

CXO&科研试剂：低谷已过，复苏将至

板块投资评级：强大于市|维持

中邮证券研究所 医药团队

蔡明子（首席分析师）

SAC编号：S1340523110001

陈成（分析师）

SAC编号：S1340524020001

中邮证券

2024年11月12日

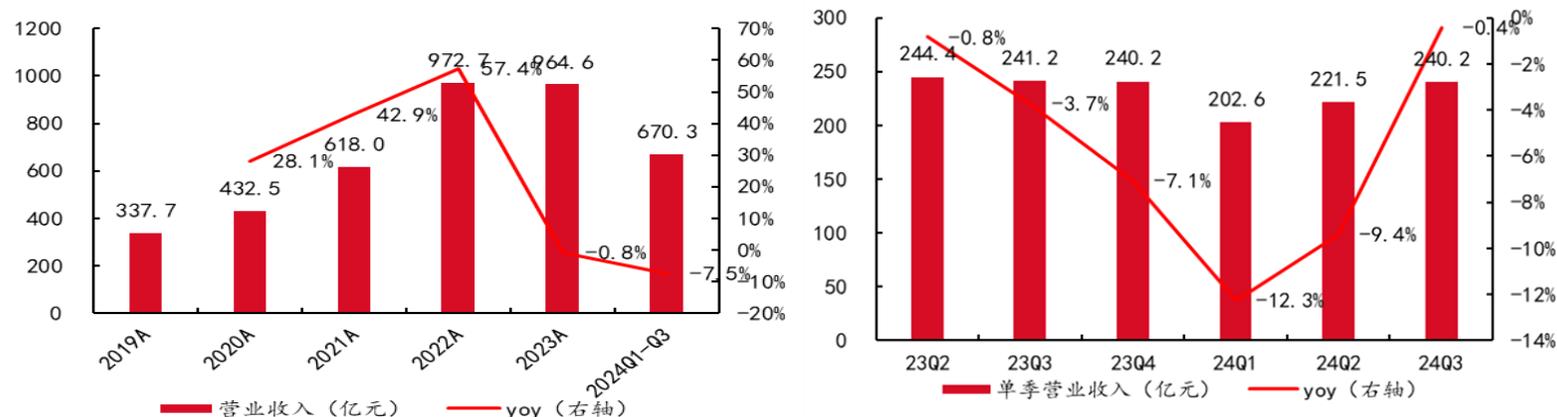
- **行业观点：** CXO行业和生命科学服务行业作为制药企业研发生产和基础科研服务的重要组成部分，是促进医药科技创新的重要推动力。板块前期在投融资遇冷、新冠高基数、需求短暂下行等诸多因素影响下充分回调。站在当前节点，我们认为行业已经走出低谷，迎来业绩回升和估值修复。目前，海外已开启降息周期，投融资市场正处于回暖阶段，海外大型制药企业和biotech公司研发和生产需求恢复稳定增长，国内CXO企业有望凭借工程师红利和制药业优势在外包行业中逐步提高市场份额。国内全链条创新药支持政策配套措施的陆续落地将激发药企的创新热情，创新药械高质量发展成为战略转型的必经之路，药企研发投入和国家科研经费的持续增加下，国内投融资市场有望迎来复苏。24Q3 CXO板块收入和毛利率已连续两个季度环比回升，行业资本开支自2023年开始下降，固定资产进入平缓增长阶段。与此同时，今年以来大部分CXO公司在手/新签订单增速逐步提高，合同负债金额恢复正增长，基本面边际好转趋势较为确定。24Q3 科研试剂板块收入端有企稳趋势，利润端在费用持续投入下短期内仍有压力。
- **投资建议：** 1) CXO行业：CDMO受益于海外投融资市场回暖，基本面先行改善，今年以来呈现逐季回升趋势，龙头企业率先恢复；国内投融资市场复苏后，临床CRO有望实现快速回暖，现阶段毛利率已出现企稳迹象，未来随着研发质量和效率的提高，具备较强综合服务能力的大企业优势愈发突出；一体化服务企业业绩表现更为稳健，来自欧美市场及前二十大药企的收入及订单实现良好增长，后端业务逐步受益于前端业务引流，客户黏性不断增强，综合实力持续提升。2) 科研试剂行业：科研试剂板块公司体量较小，收入和利润较为波动，未来行业有望通过并购整合，不断扩大产品管线和自身规模。产品种类丰富、品牌力持续提升、仓储渠道完善的公司有望在国产替代加速推进的过程中占据更高市场份额。
- **受益标的：** 泰格医药、康龙化成、凯莱英、诺泰生物、阿拉丁。
- **风险提示：** 行业竞争加剧，投融资市场波动风险，订单增长不及预期风险。

CXO：大订单影响表观业绩，收入逐季回升，利润端仍有压力

■ **大订单影响下CXO板块前三季度整体收入小幅下滑，但呈现逐季回升趋势。**2024前三季度CXO板块营收合计为670.3亿元，同比-7.5%，受大订单高基数和行业竞争内卷影响，收入端同比小幅下滑。2024Q3单季CXO板块营收合计为240.2亿元，同比-0.4%，环比+8.46%，同比基本持平，环比已连续两个季度实现正增长。

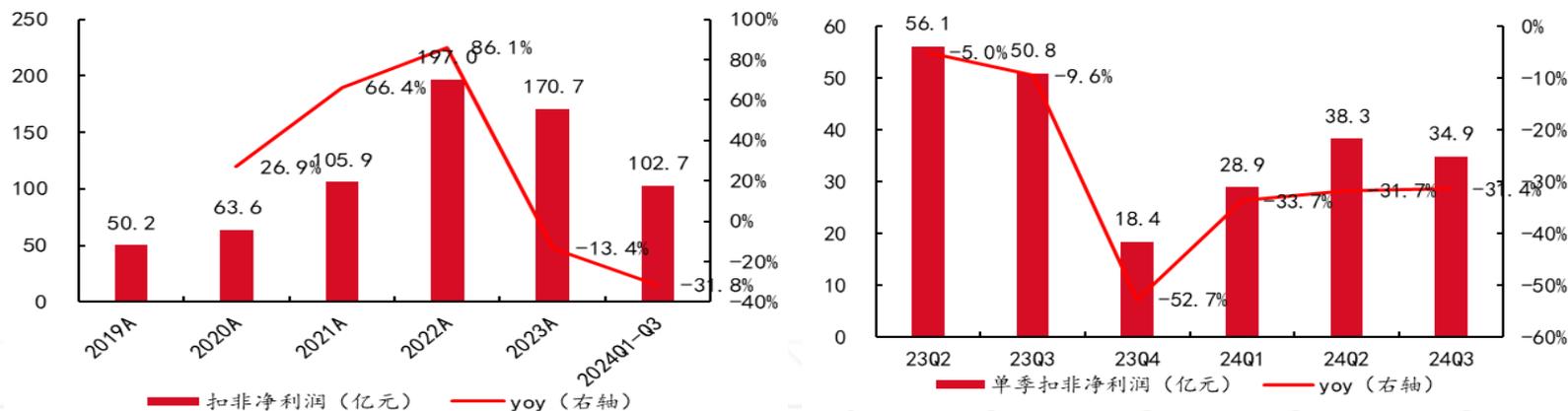
■ **利润端仍有一定压力。**2024前三季度，CXO板块扣非净利润合计102.7亿元，同比-31.8%。2024Q3单季CXO板块扣非净利润合计34.9亿元，同比-31.4%。季度间利润端呈现一定波动，同比降幅有所收窄。

图表1：CXO板块前三季度收入同比下降7.5%，今年以来单季度收入逐季增长



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表2：CXO板块前三季度扣非净利润同比下降31.8%



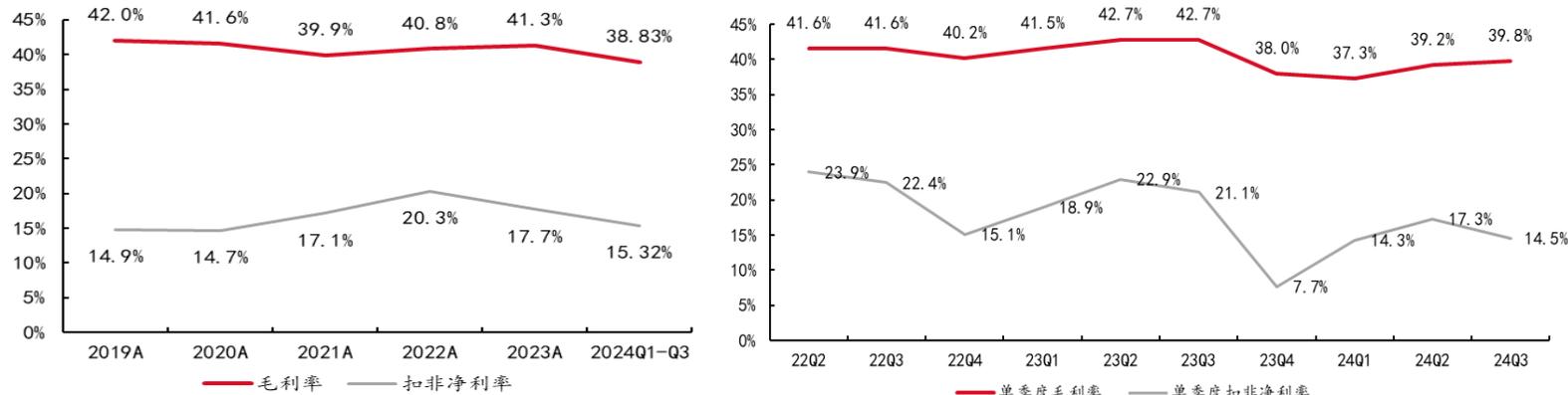
资料来源：Wind、中邮证券研究所

注：CXO板块数据选取申万医药生物板块中医疗研发外包分类中相关标的，下同。

CXO：毛利率逐季回升，控费效果或将逐步显现

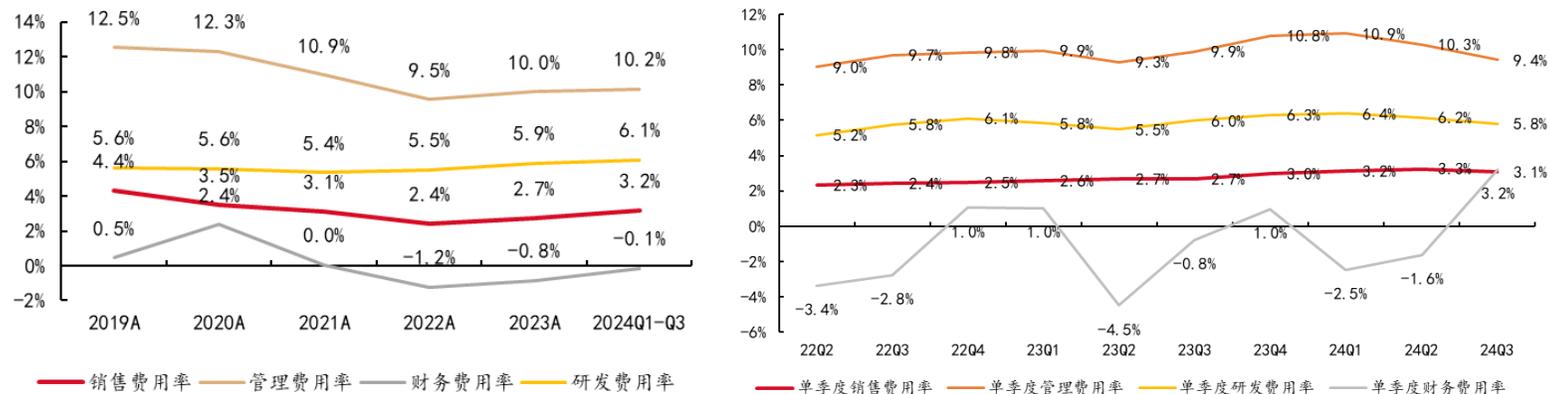
- **毛利率逐季回升。**2024前三季度，CXO板块毛利率为38.83%，同比下降3.55pct。从单季度毛利率上看，24Q1、24Q2和24Q3分别为37.3%、39.2%和39.8%，呈现逐季回升趋势，预计是因为订单价格竞争逐渐减弱。
- **管理费用率和研发费用率逐季下降。**2024前三季度CXO板块管理费用率、研发费用率、销售费用率和财务费用率分别为10.2% (+0.43pct)、6.1% (+0.32pct)、3.2% (+0.5pct)、-0.1% (+1.31pct)，相较于去年同期，费用率小幅增长。从单季度上看，今年以来管理费用率和研发费用率逐季下降，控费效果逐步显现，财务费用率季度间波动较大。

图表3：CXO板块单季度毛利率逐步企稳回升，净利率水平仍有所波动



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表4：今年以来CXO板块管理及研发费用率逐季下降



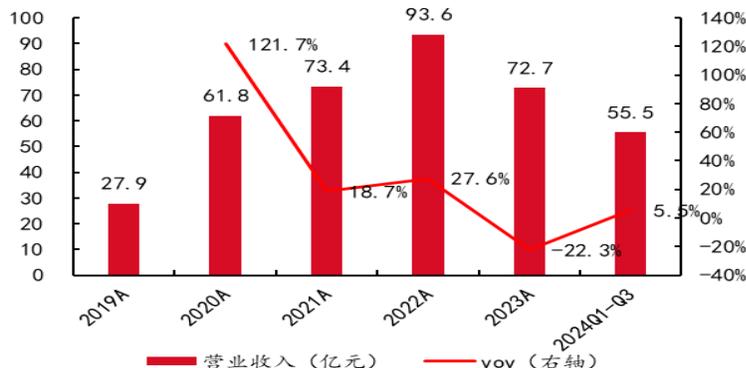
资料来源：Wind、中邮证券研究所

科研试剂：三季度收入持平，利润端短期承压

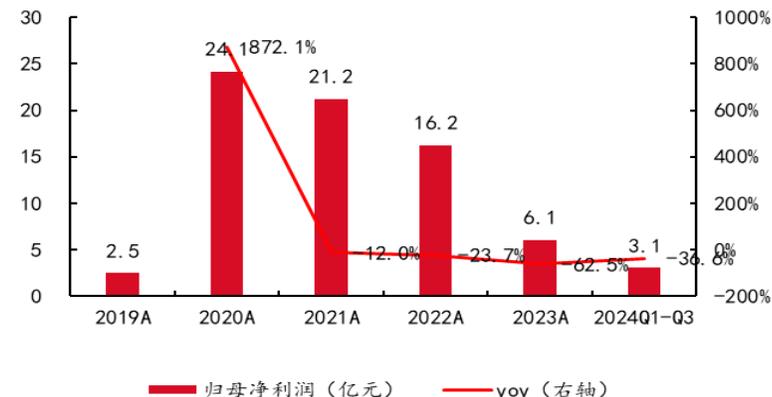
■ 科研试剂板块三季度收入持平2024

前三季度，科研试剂板块营收合计为55.5元，同比增长5.5%；其中单三季度营收合计为19.1亿元，同比+3.3%，环比+0.17%，三季度收入端基本持平。

图表5：科研试剂板块前三季度收入同比增长5.5%



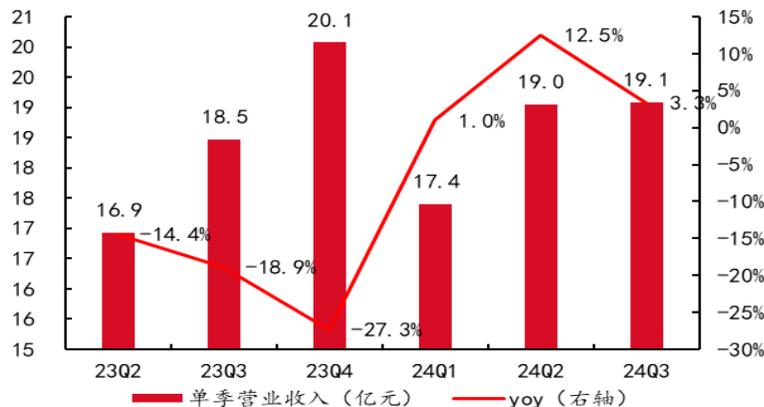
图表6：科研试剂板块前三季度归母净利润持续下滑



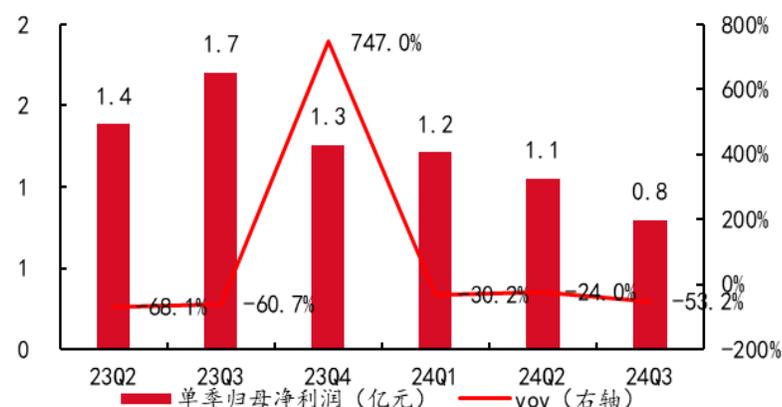
■ 科研试剂利润端季度间呈现下滑趋势。

2024前三季度，科研试剂板块归母净利润合计3.1亿元，同比下降36.6%，其中单三季度归母净利润合计0.8亿元，同比-53.2%，环比-24.19%，利润端延续下降趋势。

图表7：科研试剂板块三季度收入环比持平



图表8：科研试剂板块三季度归母净利润环比下降



资料来源：Wind、中邮证券研究所

注：科研试剂板块统计标的为义翘神州、百普赛斯、优宁维、诺唯赞、奥普迈、近岸蛋白、阿拉丁和泰坦科技，下同。 5

科研试剂：费用持续投入，净利率下滑

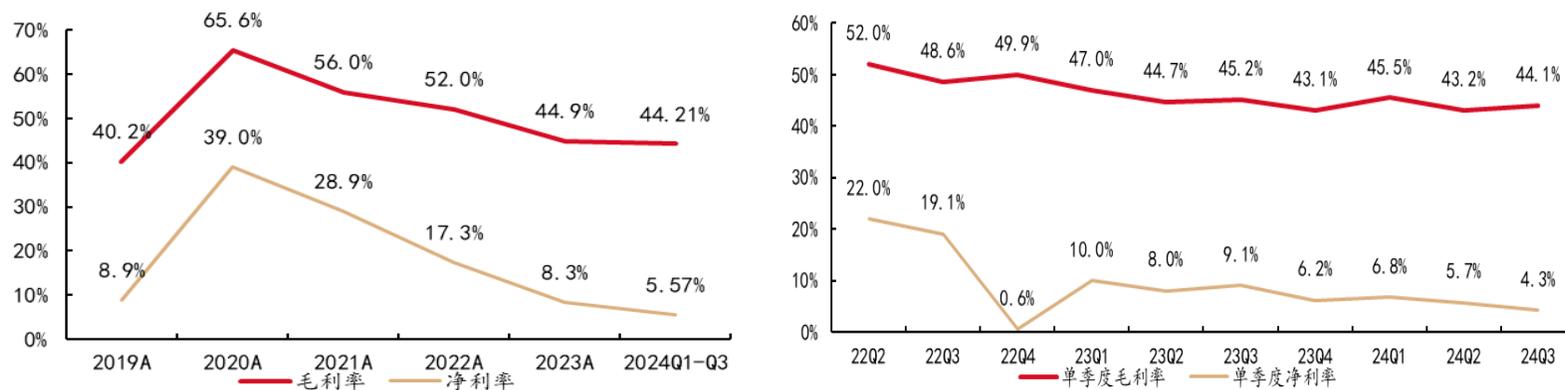
■ 科研试剂板块毛利率季度波动。

2024前三季度，科研试剂板块毛利率为44.21%，同比下降1.44pct，从季度趋势上看，板块毛利率有所波动。

■ 费用持续投入，净利率下滑。

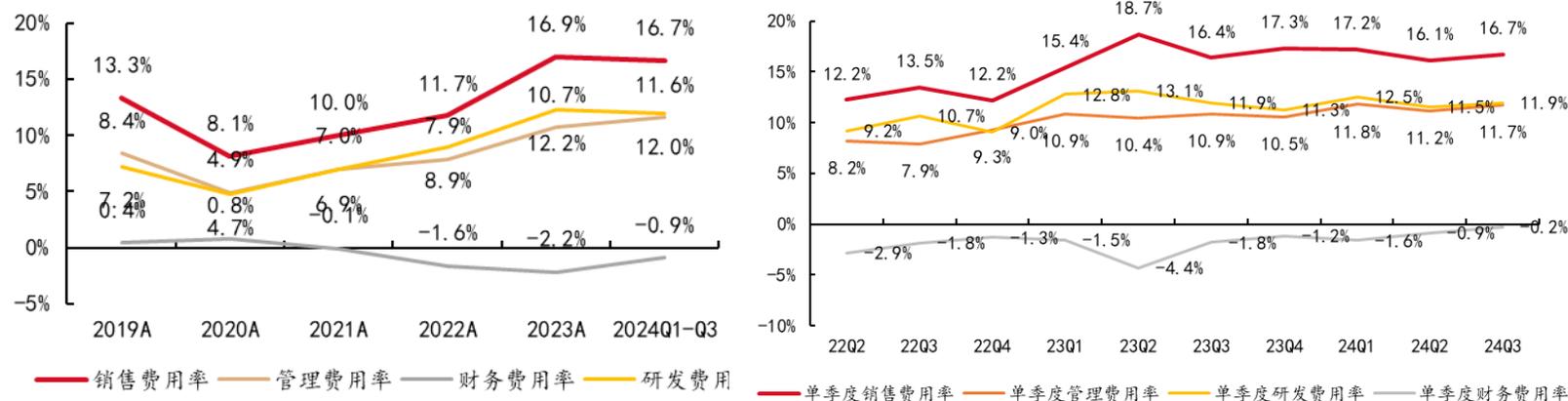
2024前三季度，科研试剂板块销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为16.7%（-0.16pct）、11.6%（+0.84pct）、12.0%（-0.63pct）和-0.9%（+1.65pct）。在费用持续投入下，板块净利率呈现下滑趋势。

图表9：科研试剂板块单季毛利率波动、净利率下滑



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表10：科研试剂板块费用率小幅上行



资料来源：Wind、中邮证券研究所

海外投融资市场回暖，国内市场静待复苏

■ **降息周期开启背景下，全球医疗健康领域投融资逐步回暖。**全球医疗健康领域投融资规模在2022年经历大幅下降，2023年进一步萎缩至2019年水平。随着全球降息周期的陆续开启，全球投融资已呈现回暖趋势，投融资金额环比实现良好。

图表11：全球医疗健康领域投融资金额自2022年开始下降



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

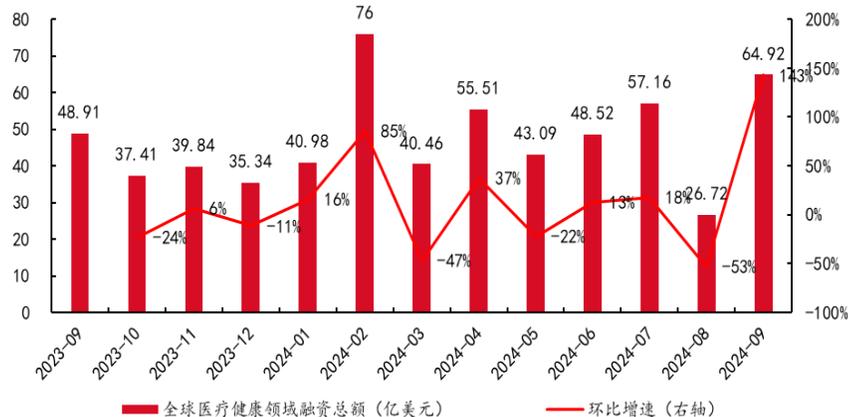
图表12：中国医疗健康市场投融资自2022年开始下降



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

■ **国内投融资市场静态复苏。**中国投融资市场自2021达到高点后大幅萎缩。从2024年全球医疗健康领域融资单月数据上看，月度间呈现波动趋势上，尚未观察到明确的复苏态势。

图表13：全球医疗健康领域投融资呈现回暖趋势



资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

图表14：中国医疗健康市场投融资月度数据有所波动

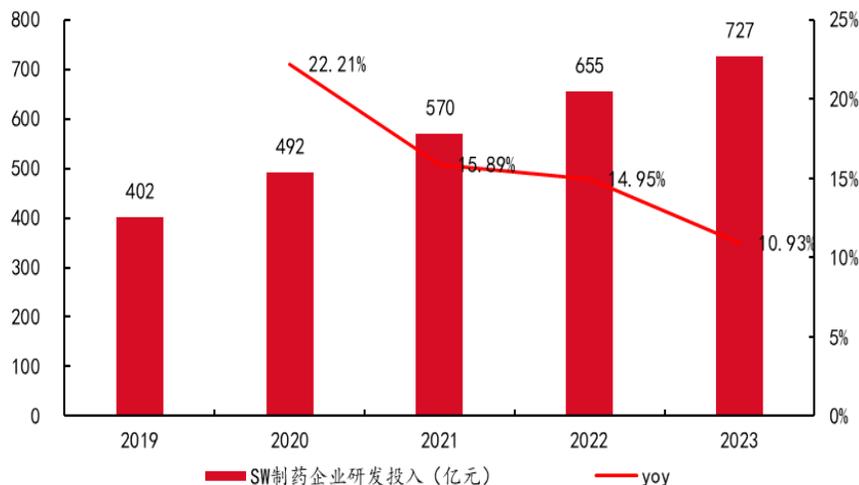


资料来源：动脉橙、中邮证券研究所

国内医药上市公司研发投入持续增长

- **国内药企研发投入持续加大，研发需求依旧旺盛。**统计A股SW化学制剂板块和SW其他生物制品板块上市公司研发投入，近五年整体制药企业研发投入持续快速增长，2019-2023年研发投入复合增速高达15.92%。
- 从公司上看，研发投入最高的为百济神州，203年研发投入128亿，占总营收比重为73.5%。研发投入超50亿的公司还有恒瑞医药和复星医药。从研发投入的营收占比上看，除了工商业一体的综合性企业之外，大多数研发占比均在10%以上。

图表15：药企研发投入持续快速增长



注：SW制药企业统计选取A股SW化学制剂和SW其他生物制剂板块个股

资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表16：研发投入金额前十五大制药企业

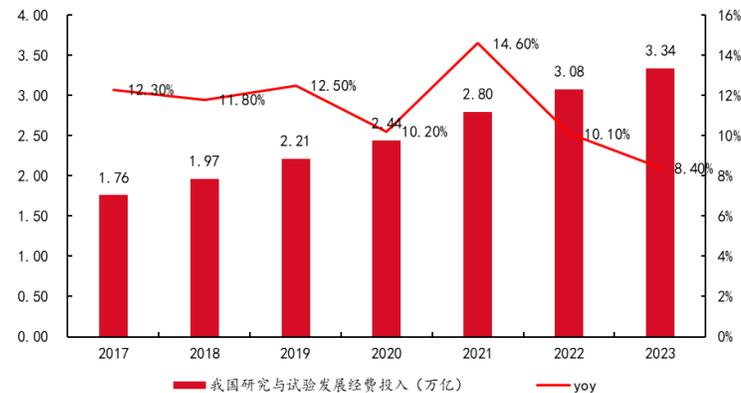
	研发投入 (亿元)			研发投入占总营收比重		
	2021年	2022年	2023年	2021年	2022年	2023年
百济神州-U	95.4	111.5	128.1	125.7%	116.6%	73.5%
恒瑞医药	62.0	63.5	61.5	23.9%	29.8%	27.0%
复星医药	49.8	58.9	59.4	12.8%	13.4%	14.3%
上海医药	25.0	28.0	26.0	1.2%	1.2%	1.0%
长春高新	10.9	16.6	24.2	10.2%	13.2%	16.6%
科伦药业	18.0	18.1	19.5	10.4%	9.6%	9.1%
君实生物-U	20.7	23.8	19.4	51.4%	164.0%	128.9%
健康元	18.5	17.6	16.3	11.6%	10.3%	9.8%
华东医药	9.6	12.0	16.0	2.8%	3.2%	3.9%
人福医药	10.5	11.3	15.4	5.1%	5.1%	6.3%
天士力	7.6	10.2	13.2	9.6%	11.8%	15.2%
荣昌生物	0.0	9.8	13.1	0.0%	127.2%	120.6%
万泰生物	6.8	11.4	12.9	11.9%	10.2%	23.5%
丽珠集团	15.2	14.0	12.4	12.6%	11.1%	9.9%
神州细胞-U	7.3	9.7	12.2	545.2%	95.1%	64.5%

资料来源：Wind、中邮证券研究所

国内R&D经费占GDP比重有望稳步提升

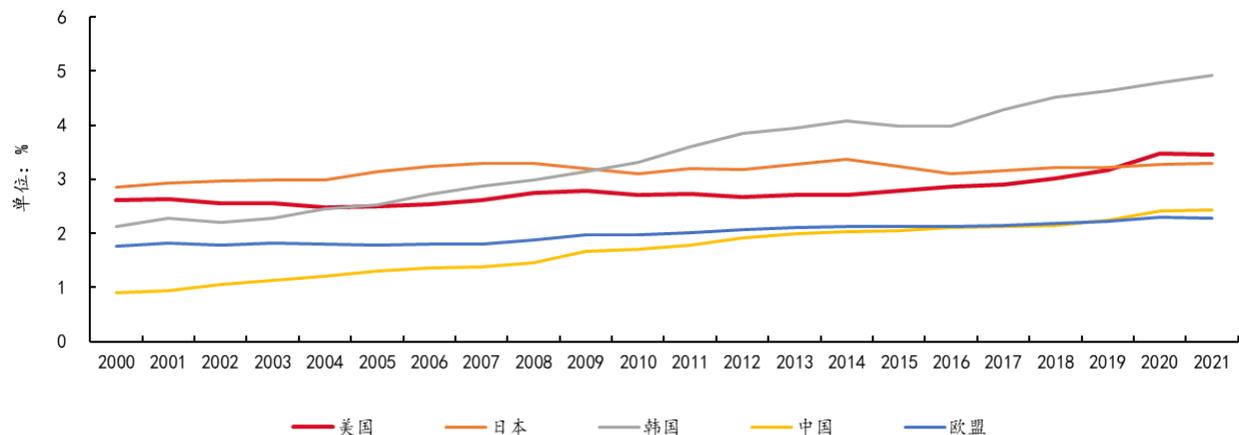
- **国内R&D经费投入持续稳健增长。**2023年我国投入研究与试验发展（R&D）经费达到33357.1亿元，比上年增加2574.2亿元，同比增长8.4%；投入强度占GDP比重为2.65%，比上年提高0.09个百分点。
- 从各国R&D投入占GDP比重上看，2021年我国该比重为2.43%，相较于美国的3.46%、日本的3.30%和韩国的4.93%，仍有一定差距，具备提升空间。
- 分活动主体看，企业、政府属研究机构、高等学校经费所占比重分别为77.7%、11.6%和8.3%。

图表17：我国研究与试验发展经费投入持续增长



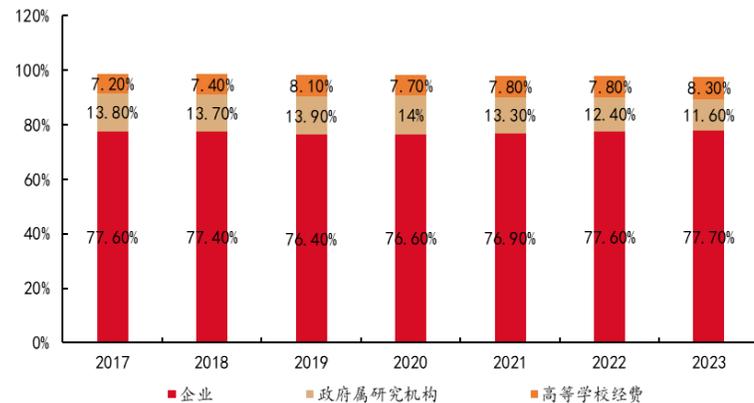
资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

图表19：各国R&D投入占GDP比重



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表18：企业为研究与试验发展经费投入比例最高主体

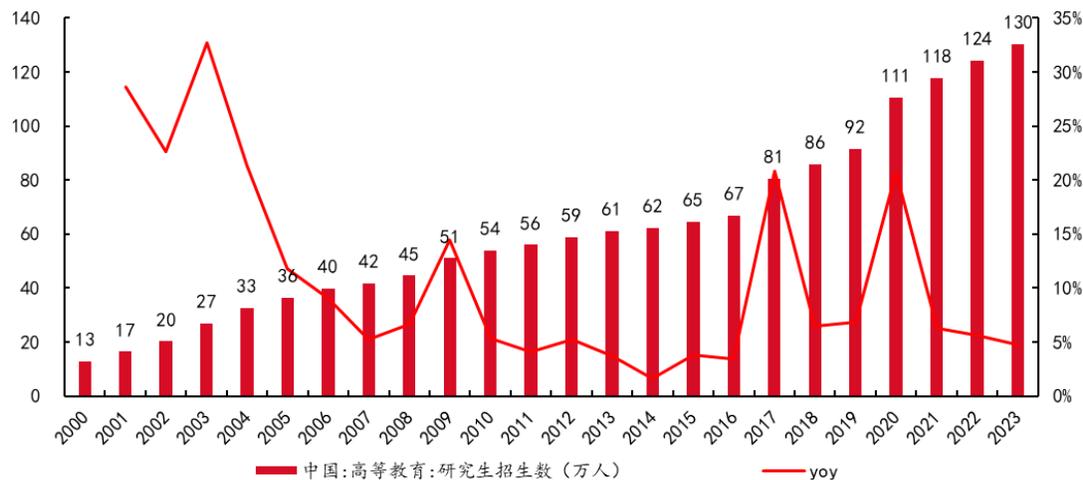


资料来源：国家统计局、中邮证券研究所

高校研究生人数快速增加背景下科研经费预计持续稳健增长

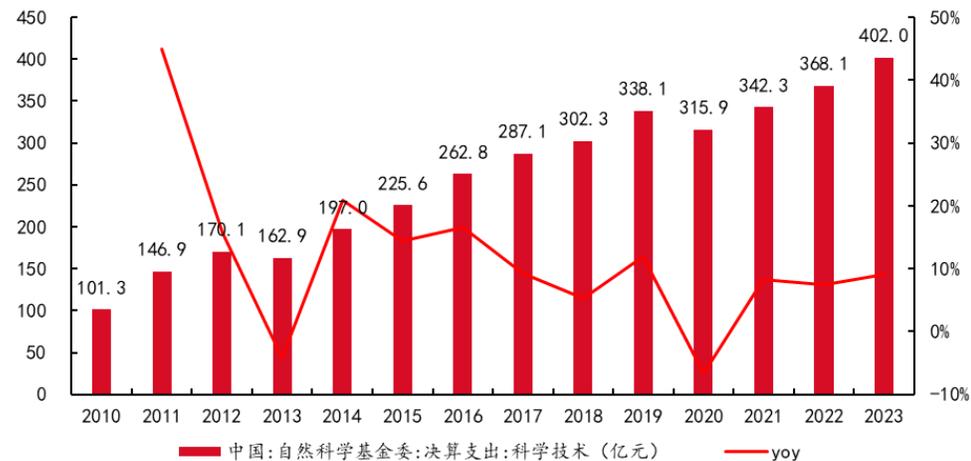
- **高校研究生人数持续增长下，科研经费投入有望长期稳健增长。**我国高校研究生招生数自2017年之后增长较快，2023年我国高校研究生招生数达130万人。从自然科学基金在科学技术方面的支出上看，除了2020因疫情影响之外，其他年份均维持良好增长，近三年该支出恢复10%左右增速。

图表20：我国高校研究生招生人数在2017年后快速增长



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表21：自然科学基金科学技术支出恢复良好增长



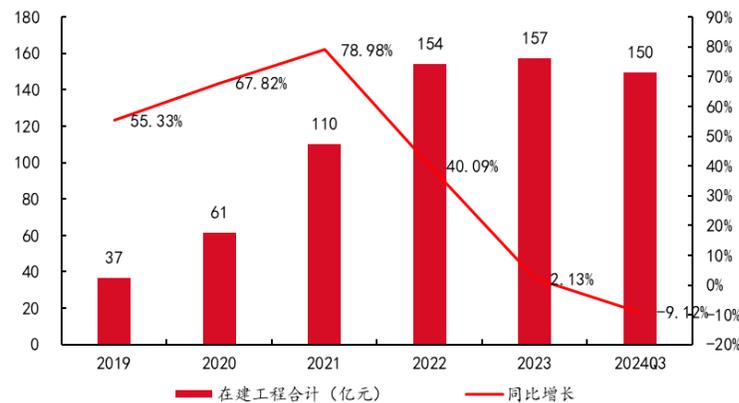
资料来源：Wind、中邮证券研究所

经过前期高速投入阶段后，CXO板块资本开支减少

■ **固定资产增长放缓。**截至2024年三季度末，CXO板块在建工程合计150亿元，同比减少9.12%；同时行业整体固定资产的增长也逐步放缓，截至2024年三季度末，CXO板块固定资产合计479亿元，同比增长17.1%。

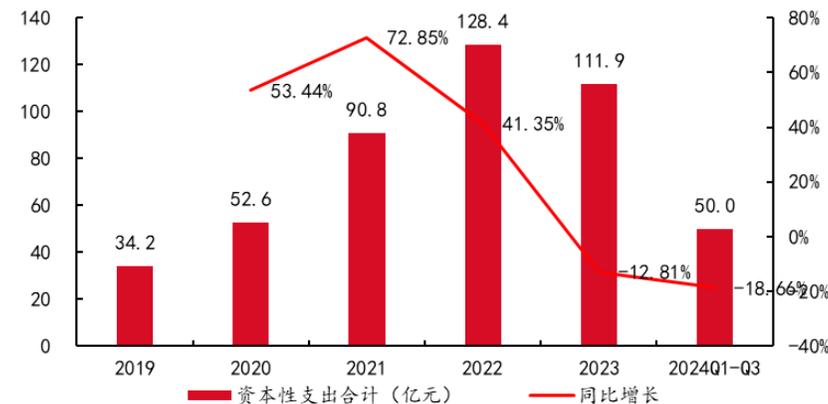
■ **资本开支下降。**2019-2022年间，CXO行业（尤其是CDMO业务）经历资本开支高速投入阶段，CXO板块资本开支合计由2019年34.2亿增长至2022年128亿元，CAGR高达55%。2023年板块资本开支合计降至112亿，2024年下降趋势延续，2024前三季度板块合计资本开支同比下降18.66%。多数企业产能大幅扩张阶段已完成，负担相对减轻。

图表22：CXO板块在建工程同比减少



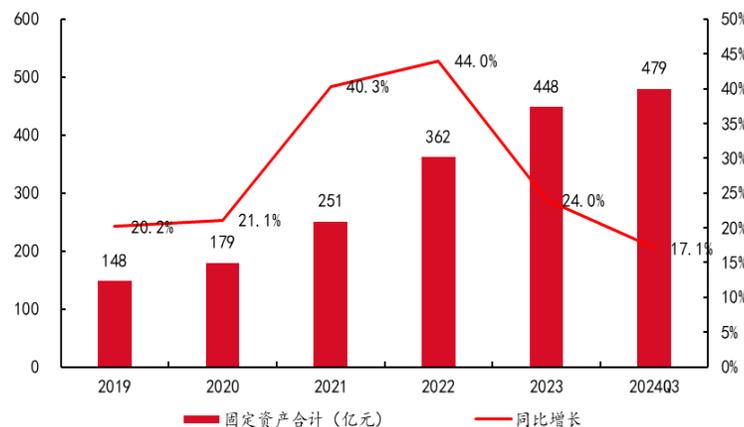
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表23：CXO板块资本开支下降



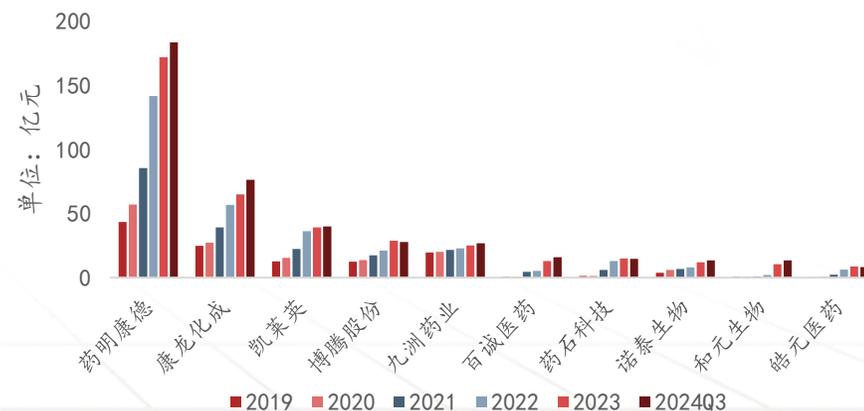
资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表24：CXO板块固定资产增长趋于平缓



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表25：截至24Q3末固定资产规模前十大CXO公司

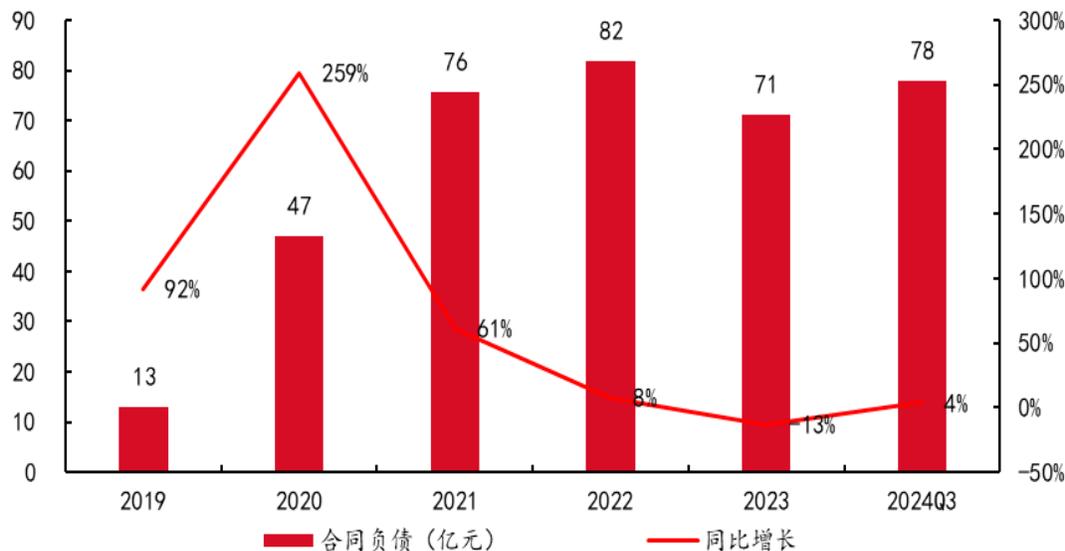


资料来源：Wind、中邮证券研究所

2024三季度末CXO板块合同负债合计金额同比实现正增长

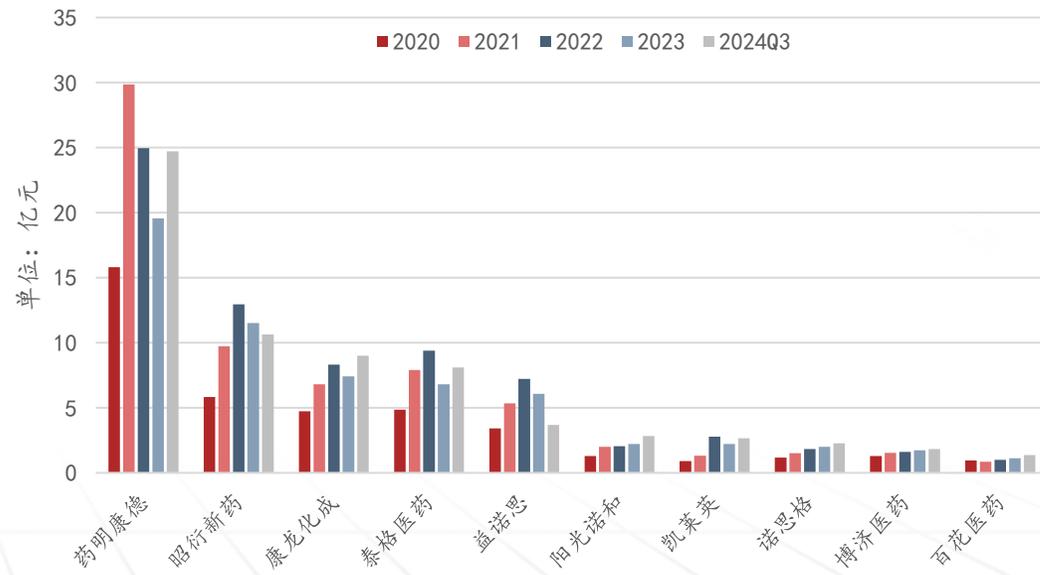
- **合同负债增速转正，客户需求有所回暖。**截至2024三季度末，CXO板块合同负债金额合计78亿元，同比增加4%，超过2023年底金额，显示客户需求有所回暖。
- 具体来看，2024三季度末合同负债金额超过2023年度的有药明康德、康龙化成、泰格医药、阳光诺和、凯莱英等。

图表26：24Q3CXO板块合同负增速回升



资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表27：CXO板块合同负债金额前十大公司



资料来源：Wind、中邮证券研究所

龙头CXO公司欧美地区收入实现良好增长

- **海外市场收入实现良好增长，综合服务能力得到市场印证。**从三季报披露收入结构的龙头公司上看，2024前三季度，剔除大订单影响，欧美客户收入均呈现良好增长态势，海外药企研发热情和外包需求较高；国内客户收入均呈现下降趋势，预计国内投融资目前仍未出现实质性改善，需求回升节奏相对较慢。从三季报披露的客户结构上看，来自大药企的收入稳定增长，显示国内CXO龙头企业综合实力不断增强。

图表28：2024前三季度龙头CXO公司欧美地区收入持续良好增长(剔除大订单影响)

公司	客户地区分布				客户结构
	美国/北美	欧洲	中国	其他	
药明康德	176.2亿元，剔除特定商业化生产项目同比增长7.6%	35.3亿元，同比增长14.8%	51.6亿元，同比下降3.9%	14.0亿元，同比下降16.5%	来自于全球前20大制药企业收入达112.2亿元，剔除特定商业化生产项目同比增长23.1%
康龙化成	57.31亿元，同比增长4.29%	15.27亿元，同比增长15.74%	13.29亿元，同比下降12.14%	2.30亿元	来自于全球前20大制药企业收入12.93亿元，同比增长3.36%
凯莱英					来自大制药公司收入20.13亿元，剔除大订单影响后同比增长11.10%
博腾股份	海外客户实现收入15.48亿元，同比下降约37%，剔除大订单影响后同比增长约10%		5.78亿元，同比下降约2%		

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

CXO公司在手订单及新签订单增速提高

- **在手订单增速回升。**从三季报部分披露订单情况的公司上，在手订单/新签订单均呈现向好趋势。
- 药明康德三季度末在手订单同比增长35%，康龙化成前三季度新签订单同比增长超18%，订单增速较年中进一步提高。龙头公司有望率先受益于板块回暖复苏。

图表29：2024前三季度部分CXO公司订单情况一览

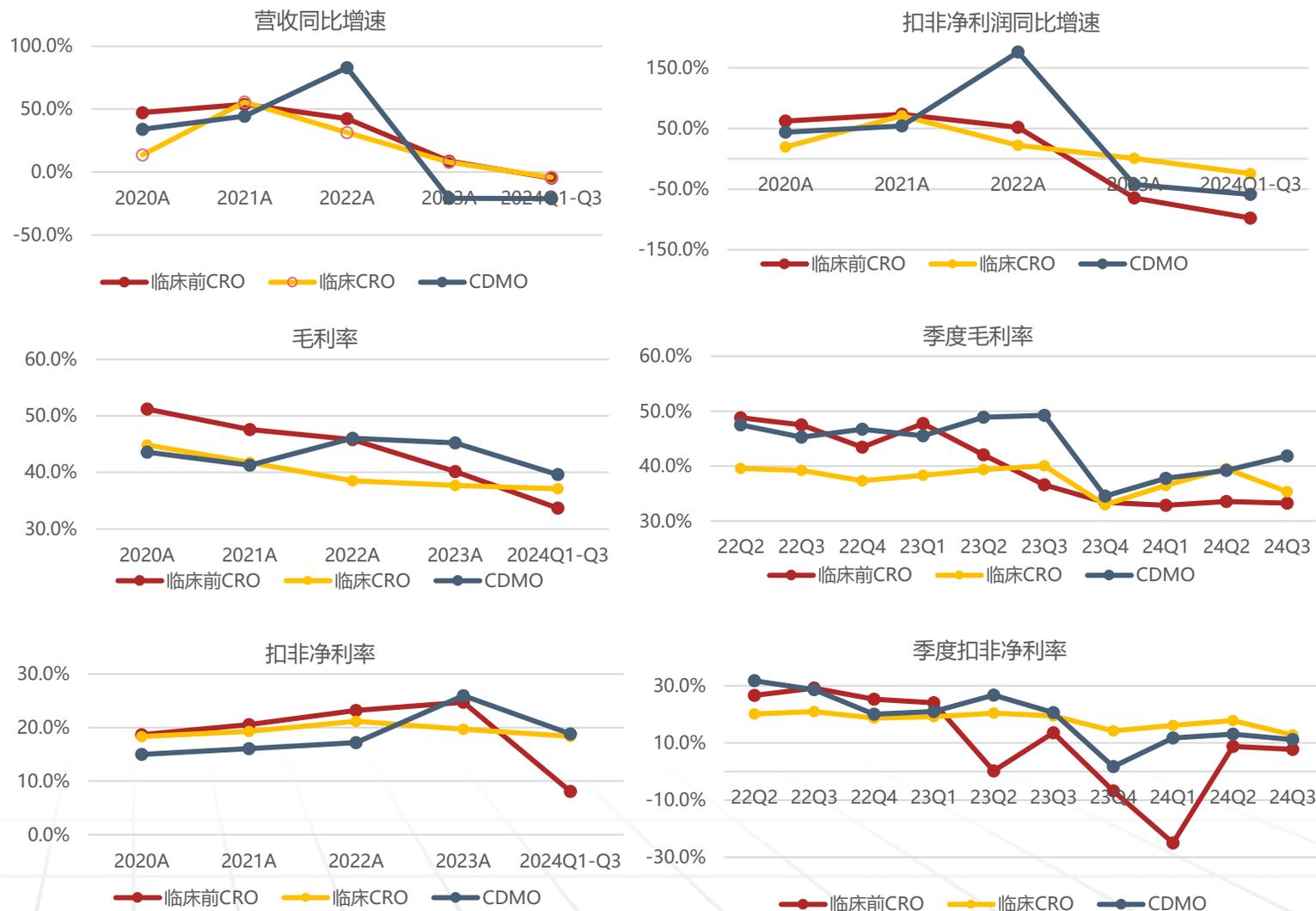
公司	2024三季报披露订单情况
药明康德	截至2024年9月底，公司在手订单438.2亿元，同比增长35.2%
康龙化成	公司新签订单同比增长超过18%。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过12%、CMC（小分子CDMO）服务板块新签订单同比增长超过30%
博腾股份	截至2024年第三季度末，公司小分子原料药CDMO业务在手未执行订单同比保持在40%以上的增长
昭衍新药	公司前三季度累计新签订单金额约人民币14亿元，截止本报告期末，公司整体在手订单金额约人民币26.5亿元
药石科技	报告期内，公司新签订单继续保持向好趋势
和元生物	截至报告期末，当年新增CDMO订单超过2.5亿元

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

投资建议——CXO：龙头企业率先受益于投融资市场回暖

- **CDMO受益于海外投融资市场回暖，基本面率先企稳回升。** CDMO受益于新冠大订单，2022年业绩增速大幅提升后回落。毛利率相对稳定，今年以来呈现逐季回升趋势，全年利润端降幅有望收窄。受益标的：凯莱英等。
- **国内创新药配套政策陆续落地，投融资市场静待复苏，临床CRO市场有望回暖。** 近三年临床CRO因为需求下降以及行业竞争，毛利率持续下降。现阶段毛利率已出现企稳迹象。未来随着创新药研发质量和效率的提高，具备较强综合服务能力的大企业有望率先受益。受益标的：泰格医药等。
- **一体化CRO优势逐步显现，综合服务能力持续提升。** 一体化服务综合优势使得整体业绩波动相对较小，企业业绩表现相对稳健。随着综合服务能力的不断提升，来自欧美市场及前二十大药企的收入和订单实现良好增长，且后端业务有望受益于前端业务引流，有望增强客户黏性。受益标的：康龙化成等。

图表30：CXO细分行业比较



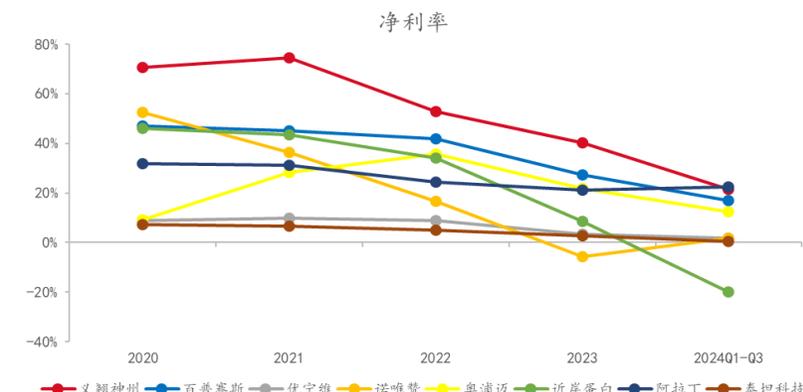
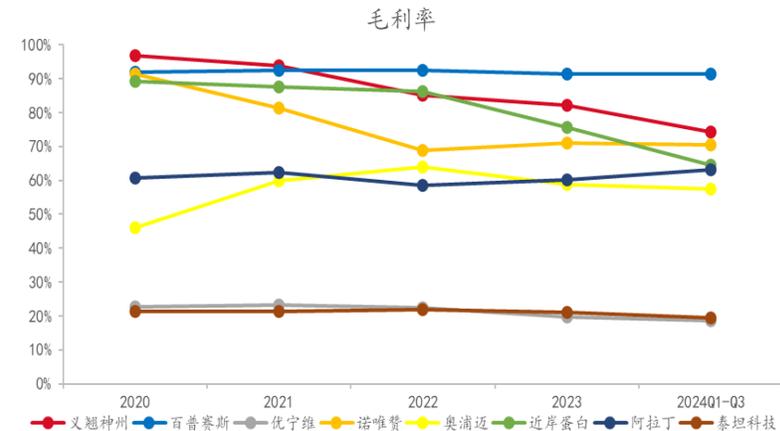
资料来源：Wind、中邮证券研究所

- 现阶段规模较小，业绩表现较为波动。2024前三季度，诺唯赞和阿拉丁收入和利润实现双增长。科研试剂板块公司体量较小，收入和利润较为波动，且现阶段利润端受到费用投入影响较大。未来行业有望通过并购整合，快速扩大规模。
- 随着科研活动的增加以及研发投入的稳定，行业需求有望逐步回暖。建议关注产品种类丰富、品牌力持续提升、仓储和渠道逐步完善、有望率先受益于国产替代的公司，受益标的：阿拉丁等。

图表31：科研试剂板块个股收入利润及盈利能力表现

收入同比增速	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
义翘神州	783%	-40%	-40%	12%	-2%
百普赛斯	138%	56%	23%	15%	12%
优宁维	8%	31%	8%	3%	-7%
诺唯赞	483%	19%	91%	-64%	13%
奥浦迈	114%	70%	38%	-17%	26%
近岸蛋白	400%	90%	-23%	-42%	-17%
阿拉丁	12%	23%	31%	7%	34%
泰坦科技	21%	56%	20%	6%	3%

归母净利润同比增速	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
义翘神州	2997%	-36%	-58%	-14%	-52%
百普赛斯	944%	50%	17%	-25%	-35%
优宁维	32%	42%	-2%	-62%	-65%
诺唯赞	3086%	-17%	-12%	-112%	124%
奥浦迈	-195%	417%	74%	-49%	-37%
近岸蛋白	-1077%	79%	-39%	-86%	-215%
阿拉丁	17%	20%	3%	-7%	33%
泰坦科技	39%	40%	-13%	-42%	-86%

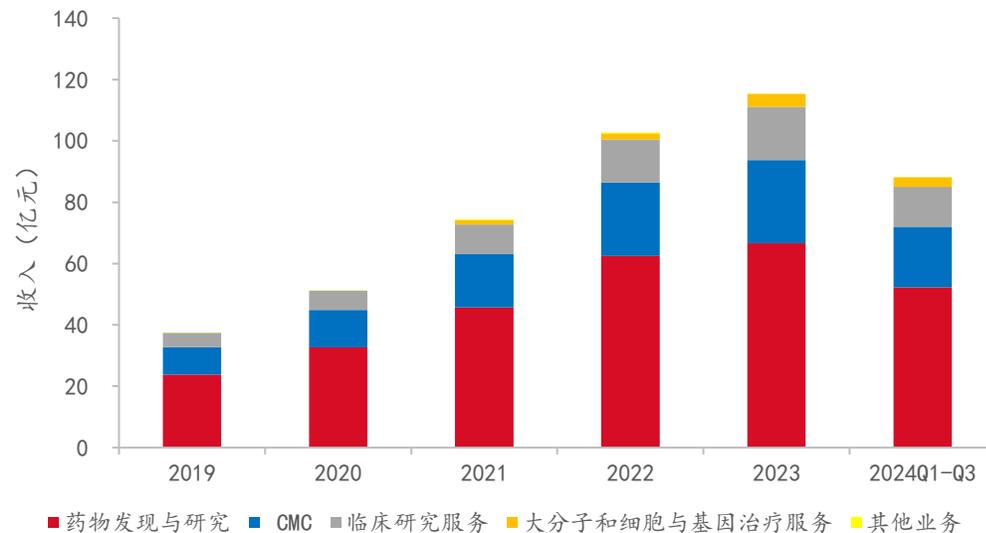


资料来源：Wind、中邮证券研究所

康龙化成：一体化优势逐步显现，新签订单增速提升

- **三季度收入同比和环比均实现较快增长。**2024前三季度，公司实现收入88.17亿元（同比+3%），其中单三季度营收32.13亿元（同比+10%，环比+9.5%）。随着新签订单的逐步交付，公司三季度收入同比和环比均实现较快增长。
- **新签订单同比增长超过18%，CMC订单增速亮眼。**2024年前三季度，得益于海外客户需求的逐渐恢复，以及更多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18%。其中，实验室服务板块新签订单同比增长超12%、CMC板块新签订单同比增长超过30%（2024H1两者增速分别为10%和25%），在手订单增长提速。据2024中报披露，公司CMC业务约78%收入来源于药物发现服务的现有客户，公司一体化优势逐步显现。公司欧美客户收入占比超80%得益于海外客户需求的逐渐恢复，海外市场收入实现稳健增长。2024年前三季度公司来自全球前20大制药企业收入12.93亿元（+3.36%），占总营收的15%，公司综合服务实力持续提升。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润17.96亿元（+12.16%）、19.49亿元（+8.56%）和23.01元（+18.03%），对应PE分别为28.42倍、26.18倍和22.18倍。

图表32：公司主营业务构成及客户结构



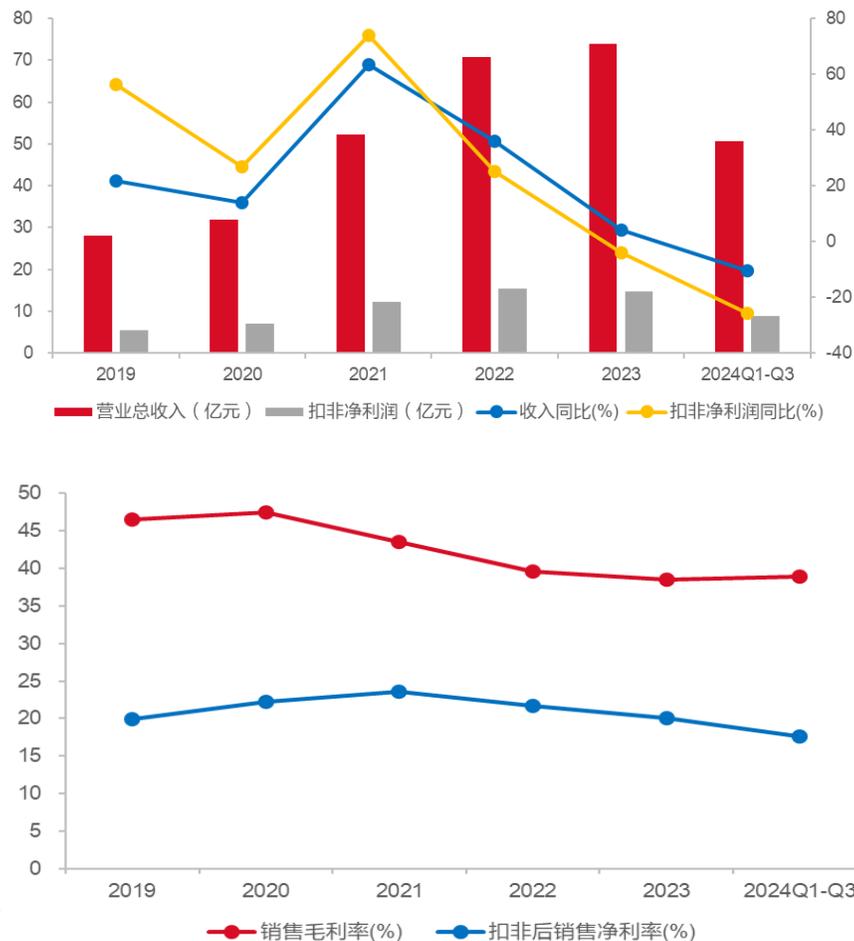
	2024Q1-Q3收入 (亿元)	yoy	收入占比
北美客户	57.31	4.29%	64.99%
欧洲 (含英国)	15.27	15.74%	17.32%
中国	13.9	-12.14%	15.07%
其他	2.3		2.62%

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

泰格医药：盈利能力有望回升，龙头地位持续巩固

- **海外市场及海外客户拓展良好，临床需求稳定增长。**公司2024H1新签订单增长主要来自于跨国药企在国内的临床需求以及国内企业在海外的临床需求增加。公司海外员工人数由2023年末的1632人增至2024H1的1722人，海外团队人员持续扩张。跨国药企在中国市场研发投入稳定增长，国内药企出海需求不断加大，对应的药物临床需求持续稳健增长。
- **国内订单需求企稳，盈利能力有望修复。**2024H1公司来自于国内药企、器械公司和初创型生物科技公司在国内的订单需求企稳，金额同比有所增长。目前国内供给端出现改善迹象，中小型临床公司开始收缩，行业逐步出清，订单价格逐步企稳。随着我国创新药质量和要求的不断提高，小型CRO公司的服务能力已不能满足客户需求，头部公司优势进一步凸显。公司三季度国内订单数量和价格开始企稳，后续有望带动公司盈利能力的修复。公司2023年以12.8%的市场份额继续保持中国临床外包服务市场的领先地位，龙头地位将持续巩固。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润15.02亿元（-25.84%）、18.83亿元（+25.40%）和22.11亿元（+17.43%），对应PE分别为36.37倍、29.00倍和24.70倍。

图表33：盈利能力短期下滑使得公司业绩增速放缓

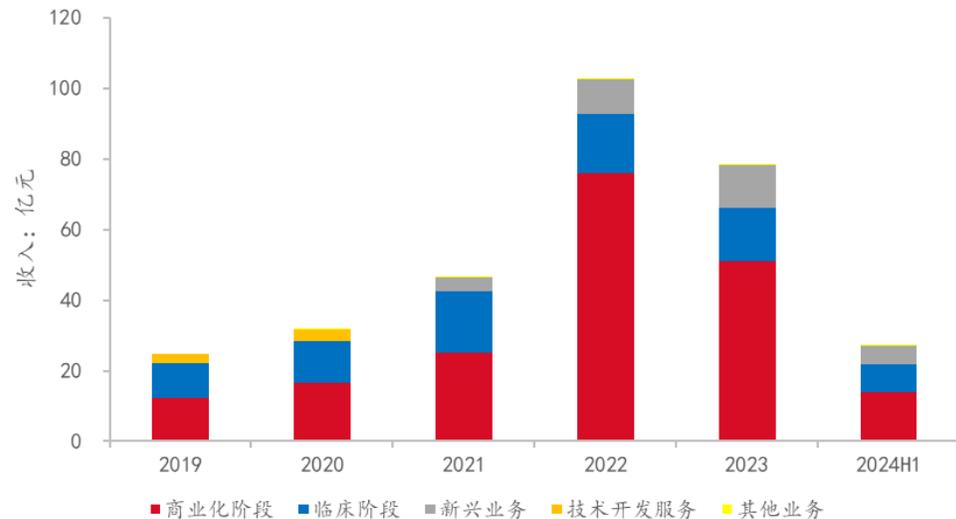


资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

凯莱英：小分子CDMO恢复良好增长，多肽产能持续扩张

- **小分子CDMO龙头，大订单影响消退后恢复良好增长。**2024前三季度，公司小分子CDMO业务收入33.87亿元，占总营收比重为82%，剔除大订单影响后同比+7.71%；毛利率48.89%，剔除大订单影响后同比+1.19pct。单三季度，小分子业务实现收入11.92亿元，剔除大订单影响后同比+18.89%，环比+22.52%。随着高基数影响的逐步消退，公司小分子CDMO业务逐步恢复良好态势，盈利能力较为稳定。
- **海外市场韧性凸显。**2024年前三季度，来自大制药公司收入20.13亿元，占公司总营收的48.6%，剔除大订单影响后同比增长11.10%；来自境外中小制药公司收入10.78亿元，占公司总营收的26%，同比下降0.03%。剔除大订单影响，公司海外收入维持良好增长，海外药企研发需求和投入稳定增长。截至公司2024中报披露日，不含已确认的营业收入，公司在手订单总额9.7亿美元。
- **新兴业务阶段性承压，多肽产能持续扩大。**2024前三季度，新兴业务实现收入7.45亿元，同比-8.37%；毛利率19.97%，同比-12.99pct。受国内市场低迷、产能爬坡期等影响，新兴业务阶段性放缓。根据公司三季报披露，从订单和执行情况看，四季度新兴业务将重新恢复增长态势。公司加速多肽业务拓展和产能建设，已前签订多个订单，截至报告期末多肽固相合成产能超20,000L。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润10.32亿元（-54.49%）、12.75亿元（+23.46%）和15.79亿元（+23.90%），对应PE分别为31.59倍、25.59倍和20.65倍。

图表34：公司主营业务情况

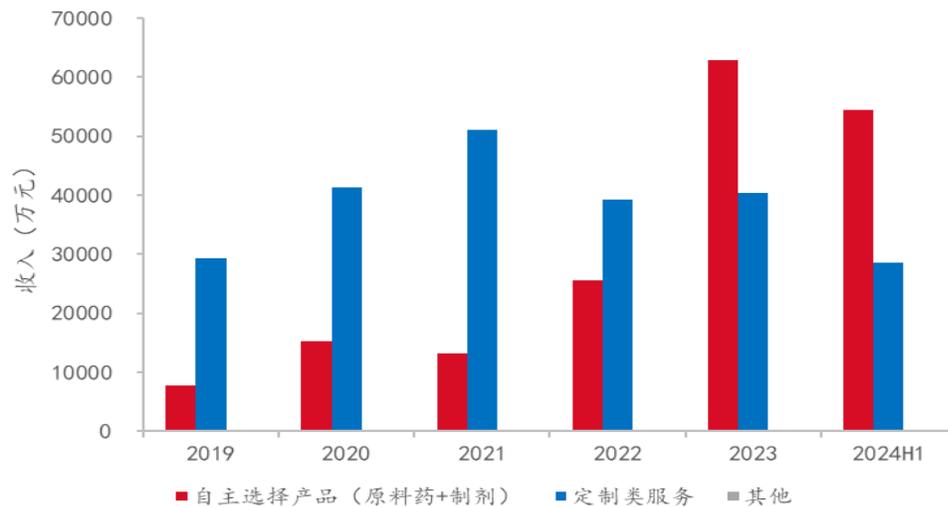


资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

诺泰生物：多肽原料药龙头，具备显著先发优势

- **GLP1制剂销售额持续快速攀升，生产和研发需求旺盛。**2024年前三季度，司美格鲁肽全球销售额超过200亿美元，替尔泊肽全球销售额超110亿美元。全球减重和降糖用药人数基数大，心血管、脂肪肝等多项适应症处于开发阶段，GLP1药物在慢病领域的渗透率将持续提升，GLP1双靶点/三靶点、长效制剂、联合用药等研发项目火热。多肽原料药需求刚性，市场规模持续快速增长，高景气度有望延续。
- **多肽原料药领域龙头企业，具备显著先发优势。**公司分别于2023年和2024年先后取得利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽原料药的FDA DMF First Adequate Letter。产能方面，目前多肽原料药产能已达吨级水平，明年随着601和602车间的陆续投产，还再新增产能10吨。公司多肽领域产品的收率和质量均处于行业领先地位。产品、产能、技术等多维度先发优势下，公司原料药业务持续高速增长。2023年及2024H1，公司原料药分别实现收入4.16亿元和3.77亿，毛利率分别为70%和77.4%，厚增公司业绩。
- **定制化业务2024年快速增长，制剂业务受益于集采快速放量。**定制化业务今年受益于欧洲药企订单的提前供货交付实现快速增长。制剂业务主要品种奥司他韦具备多种剂型，通过国家集采实现快速放量，收入具备较强确定性。
- 根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润4.22亿元（+159%）、5.7亿元（+35%）和7.58亿元（+33%），对应PE分别为29.92倍、22.17倍和16.68倍。

图表35：公司主营业务情况



资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

阿拉丁：内生外延共成长，海外市场贡献增量

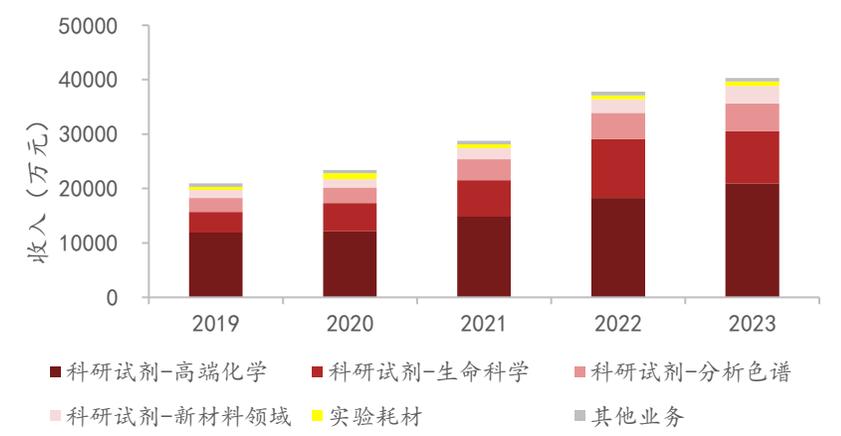
■ **收入端持续稳健增长，研发投入不断加大。**从2021-2023年分别实现收入2.88亿元、3.78亿元和4.03亿元，呈现稳健增长态势。前三季度实现收入3.78亿元（+33.54%）、归母净利润7257万元（+32.70%）。公司研发投入及占比、研发人员数量及占比均近五年来持续增加，2024上半年公司研发投入达3029万元，占营业收入的比重12.7%。持续的研发投入是保障公司种类丰富和品牌塑造的基础。公司“阿拉丁”品牌科研试剂和“芯硅谷”品牌实验耗材依托电商平台实现线上销售，近年来网站流量和访问量节节攀升，带动产品销量增长。

■ **并购源叶扩大产品种类，海外市场开始起量。**公司2024年3月以1.81亿收购源叶生物51%股权。源叶生物在生化试剂、标准品、小分子抑制剂、液体试剂等相关产品方面优势明显，品牌在行业内具有一定知名度。二季度并表以来，源叶报表端预计贡献收入增量约6000-7000万，归母净利润约1200万。双方在品牌、渠道等多方面形成优势互补、协同增效。公司在美国有子公司和仓库，目前订单处于快速增长阶段。为开展德国及欧洲市场，公司今年10月陆续收购UNA 589和参股neolab，目前欧洲仓库正在建设阶段。随着海外市场仓储、销售、渠道陆续建设完毕，公司海外收入有望逐步贡献收入增量。

■ **根据Wind一致预期，公司2024-2026年实现归母净利润1.13亿元（+31.66%）、1.39亿元（+23.01%）和1.70亿元（+22.30%），对应PE分别为40.67倍、33.07倍和27.04倍。**

请参阅附注免责声明

图表36：公司产品种类丰富，收入稳健增长



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表37：公司近年来研发投入持续增长

年份	研发人数 (人)	占比	研发投入 (万元)	研发支出总额占营业收入比例
2019	72	23.15%	1572	7.74%
2020	73	23.17%	1568	6.70%
2021	119	25.81%	2266	7.88%
2022	171	30%	3893	10.30%
2023	187	33.04%	5125	12.72%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

■ 受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300347.SZ	泰格医药	67.9	20.25	15.02	18.83	22.11	0.91%	-25.84%	25.40%	17.43%	23.68	36.37	29.00	24.70
300759.SZ	康龙化成	31.4	16.01	17.96	19.49	23.01	16.48%	12.16%	8.56%	18.03%	32.34	28.42	26.18	22.18
002821.SZ	凯莱英	91.3	22.69	10.32	12.75	15.79	-31.28%	-54.49%	23.46%	23.90%	18.92	31.59	25.59	20.65
688076.SH	诺泰生物	57.5	1.63	4.22	5.70	7.58	26.20%	159.20%	34.97%	32.92%	58.81	29.92	22.17	16.68
688179.SH	阿拉丁	16.6	0.86	1.13	1.39	1.70	-7.48%	31.66%	23.01%	22.30%	44.23	40.67	33.07	27.04

资料来源：Wind、中邮证券研究所（注：盈利预测来自Wind一致预期，收盘价为2024年11月12日）

- 行业竞争加剧风险，投融资市场波动风险，订单增长不及预期风险。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES