

医药生物

2024年09月19日

关注制药产业链结构性机会及长期布局时点

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

汪晋（联系人）

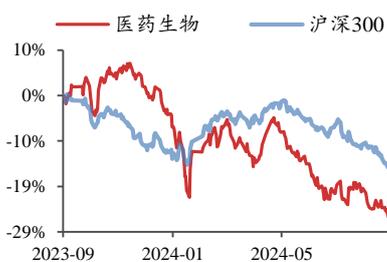
yuruyi@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123050021

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《医疗器械板块 2024H1 收入利润承压，耗材表现较佳 ——行业周报》-2024.9.17

《中药及商业板块整体略显承压，部分个股表现亮眼 ——行业周报》-2024.9.8

《原料药公司业绩较快增长，景气度有望持续提升——行业周报》-2024.9.1

● ADC 及多肽产业链持续高景气，头部企业估值性价比明显

受新药研发需求下滑、地缘政治、行业竞争加剧等多因素影响，2024 上半年 CXO 行业业绩整体处于承压状态；部分企业受新产能折旧、股权激励摊销等影响，利润端同比下滑。另一方面，海外业务占比较高的公司订单有恢复，以药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份、药石科技等为代表的公司在手订单同比均取得稳健增长；同时，受益于国内创新药行业企稳及出海需求增多，泰格医药等头部临床 CRO 公司订单逐步企稳向上。

随着美国降息及国内持续对创新公司利润端下滑明显，主要系公司加大费用端支出影响。药行业的支持，CXO 公司的经营业绩有望逐步见底回升，估值又处于历史低位，当前位置我们建议积极布局 CXO 方向。细分方向上，我们推荐持续高景气的 ADC 及多肽产业链、国内临床 CRO 头部公司、估值较同行更低的平台化头部公司、海外业务占比较高的 CDMO/CRO 公司以及增长更加多元的仿制药 CRO 公司。

● 生命科学上游结构性机会已现，长期布局时点明确

受工业端需求下滑和行业竞争加剧等影响，2024 年上半年生命科学上游整体承压，但结构性机会已现。从需求端看，国内科研机构 and 高校需求依旧保持增长，国内工业客户需求仍较为疲软；海外需求相对较为健康，整体均保持稳健增长；从供给端看，多数公司逐步落实降本增效措施，个别公司叠加收并购影响，业绩出现分化，结构性机会已现。

从细分领域上看，(1) 受益于新业务的延伸及海外市场的开拓，多数生物试剂公司常规业务保持稳健增长，非常规业务影响基本出清，整体收入逐步恢复稳健增长；受财务费用、销售费用及新业务投入等影响，利润端继续承压。其中，诺唯赞降本增效显著，利润快速恢复。(2) 化学试剂方面，在分子砌块、工具化合物、多肽缩合试剂等细分领域，国内公司在全球供应链中处于比较重要的位置，随着海外研发需求逐步向上，皓元医药及昊帆生物业绩逐步企稳回升；另外，受益于降本增效的推进叠加并表影响，阿拉丁的业绩快速增长。

当前位置，受益于新业务的延伸及海外市场的拓展，多数公司收入逐步恢复到稳健增长，叠加降本增效的持续推进，利润端有望逐步兑现增长；同时，该领域估值处于历史低位，筹码结构好，我们认为，长期布局的时点已到。

● 标的推荐

CXO: 药明合联、诺泰生物、圣诺生物、泰格医药、药明生物、药明康德、博腾股份、药石科技、泓博医药、阳光诺和、百诚医药等。

科学服务上游: 皓元医药、阿拉丁、毕得医药、昊帆生物、奥浦迈、百普赛斯等。

● **风险提示:** 地缘政治影响，全球创新药研发需求恢复缓慢，市场竞争加剧导致订单价格下降等。

目 录

1、 ADC 及多肽产业链持续高景气，头部企业估值性价比明显	3
2、 生命科学上游结构性机会已现，长期布局时点明确.....	4
3、 风险提示	7

目 录

1、 ADC 及多肽产业链持续高景气，头部企业估值性价比明显	3
2、 生命科学上游结构性机会已现，长期布局时点明确.....	4
3、 风险提示	7

图表目录

表 1： 龙头企业订单同比增长稳健，ADC、多肽产业链等细分赛道高景气成长.....	4
表 2： 2024H1 生命科学上游产业业绩承压，利润端下滑明显	5

1、ADC 及多肽产业链持续高景气，头部企业估值性价比明显

受新药研发需求下滑、地缘政治、行业竞争加剧等多因素影响，2024 上半年 CXO 行业业绩整体处于承压状态；部分企业受新产能折旧、股权激励摊销等影响，利润端同比下滑。另一方面，海外业务占比较高的公司签单有恢复，以药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份、药石科技等为代表的公司在手订单同比均取得稳健增长；同时，受益于国内创新药行业企稳及出海需求增多，泰格医药等头部临床 CRO 公司签单逐步企稳向上。

从细分领域看：**(1) ADC 产业链与多肽产业链：**下游需求强劲，以药明合联、诺泰生物等为代表的公司 2024H1 业绩加速增长，随着圣诺生物新产能的投放，下半年亦有望加速增长；**(2) 平台型 CXO：**表观业绩整体承压，但凭借较强的客户粘性与品牌效应，订单金额整体增长稳健，药明康德及药明生物估值也处于历史低位，当前位置值得重点关注；**(3) 临床 CRO：**目前行业报价整体平稳，泰格医药作为行业龙头新签订单稳健增长，并有望受益于国内创新药行业企稳及出海需求，业绩逐步重回稳健增长；**(4) CDMO：**以凯莱英、博腾股份、药石科技为代表的企业受同期高基数以及新产能投放折旧增加等影响，表观业绩下滑明显，但签单同比整体增长稳健；**(5) 临床前 CRO：**业绩下滑明显，海外需求回暖整体快于国内，以国内业务为主的企业还处于磨底阶段，但以海外业务为代表的企业（泓博医药）新签订单增长稳健；**(6) 仿创药 CRO：**2024H1 业绩均取得稳健增长，但受仿制药受托业务行业竞争的影响，签单增速放缓。其中，阳光诺和凭借向新药临床业务持续拓展，签单上同比稳健增长。

随着美国降息及国内持续对创新药行业的支持，CXO 公司的经营业绩有望逐步见底回升，估值又处于历史低位，当前位置我们建议积极布局 CXO 方向。细分方向上，我们推荐持续高景气的 ADC 及多肽产业链、国内临床 CRO 头部公司、估值较同行更低的平台化头部公司、海外业务占比较高的 CDMO/CRO 公司以及增长更加多元的仿创药 CRO 公司。

表1: 龙头企业订单同比增长稳健, ADC、多肽产业链等细分赛道高景气成长

细分类型	公司	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长	扣非归母净 利润 (亿元)	扣非归母净利 润同比增长	2024H1 新签订单	截至 2024 年 6 月底 在手订单
平台型	药明康德	172.41	-8.64%	44.14	-8.33%	-	431 亿元, 剔除大订 单同比增长 33.2%
	药明生物	85.74	0.79%	13.52	-40.15%	-	201 亿美元, 同比持 平
	药明合联	17.00	65.05%	4.88	207.80%	-	8.42 亿美元, 同比 增长 105%
	康龙化成	56.04	-0.63%	4.66	-38.25%	同比增长 15%	-
临床前 CRO	美迪西	5.21	-40.23%	-0.80	-150.98%	同比下滑	-
	昭衍新药	8.49	-16.08%	-1.98	-358.04%	9 亿元, 同比下滑 30.8%;	29 亿元, 同比下滑 25.1%
	泓博医药	2.66	11.83%	0.09	-71.70%	服务与商业化新签订单 合计约 4.4 亿元, 同比增 长 54.2%	-
	泰格医药	33.58	-9.50%	6.40	-19.30%	-	-
临床 CRO	诺思格	3.79	4.71%	0.46	-34.04%	-	-
	普蕊斯	3.94	13.16%	0.48	-2.81%	4.3 亿元, 同比下滑 31.9%	18.3 亿元, 同比增 长 4.1%
	博济医药	3.41	46.92%	0.26	164.08%	8.2 亿元, 同比增长 47.5%	25.2 亿元, 同比增 长 34.8%
CDMO	凯莱英	26.97	-41.63%	4.48	-71.41%	同比增长 20%	9.7 亿美元, 同比增 长 6.6%
	博腾股份	13.52	-42.19%	-1.74	-144.04%	-	小分子原料药 CDMO 未完成订单 同比增长 40%
	药石科技	7.45	-11.75%	0.68	-37.55%	-	同比增长 20%+
	皓元医药	10.56	19.82%	0.66	-22.34%	-	在手项目数同比增 加 20%
	九洲药业	27.64	-15.07%	4.68	-23.66%	-	-
仿创药 CRO	金凯生科	2.62	-39.36%	0.25	-78.03%	-	-
	阳光诺和	5.63	22.08%	1.43	24.49%	-	-
	百诚医药	5.25	23.88%	1.23	3.13%	7.1 亿元, 同比增长 13.4%	-
多肽产业链	万邦医药	1.87	13.47%	0.41	-20.11%	-	-
	诺泰生物	8.31	107.47%	2.29	433.45%	-	-
	圣诺生物	1.99	14.44%	0.19	106.55%	-	-
	翰宇药业	2.56	-21.38%	-0.60	43.85%	-	-

资料来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所 注: 财务数据为 2024 年中报

2、生命科学上游结构性机会已现, 长期布局时点明确

受工业端需求下滑和行业竞争加剧等影响, 2024 年上半年生命科学上游整体承压, 但结构性机会已现。从需求端看, 国内科研机构 and 高校需求依旧保持增长, 国内工业客户需求仍较为疲软; 海外需求相对较为健康, 整体均保持稳健增长; 从供

给端看，多数公司逐步落实降本增效措施，叠加收并购影响，业绩出现分化，结构性机会已现。

从细分领域上看，(1) 受益于新业务的延伸及海外市场的开拓，多数生物试剂公司常规业务保持稳健增长，非常规业务影响基本出清，整体收入逐步恢复稳健增长；受财务费用、销售费用及新业务投入等影响，利润端继续承压。其中，诺唯赞降本增效显著，利润快速恢复。(2) 化学试剂方面，在分子砌块、工具化合物、多肽缩合试剂等细分领域，国内公司在全球供应链中处于比较重要的位置，随着海外研发需求逐步向上，皓元医药及昊帆生物业绩逐步企稳回升；另外，受益于降本增效的推进叠加并表影响，阿拉丁的业绩快速增长。(3) 耗材及平台化公司的经营节奏基本类似试剂公司。

当前位置，受益于新业务的延伸及海外市场的拓展，多数公司收入逐步恢复到稳健增长，叠加降本增效的持续推进，利润端有望逐步兑现增长；同时，该领域估值处于历史低位，筹码结构好，我们认为，长期布局的时点已到。

表2：2024H1 生命科学上游产业业绩承压，利润端下滑明显

细分类别	公司	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长	扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 同比增长	业绩变动原因
生物试剂	百普赛斯	2.99	11.55%	0.58	-36.03%	公司常规业务保持稳健增长，利润端下滑主要系公司加大费用支出。
	义翘神州	3.06	4.54%	0.25	-69.11%	(1) 公司营收略有增长，主要受非常规业务影响；(2) 利润端下滑显著，主要系公司利息收入及汇兑损益明显减少。
	奥浦迈	1.44	18.44%	0.17	-43.50%	(1) 公司营收增长稳健，主要系海外业绩贡献核心弹性；(2) 公司利润端下滑明显，主要系公司加大费用端支出影响。
	诺唯赞	6.49	13.70%	-0.15	87.07%	(1) 公司营收增速较为稳健，得益于公司生命科学业务的良好恢复以及诊断产品的快速放量；(2) 公司盈利能力得到快速恢复，主要系费用投入管理日益完备。
	近岸蛋白	0.60	-20.13%	-0.23	-9627.24%	公司营收和净利润同比下降较大，主要系公司产品销售结构发生变化及费用端支出增加明显。
	康为世纪	0.67	-44.76%	-0.61	-187.86%	(1) 受宏观政策环境调整以及国内分子检测市场需求下降等因素叠加影响，公司业绩有所下滑；(2) 公司持续加大研发及销售费用，盈利能力下滑明显。
	化学试剂	皓元医药	10.56	19.82%	0.66	-22.34%

	阿拉丁	2.38	28.59%	0.46	55.08%	公司营收和利润表现亮眼，主要系于2024Q2 并表源叶生物，增厚了公司营收及利润，且公司降本增效成果显著，盈利能力得到提升。
	昊帆生物	2.25	7.12%	0.59	6.79%	2024H1 公司业绩止跌回稳，主要系多肽合成试剂销售有所增长但通用型分子砌块下降明显
	毕得医药	5.32	1.83%	0.48	-47.47%	(1) 公司营收略有增长，主要系海外收入持续高增长，海外收入占比持续提升；(2) 公司毛利率逐渐企稳，通过战略分析紧跟市场动态并进行价格政策调整。
	键凯科技	1.29	-24.99%	0.22	-67.48%	(1) 公司营收下降，主要系国内下游大客户收入、国外医疗器械端收入下降，以及技术服务收入因专利到期较2023 年同期减少综合所致；(2) 公司利润端下降更为明显，主要系产品分摊的单位固定成本增加及国内及国际药品端客户新产品毛利率低于其他产品。
平台化公司	泰坦科技	13.96	5.13%	0.06	-85.22%	(1) 面对下游需求缺乏增量，下游客户降本增效带来的行业持续竞争加剧的困难，公司积极应对竞争，业绩略有增长；(2) 公司利润端下降明显，主要系主要是由于公司为了确保市场份额提升和销售收入增长，产品毛利率有所降低，同时增加了销售等费用支出。
	优宁维	5.52	-3.87%	0.01	-93.86%	受下游市场需求复苏缓慢影响，国内生命科学服务市场竞争进一步加剧，2024H1 公司毛利率进一步承压。为积极应对市场变化，公司围绕“两个极致战略”，继续做好一站式平台能力和研发能力建设。
	纳微科技	3.40	15.12%	0.37	88.89%	公司业绩较为亮眼，主要系将福立仪器纳入公司合并报表范围内，增厚公司营收及利润。
耗材	洁特生物	2.36	20.14%	0.25	3,229.70%	公司 2024H1 业绩持续稳健增长，主要系境外需求恢复较好，境外收入同比增长较大；国内总体市场需求仍缓慢恢复，公司国内科研端销售保持微增，国内工业端客户作为销售主攻方向，取得较好成绩，同期增速显著。

资料来源：Wind、各公司公告、各公司 2024 年中报点评报告（已覆盖公司）、开源证券研究所 注：财务数据为 2024 年中报

3、风险提示

地缘政治影响，全球创新药研发需求恢复缓慢，市场竞争加剧导致订单价格下降等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn