

医药生物

证券研究报告/行业专题报告

2024 年 11 月 15 日

评级： 增持（维持）

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：崔少煜

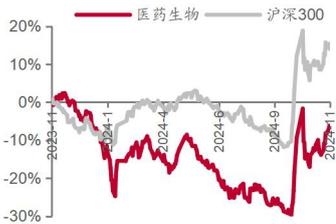
执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	475
行业总市值(亿元)	65,834.15
行业流通市值(亿元)	58,700.04

行业-市场走势对比



相关报告

- 《CRO、CDMO 行业专题 12: 2023&2024Q1 分析: 寒冬已逝, 黎明将临, 底部区域积极配置-增持-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》-2024.05.28
- 《CRO、CDMO 行业专题 11: 2023Q3 分析: 轻舟正过万重山, 底部区域建议积极配置-增持-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》-2023.11.12

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS					PE					评级
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
药明康德	52.87	3.05	3.33	3.41	3.83	4.48	17.32	15.89	15.51	13.81	11.81	买入
药明生物	15.02	1.06	0.82	0.85	1.03	1.27	11.72	15.24	17.71	14.53	11.79	买入
泰格医药	62.39	2.32	2.34	2.66	3.16	3.97	26.89	26.65	23.48	19.75	15.70	买入
康龙化成	28.41	0.77	0.90	0.97	1.10	1.29	36.94	31.72	29.34	25.84	22.00	买入
凯莱英	83.06	8.98	6.17	2.78	3.41	4.28	9.25	13.46	29.84	24.34	19.40	买入
药石科技	36.30	1.57	0.99	0.99	1.23	1.55	23.07	36.72	36.57	29.50	23.35	买入
诺泰生物	54.22	0.59	0.74	1.88	2.57	3.65	92.30	73.13	28.84	21.10	14.87	买入
皓元医药	39.66	0.92	0.60	0.77	1.05	1.40	43.20	65.64	51.53	37.87	28.24	买入
阳光诺和	42.60	1.39	1.65	2.15	2.71	3.54	30.59	25.82	19.82	15.73	12.02	买入
圣诺生物	29.79	0.58	0.63	0.91	1.24	1.59	51.74	47.43	32.67	24.07	18.79	买入
成都先导	13.41	0.06	0.10	0.13	0.16	0.20	212.66	131.95	106.97	85.13	66.86	买入

备注: 截止 2024 年 11 月 15 日

报告摘要

■ **2024 年 CRO、CDMO 板块季报完美收关, 我们选取具有代表性、市场关注度高的 22 只 CRO 与 CDMO 创新药产业链核心标的分别组成 CRO 与 CDMO 板块, 对各项指标进行解读, 发掘数据背后的行业趋势。**

■ **2024Q1-Q3 板块受大订单基数扰动增长略有放缓, 2024Q3 收入逐步改善, 需求端逐步好转, 供给端有望逐步出清, 拐点可期。**

1) **Q3 收入逐步改善:** 2024Q1-Q3 CRO、CDMO 核心标的板块收入-7.9%, 归母-33.8%, 扣非-31.3%。分季度看, 2024Q3 收入-2.2%, 归母-28.2%, 扣非-31.0%, 较 2024Q2 呈逐步改善趋势。

2) **需求端持续好转:** 源于 2024H1 全球投融资逐步恢复, 2024Q1-Q3 部分以海外收入为主的公司在手订单恢复显著, 如药明康德 2024Q1-Q3 在手订单+35.2%, 博腾股份+40%以上, 康龙化成新签订单+18%以上。

3) **供给端有望逐步出清:** 2024Q1-Q3 板块固定资产+7.4%、在建工程-6.7%, 均较过去三年增长快速放缓

4) **盈利能力:** 毛利率、净利率及扣非净利率略有波动, 2024Q1-Q3 板块整体毛利率约为 38.6% (-3.7pp), 净利率与扣非净利率分别为约 16.9% (-6.6pp) 与 15.8% (-5.4pp);

5) **估值处历史底部:** 自 2021Q4 以来, 板块经历地缘博弈、投融资波动、疫情反复、政策扰动等悲观预期持续调整, 截止 2024 年 11 月 15 日, 2024 年核心标的平均 PE 约 24.6X, 较近 5 年平均 PE (TTM) 折价约 65.6%, 我们认为目前估值水平处历史较低水平

■ **投资建议: 曙光有望将至, 积极把握底部机会:**

1) **CDMO:** ①源于下游单品持续快速放量, 化学大分子 CDMO 如多肽、寡核酸 CDMO 需求有望快速提升, 持续看好相关产业链 (诺泰生物、圣诺生物等) 投资机会; ②随着全球投融资逐步恢复、前端项目持续向后端延伸, 小分子 CDMO (凯莱英、博腾股份、药石科技、皓元医药等) 有望逐步恢复, 建议重点关注;

2) **CRO:** ①2024 年以来, 海外 CPI 月度数据虽有波动, 但海外有望逐步进入降息节奏, 投融资改善预期有望边际向好, 且部分公司前三季度订单已然看到恢复, 我们预计海外收入为主的一体化 CRO/CDMO (药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成等) 及国内临床前 CRO (昭衍新药、美迪西、泓博医药等) 有望迎来估值修复机会; ②源于 CRO 板块受国内外投融资环境、不利因素影响较大, 但随着国内政策逐步发力, 我们预计板块有望逐步恢复, 持续关注临床 CRO (泰格医药、普蕊斯、诺思格、博济医药等) 投资机会

风险提示事件: 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、新药研发失败风险、汇率波动风险、环保和安全生产风险、数据样本存在一定筛选, 或与实际情况存在偏差的风险。

内容目录

订单端持续改善，估值处历史低位	3
收入利润：Q3 单季度收入逐步改善、拐点可期	4
关键指标：需求端持续好转、供给端逐步出清	6
重点公司：行业分化显著，特色细分赛道表现亮眼	7
投资建议	9
风险提示	10
研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险	10
新药研发失败风险	10
汇率波动风险	10
环保和安全生产风险	10
数据样本存在一定筛选，或与实际情况存在偏差的风险	10

图表目录

图表 1: CRO、CDMO 板块核心标的 2024Q1-Q3 数据分析概况 (亿元)	3
图表 2: CRO、CDMO 核心标的估值概况	3
图表 3: 营业收入概况 (亿元)	4
图表 4: 归母净利润及扣非净利润概况 (亿元)	4
图表 5: CRO、CDMO 核心标的板块分季度概况 (亿元)	5
图表 6: CRO、CDMO 部分核心标的订单概况	6
图表 7: 固定资产及在建工程 (亿元)	6
图表 8: CRO、CDMO 核心标的板块毛利率净利率概况	7
图表 9: CRO、CDMO 核心标的板块费用率概况	7
图表 10: 2024 Q1-Q3 CRO、CDMO 核心标的收入利润概况 (亿元)	8
图表 11: CRO、CDMO 板块部分重点公司分析	9

订单端持续改善，估值处历史低位

- 我们选取药明康德、康龙化成、泰格医药（方达控股）、凯莱英、昭衍新药、博腾股份、美迪西、九洲药业、药石科技、皓元医药、成都先导、诺泰生物、睿智医药、百诚医药、阳光诺和、和元生物、普蕊斯、博济医药、泓博医药、金凯生科、圣诺生物及诺思格等 22 只以 CRO、CDMO 业务为主业的等覆盖创新药研发各个阶段的外包服务核心标的，组成板块进行分析。

图 1: CRO、CDMO 板块核心标的 2024Q1-Q3 数据分析概况 (亿元)

亿元	2021 3Q	2022 3Q	2023 3Q	2024 3Q	2022 3Q 同比	2023 3Q 同比	2024 3Q 同比	亿元	2021 3Q	2022 3Q	2023 3Q	2024 3Q	2022 3Q 同比	2023 3Q 同比	2024 3Q 同比
资产负债表相关															
板块总收入	406.8	683.5	700.0	645.0	68.0%	2.4%	-7.9%	总资产	1424.1	1895.9	2132.3	2189.0	33.1%	12.5%	2.7%
板块利润总额	112.5	214.7	194.0	128.3	90.9%	-9.6%	-33.9%	总负债	388.2	554.9	563.3	564.7	42.9%	1.5%	0.2%
板块成本	243.9	404.8	404.2	396.2	66.0%	-0.2%	-2.0%	存货合计	103.6	169.4	152.5	163.6	63.5%	-10.0%	7.3%
板块毛利	162.8	278.6	295.8	248.8	71.1%	6.2%	-15.9%	应收账款合计	104.2	153.4	190.4	198.9	47.2%	24.1%	4.5%
板块毛利率	40.0%	40.8%	42.3%	38.6%				资产负债率	27.3%	29.3%	26.4%	25.8%			
销售费用	12.3	15.4	17.1	18.3	25.7%	10.6%	7.5%	固定资产	182.5	298.1	385.6	414.2	63.3%	29.4%	7.4%
/总收入 (%)	3.0%	2.3%	2.4%	2.8%				在建工程	99.6	151.7	158.5	147.9	52.3%	4.5%	-6.7%
管理费用	42.9	62.7	67.0	64.1	46.0%	6.8%	-4.2%	固定资产周转率	2.2	2.3	1.8	1.6			
/总收入 (%)	10.6%	9.2%	9.6%	9.9%				存货周转率	2.4	2.4	2.7	2.4			
财务费用	-0.2	-14.1	-9.9	-0.6	-5993.8%	170.2%	106.5%	应收账款周转率	3.9	4.5	3.7	3.2			
/总收入 (%)	-0.1%	-2.1%	-1.4%	-0.1%				经营性净现金流	79.7	175.2	192.8	135.7	120.0%	10.0%	-29.6%
研发费用	21.2	34.9	38.7	37.5	65.1%	10.7%	-2.9%								
/总收入 (%)	5.2%	5.1%	5.5%	5.8%											
板块归母净利润	94.5	180.7	164.8	109.0	91.2%	-8.8%	-33.8%								
板块净利率	23.2%	26.4%	23.5%	16.9%											
投资净收益	19.9	19.4	7.9	6.8	-2.3%	-59.1%	-14.5%								
公允价值变动净收益	6.1	17.6	7.3	-0.1	188.6%	-58.5%	-101.4%								
板块扣非净利润	73.8	152.8	148.3	101.9	107.1%	-2.9%	-31.3%								
板块 ROE (加权)	9.1%	13.5%	10.5%	6.7%											

来源: WIND, 中泰证券研究所

- 估值消化较为充分，2024 年核心标的平均 PE 约 24.6X。自 2021Q4 以来，板块经历地缘政治、投融资波动、疫情反复、政策扰动等悲观预期持续调整，据 WIND 数据分析，截止 2024 年 11 月 15 日，核心标的平均 PE (TTM) 约 33.8，较 2021 年高位的 164.3X 回落 79.4%。此外，据 WIND 数据分析，2021 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 15 日板块核心标的近 5 年平均 PE (TTM) 约 71.3X，而据 WIND 一致预期数据分析，截止 2024 年 11 月 15 日，2024 年核心标的平均 PE 约 24.6X，较近 5 年平均 PE (TTM) 折价约 65.6%，我们认为目前估值水平处于历史较低水平。

图 2: CRO、CDMO 核心标的估值概况

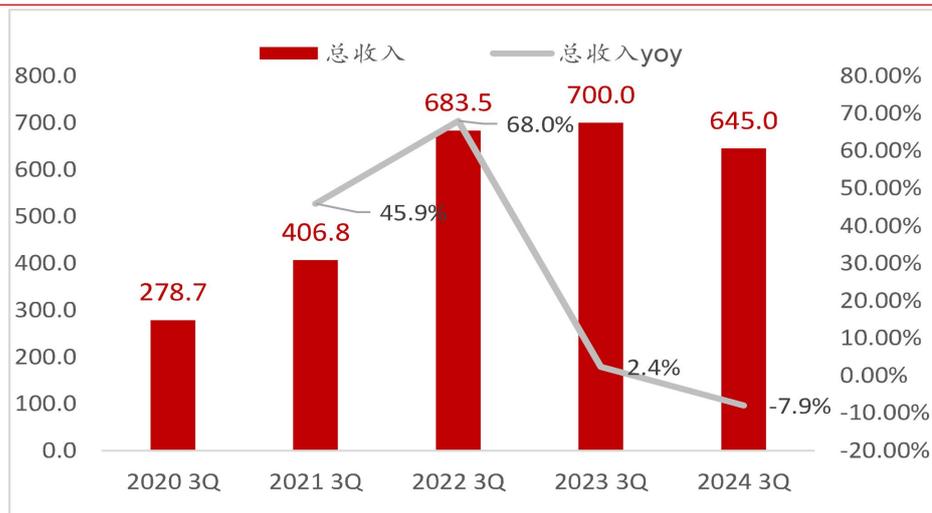
证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				EPS				PE				PEG
			2023A	2024E	2025E	2025E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
CROCDMO															
603259.SH	药明康德	1503.22	9,607	9,661	10,802	12,293	3.3	3.3	3.7	4.3	15.9	15.8	14.1	12.4	1.2
2269.HK	药明生物	577.27	3,400	3,298	3,870	4,776	0.8	0.8	0.9	1.1	15.2	18.9	16.1	13.1	0.9
300347.SZ	泰格医药	501.77	2,025	1,487	1,880	2,212	2.3	1.7	2.2	2.6	26.7	36.3	28.7	24.4	1.7
300759.SZ	康龙化成	461.01	1,601	1,796	1,949	2,301	0.9	1.0	1.1	1.3	31.7	28.3	26.0	22.1	2.1
002821.SZ	凯莱英	296.56	2,269	1,034	1,275	1,580	6.2	2.8	3.5	4.3	13.5	29.5	23.9	19.3	1.3
603456.SH	九洲药业	138.40	1,033	933	1,078	1,155	1.2	1.0	1.2	1.3	11.1	14.8	12.8	12.0	1.3
688076.SH	诺泰生物	119.16	163	422	570	758	0.7	1.9	2.6	3.4	73.1	28.2	20.9	15.7	0.8
603127.SH	昭衍新药	122.25	397	100	378	532	0.5	0.1	0.5	0.7	33.6	133.3	35.2	25.0	1.0
688131.SH	皓元医药	83.65	127	173	243	344	0.6	0.8	1.2	1.6	65.6	48.3	34.4	24.3	1.2
300725.SZ	药石科技	72.48	197	200	239	293	1.0	1.0	1.2	1.5	36.7	36.2	30.3	24.8	1.7
300363.SZ	博腾股份	100.58	267	-172	145	306	0.5	-0.3	0.3	0.6	37.7	-58.6	69.5	32.8	-
301096.SZ	百诚医药	44.96	272	284	358	449	2.5	2.6	3.3	4.1	16.5	15.8	12.5	10.0	0.6
688117.SH	圣诺生物	33.36	70	108	145	181	0.6	1.0	1.3	1.6	47.4	30.9	23.0	18.4	1.0
688621.SH	阳光诺和	47.71	185	251	317	406	1.6	2.2	2.8	3.6	25.8	19.0	15.1	11.8	0.7
688202.SH	美迪西	49.86	-33	-109	39	214	-0.2	-0.8	0.3	1.6	-150.1	-45.7	127.8	23.3	-
	平均										26.7	24.6	20.4	17.0	1.3

来源: WIND, 中泰证券研究所 注: 截止 2024 年 11 月 15 日, 盈利预测均为 wind 一致预期

收入利润：Q3 单季度收入逐步改善、拐点可期

- 收入端：2024 前三季度 CRO、CDMO 板块收入略有波动。**整体来看，源于新冠大订单交付完毕带来同期高基数，以及全球投融资波动带来需求端扰动，2024Q1-Q3 CRO、CDMO 核心标的板块表观收入增长放缓，达 645 亿元（-7.9%）。

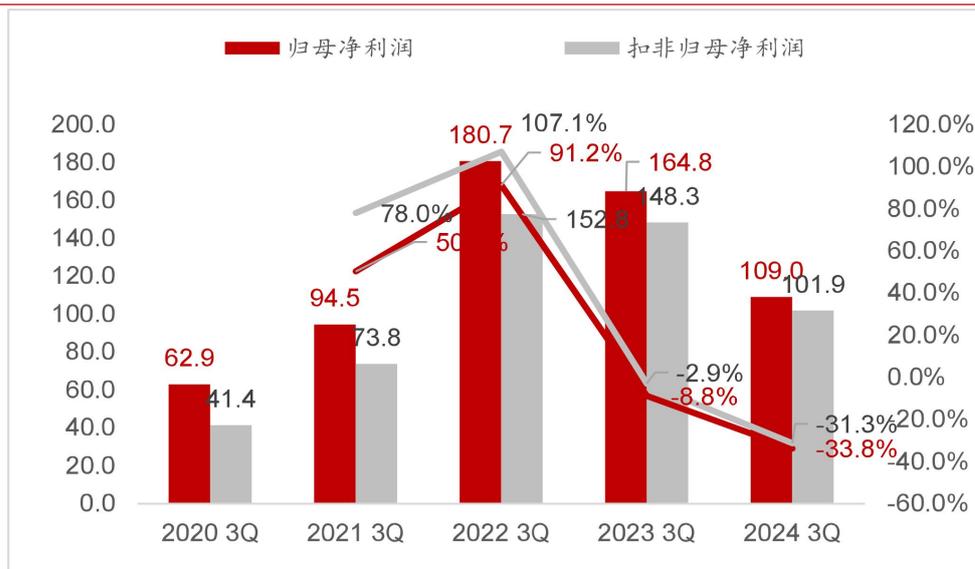
图表 3：营业收入概况（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

- 利润端：多因素扰动归母与扣非净利润。**2024 年前三季度 CRO、CDMO 核心标的板块归母净利润 109.0 亿元（-33.8%），我们预计主要系国内投融资波动及汇率波动导致投资收益及汇兑收益减少所致。此外，去除非经常损益后扣非归母净利润约 101.9 亿元（-31.3%）。

图表 4：归母净利润及扣非净利润概况（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

- 分季度看，单季度同环比逐步改善，1) 2024 Q3 CRO、CDMO 核心标的板块收入同比收窄，环比稳步增长。2024Q3 收入约 219.1 亿元 (-2.2%)，主要系海外投融资逐步恢复所致。2024Q3 板块归母净利润 35.3 亿元 (-28.2%)，我们预计主要系头部公司投资收益及公允价值变动收益放缓所致。2024Q3 扣非归母净利润 33.8 亿元 (-31.0%)。2) 2024Q3 受汇率损益显著，板块财务费用增长显著。2024Q3 财务费用约 7.6 亿元(+553.2%)。主要系去年同期国内 CRO、CDMO 公司海外收入较高，汇兑带来的部分收益，而今年同期扰动较大，2024Q3 汇率损益增加所致。

图表 5: CRO、CDMO 核心标的板块分季度概况 (亿元)

亿元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
板块总收入	194.5	231.2	234.7	241.6	214.6	226.7	224.0	217.9	185.6	203.2	219.1
同比	72.7%	72.9%	62.4%	42.9%	10.4%	-2.0%	-4.6%	-9.8%	-13.5%	-10.3%	-2.2%
环比	15.0%	18.9%	1.5%	2.9%	-11.2%	5.6%	-1.2%	-2.7%	-14.8%	9.5%	7.8%
板块归母净利润	39.2	78.9	58.8	35.5	47.3	61.7	49.2	12.9	27.2	42.0	35.3
同比	36.0%	127.7%	104.7%	15.5%	20.7%	21.9%	16.4%	63.8%	42.4%	31.9%	28.2%
环比	-6.7%	101.5%	-25.5%	-39.7%	33.2%	30.3%	-20.2%	-73.8%	111.6%	54.2%	-15.8%
板块扣非净利润	38.7	57.1	55.0	38.4	41.8	53.3	49.0	18.2	27.7	36.6	33.8
同比	104.0%	107.6%	113.7%	51.3%	8.2%	6.7%	10.9%	52.5%	33.9%	31.2%	31.0%
环比	52.3%	47.7%	-3.6%	-30.3%	9.0%	27.3%	-8.0%	-62.9%	51.9%	32.4%	-7.7%
利润总额	46.7	94.8	68.8	43.1	55.1	72.3	59.2	18.8	32.3	48.7	42.5
同比	33.8%	130.5%	103.8%	12.5%	17.9%	23.7%	13.9%	56.4%	41.4%	32.7%	28.2%
环比	-5.1%	102.8%	-27.4%	-37.4%	27.9%	31.2%	-18.1%	-68.3%	71.8%	50.7%	-12.7%
营业成本	118.3	135.4	137.4	144.7	125.7	130.0	128.5	135.4	116.8	123.9	131.5
毛利	76.2	95.8	97.4	96.9	89.0	96.7	95.6	82.5	68.8	79.3	87.6
毛利率	39.2%	41.4%	41.5%	40.1%	41.5%	42.6%	42.7%	37.9%	37.1%	39.0%	40.0%
销售费用	4.4	4.7	4.9	5.1	4.8	5.3	5.2	5.7	5.1	5.8	5.8
/总收入 (%)	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%
同比	73.3%	77.0%	68.3%	50.9%	16.8%	0.9%	-1.9%	14.8%	22.6%	17.9%	8.4%
环比	18.7%	25.8%	1.6%	-0.5%	-8.2%	8.6%	-1.1%	-13.6%	-16.6%	15.3%	10.4%
管理费用	17.7	20.2	22.1	23.3	20.9	20.6	21.6	22.6	19.5	20.5	19.8
/总收入 (%)	9.1%	8.7%	9.4%	9.6%	9.8%	9.1%	9.6%	10.4%	10.5%	10.1%	9.0%
同比	37.3%	53.6%	45.7%	26.0%	18.0%	2.1%	-2.3%	-3.0%	-6.7%	-0.7%	-8.1%
环比	-4.0%	13.7%	9.6%	5.4%	-10.1%	-1.6%	4.8%	4.6%	-13.5%	4.8%	-3.1%
财务费用	0.7	-7.9	-6.4	2.7	2.4	-10.4	-1.7	2.5	-4.8	-3.4	7.6
/总收入 (%)	0.3%	-3.4%	-2.7%	1.1%	1.1%	-4.6%	-0.8%	1.1%	-2.6%	-1.7%	3.5%
同比	-164.3%	-571.2%	-636.2%	-484.7%	-267.5%	-32.4%	73.8%	10.2%	299.5%	67.5%	553.2%
环比	40.8%	-1290.0%	-18.4%	-142.7%	-11.5%	-528.8%	-83.8%	-246.3%	-296.4%	-30.0%	-325.4%
利息费用	0.9	1.3	1.1	2.1	1.4	1.8	1.4	2.7	1.9	2.6	1.6
利息收入	1.1	2.4	1.4	4.1	2.0	3.6	2.9	5.1	3.4	4.0	2.7
研发费用	9.2	11.8	13.7	14.8	12.4	12.4	13.2	13.1	11.5	12.0	12.0
/总收入 (%)	4.7%	5.1%	5.8%	6.1%	5.8%	5.5%	5.9%	6.0%	6.2%	5.9%	5.5%
同比	47.6%	77.7%	76.3%	70.7%	34.1%	4.9%	-3.2%	-11.1%	-7.2%	-2.8%	-9.5%
环比	6.8%	27.6%	15.9%	8.0%	-16.1%	-0.2%	7.0%	-0.8%	-12.4%	4.5%	-0.3%

来源: WIND, 中泰证券研究所

关键指标：需求端持续好转、供给端逐步出清

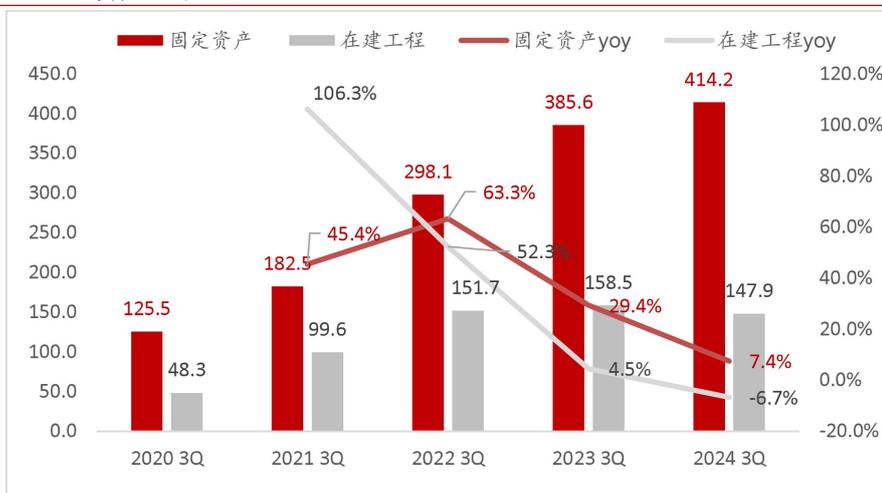
- 需求端：全球投融资逐步恢复，头部公司订单呈持续好转迹象。**源于2024年上半年全球投融资逐步恢复，2024年前三季度部分以海外收入为主的公司在手订单恢复显著，如药明康德2024年前三季度在手订单同比+35.2%，康龙化成新签订单同比超+18%，博腾股份同比超+40%。我们预计随着订单端的持续恢复，板块业绩有望逐步迎来反转。

图表 6：CRO、CDMO 部分核心标的订单概况

公司名称	订单概况
药明康德	截至2024年9月底，公司在手订单438.2亿元，同比增长35.2%；其中TIDES在手订单同比增长196%
康龙化成	2024年前三季度，得益于海外客户需求的逐渐恢复，以及更多的服务项目逐渐进入到中后期临床开发阶段，公司新签订单同比增长超过18%。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过12%、CMC（小分子CDMO）服务板块新签订单同比增长超过30%
凯莱英	公司持续强化头部客户带动力，积极拓展海内外市场，扩大服务客户群体，新签订单持续保持良好态势
博腾股份	截至2024年第三季度末，公司小分子原料药CDMO业务在手未执行订单同比保持在40%以上的增长
药石科技	报告期内，公司新签订单继续保持向好趋势

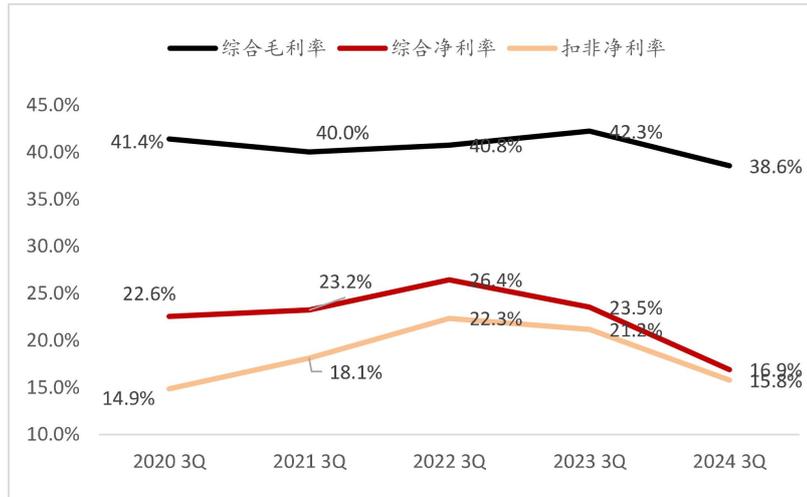
来源：WIND，各公司三季报公告，中泰证券研究所

- 供给端：产能持续落地，固定资产稳步增长，在建工程投入放缓。**2024年前三季度CRO、CDMO核心标的板块固定资产稳步增长，在建工程投入逐步下降，分别为414.2亿元（+7.4%）、147.9亿元（-6.7%）。我们预计主要由于全球投融资扰动带来行业需求出现波动，各家企业产能投放逐步放缓所致。

图表 7：固定资产及在建工程（亿元）


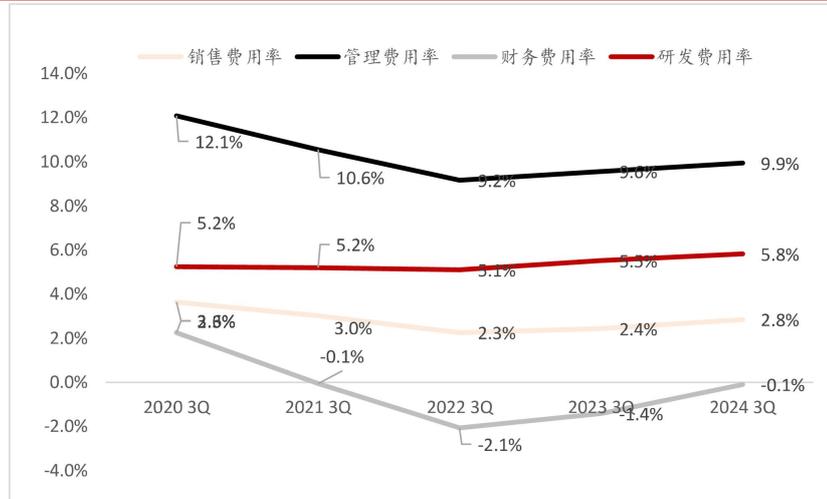
来源：WIND，中泰证券研究所

- 盈利能力：毛利率、净利率及扣非净利率略有下降：**2024年前三季度CRO、CDMO核心标的板块整体毛利率为38.6%（-3.7pp），我们预计主要系需求端扰动导致订单价格略有压力所致。净利率与扣非净利率分别为约16.9%（-6.6pp）与15.8%（-5.4pp），我们预计主要系投资收益及公允价值变动减少及财务费用率提升所致。

图表 8: CRO、CDMO 核心标的板块毛利率净利率概况


来源: WIND, 中泰证券研究所

- **运营能力:** 期间费用略有增长, 研发费用率持续提升。CRO、CDMO 核心标的板块 2024 年前三季度销售费用约 18.3 亿元 (+7.5%), 销售费用率约 2.8% (+0.4pp), 管理费用约 64.1 亿元 (-4.2%), 管理费用率 9.9% (+0.4pp)。此外, 受汇率波动影响, 2024 年前三季度财务费用减亏至 -0.6 亿元, 财务费用率升至 -0.1% (+1.3pp)。2024 年前三季度 CRO、CDMO 板块研发投入持续增长至 37.6 亿元 (-2.9%), 研发费用率升至 5.8% (+0.3pp)。

图表 9: CRO、CDMO 核心标的板块费用率概况


来源: WIND, 中泰证券研究所

重点公司: 行业分化显著, 特色细分赛道表现亮眼

- CRO、CDMO 核心标的业绩出现一定的分化:

1) 高景气的 GLP-1 多肽产业链: 诺泰生物、圣诺生物 2024Q1-Q3 收入增速分别为 +76.5%、+16.0%, 扣非增速分别为 +301.4%、+129.6%, 我们预计主要系下游多肽产品需求旺盛, 当下格局较好所致, 后续随着产能持续开拓, 业绩持续高增有望延续。

2) 海外收入为主, 订单逐步回暖的头部 CRO 及 CDMO: 药明康德、凯莱英、博腾股份 2024Q1-Q3 收入增速分别为 -6.2%、-35.1%、-30.0%, 我们预计主要系大订单交付减少所致, 2024Q1-Q3 剔除新冠大订单扰

动后药明康德、凯莱英、博腾股份整体收入同比+4.6%、+4.5%、+6%，增长呈逐步恢复态势。此外，源于全球投融资逐步恢复，康龙化成 2024 Q1-Q3 收入实现了+3.0%的稳健增长，且新签订单实现超+18%的快速增长。

3) 受投融资扰动较大的国内 CRO: ①国内临床 CRO: 泰格医药、诺思格、普蕊斯、博济医药 2024 Q1-Q3 收入增长分别约-10.3%、+7.1%、+9.2%、+55.0%，我们预计主要系国内投融资压力较大，临床试验项目减少带来整体收入略有放缓所致，而博济医药增长较快主要系特色细分领域如中药、GLP-1 类订单增长较快所致；②国内临床前 CRO: 安评 CRO 龙头昭衍新药及国内临床前 CRO 龙头美迪西 2024Q1-Q3 收入增速分别为-15.9%、-32.2%，我们预计主要系国内投融资扰动所致，随着后续大环境逐步恢复，我们预计公司订单价格有望逐步企稳；③仿制药 CRO: 百诚医药、阳光诺和 2024 Q1-Q3 收入增速分别为+1.1%、+32.5%，我们预计主要系同期基数较高所致。

图表 10: 2024 Q1-Q3 CRO、CDMO 核心标的收入利润概况 (亿元)

公司名称	证券代码	市值 (亿元)	总收入 (亿元)			同比		扣非归母净利润 (亿元)			同比	
			2022 3Q	2023 3Q	2024 3Q	2023 3Q	2024 3Q	2022 3Q	2023 3Q	2024 3Q	2023 3Q	2024 3Q
药明康德	603259.SH	1,503.2	283.9	295.4	277.0	4.0%	-6.2%	62.3	77.1	66.8	23.7%	-13.3%
凯莱英	002821.SZ	296.6	78.1	63.8	41.4	-18.3%	-35.1%	26.8	20.4	6.6	-24.1%	-67.4%
康龙化成	300759.SZ	461.0	74.0	85.6	88.2	15.6%	3.0%	10.6	10.8	7.8	2.4%	-27.7%
泰格医药	300347.SZ	501.8	54.1	56.5	50.7	4.5%	-10.3%	11.9	12.0	8.9	0.5%	-25.6%
博腾股份	300363.SZ	100.6	52.2	30.4	21.3	-41.8%	-30.0%	15.8	4.2	-2.1	-73.1%	-150.3%
九洲药业	603456.SH	138.4	43.7	45.8	39.7	4.7%	-13.4%	7.6	9.5	6.2	24.8%	-35.0%
昭衍新药	603127.SH	122.2	12.8	15.9	13.4	24.3%	-15.9%	6.1	3.1	-1.1	-48.6%	-136.5%
美迪西	688202.SH	49.9	12.4	11.8	8.0	-4.6%	-32.2%	2.6	1.0	-1.4	-62.0%	-241.9%
药石科技	300725.SZ	72.5	11.8	12.9	11.3	9.0%	-12.7%	2.4	1.6	0.9	-35.6%	-43.9%
睿智医药	300149.SZ	33.0	10.3	8.5	7.2	-18.0%	-15.1%	0.3	-0.4	-0.7	-240.6%	78.1%
皓元医药	688131.SH	83.7	9.7	13.8	16.2	41.8%	17.7%	1.4	1.1	1.3	-24.6%	21.0%
诺思格	301333.SZ	57.0	4.7	5.2	5.6	12.1%	7.1%	0.8	1.0	0.7	24.4%	-32.3%
阳光诺和	688621.SH	47.7	5.0	6.9	9.2	39.7%	32.5%	1.2	1.7	2.0	39.3%	20.2%
百诚医药	301096.SZ	45.0	4.2	7.1	7.2	69.7%	1.1%	1.3	2.0	1.2	51.0%	-37.7%
普蕊斯	301257.SZ	23.9	4.0	5.4	5.9	35.5%	9.2%	0.4	0.9	0.6	143.9%	-27.4%
诺泰生物	688076.SH	119.2	3.8	7.1	12.5	85.6%	76.5%	0.1	0.9	3.5	635.6%	301.4%
成都先导	688222.SH	53.7	2.2	2.5	3.0	12.6%	21.4%	0.0	0.0	0.2	-87.4%	6831.9%
和元生物	688238.SH	37.5	2.2	1.4	1.8	-36.4%	34.2%	0.3	-0.8	-2.0	-373.7%	155.0%
圣诺生物	688117.SH	33.4	2.6	2.9	3.4	11.8%	16.0%	0.3	0.2	0.5	-31.5%	129.6%
博济医药	300404.SZ	34.6	2.8	3.6	5.6	28.9%	55.0%	0.1	0.1	0.3	61.4%	155.6%
金凯生科	301509.SZ	37.2	5.7	5.9	3.9	3.4%	-33.9%	0.0	1.5	0.2	/	/
泓博医药	301230.SZ	38.6	3.3	3.7	3.9	10.6%	6.6%	0.4	0.4	0.1	16.3%	-85.6%
板块合计		3,747	683	700	645	2.4%	-7.9%	153	148	102	-2.9%	-31.3%

来源: WIND, 中泰证券研究所, 注: 数据截止至 2024 年 11 月 15 日

投资建议

■ 曙光有望将至，积极把握底部机会：

1) CDMO: ①源于下游单品持续快速放量，化学大分子 CDMO 如多肽、寡核酸 CDMO 需求有望快速提升，持续看好相关产业链（药明康德、凯莱英、诺泰生物、圣诺生物等）投资机会；②随着全球投融资逐步恢复、前端项目持续向后端延伸，小分子 CDMO（凯莱英、博腾股份、药石科技、皓元医药等）有望逐步恢复，建议重点关注。

2) CRO: ①2024 年以来，海外 CPI 月度数据虽有波动，但海外有望逐步进入降息节奏，投融资改善预期有望边际向好，且部分公司前三季度订单已然看到恢复，我们预计海外收入为主的一体化 CRO/CDMO（药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成等）及国内临床前 CRO（昭衍新药、美迪西、泓博医药等）有望迎来估值修复机会；②源于 CRO 板块受国内外投融资环境、不利因素影响较大，但随着国内政策逐步发力，我们预计板块有望逐步恢复，持续关注临床 CRO（泰格医药、普蕊斯、诺思格、博济医药等）投资机会。

图表 11: CRO、CDMO 板块部分重点公司分析

业务类别	股票代码	公司名称	市值 (亿元)	核心逻辑及竞争优势
CDMO	603259.SH	药明康德	1,503.2	核心逻辑: “前端引流、后端延伸”商业模式持续兑现，新冠高基数消化后有望逐步恢复增长； 竞争优势: 国内小分子 CDMO 龙头，“端到端、一体化”战略持续扩大市场份额；
	2269.HK	药明生物	577.3	核心逻辑: 商业化项目不断落地有望驱动 CMO 业务加速增长，双抗、ADC、疫苗业务有望迎来收获； 竞争优势: 国内大分子 CDMO 龙头，技术领先，“双分子”战略持续扩大市场份额；
	300759.SZ	康龙化成	461.0	核心逻辑: 新兴 CDMO 产能逐步释放，有望突破产能瓶颈，CMC 向 CDMO 延伸有望迎来收获； 竞争优势: CMC 能力强劲，“多疗法、一体化”平台持续扩大市场份额；
	002821.SZ	凯莱英	296.6	核心逻辑: 产能逐步爬坡，多肽、大分子等新业务有望逐步发力，新冠高基数消化后有望逐步恢复增长； 竞争优势: 国内小分子 CDMO 头部公司，连续流技术全球领先，“扁平模式”增强客户粘性，带来长期成长；
	300363.SZ	博腾股份	100.6	核心逻辑: 109 车间、常州新产能持续爬坡，海外斯洛文尼亚工厂落地有望带来海外需求逐步恢复； 竞争优势: 国内小分子 CDMO 头部公司，口碑优秀，为全球多家国际 big pharma 主要供应商；
	603456.SH	九州药业	138.4	核心逻辑: 商业化项目不断放量，小分子 CDMO 有望快速恢复增长； 竞争优势: 国内小分子 CDMO 头部公司，技术领先，为诺华、罗氏等国际 big pharma 主要供应商；
	300725.SZ	药石科技	72.5	核心逻辑: 原料药产能释放有望突破产能瓶颈，CDMO 体系不断完善有望推动后端业务逐步恢复； 竞争优势: 分子砌块业务先发优势显著，连续流技术等工业化还原技术领先；
	688131.SH	皓元医药	83.7	核心逻辑: 工具化合物业务持续发力，后端产能释放有望驱动 CDMO 快速增长； 竞争优势: 工具化合物业务体系成熟，品牌优势显著，CDMO 技术平台完备，前后端项目引流有望持续扩大市场份额；
	688076.SH	诺泰生物	119.2	核心逻辑: 多肽产业链行业需求旺盛带来 GLP-1 相关产品持续放量，CDMO 原有项目不断放量，cGMP 技术体系提升驱动产能不断爬坡，“量”、“价”提升驱动长期成长； 竞争优势: 多肽固液相平台优势持续兑现，不对称金属催化及多肽固液相融合技术平台领先，口碑优秀，国内外 big pharma 及中型 Biotech 主要供应商。
	CRO	603259.SH	药明康德	1,503.2
300759.SZ		康龙化成	461.0	核心逻辑: 临床前 CRO 高附加值生命科学业务占比持续提升，临床 CRO 整合完毕，新业务有望逐步发力； 竞争优势: 国内临床前 CRO 头部公司，“多疗法、一体化”平台提高客户粘性；
300347.SZ		泰格医药	501.8	核心逻辑: 临床前 CRO 订单向临床传导，行业有望持续快速增长，临床 CRO 快速恢复，疫情加速国际化出海进程； 竞争优势: 国内临床前 CRO 龙头，管理体系完备，丰富的医院资源有望持续扩大市场份额；
603127.SH		昭衍新药	122.2	核心逻辑: 2024 年新签订单有望逐步恢复，苏州、扬州新产能持续爬坡，夯实业绩恢复确定性； 竞争优势: 国内临床前评价 CRO 龙头，GLP 资质齐全，动物房面积居国内首位；
688202.SH		美迪西	49.9	核心逻辑: 2024 年新签订单有望逐步恢复，南京基地产能、人员扩张加速，有望驱动业绩逐步恢复； 竞争优势: 国内临床前 CRO 优质公司，BD 业务体系成熟，订单兑现及执行能力较强；
688222.SH		成都先导	53.7	核心逻辑: 新药研发服务业务逐步恢复，新药权益转让业务有望贡献弹性； 竞争优势: DEUS/BD/IBDD 技术领先，可拓展性强，新药管线新颖，差异化显著。
688621.SH		阳光诺和	47.7	核心逻辑: 一致性评价+MAH 制度共振，仿制药 CRO 行业有望迎来快速成长期，一站式 CRO 服务及自主产品转让等双轮驱动，公司有望持续维持快速增长； 竞争优势: 仿制药 CRO 服务全面，经验丰富。
301096.SZ		百诚医药	45.0	核心逻辑: 一致性评价+MAH 制度共振，仿制药 CRO 行业有望迎来快速成长期，受托研发、技术转让、CDMO 及创新药开发多轮驱动，公司有望持续保持高速增长； 竞争优势: 深耕仿制药领域 11 年，具有一致性优势。
300404.SZ		博济医药	34.6	核心逻辑: 2023 年新签订单快速增长夯实 2024 年业绩确定性，先发布局中药 CRO 有望率先迎来收获； 竞争优势: 深耕临床 CRO 行业领域 22 年，具有一定先发优势。

来源: WIND, 中泰证券研究所 注: 截止 2024 年 11 月 15 日, H 股单位为亿港元

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险

新药研发失败风险

- 新药研发存在不确定性，存在一定研发失败风险

汇率波动风险

- 海外业务收入以外币结算，汇率波动可能会对公司收入和利润产生影响

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

数据样本存在一定筛选，或与实际情况存在偏差的风险

- 我们选取了具有代表性、市场关注度高的几只 CRO 与 CDMO 创新药产业链核心标的，数据样本存在一定筛选，或与实际情况存在偏差。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。