

营收恢复增长趋势， 净新签订单维持较好增长

核心观点

公司发布 2025 年业绩，整体符合预期。2025 下半年泰格利润触底，订单端已进入复苏通道。新增订单 102 亿元(+20.7%)创历史新高，尤其 Q4 单季最强，为 2026 年收入双位数增长奠定坚实基础。尽管受国内临床业务拖累，扣非净利润短期承压，但经营拐点已现：合同负债增至 11 亿元，海外业务持续高增。展望 2026 年，随着新签订单转化为收入及毛利率温和修复，公司有望逐步迎来盈利反转，扣非净利润目标 6-7 亿元，建议重点关注 SMO 及临床 CRO 业务订单量价变化、持续复苏趋势及业绩修复带来的远期利润修复空间。

事件

公司发布 2025 年业绩

2025 年实现营收 68.33 亿元(+3.5%)，扣非净利润 3.55 亿元(-58.5%)，归母净利润 8.88 亿元(+119%)，两者差异主要源于非经常性损益 5.33 亿元。其中，投资收益及公允价值变动合计贡献约 4.34 亿元(同比+160%)，联营基金贡献约 1.9 亿元，处置其他非流动金融资产收益 1.18 亿元(按成本计为 4.7 亿元)。期末其他非流动金融资产余额 98.4 亿元，全年公允价值实现正收益 0.42 亿元(2024 年为-5.02 亿元)，资产质量企稳回升。此外，合同负债增至 11.0 亿元(+39%)，经营性现金流 11.18 亿元(+19%)。2026 年公司指引扣非净利润目标 6-7 亿元，毛利率有望明显恢复。

重要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	6,603.12	6,832.80	7,527.45	8,572.31	10,136.75
增长率(%)	-10.58	3.48	10.17	13.88	18.25
扣非净利润(百万)	854.90	355.08	644.73	897.39	1,196.47
增长率(%)	-42.13	-58.47	81.57	39.19	33.33
EPS(摊薄)	0.99	0.41	0.75	1.04	1.39
ROE(摊薄)(%)	4.14	1.69	2.92	3.79	4.59
ROA(%)	2.98	1.25	2.20	2.95	3.78
PE(A股)	56.15	135.18	74.45	53.49	40.12
PEG(A股)	n.a.	n.a.	0.91	1.36	1.20
基准股本(百万股)	861	861	861	861	861

资料来源：中信建投证券

泰格医药 (300347.SZ)

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

成雨佳

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

刘若飞

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2026 年 04 月 08 日

当前股价：55.43 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
-3.38/2.29	-6.02/-1.28	8.05/-8.35
12 月最高/最低价 (元)		69.86/42.31
总股本 (万股)		86,102.61
流通 A 股 (万股)		56,621.42
总市值 (亿元)		455.21
流通市值 (亿元)		313.85
近 3 月日均成交量 (万)		1142.42
主要股东		
叶小平		20.58%

股价表现



简评

订单与收入：新签项目创新高，收入增速逐季改善

订单表现亮眼，新签项目创历史新高：2025 年公司净新增订单 102 亿元，同比增长 20.7%（2024 年增速约 10%），显著加速。其中，下半年新签金额明显高于上半年，**Q4 表现亮眼**，为 2026 年收入增长奠定坚实基础。新订单中早期项目（I/II 期）占比同比明显提升，反映出前端需求持续回暖。同时随着行业供给端优化，2025 年公司新签订单的平均单价已经企稳，预计 2026 年稳中有升。

2025 年收入逐季改善，全年实现 3.5% 增长：2025 年实现营收 68.33 亿元，同比增长 3.5%；其中 Q4 单季收入 18.07 亿元，同比增长 17.7%（主要因 2024Q4 基数较低），环比增长 1.8%，收入增速呈逐季改善趋势。

各业务板块表现：

- 临床试验技术服务（CTS）：收入 32.67 亿元，同比微增 2.8%。国内创新药临床运营收入同比下滑（受存量订单减少、单价下滑、订单取消/终止影响），但海外临床运营业务持续快速增长，临床注册业务恢复明显，医疗器械、药物警戒等业务受益于 MNC 需求实现增长。
- 临床试验相关及实验室服务（CRLS）：收入 34.47 亿元，同比增长 4.6%。SMO 业务受益于 MNC 订单实现双位数增长；数据管理与统计业务稳健；实验室服务（方达控股）受海外产业周期及国内竞争影响，收入基本持平。

26 年展望：看好需求复苏及海外业务增长，盈利能力期待后续恢复

公司作为国内临床 CRO 行业龙头企业，25 年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，收入及毛利率阶段性承压。公司顺应内需复苏趋势，持续加强订单引入及转化管理，预计 2026 年实现收入端持续复苏、利润表现进一步筑底。期待在 26 年下半年随着存量订单的进一步消化、后续订单价格复苏以及服务与盈利能力的优化后，利润率水平进一步改善。公司给出清晰且积极的 2026 年指引：

- 新增订单增速不低于 2025 年的 20.6%；
- 收入实现双位数增长，毛利率明显恢复；
- 全年扣非净利润目标 6-7 亿元（2025 年扣非仅 3.55 亿元，对应 69%-97% 增长），未来三年维持良好扣非净利润增长趋势。
- 节奏判断：新订单签署到收入确认存在 6-9 个月周期，2025 年下半年新签高景气订单预计将在 2026 年下半年更明显地体现在业绩中。

财务分析：毛利率承压，现金流健康，合同负债显著增长

- **毛利率底部已现，有望在 2026 年看到复苏：**2025 年综合毛利率为 27.4%（2024 年为 34.0%），同比下降 6.6 个百分点。CTS 板块毛利率从 29.6% 降至 20.1%（2025 年下半年 17.9%），是主要拖累项，原因包括：国内订单平均单价下滑、订单取消/终止、公司为保障交付维持了稳定的团队规模。随着历史存量订单的逐步消化，我们认为 CTS 板块毛利率已基本触底，有望在 2H26 随着新签订单的兑现看到反弹。CRLS 板块毛利率从 38.0% 降至 34.1%，主要因低毛利率的 SMO 业务收入占比提升及海外团队成本增加。展望 2026 年，随着新签订单单价企稳回升、产能利用率改善，毛利率预计将明显恢复。

- **费用端控制良好：** 销售费用同比增长 13.0%，管理费用同比下降 1.5%，研发费用同比增长 8.1%，整体 OPEX 控制稳健，规模效应逐步显现。
- **现金流健康，合同负债大幅增长：** 2025 年经营性现金流净额 11.18 亿元，同比增长 19%，超过全年 10 亿目标，且 Q4 经营性现金流 3.79 亿元高于扣非净利润。合同负债（预收款）从 7.91 亿元增至 11.0 亿元，增幅 39%，是未来收入增长的前瞻指标。应收账款余额与 2024 年底基本持平，回款管理成效显著。
- **投资收益及金融资产变化：** 2025 年投资收益 4.34 亿元（同比+160%），主要来自联营企业投资收益（泰鲲基金约 1.9 亿）及处置其他非流动金融资产收益（1.18 亿，按成本计价为 4.7 亿）。公允价值变动收益 0.42 亿元（2024 年为 -5.02 亿元），主要由其他非流动金融资产公允价值回升贡献。期末其他非流动金融资产余额 98.4 亿元（较期初略降），公司未来投资态度更趋审慎，聚焦早期创新药，短期力争退出多于新增。

核心竞争力与战略进展

- **全球化布局持续深化。** 2025 年收购日本 CRO 公司 Micron（员工超 160 人，专注医学影像及临床试验），扩大日本及亚太客户覆盖；在印度、马来西亚扩大数据管理与统计分析团队规模，提供全天候服务。海外员工达 1,964 人，累计 MRCT 项目经验 164 个。
- **AI 战略加速落地。** 自研泰雅 AI 大模型平台已商用，覆盖医学撰写、翻译、药物警戒等场景，显著提升交付效率。2025 年 AI 相关费用约 1 亿元，未来将继续加大投入。
- **与 MNC 战略合作升级。** 公司与某全球龙头 MNC 药企签署战略合作协议，参与其全球早期临床研究策略制定，下一步将成立合资公司，预计该 MNC 订单将持续显著增加。

盈利预测与投资评级

我们预测 2026-2028 年公司营收分别为 75.3 亿元、85.7 亿元和 101.4 亿元，分别同比增长 10.2%、13.9% 和 18.3%；扣非净利润分别为 6.4 亿元、9.0 亿元和 12.0 亿元，分别同比增长 81.6%、39.2% 和 33.3%，对应 2026-28 年 A 股 PE 分别为 74X、53X 和 40X。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、**临床 CRO 项目从前端向后期传导不及预期：** 由于新一轮国内创新药需求由早期资产出海主导，临床 CRO 项目的中后期推进传导存在一定不确定性风险。

3、**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。

4、**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。

5、**海外地缘政治及汇率波动；** 并购整合不及预期。

6、**投资收益不及预期。**

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，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、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、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