

泰格医药(300347)

报告日期: 2026年04月21日

## 订单 YOY 加速, 看好需求&业绩共振

### ——泰格医药 2025 年业绩点评

#### 投资要点

□ 我们看好本土和海外创新药临床需求复苏背景下, 公司订单&业绩共振, 驱动盈利能力持续提升趋势。

□ 业绩: 现金流较佳, 收入恢复扣非利润承压

公司披露年报业绩: 2025 年实现收入 68.33 亿元 (YOY+3.48%), 归母净利润 8.88 亿元 (YOY+119.15%), 扣非净利润 3.55 亿元 (YOY-58.47%)。其中 2025Q4 实现收入 18.07 亿元 (YOY+17.68%), 归母净利润-1.33 亿元, 扣非净利润 0.29 亿元。2025 年经营活动产生现金流净额 11.18 亿元 (同比增长 1.92%), 公司持续加强回款管理。

□ 业务拆分: 大临床海外持续发力, 看好国内触底

**看业务: 2025 年临床试验技术服务收入 32.67 亿元 (YOY+2.79%)。**收入略增拆分看: 1) 国内创新药临床运营业务收入同比下滑, 主要因为行业周期和结构性变化, 截至 2024 年底公司存量国内创新药临床运营在手订单金额与往年相比有所下降, 导致 2025 年公司执行的国内创新药临床试验整体工作量有所下降。在 2025 年第四季度, 公司执行的国内创新药临床试验工作量已经有所恢复; 2) 同时, 2023 年以来, 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, 导致公司在 2025 年执行该等订单时同等工作量对应产生的收入相应有所减少。2025 年, 公司国内临床运营新签订单的平均单价已经企稳; 3) 公司仍有部分国内创新药临床运营订单被取消, 同时仍有部分订单因客户资金问题产生较为明显的回款压力, 从而被公司主动终止, 该等订单主要来自于国内依赖外部融资的存量初创型生物科技公司, 这对板块的收入产生了一定的负面影响。4) 海外看: 公司海外临床运营业务继续呈现出较快的增长态势, 在北美的临床运营业务收入持续快速增长。

**2025 年临床试验相关及实验室服务收入 34.47 亿元 (YOY+4.57%)。**2025 年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, SMO 业务同比继续实现良好的增长。数据管理与统计分析业务相对稳健; 实验室服务收入与去年同期相比基本持平, 主要受到方达控股在美国的业务复苏受美国产业周期影响慢于预期, 以及中国的业务受到了国内行业激烈竞争态势的影响; 公司 2024 年底并表的中心实验室业务对板块收入也有增量贡献。

□ 盈利能力: 看好订单调减、价格触底后逐渐恢复

2025 年公司整体毛利率 27.41%, 同比下降 6.54pct。业务拆分看: 1) 临床试验技术服务毛利率为 20.09%, 同比下降 9.47pct, 一方面由于 2025 年国内临床运营业务执行的订单平均单价同比有所下滑, 因而执行该等订单时同等成本对应的收入相应有所减少; 与此同时, 公司保持稳定专业的国内临床运营团队, 确保为客户提供高质量的临床运营服务, 在 2025H2 公司在国内部分地区重新扩大了运营团队规模, 以应对这些区域增加的待执行订单需求; 另一方面公司仍有部分国内创新药临床运营订单 (绝大部分为 2024 年之前签署) 被取消, 同时仍有部分订单因客户资金问题产生较为明显的回款压力, 从而被公司主动终止, 该等订单主要来自于国内依赖外部融资的存量初创型生物科技公司, 这对板块的收入产生了一定的调减, 因而对板块的毛利率造成了较为明显的影响。2) 临床试验相关及实验室服务毛利率为 32.64%, 同比下降 4.2pct。毛利率同比下滑的原因主要是因为板块内的现场管理业务收入增长相对板块内其他业务较快, 但该业务毛利率低于板块整体水平; 以及公司 2024 年底并表的中心实验室业务毛利率也低于板块整体水平。展望 2026 年看, 我们认为大临床业务基数影响和调减影响逐渐触底, 伴随着订单执行、订单价格企稳, 大临床毛利率仍有望回归到较高水平。公司 SMO 业务较佳的订单支撑和效率优化下, 毛利率水平仍有提升空间, 实验室服务伴随着产能利用率爬坡, 有望逐渐提升。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 郭双喜

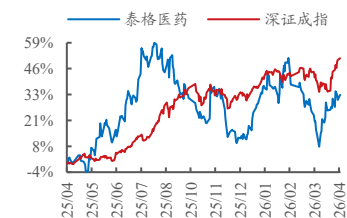
执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 58.67
总市值(百万元)	50,516.40
总股本(百万股)	861.03

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《国际化持续突破, 海外大临床订单快增》 2025.04.14
- 《扣非环比改善, 看好订单持续》 2024.08.29
- 《看好 MRCT 和 MNC 订单驱动拐点》 2024.04.17

### □ 看订单：订单 YOY 加速，看好需求复苏驱动订单持续向上

公司年报披露：公司订单需求较 2024 年加速增长，净新增订单（新签订单剔除取消订单后）金额为人民币 101.6 亿元，同比增长 20.7%。2025 年，公司新签订单的平均单价已经企稳，并有望在 2026 年重回增长态势。截至报告期末，公司累计待执行合同金额 182.0 亿元，同比增长 15.3%。2025 年，公司积极推进海外申办方在中国开展早期临床项目落地，并与跨国药企和海外生物科技公司均取得了实质性进展。我们看好公司全球服务能力持续提升下，更多优质 MRCT 订单的获单能力。同时我们也看好跨国药企和器械公司在中国的投入持续增加下公司国内订单弹性。

### □ 盈利预测与估值

我们预计 2026-2028 年公司 EPS 为 1.24、1.46 和 1.88 元，2026 年 4 月 20 日收盘价对应 2026 年 PE 为 47 倍。考虑到公司作为本土临床 CRO 龙头，龙头壁垒持续体现，同时考虑到公司国际化有望进入加速阶段，我们维持“买入”评级。

### □ 风险提示

创新药投融资恶化的风险，临床试验政策波动风险，新业务整合不及预期风险，业绩不达预期风险。

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6832.80	7574.70	8538.19	9765.54
(+/-) (%)	3.48%	10.86%	12.72%	14.37%
归母净利润	887.89	1064.77	1260.36	1618.83
(+/-) (%)	119.15%	19.92%	18.37%	28.44%
每股收益(元)	1.03	1.24	1.46	1.88
P/E	56.89	47.44	40.08	31.21

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>6,177</b>	<b>6,990</b>	<b>6,785</b>	<b>6,765</b>
现金	1,777	2,272	1,502	1,045
交易性金融资产	59	59	64	61
应收账款	1,413	1,658	1,958	2,125
其它应收款	109	114	137	166
预付账款	123	134	153	176
存货	42	54	71	91
其他	2,654	2,700	2,900	3,100
<b>非流动资产</b>	<b>22,182</b>	<b>22,945</b>	<b>23,758</b>	<b>25,023</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4,499	3,500	2,000	1,000
固定资产	1,188	1,278	1,360	1,435
无形资产	276	226	173	123
在建工程	111	107	105	103
其他	16,108	17,834	20,120	22,362
<b>资产总计</b>	<b>28,359</b>	<b>29,936</b>	<b>30,543</b>	<b>31,788</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,835</b>	<b>3,934</b>	<b>3,545</b>	<b>3,504</b>
短期借款	511	1,842	1,296	1,090
应付款项	371	327	361	399
预收账款	0	0	0	0
其他	1,953	1,764	1,889	2,014
<b>非流动负债</b>	<b>1,267</b>	<b>1,180</b>	<b>1,133</b>	<b>1,052</b>
长期借款	511	461	411	361
其他	756	719	723	691
<b>负债合计</b>	<b>4,102</b>	<b>5,114</b>	<b>4,679</b>	<b>4,556</b>
少数股东权益	3,297	3,198	3,080	2,929
归属母公司股东权益	<b>20,960</b>	<b>21,624</b>	<b>22,785</b>	<b>24,304</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>28,359</b>	<b>29,936</b>	<b>30,543</b>	<b>31,788</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>6,833</b>	<b>7,575</b>	<b>8,538</b>	<b>9,766</b>
营业成本	4,960	5,352	5,892	6,528
营业税金及附加	35	39	44	50
营业费用	235	260	293	335
管理费用	726	795	897	977
研发费用	258	288	329	381
财务费用	100	42	59	58
资产减值损失	37	40	46	52
公允价值变动损益	42	100	100	100
投资净收益	434	300	300	300
其他经营收益	50	50	50	50
<b>营业利润</b>	<b>1,009</b>	<b>1,209</b>	<b>1,429</b>	<b>1,835</b>
营业外收支	(6)	(6)	(5)	(6)
<b>利润总额</b>	<b>1,003</b>	<b>1,203</b>	<b>1,424</b>	<b>1,829</b>
所得税	198	238	281	361
<b>净利润</b>	<b>805</b>	<b>965</b>	<b>1,143</b>	<b>1,468</b>
少数股东损益	(83)	(99)	(118)	(151)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>888</b>	<b>1,065</b>	<b>1,260</b>	<b>1,619</b>
EBITDA	1,249	1,407	1,654	2,063
EPS (最新摊薄)	1.03	1.24	1.46	1.88

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.48%	10.86%	12.72%	14.37%
营业利润	51.93%	19.80%	18.18%	28.39%
归属母公司净利润	119.15%	19.92%	18.37%	28.44%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.41%	29.34%	30.99%	33.15%
净利率	11.78%	12.75%	13.38%	15.03%
ROE	3.67%	4.34%	4.97%	6.10%
ROIC	3.52%	3.98%	4.65%	5.66%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.47%	17.08%	15.32%	14.33%
净负债比率	29.81%	48.97%	40.78%	36.27%
流动比率	2.18	1.78	1.91	1.93
速动比率	2.16	1.76	1.89	1.90
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.24	0.26	0.28	0.31
应收账款周转率	4.94	5.06	4.98	5.15
应付账款周转率	15.93	15.60	17.47	17.52
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.03	1.24	1.46	1.88
每股经营现金	1.30	-0.46	1.91	1.61
每股净资产	24.34	25.11	26.46	28.23
<b>估值比率</b>				
P/E	56.89	47.44	40.08	31.21
P/B	2.41	2.34	2.22	2.08
EV/EBITDA	39.81	38.65	32.88	26.38

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,118</b>	<b>(396)</b>	<b>1,640</b>	<b>1,388</b>
净利润	805	965	1,143	1,468
折旧摊销	255	186	196	201
财务费用	100	42	59	58
投资损失	(434)	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	<b>523</b>	<b>(480)</b>	<b>(330)</b>	<b>(207)</b>
其它	(131)	(809)	873	169
<b>投资活动现金流</b>	<b>492</b>	<b>97</b>	<b>(1,678)</b>	<b>(1,419)</b>
资本支出	(100)	(150)	(150)	(150)
长期投资	<b>(1,090)</b>	<b>999</b>	<b>1,500</b>	<b>1,000</b>
其他	1,681	(752)	(3,028)	(2,269)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,927)</b>	<b>794</b>	<b>(733)</b>	<b>(425)</b>
短期借款	(1,401)	1,331	(547)	(205)
长期借款	<b>187</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
其他	(713)	(488)	(136)	(170)
<b>现金净增加额</b>	<b>(317)</b>	<b>495</b>	<b>(771)</b>	<b>(456)</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用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收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>