

CXO 行业2024年中报总结

一体化龙头增长稳健，关注海外需求持续恢复

行业研究 · 行业专题

医药生物

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：张佳博
021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

- **2024上半年CXO板块收入端、利润端承压。**2024上半年CXO板块（25家样本标的）收入475亿元（-9.0%），归母净利润78亿元（-34.2%），扣非归母净利润72亿元（-30.5%）。相较前几年业绩的高速增长，进入2023年以来，在全球医药生物投融资遇冷的大环境下，CXO板块营收增速明显放缓，叠加部分领域竞争加剧以及生物资产减值的影响，利润端有所承压。随着海外投融资的逐季度恢复，美联储开启降息周期，部分CXO板块公司的收入及利润有望呈现逐季度环比改善趋势，海外业务占比大的公司有望改善更加明显。
- **CDMO：剔除新冠大订单标的，板块收入微增，龙头标的收入稳健。**剔除药明康德、博腾股份、凯莱英3家新冠大订单基数较高的企业，A股CDMO板块24H1/24Q1/24Q2营收分别同比+3.1%/+0.4%/+5.9%，归母净利润分别同比-8.1%/-9.4%/-7.0%。剔除新冠大订单影响后，药明康德、药明生物、凯莱英24H1收入增速分别约为-1%、+8%、+1%，龙头CDMO标的收入依旧稳健。
- **临床前CRO：仿制药CRO业绩、订单均保持稳健增长。**2024上半年临床前CRO板块（9家样本标的）收入92亿元（-3.6%），归母净利润11亿元（-12.8%），扣非归母净利润4亿元（-65.9%）。分季度看，24Q1/24Q2收入43/49亿元（-4.2%/-3.1%），归母净利润1/11亿元（-92.0%/+79.3%），扣非归母净利润-0.2/4亿元（-102.5%/-20.0%）。其中：1）**创新药业务为主的临床前CRO利润端承压**，如昭衍新药、美迪西等，新签订单同比下降，其中昭衍新药还面临生物资产减值带来的亏损，而一体化龙头康龙化成可较好消化这方面的影响，后续需关注投融资回暖节奏及企业订单改善情况。2）**仿制药CRO业绩、订单均保持稳健增长**，仿制药CRO受投融资影响小，阳光诺和、百诚医药24H1业绩和新签订单增长相对稳健。
- **临床CRO：订单价格承压，2024年上半年临床CRO板块收入、利润双双下滑。**2024上半年临床CRO板块（4家样本标的）收入45亿元（-3.9%），归母净利润6亿元（-59.0%），扣非归母净利润8亿元（-17.6%）。分季度看，24Q1/24Q2收入22/23亿元（-1.6%/-5.9%），归母净利润3/3亿元（-53.1%/-63.1%），扣非归母净利润4/4亿元（-17.1%/-18.0%）。受竞争加剧影响，订单价格承压。
- **投资建议：展望后市，建议关注两条主线的投资机会：**1）历经前期回调，当前估值已较为充分体现了对于未来地缘政治不确定性的担忧，龙头收入、新签依然稳健，关注竞争格局良好、具有效率与成本优势的CXO龙头，如药明康德、药明生物、康龙化成、凯莱英等；2）ADC、多肽、寡核苷酸、CGT等新分子业务的快速发展有望进一步打开CXO板块的增长空间，建议关注相关产业链的投资机会，例如药明联合、诺泰生物等。
- **风险提示：订单获取与执行不及预期；竞争加剧风险；生物资产减值风险；药物研发失败风险；医药监管政策风险；地缘政治风险。**

表：CX0板块相关公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 24/09/20	总市值 亿元/亿港元	EPS				PE				ROE 23A	PEG 24E	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603259	药明康德	40.58	1182	3.30	3.18	3.63	4.14	12.3	12.8	11.2	9.8	18.9	1.6	优于大市
603127	昭衍新药	13.65	102	0.53	0.12	0.40	0.45	25.8	113.8	34.1	30.3	4.8	(21.5)	优于大市
000739	普洛药业	14.41	168	0.90	0.95	1.12	1.35	16.0	15.2	12.9	10.7	18.0	1.1	优于大市
688076	诺泰生物	53.74	118	0.74	1.97	2.68	3.59	72.5	27.3	20.1	15.0	8.0	0.4	优于大市
301096	百诚医药	34.27	37	2.50	2.79	3.69	4.61	13.7	12.3	9.3	7.4	10.5	0.5	优于大市
2268.HK	药明合联	20.20	242	0.24	0.51	0.81	1.15	77.3	35.8	22.6	15.9	8.2	0.5	优于大市
2269.HK	药明生物	13.38	556	0.82	0.90	1.05	1.25	14.8	13.5	11.5	9.7	9.0	0.9	优于大市
002821	凯莱英	63.75	234	6.17	3.22	4.04	5.07	10.3	19.8	15.8	12.6	13.7	(3.1)	无评级
300347	泰格医药	50.18	434	2.34	2.12	2.58	3.05	21.4	23.6	19.5	16.5	10.0	2.6	无评级
300759	康龙化成	21.55	385	0.90	0.99	1.12	1.32	24.1	21.7	19.3	16.3	13.9	1.6	无评级
300725	药石科技	25.04	50	0.99	1.08	1.31	1.55	25.3	23.1	19.1	16.1	7.2	1.4	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测； 注：港股股价、市值单位为港元。

注：泰格医药、康龙化成、药石科技、凯莱英为wind一致预测

- [01] CXO板块行情回顾
- [02] 国内CXO板块2024年中报总结
- [03] 国内CXO细分领域2024年中报概览
- [04] 投资建议及风险提示

CXO板块回顾：7月短暂跑赢医药生物行业整体

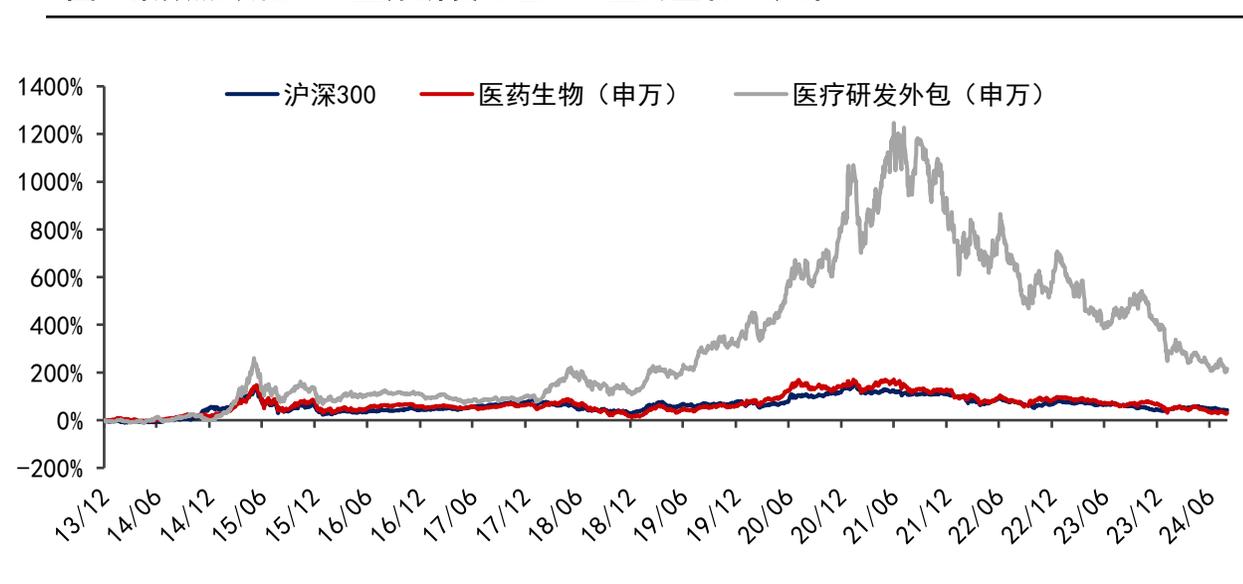
- 2024年初至今，CXO下跌幅度较大，主要系板块情绪受生物安全法案影响。截至2024年8月末，申万医疗研发外包指数下跌39.3%，跑输申万医药生物指数15.8%。
- 7月CXO短暂跑赢医药生物行业整体。7月上涨主要系：1) 头部CXO企业发布中报业绩预告，在手订单增长稳健，新签订单增长回暖；2) 生物安全法案尚未落地，资本市场在逐步修正之前对CXO极度悲观的预期。

表：指数涨跌幅（SW医疗研发外包、SW医药生物、沪深300）

	沪深300	医药生物 (申万)	医疗研发外 包(申万)	医疗研发外包相 对医药生物超额	医疗研发外包相 对沪深300超额
月涨跌幅	24M1	-6.3%	-18.6%	-25.8%	-7.2%
	24M2	9.4%	10.5%	6.4%	-4.1%
	24M3	0.6%	-2.3%	-7.4%	-5.2%
	24M4	1.9%	2.6%	-3.4%	-6.0%
	24M5	-0.7%	-4.2%	-4.9%	-0.6%
	24M6	-3.3%	-8.7%	-7.9%	0.8%
	24M7	-0.6%	0.2%	7.5%	7.3%
	24M8	-3.5%	-3.3%	-8.7%	-5.5%
年初至今累计 涨跌幅	24M1	-6.3%	-18.6%	-25.8%	-7.2%
	24M2	0.6%	-12.0%	-23.2%	-11.2%
	24M3	3.1%	-12.1%	-26.9%	-14.9%
	24M4	5.1%	-9.8%	-29.4%	-19.6%
	24M5	4.3%	-13.6%	-32.8%	-19.2%
	24M6	0.9%	-21.1%	-38.1%	-17.0%
	24M7	0.3%	-20.9%	-33.5%	-12.6%
	24M8	-3.2%	-23.5%	-39.3%	-15.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2024.8.30

图：指数涨跌幅（SW医疗研发外包、SW医药生物、沪深300）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

CXO板块回顾：估值处于偏低位置

■ 截至2024年8月30日，申万医疗研发外包板块市盈率（TTM）为17.52x，处于近5年历史估值的5.8%分位数，板块估值目前处于偏低位置。

图：SW医疗研发外包指数估值



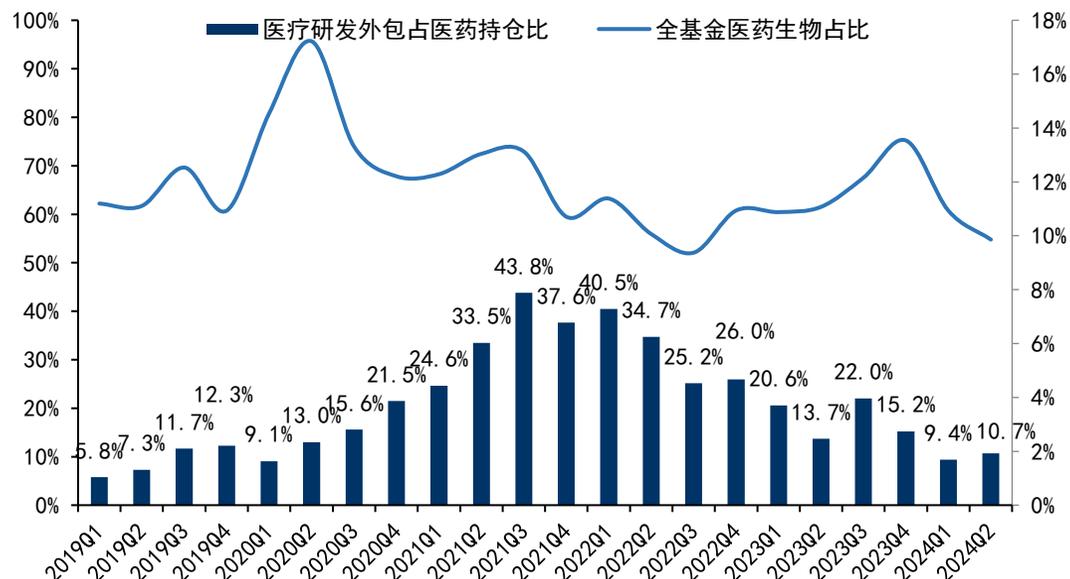
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

CXO板块公募持仓占比：创20Q2以来二季度新低

■ 公募基金重仓持股中，CXO占比创20Q2以来二季度新低。24Q2全基金医药持仓占比为9.9%，环比降低1.0pp。CXO占医药持仓比例为10.7%，环比24Q1提升1.3pp，同比23Q2下降3.0pp。

■ CXO重仓基金数有所下降。24Q2公募基金17个CXO重仓股中，58.8%的股票持有基金数出现减少。

图：公募基金医药生物重仓持股（A+H）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表：AH重仓持股情况（医疗研发外包）

代码	名称	持有基金数			持股占流通股比(%, pp)		
		24Q2	24Q1	24Q2-24Q1	24Q2	24Q1	24Q2-24Q1
603259.SH	药明康德	109	129	-20	12.44	11.13	1.31
688076.SH	诺泰生物	92	39	53	19.63	19.47	0.15
300347.SZ	泰格医药	84	76	8	26.73	19.72	7.01
3347.HK	泰格医药	16	11	5	9.11	7.03	2.08
002821.SZ	凯莱英	16	16	0	3.19	4.72	-1.52
2359.HK	药明康德	14	10	4	4.78	3.40	1.38
300759.SZ	康龙化成	13	5	8	7.22	6.88	0.34
301096.SZ	百诚医药	11	38	-27	11.49	19.27	-7.77
688621.SH	阳光诺和	10	23	-13	8.83	15.16	-6.33
688131.SH	皓元医药	3	5	-2	1.97	4.85	-2.87
603127.SH	昭衍新药	2	6	-4	0.05	0.17	-0.12
688046.SH	药康生物	2	4	-2	2.47	1.36	1.10
301333.SZ	诺思格	2	8	-6	0.74	8.06	-7.33
6821.HK	凯莱英	2	1	1	0.08	0.29	-0.21
603456.SH	九洲药业	2	11	-9	1.95	5.45	-3.50
301257.SZ	普蕊斯	1	5	-4	0.27	1.53	-1.26
301230.SZ	泓博医药	1	2	-1	0.02	0.34	-0.32

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] CXO板块行情回顾
- [02] 国内CXO板块2024年中报总结
- [03] 国内CXO细分领域2024年中报概览
- [04] 投资建议及风险提示

业绩总览：24H1收入端、利润端均有所承压

- 2024上半年CXO板块收入端、利润端承压。2024上半年CXO板块（25家样本标的）收入475亿元（-9.0%），归母净利润78亿元（-34.2%），扣非归母净利润72亿元（-30.5%）。相较前几年业绩的高速增长，进入2023年以来，在全球医药生物投融资遇冷的大环境下，CXO板块营收增速明显放缓，叠加部分领域竞争加剧以及美国生物安全法案的影响，利润端有所承压。
- 分季度看，24Q1/24Q2 收入228/247亿元（-10.7%/-7.4%），归母净利润31亿元/47亿元（-39.5%/-30.2%），扣非归母净利润31/41亿元（-31.3%/-30.0%）。24Q2业绩较24Q1环比有所增长，但同比下降，主要系高基数、行业景气度及竞争影响。

表：A股CXO行业2021-2024H1主要财务指标

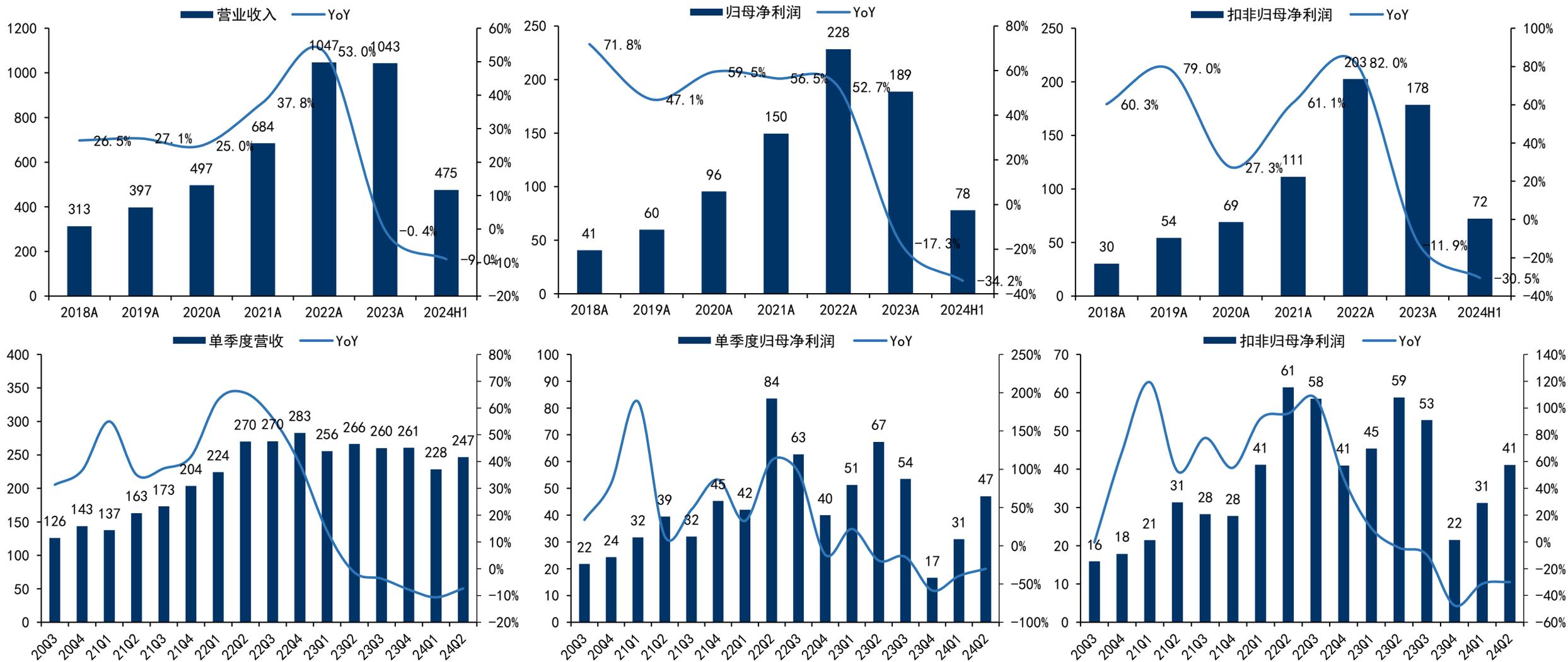
项目（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024Q1	2024Q2
营业收入	684	1047	1043	475	228	247
YOY	37.8%	53.0%	-0.4%	-9.0%	-10.7%	-7.4%
营业成本	426	640	632	312	148	155
毛利率	37.8%	38.9%	39.5%	36.2%	35.3%	37.2%
销售费用	22	27	30	15	7	8
费用率	3.2%	2.6%	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用（除研发）	69	93	96	45	22	23
费用率	10.0%	8.9%	9.2%	9.5%	9.7%	9.4%
研发费用	35	55	59	28	14	14
费用率	5.1%	5.3%	5.6%	5.9%	6.0%	5.8%
财务费用	0	-12	-9	-9	-5	-4
费用率	0.0%	-1.2%	-0.8%	-1.9%	-2.2%	-1.6%
净利润	154	231	190	78	31	47
净利率	22.6%	22.0%	18.2%	16.5%	13.8%	19.0%
归母净利润	150	228	189	78	31	47
YOY	56.5%	52.7%	-17.3%	-34.2%	-39.5%	-30.2%
扣非归母净利润	111	203	178	72	31	41
YOY	61.1%	82.0%	-11.9%	-30.5%	-31.3%	-30.0%
经营性净现金流	129	249	263	92	41	51
ROE（年化）	14.4%	17.3%	12.2%	9.5%	7.5%	11.5%
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
资产负债率	30.3%	30.8%	29.9%	29.8%	30.1%	29.8%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：CXO板块标的池在SW医疗研发外包II级行业30家的基础上，剔除海特生物、益诺思、万邦医药、南模生物、药康生物、毕得医药、数字人，并增加圣诺生物、普洛药业得到25家标的池

业绩总览：24H1收入端、利润端均有所承压

图：A股CXO板块业绩概览（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业

业绩总览：24H1收入端、利润端均有所承压

■ 分公司来看：一体化CXO、CDMO+原料药、仿制药CRO业绩相对稳健，临床前CRO业绩下滑明显。

表：25家A股CXO企业2024上半年业绩概览

证券简称	业务	营收（亿元）				归母净利润（亿元）				扣非归母净利润（亿元）			
		24H1	24H1 YoY	24Q1 YoY	24Q2 YoY	24H1	24H1 YoY	24Q1 YoY	24Q2 YoY	24H1	24H1 YoY	24Q1 YoY	24Q2 YoY
药明康德	一体化CXO	172.4	-8.6%	-1.0%	-6.5%	42.4	-20.2%	-10.4%	-26.9%	44.1	-7.3%	8.9%	-17.7%
康龙化成	一体化CXO	56.0	-0.6%	-2.0%	0.6%	11.1	-41.6%	-33.8%	101.6%	4.7	-38.3%	-46.0%	-31.6%
泰格医药	临床CRO	33.6	-9.5%	-8.0%	-10.9%	4.9	-64.5%	-58.6%	-68.6%	6.4	-19.3%	-20.5%	-18.2%
诺思格	临床CRO	3.8	4.7%	10.2%	0.3%	0.6	-31.9%	-19.9%	-38.0%	0.5	-34.0%	-18.4%	-40.4%
普蕊斯	临床CRO	3.9	13.2%	7.4%	9.7%	0.5	-1.3%	-10.2%	-2.1%	0.5	-2.8%	7.7%	-8.9%
博济医药	临床CRO	3.4	46.9%	62.1%	34.8%	0.3	71.0%	40.7%	131.6%	0.3	164.1%	103.3%	331.5%
昭衍新药	临床前CRO	8.5	-16.1%	-2.1%	-18.4%	-1.7	-287.3%	-245.0%	205.5%	-2.0	-358.0%	-251.9%	176.3%
美迪西	临床前CRO	5.2	-40.2%	-42.5%	-37.8%	-0.7	-142.3%	-137.0%	-150.6%	-0.8	-151.0%	-140.8%	-168.5%
睿智医药	临床前CRO	4.7	-16.6%	-2.7%	-20.2%	-0.6	-188.9%	10.9%	-651.4%	-0.6	-121.7%	14.3%	-1050.9%
泓博医药	临床前CRO	2.7	11.8%	7.7%	16.1%	0.2	-51.4%	-76.0%	-30.1%	0.1	-71.7%	-95.4%	-54.9%
成都先导	临床前CRO	1.9	25.1%	54.3%	1.5%	0.1	75.2%	248.4%	-124.6%	0.0	876.8%	179.4%	-158.3%
阳光诺和	仿制药CRO	5.6	22.1%	8.5%	35.9%	1.5	25.9%	51.8%	8.2%	1.4	24.5%	41.7%	12.6%
百诚医药	仿制药CRO	5.3	23.9%	34.0%	17.7%	1.3	12.3%	42.1%	0.0%	1.2	3.1%	41.0%	-12.3%
百花医药	仿制药CRO	2.0	17.4%	20.0%	15.2%	0.2	74.3%	209.0%	-68.4%	0.2	72.2%	224.2%	-84.3%
和元生物	CGT CRO/CDMO	1.1	35.0%	93.5%	1.0%	-1.1	-153.0%	-32.8%	-445.2%	-1.2	-141.4%	-42.1%	-339.7%
普洛药业	CDMO+原料药	64.3	8.0%	3.6%	2.6%	6.2	4.0%	1.8%	5.4%	6.0	1.2%	2.4%	0.5%
九洲药业	CDMO+原料药	27.6	-15.1%	-15.7%	-14.3%	4.7	-23.6%	-15.7%	-30.1%	4.7	-23.6%	-14.7%	-30.9%
诺泰生物	CDMO+原料药	8.3	7.5%	71.0%	146.8%	2.3	442.8%	215.6%	671.8%	2.3	433.4%	179.7%	735.9%
圣诺生物	CDMO+原料药	2.0	14.4%	27.7%	2.8%	0.2	8.1%	17.4%	-13.1%	0.2	106.5%	143.5%	28.7%
诚达药业	CDMO+原料药	1.6	-1.5%	-1.3%	-2.0%	0.3	-14.2%	-5.1%	-32.7%	0.0	-80.2%	-26.8%	-458.8%
皓元医药	CDMO+分子砌块	10.6	19.8%	20.7%	19.1%	0.7	-25.8%	-63.8%	10.3%	0.7	-22.3%	-66.8%	20.4%
药石科技	CDMO+分子砌块	7.4	-11.8%	-1.6%	-20.2%	1.0	-13.3%	-14.3%	-12.3%	0.7	-37.6%	-0.6%	-60.7%
凯莱英	CDMO	27.0	-41.6%	-37.8%	-45.3%	5.0	-70.4%	-55.3%	-79.4%	4.5	-71.4%	-58.9%	-79.5%
博腾股份	CDMO	13.5	-42.2%	-50.8%	-29.8%	-1.7	-141.4%	-131.2%	-170.7%	-1.7	-144.6%	-131.6%	-185.5%
金凯生科	CDMO	2.6	-39.4%	-41.9%	-36.9%	0.3	-71.3%	-58.8%	-78.4%	0.2	-78.0%	-60.7%	-87.7%
合计		475.1	-9.0%	-10.7%	-7.4%	78.1	-34.2%	-39.5%	-30.2%	72.3	-30.5%	-31.3%	-30.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国际化战略持续推进，部分企业海外收入占比提升

■ 部分企业海外收入占比提升，诺泰生物提升最显著。CXO企业持续推进国际化战略，2024上半年海外收入占比较2023年提升的企业有：康龙化成（+2.1pp）、泰格医药（+1.6pp）、诺思格（+4.1pp）、昭衍新药（+3.3pp）、美迪西（+7.9pp）、和元生物（+0.04pp）、普洛药业（+2.1pp）、诺泰生物（+13.1pp）、圣诺生物（+8.0pp）、皓元医药（+1.2pp）、药石科技（+3.5pp），其中诺泰生物海外业务占比提升最为显著。从增速来看，诺思格、圣诺生物24H1海外业务增速均超50%。

表：主要CXO企业海外收入占比

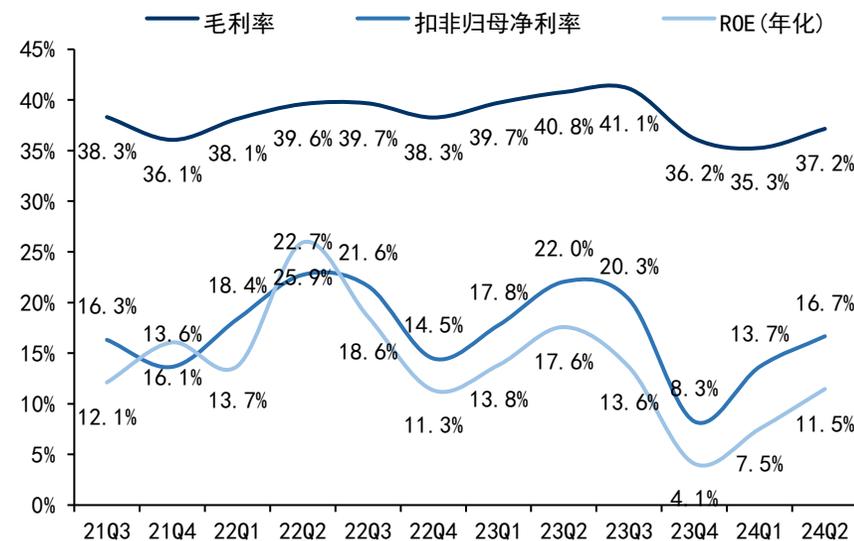
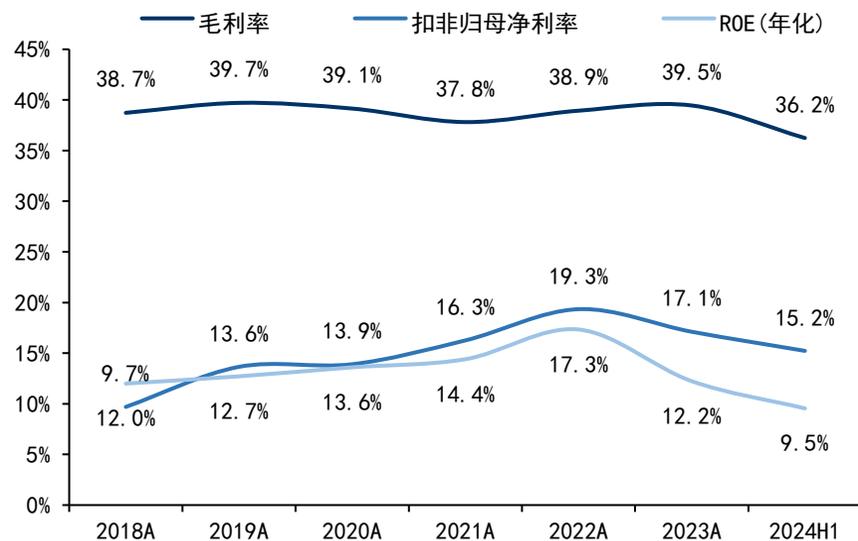
公司	业务	23年海外收入 (亿元)	24H1海外收入 (亿元)	23年海外收入占比	24H1海外收入占比	24H1占比较23A提升幅度	24H1海外收入yoy
药明康德	一体化CXO	329.7	138.4	81.7%	80.3%	-1.5pp	-12%
康龙化成	一体化CXO	95.6	47.6	82.9%	85.0%	2.1pp	2%
药明生物	一体化CXO	139.1	71.6	81.7%	83.5%	1.8pp	7%
泰格医药	临床CRO	31.3	14.7	42.3%	43.9%	1.6pp	-9%
诺思格	临床CRO	0.5	0.4	6.5%	10.6%	4.1pp	78%
普蕊斯	临床CRO	0.03	0.0	0.4%	0.3%	-0.1pp	
博济医药	临床CRO	0.03	0.0	0.6%	0.4%	-0.2pp	-19%
昭衍新药	临床前CRO	5.8	2.4	24.4%	27.7%	3.3pp	-19%
美迪西	临床前CRO	3.9	1.9	28.4%	36.3%	7.9pp	-16%
睿智医药	临床前CRO	9.4		82.7%			
泓博医药	临床前CRO	3.4		69.8%			
成都先导	临床前CRO	3.1		83.1%			
阳光诺和	仿制药CRO						
百诚医药	仿制药CRO						
百花医药	仿制药CRO						
和元生物	CGT CRO/CDMO	0.003	0.002	0.2%	0.2%	0.04pp	-19%
普洛药业	CDMO+原料药	49.2	28.9	42.9%	45.0%	2.1pp	20%
九洲药业	CDMO+原料药	43.1	21.5	78.0%	77.8%	-0.1pp	-14%
诺泰生物	CDMO+原料药	4.5	4.7	43.3%	56.4%	13.1pp	
圣诺生物	CDMO+原料药	0.9	0.5	19.6%	27.6%	8.0pp	98%
诚达药业	CDMO+原料药	1.5		36.1%			
皓元医药	CDMO+分子砌块	6.9	4.0	36.8%	38.0%	1.2pp	24%
药石科技	CDMO+分子砌块	11.8	5.4	68.5%	72.0%	3.5pp	1%
凯莱英	CDMO	63.4	20.1	81.1%	74.4%	-6.6pp	-48%
博腾股份	CDMO	28.1	9.4	76.7%	69.2%	-7.5pp	-53%
金凯生科	CDMO	6.0	1.7	78.9%	64.7%	-14.1pp	

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

2024H1毛、净利率同比有所下滑

■ CXO板块2024上半年毛利率/扣非净利率同比-4.0/-4.7pp，盈利能力下降显著。分季度看，24Q1/24Q2毛利率、扣非净利率、ROE呈改善趋势。

图：A股CXO板块利润率情况

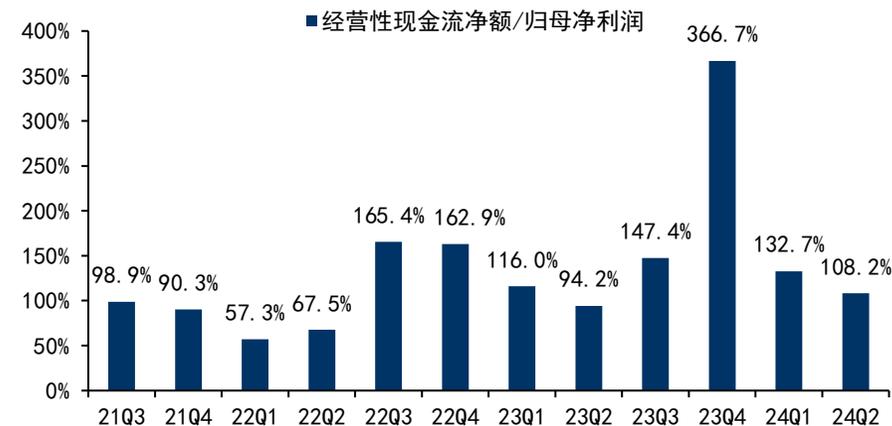
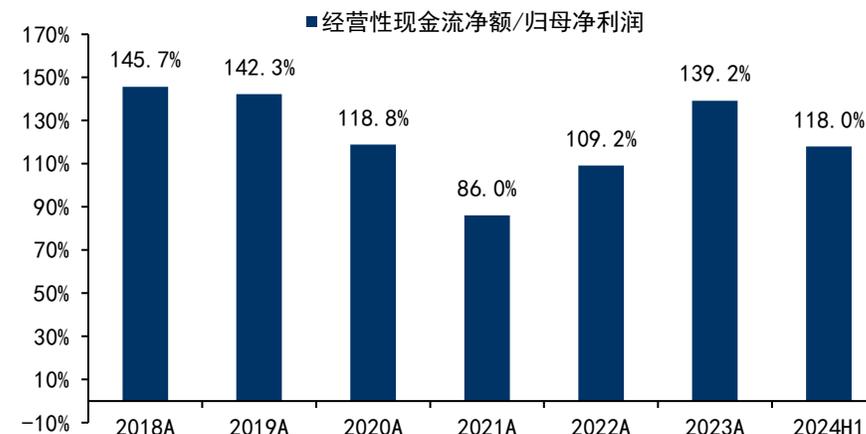
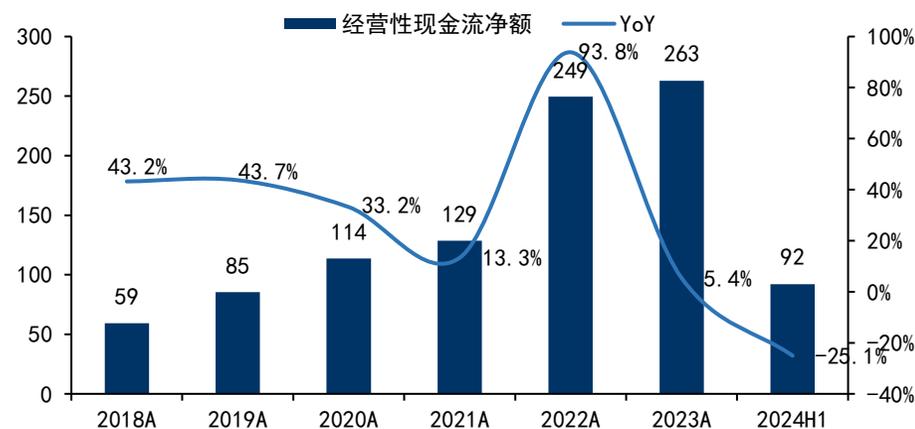


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业

经营性现金流保持健康

■ CXO板块24H1/24Q1/24Q2 经营性现金流净额同比-25.1%/-30.7%/-19.8%，经营性现金流净额/归母净利润分别为118.0%/132.7%/108.2%，尽管当前仍未走出资本寒冬，但CXO行业经营性现金流仍保持健康，销售回款能力较强，盈利质量较优。

图：A股CXO板块经营性现金流情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业

盈利能力横向对比

■ 分公司看，24Q2诺泰生物、皓元医药毛利率与扣非净利率同比、环比均有所提升。

表：25家A股CXO企业盈利能力指标

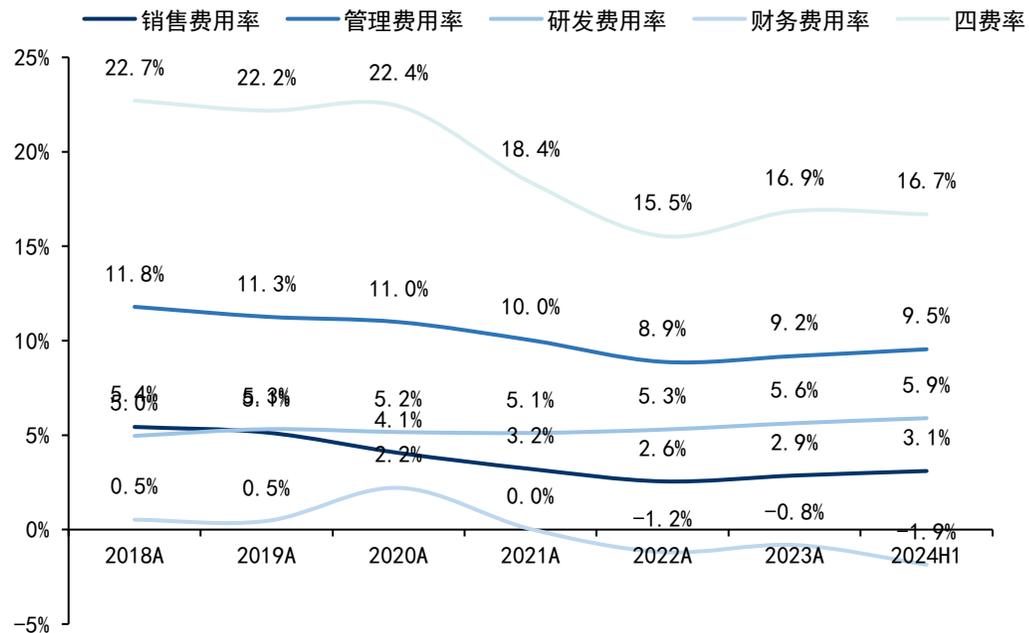
证券简称	业务	毛利率				扣非净利率				24Q2毛利率 同比提升	24Q2毛利率 环比提升	24Q2净利率 同比提升	24Q2净利率 环比提升		
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	23Q1	23Q2					23Q3	23Q4
药明康德	一体化CXO	39.9%	41.1%	42.7%	40.9%	38.1%	40.4%	20.8%	29.2%	27.6%	18.9%	25.5%	25.7%	✓	✓
康龙化成	一体化CXO	35.8%	36.8%	35.2%	35.1%	32.7%	34.1%	12.7%	14.0%	11.3%	14.5%	7.0%	9.5%	✓	✓
泰格医药	临床CRO	39.7%	40.2%	41.2%	32.8%	37.8%	41.5%	21.1%	21.6%	20.9%	16.1%	18.3%	19.9%	✓	✓
诺思格	临床CRO	36.4%	42.6%	37.9%	41.2%	37.8%	42.0%	12.6%	25.0%	17.0%	15.6%	9.3%	14.8%	✓	✓
普蕊斯	临床CRO	24.6%	31.5%	33.7%	30.7%	25.3%	27.3%	11.6%	16.5%	18.6%	13.0%	10.6%	13.7%	✓	✓
博济医药	临床CRO	39.2%	34.2%	35.4%	28.4%	33.8%	31.4%	6.9%	2.0%	3.1%	-1.8%	8.7%	6.4%	✓	✓
昭衍新药	临床前CRO	51.7%	40.1%	42.8%	40.3%	32.8%	28.8%	50.0%	-6.8%	40.7%	3.4%	-86.4%	15.7%	✓	✓
美迪西	临床前CRO	43.5%	35.5%	8.8%	-26.8%	8.3%	8.2%	21.9%	13.6%	-8.1%	-86.3%	-15.5%	-15.0%	✓	✓
睿智医药	临床前CRO	27.2%	20.4%	23.7%	27.9%	17.7%	14.9%	-12.2%	1.3%	-6.8%	-295.0%	-1.9%	-15.6%	✓	✓
泓博医药	临床前CRO	35.8%	38.6%	29.9%	19.7%	20.6%	26.8%	11.3%	16.7%	7.2%	-1.2%	0.5%	6.5%	✓	✓
成都先导	临床前CRO	38.7%	46.1%	45.3%	60.1%	54.8%	36.6%	14.8%	12.2%	0.0%	2.5%	7.6%	7.0%	✓	✓
阳光诺和	仿制药CRO	49.3%	64.7%	54.4%	58.4%	59.6%	53.1%	20.2%	29.7%	22.9%	5.1%	26.4%	24.6%	✓	✓
百诚医药	仿制药CRO	65.7%	67.1%	68.4%	61.3%	68.2%	69.1%	21.5%	32.3%	28.0%	19.1%	22.6%	24.1%	✓	✓
百花医药	仿制药CRO	48.9%	45.0%	50.7%	51.1%	52.3%	43.9%	8.2%	6.6%	4.2%	-5.5%	22.2%	0.9%	✓	✓
和元生物	CGT CRO/CDMO	-21.5%	15.5%	10.3%	-30.2%	-20.8%	-28.2%	-107.1%	-31.2%	-54.6%	-81.1%	-78.7%	-135.6%	✓	✓
普洛药业	CDMO+原料药	28.0%	25.1%	27.2%	22.5%	24.0%	25.3%	7.6%	12.6%	9.1%	6.7%	7.5%	11.2%	✓	✓
九洲药业	CDMO+原料药	36.9%	40.2%	41.5%	29.7%	34.0%	36.6%	15.7%	22.5%	25.6%	7.7%	15.8%	18.2%	✓	✓
诺泰生物	CDMO+原料药	55.9%	59.4%	64.7%	61.6%	67.3%	67.4%	11.2%	10.2%	14.7%	24.6%	18.4%	34.5%	✓	✓
圣诺生物	CDMO+原料药	64.4%	65.3%	60.2%	65.3%	63.1%	55.7%	7.7%	3.2%	12.0%	25.6%	14.7%	4.0%	✓	✓
诚达药业	CDMO+原料药	36.5%	41.7%	46.4%	45.5%	40.8%	36.8%	13.7%	3.1%	21.3%	11.6%	10.2%	-1.2%	✓	✓
皓元医药	CDMO+分子砌块	50.3%	49.9%	45.2%	36.5%	40.8%	49.6%	10.0%	9.4%	4.3%	0.6%	2.8%	9.5%	✓	✓
药石科技	CDMO+分子砌块	45.2%	42.4%	41.4%	41.4%	42.7%	39.0%	10.9%	14.5%	10.7%	4.5%	11.0%	7.1%	✓	✓
凯莱英	CDMO	48.4%	57.5%	56.9%	38.0%	43.5%	40.7%	27.5%	40.0%	26.6%	4.8%	18.1%	15.0%	✓	✓
博腾股份	CDMO	50.2%	42.4%	42.7%	15.1%	15.8%	21.8%	21.5%	9.8%	4.9%	-28.0%	-13.8%	-12.0%	✓	✓
金凯生科	CDMO	41.9%	52.4%			39.4%	43.8%	18.7%	32.8%		12.6%	6.4%		✓	✓
合计		39.7%	40.8%	41.1%	36.2%	35.3%	37.2%	17.8%	22.0%	20.3%	8.3%	13.7%	16.7%	✓	✓

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

费用率保持相对稳定

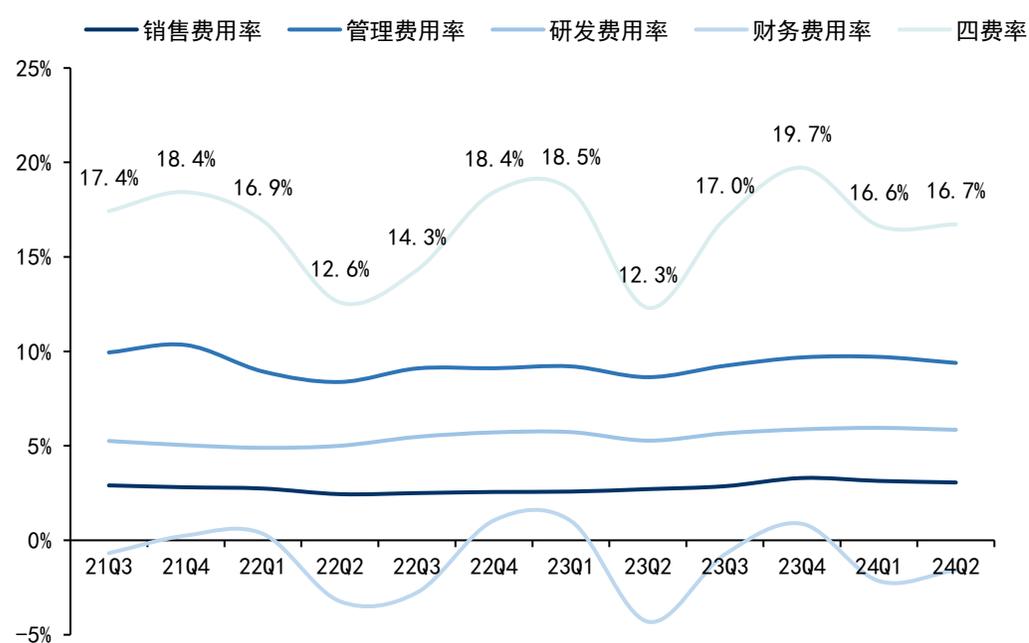
- CXO板块2024上半年销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.5/+0.6/+0.4/-0.2pp，四项费用率合计同比+1.3pp，维持相对稳定。
- 分季度来看，销售/管理/研发费用率保持稳定，财务费用率季度间呈现波动，主要系有海外业务的CXO公司汇兑收益较高并呈现波动所致。

图：A股CXO板块费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业

图：A股CXO板块单季度费用率

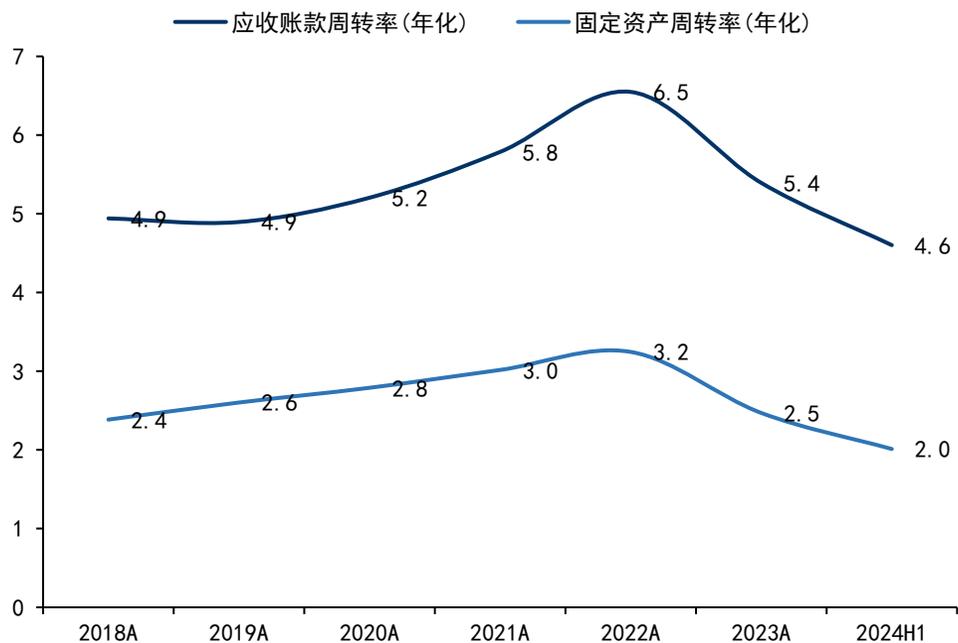


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业

运营效率有所下降

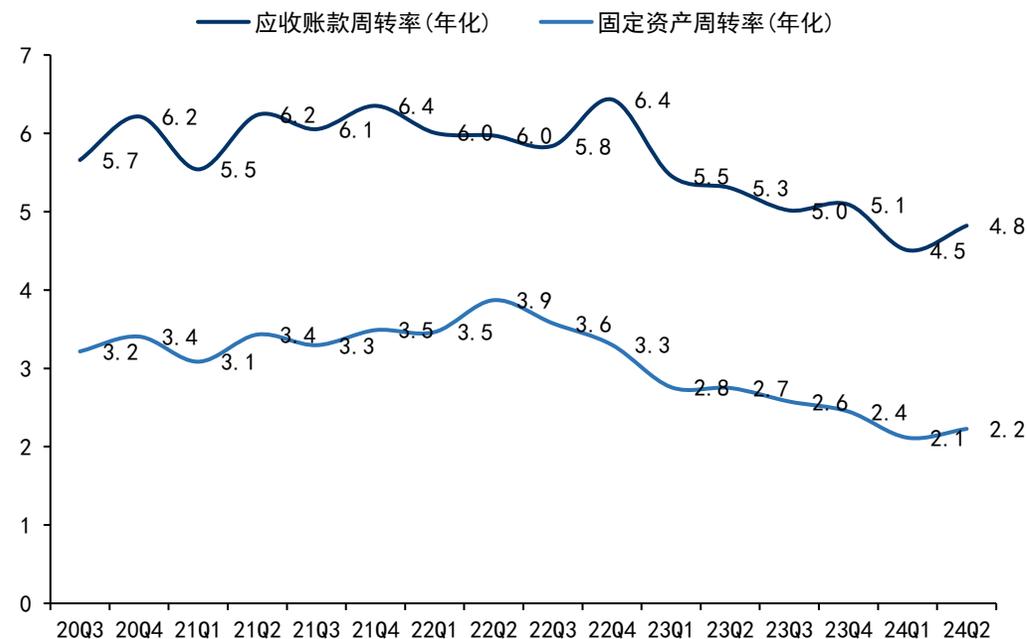
■ CXO板块应收账款周转率、固定资产周转率自2019年起逐年提升，2022年到达峰值；2023年开始，CXO板块运营效率显著下降，我们认为主要系投融资遇冷情况下，药企及biotech研发管线推进速度变缓，叠加前期CXO行业较大的资本开支及新建产能，导致产能利用率下降，对CXO企业的运营效率造成一定影响。

图：A股CXO板块运营效率指标（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业

图：A股CXO板块单季度运营效率指标（%）

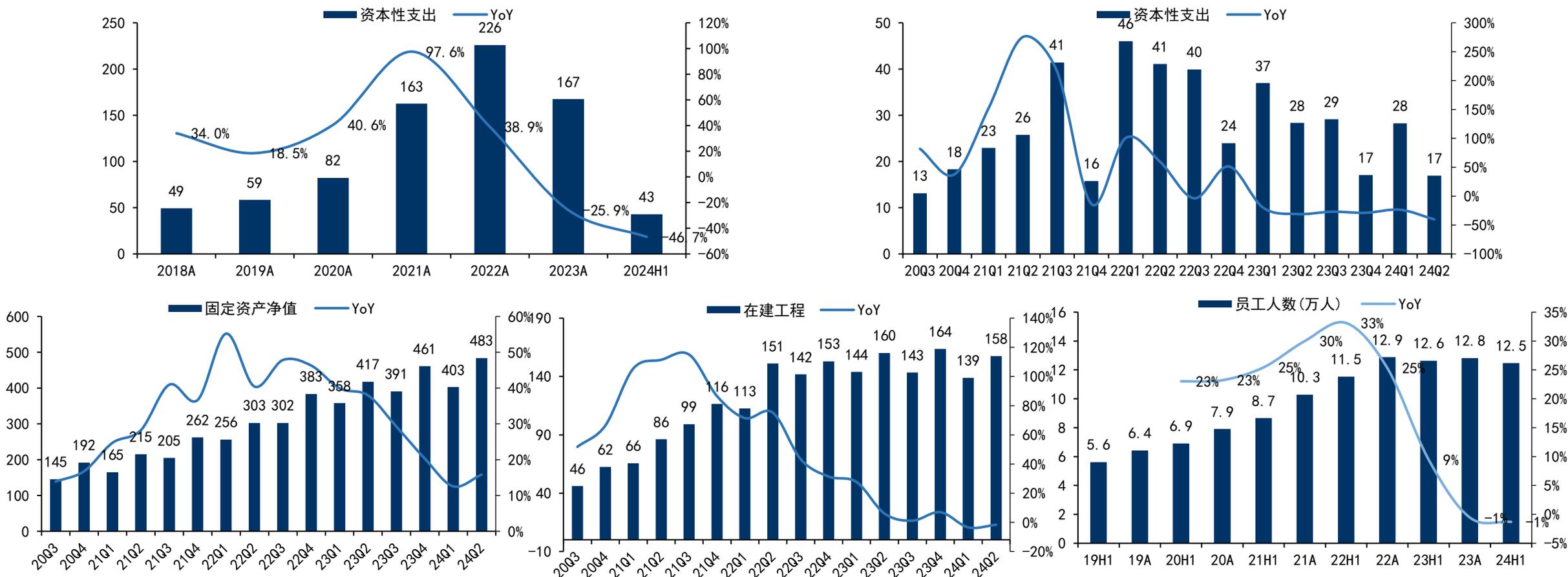


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业

供给端：资本开支收缩明显，上一轮产能建设步入尾声

- **人员**：2022下半年以来，CXO板块人员扩张开始放缓，截至24H1末员工人数同、环比均略有减少，CXO企业通过缩减人员降低成本。
- **产能**：CXO板块24H1/24Q1/24Q2资本开支同比-46.7%/-23.5%/-40.3%，截至24H1末在建工程同、环比均有所回落，上一轮产能建设已进入尾声，后续需关注投产及产能利用率的爬坡节奏。

图：A股CXO板块运营效率指标（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业，固定资产净值、在建工程、员工人数为期末值

需求端：订单增速放缓

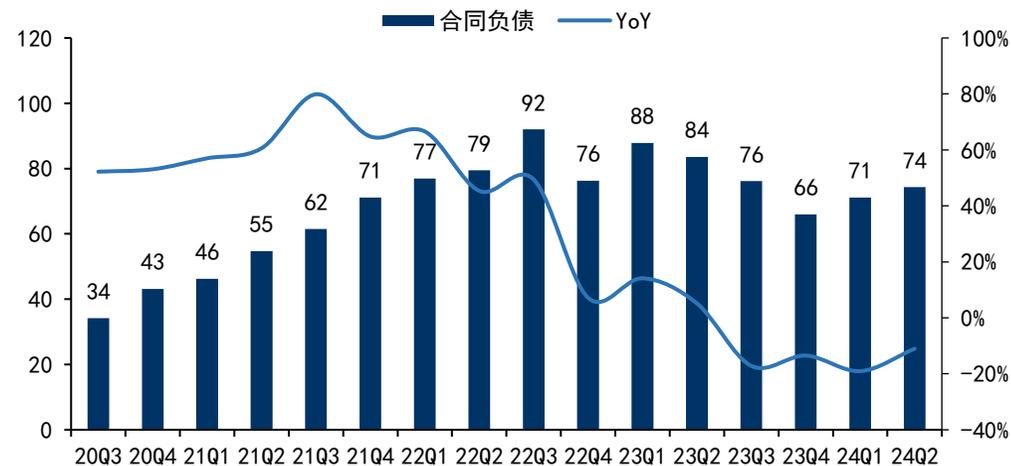
■ 自2022Q4起，CXO板块合同负债与应收账款增速出现放缓，从订单情况来看，处于产业链前端的临床前CRO受投融资遇冷的影响较大，昭衍新药、美迪西、睿智医药2023年新签订单均同比下滑，2024年上半年进一步下滑；部分临床CRO及仿制药CRO订单仍维持稳健增长，例如博济医药、百诚医药、阳光诺和等。

表：CXO公司24H1订单情况

公司	业务	24H1订单 (亿元)	YoY	备注
药明康德	一体化CXO		33%	在手订单（剔除特定商业化项目）
康龙化成	一体化CXO		15%+	新签订单，连续两个季度实现温和复苏
普蕊斯	临床CRO	4.29	-31.9%	新签订单（不含税）
博济医药	临床CRO	7.19	61%	新签订单（新增临床研究服务合同额）
昭衍新药	临床前CRO	~9	-30%	新签订单，23H1新签约13亿元
美迪西	临床前CRO			新签订单同比下滑，境外新签订单同比增长
睿智医药	临床前CRO			订单减少，订单获取未达预期
泓博医药	临床前CRO	4.36	54.2%	新签订单（服务板块+商业化生产板块）
阳光诺和	仿制药CRO			新签订单保持稳定增长
百诚医药	仿制药CRO	7.11	13.4%	新签订单
凯莱英	CDMO	9.7	增长	在手订单（亿美元），2023H1末为9.1亿美元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：A股CXO板块合同负债与应收账款（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为25家CXO企业，合同负债与应收账款均为期末值，此处合同负债为合同负债+预收账款

需求端：新分子、新业务发展迅速

- **新分子领域的快速发展为CXO带来源源不断的增量需求。**生物医药技术更新迭代迅速，新分子、新疗法层出不穷，近年来，多肽、寡核苷酸、ADC等药物/疗法发展迅速，为CXO持续带来新的需求点。
- **新分子、新业务领域布局成为CXO发展的趋势，24H1呈高增长态势。**资金实力雄厚的CXO龙头已前瞻布局了新分子/疗法，业务处于快速发展阶段。例如，药明康德TIDES业务（多肽、寡核苷酸、复杂偶联物）2024年上半年收入20.8亿元，同比强劲增长57.2%，截至2024年6月底，公司TIDES在手订单同比增长147%；药明生物截至2024年上半年末的研发管线中ADC药物已达167个（+51.8%）；康龙化成大分子和CGT业务24H1收入增长5.5%；诺泰生物聚焦多肽业务，2024年上半年公司收入同比增长107.5%。

表：主要CXO公司新分子/新业务发展情况

24H1新分子/新业务发展情况

药明康德 新分子(TIDES)业务保持高速增长，2024年上半年TIDES业务收入20.8亿元，同比强劲增长57.2%。截至2024年6月底，TIDES在手订单同比增长147%

药明生物 截至24H1末，研发管线中ADC药物同比增长51.8%至167个

康龙化成 2024年上半年，新业务（大分子和CGT）收入同比增长5.5%

诺泰生物 公司聚焦多肽业务，2024年上半年公司收入同比增长107.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- [01] CXO板块行情回顾
- [02] 国内CXO板块2024年中报总结
- [03] 国内CXO细分领域2024年中报概览
- [04] 投资建议及风险提示

CDMO：24H1受新冠大订单基数影响业绩承压，龙头标的收入稳健

■ 2024上半年CDMO板块收入、利润均呈现下滑。2024上半年CDMO板块（12家样本标的）收入339亿元（-11.0%），归母净利润60亿元（-33.0%），扣非归母净利润60亿元（-26.7%）。分季度看，24Q1/24Q2收入164/175亿元（-13.3%/-8.7%），归母净利润28/33亿元（-27.4%/-37.1%），扣非归母净利润28/33亿元（-18.7%/-32.3%）。受新冠大订单基数影响，24Q2业绩同比下滑明显。

■ 剔除新冠大订单相关标的，板块收入微增，利润端仍承压。剔除药明康德、博腾股份、凯莱英3家新冠大订单基数较高的企业，A股CDMO板块24H1/24Q1/24Q2营收分别同比+3.1%/+0.4%/+5.9%，归母净利润分别同比-8.1%/-9.4%/-7.0%。

■ 龙头标的收入稳健。剔除新冠大订单影响后，药明康德、药明生物、凯莱英24H1收入增速分别约为-1%、+8%、+1%，龙头CDMO标的收入依旧稳健。

表：A股CDMO行业2021-2024H1主要财务指标

项目（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024Q1	2024Q2
营业收入	481	781	753	339	164	175
YOY	34.0%	62.4%	-3.5%	-11.0%	-13.3%	-8.7%
营业成本	304	478	451	215	106	109
毛利率	36.8%	38.8%	40.0%	36.5%	35.3%	37.5%
销售费用	17	20	22	11	5	6
费用率	3.5%	2.6%	3.0%	3.2%	3.3%	3.2%
管理费用（除研发）	44	59	61	27	13	14
费用率	9.1%	7.6%	8.1%	8.1%	8.2%	7.9%
研发费用	26	42	42	20	10	10
费用率	5.4%	5.4%	5.6%	5.9%	5.9%	5.8%
财务费用	1	-10	-6	-9	-5	-4
费用率	0.3%	-1.3%	-0.8%	-2.5%	-3.1%	-2.0%
净利润	94	171	149	60	27	33
净利率	19.5%	21.9%	19.8%	17.8%	16.7%	18.8%
归母净利润	94	170	149	60	28	33
YOY	56.9%	81.8%	-12.4%	-33.0%	-27.4%	-37.1%
扣非归母净利润	77	160	148	60	28	33
YOY	55.8%	108.6%	-8.1%	-26.7%	-18.7%	-32.3%
经营性净现金流	73	195	208	78	32	46
ROE（年化）	14.6%	20.6%	14.9%	11.3%	10.1%	12.2%
总资产周转率	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5
资产负债率	30%	30%	27%	28%	28%	28%
营业收入-剔除新冠大订单标的	174	214	235	126	63	63
YOY	23.5%	22.9%	9.6%	3.1%	0.4%	5.9%
归母净利润-剔除新冠大订单标的	27	29	28	15	6	8
YOY	36.3%	8.8%	-4.6%	-8.1%	-9.4%	-7.0%

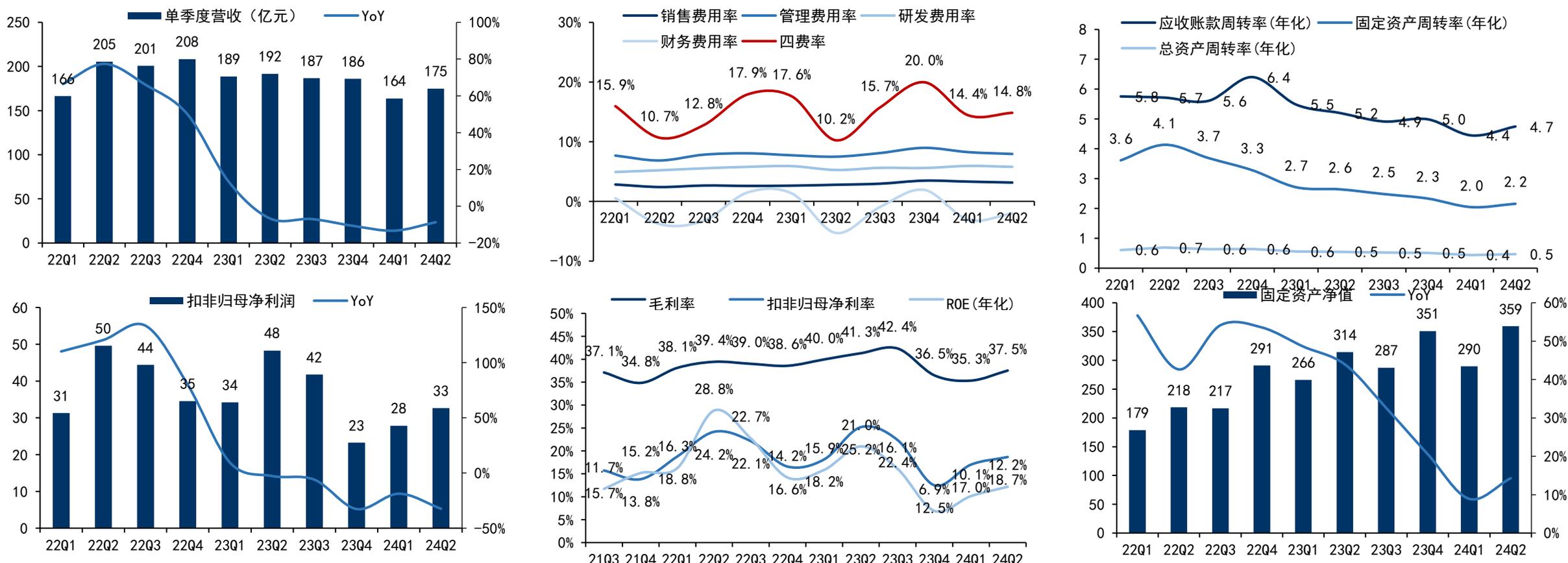
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：1) CDMO样本公司为药明康德、和元生物、普洛药业、九洲药业、诺泰生物、圣诺生物、诚达药业、皓元医药、药石科技、凯莱英、博腾股份、金凯生科等12家企业。2) 剔除的新冠大订单标的为药明康德、博腾股份、凯莱英

CDMO：盈利能力回归疫情前水平，运营效率探底

- **盈利能力：**CDMO板块 24Q1/24Q2毛利率分别同比-4.6pp/-3.8pp，扣非归母净利率分别同比-1.1pp/-6.5pp，在23年同期大订单高基数下，2024年上半年CDMO板块利润率下降明显。
- **运营效率：**CDMO板块固定资产周转率呈逐季下滑趋势。从固定资产净值来看，CDMO企业的上一轮产能建设正处于投产期，需关注后续产能利用率提升带来的运营效率改善。

图：A股CDMO板块主要财务指标（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为12家CDMO企业

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

CDMO：主要公司2024年中报业绩对比

- 比较主要CDMO公司2024年中报业绩发现：1) 一体化龙头业绩稳健。剔除新冠大订单影响后，药明康德、药明生物、凯莱英24H1收入增速分别约为-1%、+8%、+1%，龙头CDMO标的收入依旧稳健；2) 原料药+CDMO企业盈利能力稳定。普洛药业、九洲药业净利率下降幅度较小；3) GLP-1药物的发展带动多肽原料药/CDMO企业业绩放量。诺泰生物2024H1收入大幅增长，毛利率与扣非净利率同比、环比均有明显提升。

表：部分CDMO公司数据对比（亿元）

	药明康德	凯莱英	博腾股份	普洛药业	九洲药业	皓元医药	药石科技	诺泰生物
24Q1收入	79.8	14.0	6.8	32.0	14.8	5.0	3.8	3.6
yoy	-11.0%	-37.8%	-50.8%	3.6%	-15.7%	20.7%	-1.6%	71.0%
24Q2收入	92.6	13.0	6.7	32.3	12.9	5.5	3.7	4.8
yoy	-6.5%	-45.3%	-29.8%	12.6%	-14.3%	19.1%	-20.2%	146.8%
24Q1扣非归母净利润	20.3	2.5	-0.9	2.4	2.3	0.1	0.4	0.7
yoy	8.9%	-58.9%	-131.6%	2.4%	-14.7%	-66.8%	-0.6%	179.7%
24Q2扣非归母净利润	23.8	1.9	-0.8	3.6	2.3	0.5	0.3	1.6
yoy	-17.7%	-79.5%	-185.5%	0.5%	-30.9%	20.4%	-60.7%	735.9%
24Q1扣非归母净利率	25.5%	18.1%	-13.8%	7.5%	15.8%	2.8%	11.0%	18.4%
yoy	4.6pp	-9.3pp	-35.3pp	-0.1pp	0.2pp	-7.3pp	0.1pp	7.1pp
24Q2扣非归母净利率	25.7%	15.0%	-12.0%	11.2%	18.2%	9.5%	7.1%	34.5%
yoy	-3.5pp	-25.1pp	-21.8pp	-1.4pp	-4.4pp	0.1pp	-7.3pp	24.3pp
剔除新冠24H1收入增速	-1%	+1%	-4%					

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

临床前CRO：营收基本稳定，利润端受生物资产减值影响较大

- 2024上半年临床前CRO板块利润端有所承压。2024上半年临床前CRO板块（9家样本标的）收入92亿元（-3.6%），归母净利润11亿元（-12.8%），扣非归母净利润4亿元（-65.9%）。分季度看，24Q1/24Q2收入43/49亿元（-4.2%/-3.1%），归母净利润1/11亿元（-92.0%/+79.3%），扣非归母净利润-0.2/4亿元（-102.5%/-20.0%）。

表：A股临床前CRO行业2021-2024H1主要财务指标

项目（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024Q1	2024Q2
营业收入	137	180	196	92	43	49
YOY	44.1%	30.9%	9.1%	-3.6%	-4.2%	-3.1%
营业成本	83	108	121	60	28	32
毛利率	39.6%	39.7%	38.0%	34.5%	34.4%	34.7%
销售费用	3	4	5	2	1	1
费用率	2.4%	2.4%	2.6%	2.7%	2.6%	2.7%
管理费用（除研发）	18	26	27	13	6	7
费用率	13.0%	14.4%	13.6%	14.2%	14.9%	13.6%
研发费用	6	10	13	6	3	3
费用率	4.6%	5.4%	6.4%	6.8%	6.7%	6.8%
财务费用	1	-0	-1	0	0	-0
费用率	0.7%	-0.2%	-0.7%	0.0%	0.8%	-0.7%
净利润	25	36	16	11	0	11
净利率	18.0%	19.8%	8.1%	12.0%	0.8%	21.7%
归母净利润	25	36	16	11	1	11
YOY	48.3%	42.3%	-55.1%	-12.8%	-92.0%	79.3%
扣非归母净利润	20	25	14	4	-0.2	4
YOY	77.1%	22.8%	-45.2%	-65.9%	-102.5%	-20.0%
经营性净现金流	40	39	40	12	8	4
ROE（年化）	11.9%	13.0%	5.3%	7.2%	0.7%	13.7%
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
资产负债率	36%	36%	39%	34%	38%	34%

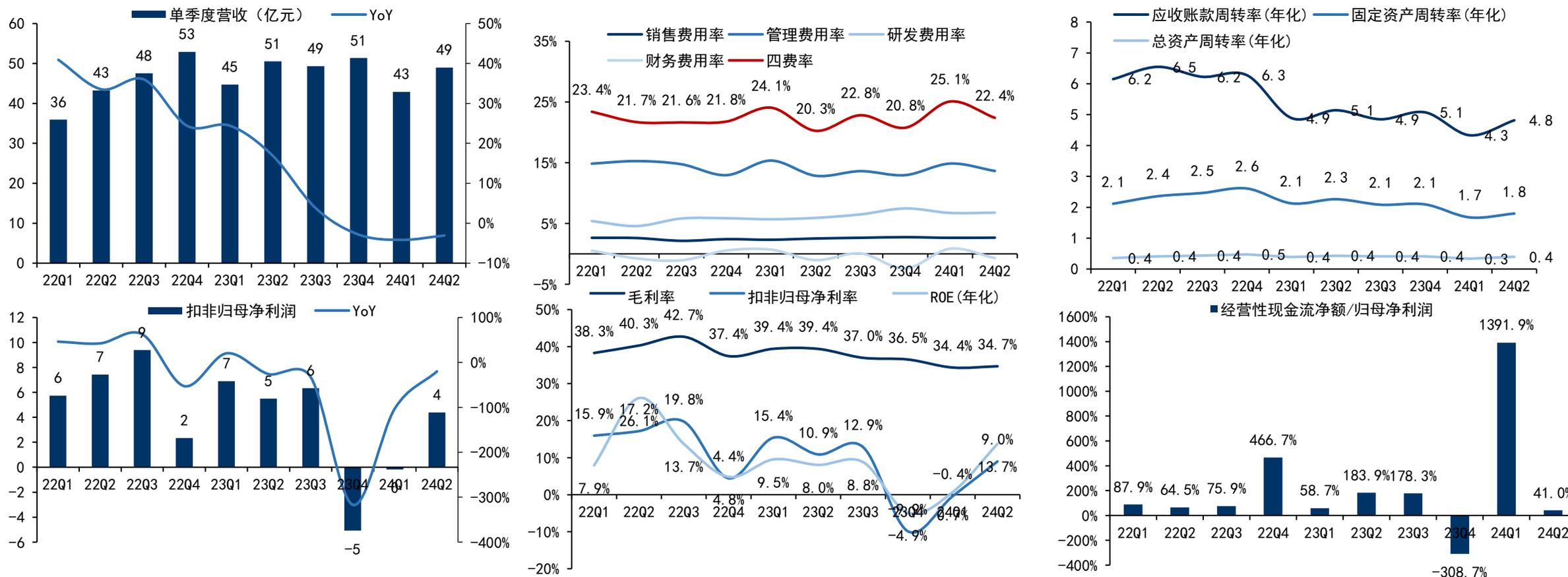
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：临床前CRO样本公司为康龙化成、昭衍新药、美迪西、睿智医药、泓博医药、成都先导、阳光诺和、百诚医药、百花医药等9家企业；康龙化成临床前业务占比较大（24H1实验室服务收入占比60%）

临床前CRO：盈利能力下滑明显

- **盈利能力：**临床前CRO板块 24Q1/24Q2毛利率分别同比-5.1pp/-4.7pp，扣非归母净利率分别同比-15.8pp/-1.9pp，板块整体盈利能力下滑明显。
- **运营效率：**临床前CRO板块24Q2应收账款周转率、固定资产周转率环比24Q1有所改善。

图：A股临床前CRO板块主要财务指标（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：样本公司为9家临床前CRO企业

临床前CRO：主要公司2024年中报业绩对比

- 比较主要临床前CRO公司24中报业绩发现：1) 创新药业务为主的临床前CRO利润端承压，如昭衍新药、美迪西等，投融资遇冷下，新签订单同比下降，其中昭衍新药还面临生物资产减值带来的亏损，而一体化龙头康龙化成可较好消化这方面的影响，后续需关注投融资回暖节奏及企业订单改善情况。2) 仿制药CRO业绩、订单均保持稳健增长，仿制药CRO受投融资影响小，阳光诺和、百诚医药24H1业绩、新签订单保持稳定增长。

表：部分临床前CRO公司数据对比（亿元）

	康龙化成	昭衍新药	美迪西	泓博医药	阳光诺和	百诚医药
24Q1收入	26.7	3.2	2.6	1.3	2.5	2.2
yoy	-2.0%	-12.1%	-42.5%	7.7%	8.5%	34.0%
24Q2收入	29.3	5.2	2.6	1.4	3.1	3.1
yoy	0.6%	-18.4%	-37.8%	16.1%	35.9%	17.7%
24Q1扣非归母净利润	1.9	-2.8	-0.4	0.0	0.7	0.5
yoy	-46.0%	-251.9%	-140.8%	-95.4%	41.7%	41.0%
24Q2扣非归母净利润	2.8	0.8	-0.4	0.1	0.8	0.7
yoy	-31.6%	-	-168.5%	-54.9%	12.6%	-12.3%
24Q1扣非归母净利率	7.0%	-86.4%	-15.5%	0.5%	26.4%	22.6%
yoy	-5.7pp	-136.4pp	-37.4pp	-10.8pp	6.2pp	1.1pp
24Q2扣非归母净利率	9.5%	15.7%	-15.0%	6.5%	24.6%	24.1%
yoy	-4.5pp	32.5pp	-28.7pp	-10.2pp	-5.1pp	-8.2pp
24H1新签订单增速	15%+	24H1新签订单约9亿元 (23H1约为13亿元)	新签订单同比下滑， 境外新签订单同比增长	54.2%（服务板块+商业化生产板块）	保持稳定增长	13.4%
生物资产减值影响		24H1生物资产公允价值变动带来净损失为人民币2.35亿元				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；阳光诺和、百诚医药临床前收入占比较大（24H1阳光诺和药学研究占比61%、百诚医药药学研究占受托研发比例为39%）

临床CRO：价格承压，收入、利润双双下滑

■ 2024年上半年临床CRO板块收入、利润双双下滑。

2024上半年临床CRO板块（4家样本标的）收入45亿元（-3.9%），归母净利润6亿元（-59.0%），扣非归母净利润8亿元（-17.6%）。分季度看，24Q1/24Q2 收入22/23亿元（-1.6%/-5.9%），归母净利润3/3亿元（-53.1%/-63.1%），扣非归母净利润4/4亿元（-17.1%/-18.0%）。受医药行业竞争加剧影响，订单价格下降。

表：A股临床CRO行业2021-2024H1主要财务指标

项目（亿元）	2021A	2022A	2023A	2024H1	2024Q1	2024Q2
营业收入	66	87	94	45	22	23
YOY	55.6%	31.3%	7.9%	-3.9%	-1.6%	-5.9%
营业成本	39	54	59	28	14	14
毛利率	41.7%	38.5%	37.7%	38.0%	36.5%	39.5%
销售费用	2	2	3	1	1	1
费用率	2.5%	2.3%	2.7%	3.0%	2.9%	3.2%
管理费用（除研发）	7	8	8	5	2	3
费用率	10.3%	9.1%	8.9%	10.9%	10.5%	11.4%
研发费用	3	4	4	2	1	1
费用率	4.5%	4.1%	4.3%	4.4%	4.5%	4.3%
财务费用	-2	-2	-1	-0	-0	0
费用率	-3.3%	-2.0%	-1.4%	-0.5%	-1.1%	0.1%
净利润	36	25	25	7	4	3
净利率	54.0%	28.5%	26.3%	15.7%	17.2%	14.3%
归母净利润	31	22	23	6	3	3
YOY	62.8%	-27.7%	5.7%	-59.0%	-53.1%	-63.1%
扣非归母净利润	14	17	17	8	4	4
YOY	70.9%	22.2%	0.5%	-17.6%	-17.1%	-18.0%
经营性净现金流	16	16	15	2	1	1
ROE（年化）	16.8%	10.4%	9.8%	5.1%	4.8%	5.5%
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资产负债率	25%	28%	28%	31%	29%	31%

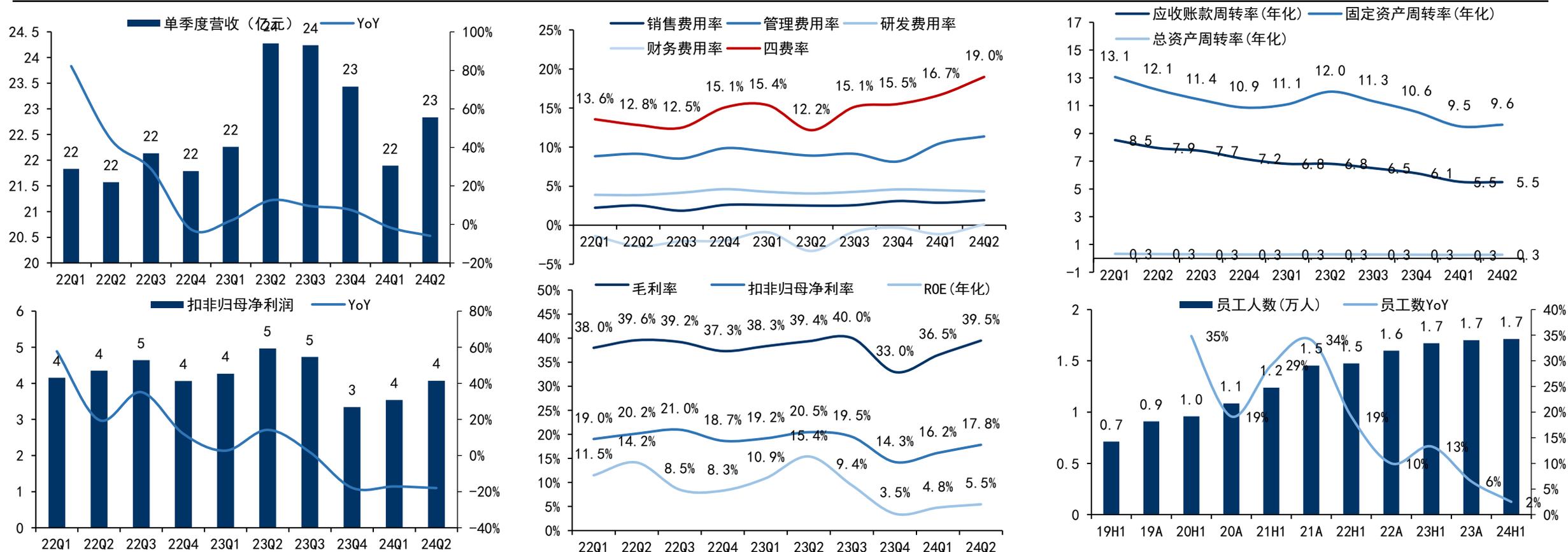
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：临床CRO样本公司为泰格医药、诺思格、普蕊斯、博济医药4家企业

临床CRO：盈利能力承压，员工人数维持稳定

- **盈利能力：**临床CRO板块 24Q1/24Q2毛利率分别同比-1.9pp/+0.1pp，扣非归母净利率分别同比-3.0pp/-2.6pp，盈利能力持续承压。
- **运营效率：**临床CRO板块24Q2固定资产周转率环比24Q1略有改善。
- **人员：**临床CRO板块24H1末人员同比、环比均呈现稳定态势。

图：A股临床CRO板块主要财务指标（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：样本公司为4家临床CRO企业
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

临床CRO：主要公司2024中报业绩对比

■ 除博济医药外，泰格医药、诺思格、普蕊斯利润端均有所承压。

表：临床CRO公司数据对比（亿元）

	泰格医药	诺思格	普蕊斯	博济医药
24Q1收入	16.6	1.8	1.8	1.7
yoy	-8.0%	10.2%	17.4%	62.1%
24Q2收入	17.0	2.0	2.1	1.7
yoy	-10.9%	0.3%	9.7%	34.8%
24Q1扣非归母净利润	3.0	0.2	0.2	0.1
yoy	-20.5%	-18.4%	7.7%	103.3%
24Q2扣非归母净利润	3.4	0.3	0.3	0.1
yoy	-18.2%	-40.4%	-8.9%	331.5%
24Q1扣非归母净利率	18.3%	9.3%	10.6%	8.7%
yoy	-2.9pp	-3.3pp	-1.0pp	1.8pp
24Q2扣非归母净利率	19.9%	14.8%	13.7%	6.4%
yoy	-1.8pp	-10.1pp	-2.8pp	4.4pp
24H1订单增速			-31.9%	新增临床研究服务合同额 7.19亿元，同比增长 61.0%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] CXO板块行情回顾
- [02] 国内CXO板块2024年中报总结
- [03] 国内CXO细分领域2024年中报概览
- [04] 投资建议及风险提示

- **投资建议：** 1) 历经前期回调，当前估值已较为充分体现了对于未来地缘政治不确定性的担忧，龙头收入、新签依然稳健，关注竞争格局良好、具有效率与成本优势的CXO龙头，如**药明康德、药明生物、康龙化成、凯莱英**等；2) ADC、多肽、寡核苷酸、CGT等新分子业务的快速发展有望进一步打开CXO板块的增长空间，建议关注相关产业链的投资机会，例如**药明合联、诺泰生物**等。
- **风险提示：** 订单获取与执行不及预期；竞争加剧风险；生物资产减值风险；药物研发失败风险；医药监管政策风险；地缘政治风险。

表：CXO板块相关公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 24/09/20	总市值 亿元/亿港元	EPS				PE				ROE 23A	PEG 24E	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603259	药明康德	40.58	1182	3.30	3.18	3.63	4.14	12.3	12.8	11.2	9.8	18.9	1.6	优于大市
603127	昭衍新药	13.65	102	0.53	0.12	0.40	0.45	25.8	113.8	34.1	30.3	4.8	(21.5)	优于大市
000739	普洛药业	14.41	168	0.90	0.95	1.12	1.35	16.0	15.2	12.9	10.7	18.0	1.1	优于大市
688076	诺泰生物	53.74	118	0.74	1.97	2.68	3.59	72.5	27.3	20.1	15.0	8.0	0.4	优于大市
301096	百诚医药	34.27	37	2.50	2.79	3.69	4.61	13.7	12.3	9.3	7.4	10.5	0.5	优于大市
2268.HK	药明合联	20.20	242	0.24	0.51	0.81	1.15	77.3	35.8	22.6	15.9	8.2	0.5	优于大市
2269.HK	药明生物	13.38	556	0.82	0.90	1.05	1.25	14.8	13.5	11.5	9.7	9.0	0.9	优于大市
002821	凯莱英	63.75	234	6.17	3.22	4.04	5.07	10.3	19.8	15.8	12.6	13.7	(3.1)	无评级
300347	泰格医药	50.18	434	2.34	2.12	2.58	3.05	21.4	23.6	19.5	16.5	10.0	2.6	无评级
300759	康龙化成	21.55	385	0.90	0.99	1.12	1.32	24.1	21.7	19.3	16.3	13.9	1.6	无评级
300725	药石科技	25.04	50	0.99	1.08	1.31	1.55	25.3	23.1	19.1	16.1	7.2	1.4	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测； 注：港股股价、市值单位为港元。
注：泰格医药、康龙化成、药石科技、凯莱英为wind一致预测

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032