业务规模快速增长。

图27：境外在执行药物临床研究数量（个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：全球分支机构分布



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

泰格海外业务体系化布局成型。2024 年，公司以 10.6% 的市场份额保持中国临床外包服务市场的领先地位，全球市场份额为 1.1%，是唯一进入全球前十的中国临床外包服务提供商。

表2：公司海外业务发展情况

海外地区	业务进展
北美地区	截至 2025H1，美国本土临床团队近 200 人，覆盖美国 27 个州的 68 个城市。2025H1，美国团队助力全球首款 AI+原发性震颤治疗设备 FelixNeuroAI 获 FDA 批准上市。截至 2025 年 H1，美国地区进行中的临床试验超过 40 个，新增 5 个临床试验项目。
日韩地区	截至 2025H1，泰格在韩国员工人数超过 450 人，累计完成超过 2,600 个临床试验及相关服务项目。收购 Micron 后在日本员工人数超过 200 人，拥有临床运营、注册、医学影像、数据管理和 EDC、药物警戒等全流程临床服务能力。
澳洲及东南亚地区	截至 2025 年 6 月 30 日在东南亚地区员工超过 70 人，拥有超过 100 个 I-IV 期临床试验执行经验。截至 2025 年 H1，在澳洲执行过的 I 期临床试验超过 70 个，在澳洲布局超过 40 名本土经验丰富的 PM 和 CRA。
欧洲/中东/非洲地区	欧洲/中东/非洲地区专业人员超过 160 人，累计 I-IV 期临床项目经验超过 210 个。与 PurposeAfrica 和 Africare 等非洲当地机构和组织开展合作，赋能中国医药产品出海并拓展非洲临床研究业务。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 临床试验相关服务 CRLS

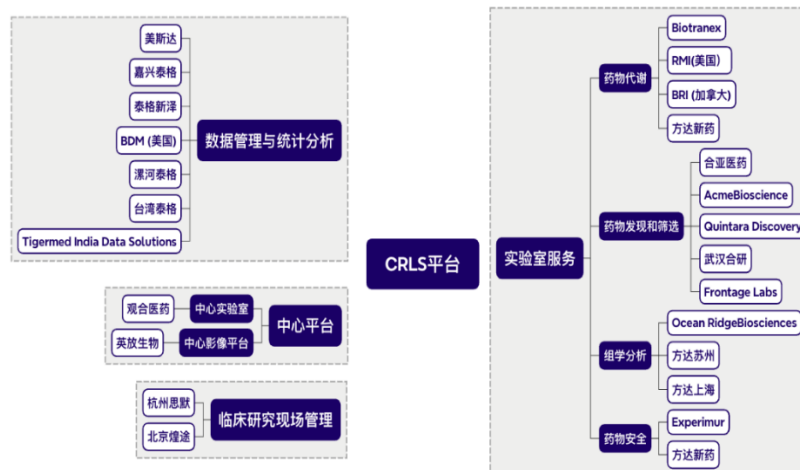
3.2.1. CRLS 内生+外延布局，全链条业务完善

公司围绕临床试验打造全链条服务，CRLS 涵盖数据管理与统计分析、现场管理与受试者招募、实验室及医学影像等服务，与临床业务高度协同。其中，数统业务由美斯达、BDM、漯河泰格等子公司承接，杭州思默负责 SMO 服务，方达控股提供实验室 CRO 服务、主导 I 期临床与生物分析，英放生物负责中心影像评估，美斯达负责临床数据管

理与统计分析。

公司通过“内生+外延”持续完善 CRLS 版图。自 2008 年以来，公司横向布局中心实验室、SMO、影像、安全性等功能平台，并通过收购 BDM、方达医药、康利华等加速全球化与能力补全。2024 年将观合医药持股提升至 72.8%，增强中心实验室能力。

图29：公司 CRLS 服务



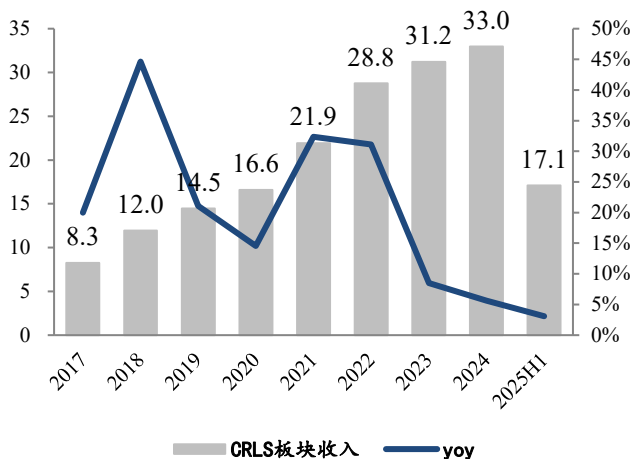
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. CRLS 收入规模保持增长，优势业务增长较快

公司 CRLS 板块整体稳健运营。2017–2022 年收入 CAGR 达 19.2%，2023–2024 年因行业投融资遇冷、行业内卷加剧，收入增速放缓，2024 年实现收入 32.96 亿元，同比增长 5.61%。其中，SMO 在充足需求和效率提升驱动下增长较快，2024 年完成项目数 344 个，同比增长 26%；数据管理与统计分析相对稳健，实验室服务基本持平，医学影像和受试者招募受平均单价下滑影响略承压。2024 年公司收购观合医药，持股比例提升至 72.8%，有望显著增强国内临床试验中心实验室能力，进一步完善 CRLS 一体化布局。

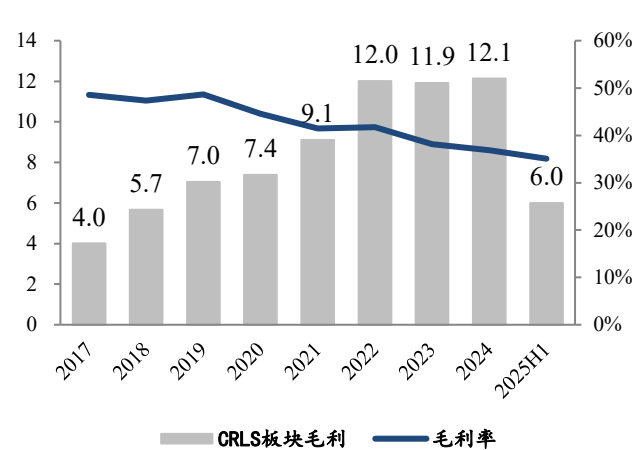
2025H1 由于消化低价订单，收入增速进一步放缓，毛利率继续下行。展望 2026 年，随着项目需求增长，我们预期新签订单价格有望逐步改善，带来公司业绩逐步改善。

图30: 2017-2025H1CRLS 板块收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2017-2025H1CRLS 板块毛利 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据管理和统计分析业务快速发展, 持续推进全球化布局。依托多地办事处, 公司为全球客户提供数据管理、生物统计和统计编程服务, 已成为多家跨国药企的首选合作伙伴。2024 年全年助力 15 款新药在中国及海外获批上市。截至 2025H1, 全球数统客户超过 370 家, 进行中的项目 893 个, 累计 CDISC 项目经验超过 2800 个。在项目与团队方面, 截至 2024 年底, 公司共有 842 个在执行的数据管理及统计分析项目, 其中 517 个由国内团队实施, 325 个由海外团队实施, 实现中外协同交付。公司数统人员主要分布于中国内地、中国台湾、美国、韩国和印度等地, 构建出“多中心+本地化”的服务网络。漯河泰格自 2022 年运营以来, 在控制成本的基础上持续扩大交付能力。截至 2024 年末, 公司全球专业数统人员超过 900 名, 为承接大型、多区域临床项目提供了充足产能与人力保障。公司组建 25 人的数据科学团队, 重点布局数据治理、数智分析、智能开发和中心化监查四大模块, 提供动态追踪、数据可视化与报表自动化等增值服务。

SMO 业务增长与竞争格局最好, 强者恒强。SMO 通过派驻 CRC 协助研究者处理非医学判断类事务, 以项目管理方式推进入组、随访和数据录入, 缓解医院编制不足、试验体系不完善等痛点, 已成为提升临床试验效率与质量的关键环节。头部玩家的临床中心资源与人员规模优势显著, 竞争格局相对较好。截至 2025 年 H1, 公司临床协调员 (CRC) 总人数超过 3700 人, 覆盖超过 140 座城市, 设置分公司 15 个, 覆盖超过 1100 家中心。杭州思默成立于 2011 年, 是国内覆盖最广的 SMO 之一, 提供贯穿临床全周期的 CRC 服务, 人均项目覆盖数与医院覆盖广度显著高于多数同业。截至 2025 年 H1, 进行中的 SMO 现场管理项目共 2443 个, 完成的项目数量 215 个, 新签订单同比增长 12%。

表3：2024 年主要公司 SMO 业务核心运营指标

公司	CRC 规模 (人)	进行项目 (个)	覆盖城市数量 (个)	已覆盖医院 (家)	2024 年收入规 模 (亿元)
普蕊斯	4416	2126	200	>1000	8.04
杭州思默 (泰格医药)	3600	2100	140	1100+	-
药明津石 (药明康德)	>4600	1600	150+	1200+	3.13
比逊医疗 (思派健康)	1500	807	60	456	3.97
联斯达 (康龙化成)	3000	1650	180	750	-
圣兰格 (诺思格)	1800	-	>100	>500	2.04
益玛斯 (博济医药)	600	-	110	320	-
西斯比亚	1200	-	100	460	-

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

方达+观合资源整合，促进实验室服务协同。2014 年泰格医药收购在美国注册的 CRO 公司方达控股 69.84% 的股份，推进全球化战略，并将业务延伸至实验室化学服务。方达医药通过“自建+并购”完善临床前至临床的一体化平台，如收购加拿大 Nucro Technics 拓展北美覆盖；苏州安全评估中心获 NMPAGLP 认证；8.9 万平米临床样品生产基地部分投产；武汉药物开发中心一期启用，为小分子新药提供从靶点筛选到临床前的一站式研发服务。2025 年 5 月，位于美国宾夕法尼亚州 Exton 的 CDMO 研发生产基地正式投入运营。

2024 年 9 月，公司收购观合医药，借助观合医药在分子诊断、病理诊断、流式细胞等平台具优势，强化公司实验室服务能力。2025 年 10 月，泰格医药及旗下全资子公司嘉兴欣格，向方达控股出售上海观合医药科技的全部已发行股本，交易总价 2.7 亿元。此次交易属于集团内部资源整合。观合医药业务整合至方达控股旗下，有望进一步提升整个集团的业务协同性和运营效率。

方达控股业务包括药物发现与开发、实验室服务，在中美等地拥有 23 个服务点和近 1800 名员工。随着观合并入及方达产能利用率提升，公司中美一体化、一站式 CRO 与转化医学平台协同效应加速显现，推动盈利能力与国际竞争力同步改善。

图32：观合医药



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 多元化投资生物医药企业，深度绑定创新药企客户

公司建立多元化投资组合，通过公司及所投基金持续对创新生物制药和医疗器械初创企业进行少数股权投资，深度参与研发创新，构建“锁定长期客户+公允变动/股权投资收益”的临床投资版图。

截至 2025H1，公司投资组合包括医疗行业的 195 家公司和 54 只基金，所投资产账面价值为 102.5 亿元人民币。截至 2025 年 Q3，公司其他非流动性金融资产 103.7 亿元，长期股权投资 40.9 亿元。

2025Q1-Q3，公司非经常性损益 6.94 亿元，其中持有（或处置）交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益约 6.53 亿元；公司投资组合产生 3.23 亿元公允价值变动净收益，其中 2025H1 录得 8000 万元公允价值亏损，2025Q3 为 4.13 亿元正向收益，主要来自上市公司股权股价上涨、非上市公司及医药基金份额公允价值上涨；2025Q1-Q3 产生投资净收益 4.4 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益、其他非流动金融资产在持有期间的投资收益、处置其他非流动金融资产取得的投资收益、大额存单利息及理财收益。

公司积极直投优质新药企并参与医疗基金，逐步构建创新药械临床投资生态圈。通过“投资+CRO 服务”模式，公司与核心客户形成长期利益绑定，在项目优先获取、合作粘性和议价稳定性上具备明显优势，有助于在行业波动中保持订单与营收的高景气度和可持续性。

表4：公司投资净收益（百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3
投资净收益	5.70	38.20	53.40	118.9	179.8	283.8	312.3	102.8	338.2	166.6	440.20
其中：											
对联营企业和合营企业的投资收益	(1.00)	(2.50)	(6.20)	9.60	(9.80)	(3.50)	14.30	39.80	105.2	31.30	-
公允价值变动净收益	(6.00)	-	(4.20)	5.20	185.0	1137.9	1815.4	535.90	352.8	(501.7)	323.20

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

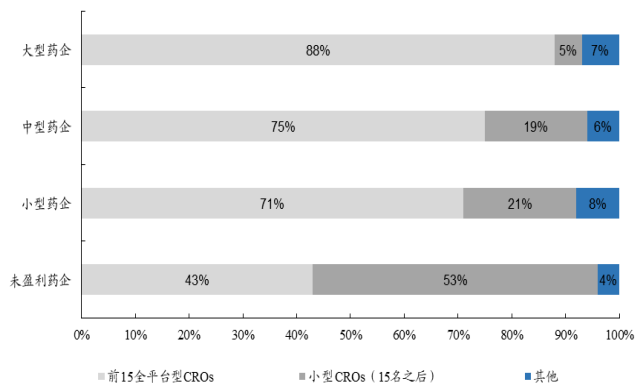
4. 泰格医药核心竞争力凸显，临床 CRO 龙头强者恒强

4.1. 客户结构健康，客户粘性强

公司与核心客户构建了长期稳定的合作关系，为很多大客户提供了至少 5 年以上的服务，客户粘性强。基于全面的服务能力，公司客户基础不断拓宽，结构日趋健康。客户数量不断增加，前五大客户销售额整体增长明显，占比趋稳。2024 年公司进一步巩固与优质且多元化客户群体的业务合作，有效提升了客户赢单率，开发的新客户数量同比增长了 22%。

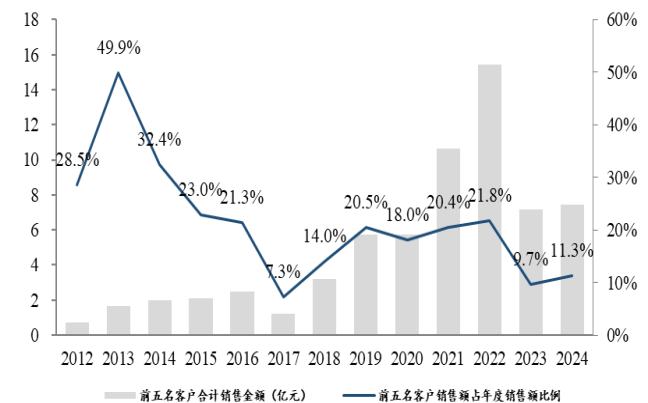
在剔除方达和韩国 dreams 后，泰格医药层面新签订单来源显著优化，截止 2025 年 11 月新签订单中 MNC、国内 pharma 占比为 25%、11%。盈利性药企往往会更加倾向于和全平台型头部 CRO 合作，且通常具有更好的支付能力，更丰富的产品管线和更具有潜力的产品。

图33：2024 年大型药企对 CRO 选择偏好



数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

图34：前五名客户销售情况

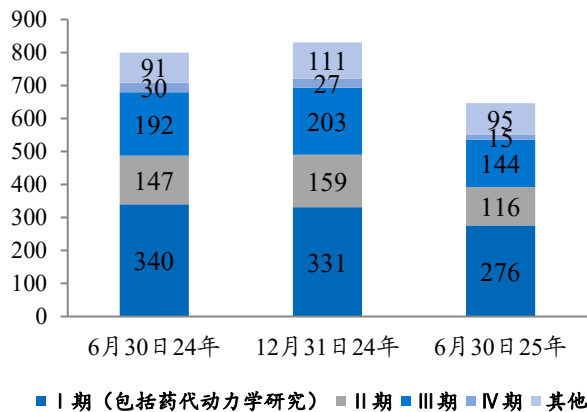


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 项目经验丰富，临床资源丰富

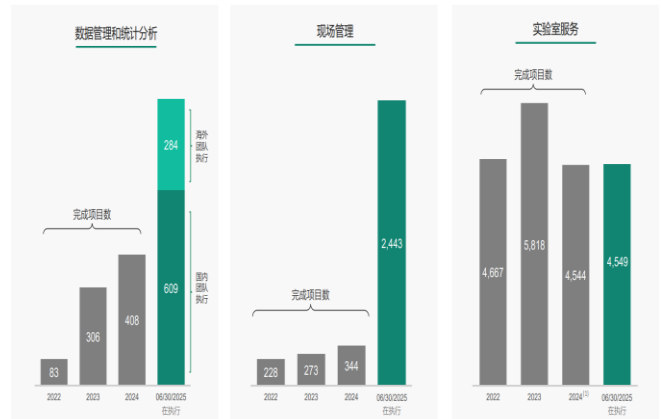
丰富的项目经验、广泛的医院合作基础、全面的业务平台加深公司护城河。截至 2025H1 公司在执行药物临床试验项目 646 个，已于中国超过 1100 家临床研究机构合作，可提供药物全生命周期临床一站式解决方案。公司 SMO 业务拥有一支超过 3000 人的专业团队，其中临床协调员 2700 人，累计项目经验 3500 余个，覆盖中国超过 150 个城市，合作中心超 1100 家。公司凭借多年的项目经验、医院合作基础，以及业务间的关联性，有望强化平台化龙头优势，获得更多项目与份额。

图35: 按阶段分类的在执行药物临床试验项目数量(个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图36: 临床试验相关服务及实验室服务项目情况(个)



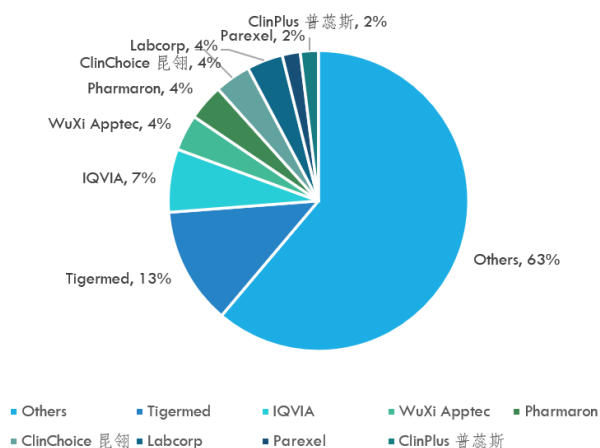
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 规模化优势, 市占率持续提升

中国临床 CRO 市场呈现高度集中的行业特征, 其中前五家为泰格医药、IQVIA、Parexel、LabCorp 及药明康德(已于 2025 年剥离业务), 2023 年合计市占率约 30%, 泰格凭借规模效应与一体化平台服务能力, 持续巩固领先地位, 在中国 CRO 市场的市占率自 2019 年的 8.7%持续提升至 2023 年的 12.8%, 稳居国内龙头。

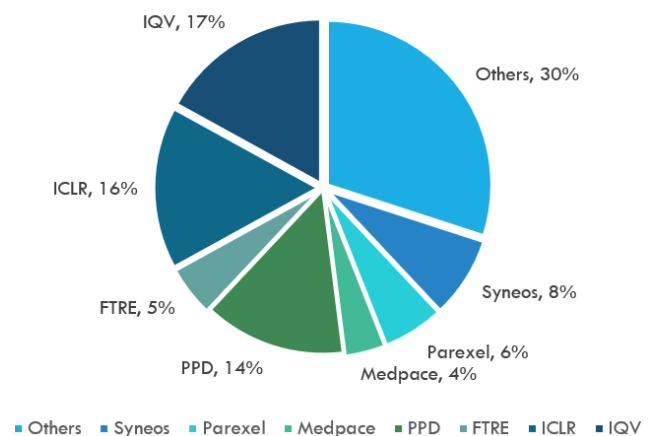
中国拥有全球规模最大、专业素质优良且成本相对较低的生物医药技术与临床研究人才池, 这使得以人才密集作为特点的临床 CRO 服务具有国际竞争优势, 对于跨国 MNC 来说具备极强的性价比, 国内 CRO 正持续承接全球制药企业向亚太地区转移研发外包订单的产业趋势。作为中国 CRO 龙头企业, 2023 年泰格医药在全球 CRO 市场份额约 1.3%, 公司在全球市占率仍有较大提升空间, 海外拓展发展可期。

图37: 2023 年中国 CRO 市场格局



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图38: 2023 年全球 CRO 市场格局

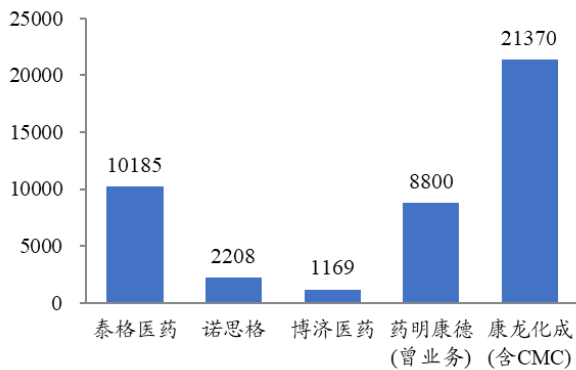


数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

4.4. 平台型 CRO 公司, 兼具规模与成本优势

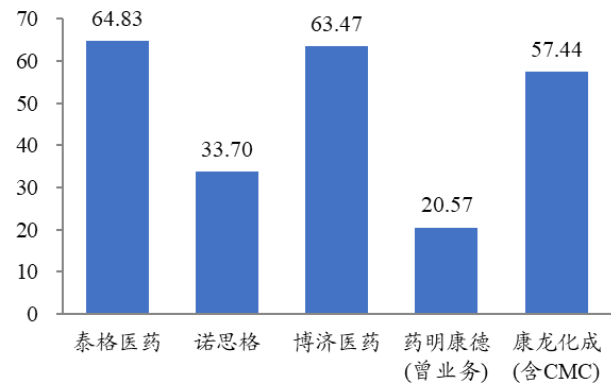
泰格医药拥有全球及国内业务布局，专业人员数量、人均创收、人均创利均居前列。截止 2024 年，公司员工数量达到 10185 人，为大规模项目的交付奠定了人力基础。2024 年公司人均创收高达 64.83 万元/人，和同行业公司相比具有显著优势，显示出优异的运营效率与价值创造能力。

图39：2024 年国内可比 CRO 公司人员规模（人）



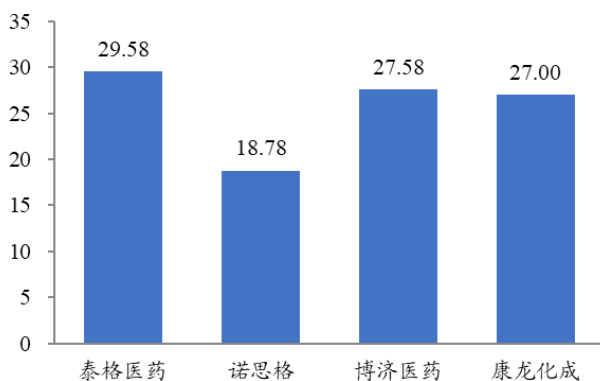
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图40：2024 年国内可比 CRO 公司人均创收（万元/人）



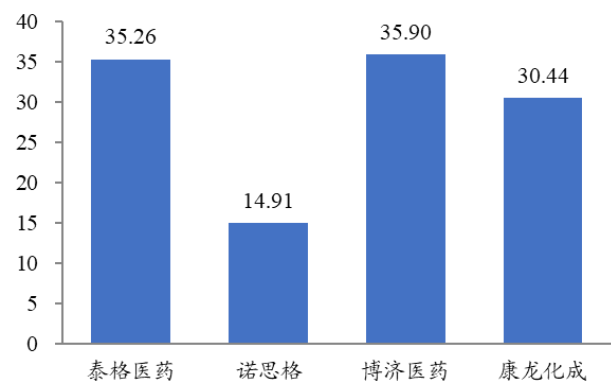
数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图41：2024 年国内可比 CRO 公司人均成本（万元/人）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图42：2024 年国内可比 CRO 公司人均创利（万元/人）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

4.5. 国际化拓展，打开海外市场空间

海外业务布局不断完善，有望提升全球市占率。截至 2025H1，公司在全球拥有员工数量 10,251 人，包括海外员工 1,700 余人，覆盖全球 33 个国家。公司凭借高素质和大规模的专业人员积极拓展海外市场。截至 2025H1，公司累计开展国际多中心临床试验(MRCT)项目 150 个。2025 年 7 月，公司宣布收购日本 CRO 公司 Micron，业务主要涵盖医学影像服务等多个领域，进一步完善公司的全球化业务布局。

海外临床 CRO 行业发展时间长，国内头部 CXO 在人均产出方面与海外 CRO 龙头仍有一定差距。2024 年泰格医药人均创收达到约 65 万元，IQVIA 人均创收 70 万元，ICON 等人均创收在 120 万元以上；由于国内具有更低的临床试验成本和人力成本，泰

格医药 2024 年人均创利表现优异，处于较高水平。

海外 CRO 行业起步较早，IQVIA、ICON 等行业巨头已经占据较大的市场份额，从全球来看，CRO 行业竞争格局稳定，但国内 CRO 行业仍在发展当中，正处于市场集中度提高阶段，中小企业出清加速，优质项目资源向头部公司集中，泰格医药作为国内本土的龙头公司，有望持续提升 CRO 市场份额。

表5: 全球 CRO 竞争格局

公司	2024 年临床 CRO 收入及增速	订单（截至 2025H1）	24 年总人数	2025 年指引
IQVIA	85.27 亿美元（同比 +1.6%）	在手订单 321 亿美元	84000	收入 161-163 亿美元（同比增长 4.5%-5.8%）
ICON	82.82 亿美元（同比 +2.0%）	在手订单 250 亿美元	40860	收入 78.5-81.5 亿美元（-）
FORTREA	26.96 亿美元（同比 +0.4%）	在手订单 74.47 亿美元	16120	收入 27-27.5 亿美元
MEDPACE	21.09 亿美元（同比 +11.8%）	在手订单 28.74 亿美元；	5900	收入 24.8-25.3 亿美元（-）
泰格医药	9.33 亿美元（同比 -10.58%）	执行合同金额 157.8 亿元人民币	10185	/

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

公司加强建设一体化 CRO，同时积极发展全球化战略布局；随着医药投融资触底反弹，投融资景气改善，临床 CRO 市场需求将逐步恢复。公司作为国内临床 CRO 龙头企业持续扩大市场份额，且随着存量低价订单的逐步出清，毛利率有望逐步回升。

- 1) 临床试验技术服务 (CTS): 需求端预计持续改善，公司深化全球化业务布局，海外业务保持增长。预计 2025-2027 年临床试验技术服务收入为 34.32/38.44/44.59 亿元，预计增速分别为 8%/12%/16%。随着新签订单有望价格改善，预计 CTS 板块 2025-2027 年毛利率分别为 23.0%/27.0%/30.0%。
- 2) 临床试验相关服务及实验室服务 (CRLS): 依托公司全链条服务业务，SMO、数统、实验室服务等业务快速发展，综合实验室服务、数据管理与统计分析、临床试验现场管理与患者招募、其他临床相关业务，预计 2025-2027 年临床试验相关服务及实验室服务实现收入 35.62/40.33/47.19 亿元，增速分别为 8.06%/13.23%/17.01%；预计 CRLS 板块 2025-2027 年毛利率分别为 32.17%/33.46%/34.88%。

表6: 公司收入拆分及预测

单位: 亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	70.85	73.84	66.03	71.29	80.19	93.27
YOY	35.89%	4.22%	-10.58%	7.97%	12.48%	16.31%
成本	42.77	45.35	43.61	51.02	55.35	62.42
毛利率	39.64%	38.58%	33.95%	28.43%	30.97%	33.07%
临床试验技术服务	41.25	41.68	31.78	34.32	38.44	44.59
YOY	37.78%	1.04%	-23.75%	8.0%	12.0%	16.0%
收入占比	58.22%	56.45%	48.13%	48.14%	47.94%	47.81%
毛利率	37.6%	38.2%	29.6%	23.0%	27.0%	30.0%
临床试验相关服务及实验室服务	28.76	31.21	32.96	35.62	40.33	47.19
YOY	31.10%	8.51%	5.61%	8.06%	13.23%	17.01%
收入占比	40.60%	42.27%	49.92%	49.96%	50.29%	50.59%
毛利率	41.76%	38.16%	36.84%	32.17%	33.46%	34.88%
实验室服务	9.16	10.29	11.58	12.97	14.91	17.60
YOY	39.35%	12.35%	12.46%	12%	15%	18%
收入占比	12.93%	13.94%	17.53%	18.19%	18.59%	18.86%
毛利率	36%	30%	27%	28%	30%	32%
数据管理与统计分析	7.39	8.32	8.48	8.99	10.07	11.58
YOY	35%	13%	2%	6%	12%	15%
收入占比	10.43%	11.26%	12.84%	12.61%	12.56%	12.41%
毛利率	60%	50%	40%	40%	41%	42%
临床试验现场管理与患者招募	4.07	4.68	5.61	6.74	8.22	10.03
YOY	25%	15%	20%	20%	22%	22%
收入占比	5.74%	6.34%	8.50%	9.45%	10.25%	10.75%
毛利率	32%	32%	32%	33%	34%	34%
其他临床相关业务	8.14	7.92	7.29	6.92	7.13	7.99
YOY	22.70%	-2.70%	-8.01%	-5%	3%	12%
收入占比	11.49%	10.73%	11.03%	9.71%	8.89%	8.56%
毛利率	30%	29%	29%	29%	30%	32%
其他	0.84	0.95	1.29	1.35	1.42	1.49
YOY	222.81%	13.11%	35.89%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	1.18%	1.29%	1.95%	1.90%	1.77%	1.60%
毛利率	65.38%	68.76%	68.38%	68.00%	68.00%	68.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

综上, 我们预计 2025-2027 年公司营业总收入分别为 71.29/80.19/93.27 亿元, 同比 +7.97%/12.48%/16.31%; 归母净利润约 11.14/13.57/18.17 亿元, 同比+175%/22%/34%; 扣非归母净利润约 4.22/8.57/12.84 亿元, 同比-51%/+103%/+50%。我们采用相对估值法, 选取现金流稳定且业务结构高度相近的诺思格和普蕊斯为可比公司, 诺思格、普蕊斯和

泰格医药三者均专注国内临床 CRO 及临床试验配套服务，业务结构、客户群体与成长驱动高度一致，具备强可比性，其 2025 年行业平均 PE 为 49 倍。考虑到行业需求改善，竞争格局优化，公司新签订单有望加速增长，实现量价齐升，我们看好公司未来业绩改善潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值表

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
诺思格	301333.SZ	73	1.40	1.40	1.61	1.91	52	52	45	38
普蕊斯	301257.SZ	54	1.06	1.18	1.41	1.61	51	46	38	34
		平均值					52	49	42	36
泰格医药	300347.SZ	524	4.05	11.14	13.57	18.17	129	47	39	29

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：泰格医药数据为东吴证券研究所预测数据，市值更新至 2026 年 2 月 14 日，可比公司数据取当天 Wind 一致预期。

6. 风险提示

1. 研发投入不及预期风险；

创新药企业受投融资收缩、医保控费影响缩减研发预算，可能存在研发投入不及预期造成公司订单出现波动的风险。

2. 行业竞争加剧风险；

行业集中度较低，存在行业竞争加速的风险。

3. 政策风险；

国内外药监政策变化，若未能及时适配可能影响项目以及订单的进度。

4. 投资收益波动风险；

公允价值变动对净利润影响较大，投资收入不及预期风险。

泰格医药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,300	7,892	8,586	9,599	营业总收入	6,603	7,129	8,019	9,327
货币资金及交易性金融资产	2,130	1,129	1,189	1,218	营业成本(含金融类)	4,361	5,102	5,535	6,242
经营性应收款项	1,468	1,499	1,598	1,758	税金及附加	28	14	16	19
存货	32	2,835	3,075	3,468	销售费用	208	143	160	187
合同资产	2,505	2,353	2,646	3,078	管理费用	737	446	585	594
其他流动资产	165	77	77	77	研发费用	238	165	187	224
非流动资产	22,371	21,305	21,262	21,213	财务费用	38	5	4	0
长期股权投资	3,425	3,435	3,438	3,444	加:其他收益	37	14	17	16
固定资产及使用权资产	1,266	1,168	1,055	929	投资净收益	167	10	9	8
在建工程	421	515	602	674	公允价值变动	(502)	0	0	0
无形资产	337	317	297	297	减值损失	(34)	0	0	0
商誉	3,228	3,228	3,228	3,228	资产处置收益	4	0	0	0
长期待摊费用	210	209	208	207	营业利润	664	1,279	1,558	2,086
其他非流动资产	13,486	12,435	12,435	12,435	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	28,671	29,198	29,848	30,811	利润总额	664	1,279	1,558	2,086
流动负债	3,662	4,088	4,227	4,505	减:所得税	217	153	187	250
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,111	2,121	2,121	2,121	净利润	448	1,126	1,371	1,835
经营性应付款项	257	1,148	1,257	1,419	减:少数股东损益	43	11	14	18
合同负债	791	199	224	260	归属母公司净利润	405	1,114	1,357	1,817
其他流动负债	503	620	625	705	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	1.29	1.58	2.11
非流动负债	945	927	927	927	EBIT	1,035	1,284	1,562	2,086
长期借款	324	324	324	324	EBITDA	1,399	1,553	1,846	2,364
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.95	28.43	30.97	33.07
租赁负债	399	399	399	399	归母净利率(%)	6.14	15.63	16.92	19.48
其他非流动负债	222	204	204	204	收入增长率(%)	(10.58)	7.97	12.48	16.31
负债合计	4,607	5,014	5,154	5,432	归母净利润增长率(%)	(79.99)	175.06	21.78	33.88
归属母公司股东权益	20,671	20,778	21,276	21,942					
少数股东权益	3,394	3,405	3,419	3,437					
所有者权益合计	24,064	24,183	24,695	25,380					
负债和股东权益	28,671	29,198	29,848	30,811					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,097	(816)	1,156	1,399	每股净资产(元)	23.90	24.13	24.71	25.48
投资活动现金流	(4,739)	807	(232)	(220)	最新发行在外股份(百万股)	861	861	861	861
筹资活动现金流	(1,702)	(995)	(863)	(1,150)	ROIC(%)	2.55	4.19	5.04	6.58
现金净增加额	(5,351)	(1,001)	60	29	ROE-摊薄(%)	1.96	5.36	6.38	8.28
折旧和摊销	364	270	284	278	资产负债率(%)	16.07	17.17	17.27	17.63
资本开支	(354)	(244)	(237)	(222)	P/E (现价&最新股本摊薄)	129.38	47.04	38.62	28.85
营运资本变动	(197)	(2,179)	(494)	(706)	P/B (现价)	2.55	2.52	2.46	2.39

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

