



华安证券

HUAAN SECURITIES

# 海外需求回暖，出海CXO环比改善

## ——CXO行业24年三季度报总结及25年投资展望

分析师：谭国超 S0010521120002

分析师：杨馥瑗 S0010524080001

2024年12月26日

华安证券研究所

## 2024年三季度报总结及2025投资展望

- **业绩端分化较为明显，短期承压。**表观业绩增速放缓，我们认为有多项因素导致，1) 2023年部分大订单交付等因素，同期业绩相对高基数，如药明康德、凯莱英、博腾股份等；2) 部分细分赛道高景气，需求旺盛，业绩表现较好，如诺泰生物、圣诺生物等；3) 行业竞争加剧，部分企业增速放缓，盈利能力有所下降。
- **单季度看，多数公司业绩、新签订单已在Q2、Q3呈现环比改善趋势。**具体分地区看，多数CXO公司的出海业务已实现环比改善，如药明康德Q3美国地区收入69亿元，环比增长19%；欧洲地区收入13.1亿元，环比增长14%。新签订单方面呈现相似趋势，如康龙化成2024年Q1-3新签订单同比增长18%+，连续三个季度实现复苏。国内市场随着创新药支持政策的陆续出台，创新药全产业链公司有望回暖。
- **多肽药物市场规模巨大，多肽产业链潜力突出。**多肽等细分领域需求旺盛，仍有较高景气度。以药明康德为例，2024年前三季度TIDES业务收入达到人民币35.5亿元，同比强劲增长71.0%；预计全年TIDES收入增长将超过60%。订单方面，截至3Q24，TIDES在手订单同比增长196%。TIDES D&M服务客户数同比提升20%，服务分子数量同比提升22%。产能方面，2024年1月，多肽固相合成反应釜总体积增加至32,000L，并将于2024年底达到41,000L；2025年产能将进一步增加。
- **CXO板块估值仍处于相对低位，基本面已步入拐点期，板块较具性价比。**1) **需求端**，随着全球降息周期的开启，流动性增加，全球生物医药投融资已逐步恢复。多数CXO海外业务已初现环比改善趋势；2) **价格端**，目前价格竞争已趋缓，叠加众多企业提质增效的推行，利润率水平有望逐步回升。3) **业绩端**，2025年大订单高基数已基本消化出清，CXO行业有望进入稳增长阶段。

## 2024年三季度报总结及2025投资展望

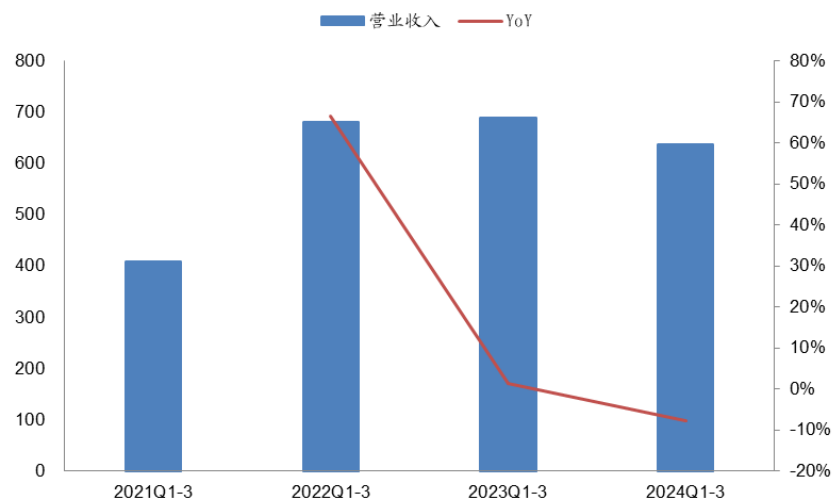
- **投资建议：**后续配置上，我们认为可以关注：
  - 1) 高景气细分赛道：圣诺生物、诺泰生物等；
  - 2) 需求端改善，优先修复：药明康德、凯莱英、康龙化成、诺思格等；
  - 3) 海外占比高/增速快：药康生物等；
  
- **风险提示：**创新药研发不及预期的风险；原材料成本上涨风险；投融资下滑风险；国际汇率变动风险；地缘政治与贸易冲突风险；技术人才紧缺和人才流失的风险。

- 1 **CXO 板块2024 年三季报总结**
- 2 **2025 经营端展望：海外持续修复，国内逐步企稳**
- 3 **2025 投资建议：高基数出清，CXO 估值底部，情绪回暖支撑估值提升**

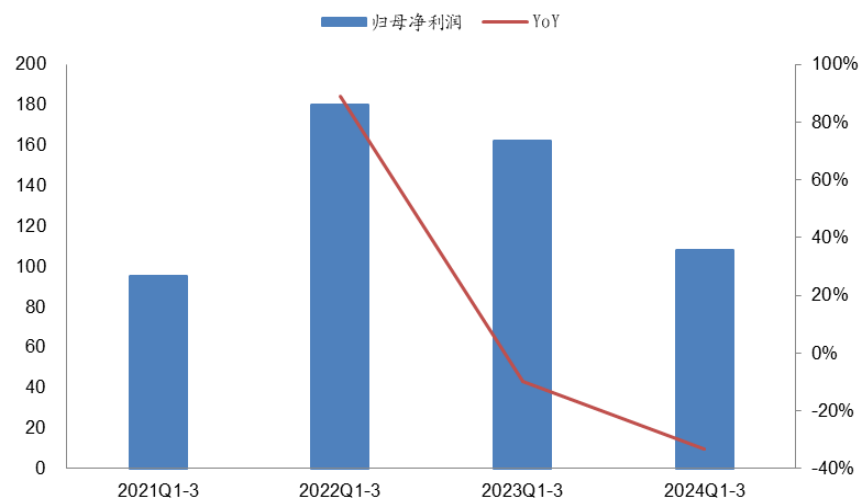
## 业绩端分化较为明显，整体短期承压

- 我们以22家CXO公司为例（具体样本公司见下页），2024前三季度板块整体实现营业收入636.17亿元，同比下降7.76%；归母净利润107.97亿元，同比下降33.38%。表观业绩增速放缓，我们认为有多项因素导致，1) 2023年部分大订单交付等因素，同期业绩相对高基数，如药明康德、凯莱英、博腾股份等；2) 部分细分赛道高景气，需求旺盛，业绩表现较好，如诺泰生物、圣诺生物等；3) 行业竞争加剧，部分企业增速放缓，盈利能力有所下降。
- 但单季度看，多数公司已在Q2、Q3呈现环比改善趋势。

CXO板块公司收入表现（亿元）



CXO板块公司利润表现（亿元）



资料来源：iFind、华安证券研究所

# 业绩端分化较为明显，整体短期承压

CXO公司业绩增速情况

代码	公司简称	营业收入同比增速 (Q1-3)			营业收入同比增速 (单Q3)			3Q24营收环比增速	归母净利润同比增速 (Q1-3)			归母净利润同比增速 (单Q3)			3Q24归母环比增速
		2022Q1-3	2023Q1-3	2024Q1-3	3Q22	3Q23	3Q24		2022Q1-3	2023Q1-3	2024Q1-3	3Q22	3Q23	3Q24	
603259.SH	药明康德	69%	6%	-9%	78%	0%	-2%	13%	107%	9%	-19%	209%	1%	-7%	0%
	剔除大订单后			5%			5%								
300759.SZ	康龙化成	41%	22%	-1%	37%	5%	0%	10%	-8%	19%	25%	-21%	-6%	-3%	-65%
002821.SZ	凯莱英	186%	-8%	-42%	138%	-36%	-18%	11%	292%	-19%	68%	269%	-47%	40%	-3%
	剔除大订单后			5%			2%								
300347.SZ	泰格医药	75%	3%	-10%	35%	7%	-12%	1%	-10%	17%	57%	-22%	19%	-5%	24%
603456.SH	九洲药业	58%	10%	-15%	25%	-7%	-9%	7%	57%	30%	35%	39%	25%	-5%	-35%
300363.SZ	博腾股份	212%	-40%	-42%	68%	-46%	1%	15%	337%	-71%	-46%	150%	-89%	-188%	52%
	剔除大订单后			约6%			约29%								
688202.SH	美迪西	53%	17%	-40%	65%	-38%	-10%	1%	54%	-59%	-212%	70%	-144%	-4%	-79%
688131.SH	皓元医药	37%	42%	20%	45%	42%	4%	2%	10%	-25%	21%	-15%	-44%	252%	36%
300725.SZ	药石科技	18%	15%	-12%	60%	-1%	-14%	4%	-44%	-38%	-14%	58%	-58%	-8%	-33%
603127.SH	昭衍新药	45%	30%	-16%	55%	15%	-16%	7%	155%	-48%	-21%	177%	-9%	8%	-3%
300149.SZ	睿智医药	-19%	-19%	-17%	-17%	-16%	-12%	10%	6799%	-103%	97%	589%	-124%	108%	103%
688621.SH	阳光诺和	45%	42%	22%	46%	35%	53%	14%	51%	33%	21%	59%	28%	1%	-22%
688076.SH	诺泰生物	-13%	49%	107%	-19%	171%	36%	-12%	-27%	72%	282%	-16%	172%	147%	-23%
301333.SZ	诺思格	/	11%	5%	-4%	14%	2%	9%	19%	50%	33%	11%	77%	-5%	-27%
301096.SZ	百诚医药	74%	73%	24%	116%	66%	-32%	-37%	125%	39%	30%	155%	36%	-1%	-91%
301257.SZ	普蕊斯	/	42%	13%	14%	25%	2%	5%	-13%	164%	28%	13%	107%	5%	-46%
300404.SZ	博济医药	45%	33%	47%	10%	22%	70%	23%	-36%	8%	88%	-66%	-17%	143%	-4%
688222.SH	成都先导	-10%	12%	5%	9%	13%	5%	9%	-65%	75%	65%	94%	-29%	6%	632%
688238.SH	和元生物	36%	-38%	35%	24%	-34%	33%	32%	17%	-310%	-67%	2%	-289%	-191%	-7%
688265.SH	南模生物	7%	39%	-2%	26%	2%	1%	6%	-100%	-19364%	4%	-141%	-136%	4%	-261%
688046.SH	药康生物	/	18%	5%	34%	17%	7%	8%	50%	-8%	17%	19%	-14%	-6%	-53%
688117.SH	圣诺生物	-13%	4%	14%	9%	26%	18%	46%	-9%	-11%	64%	7%	-28%	140%	561%

资料来源：iFind、华安证券研究所

## 业绩端分化较为明显，短期承压

- 单季度看，已有较多公司收入端24Q2、Q3呈现环比改善趋势。

### CXO公司业绩增速情况

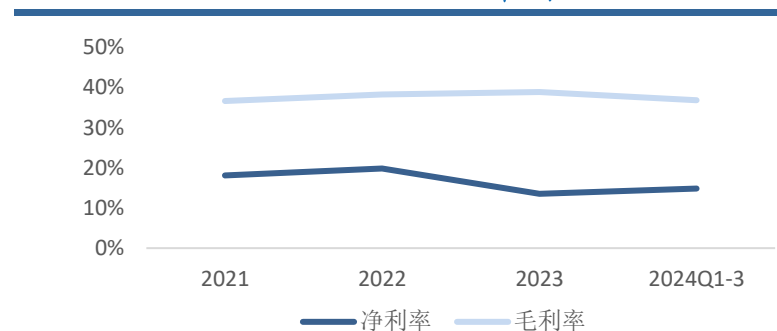
代码	公司简称	营业收入环比增速情况			归母净利润环比增速情况		
		2Q24环比增速	3Q24环比增速	趋势	2Q24环比增速	3Q24环比增速	趋势
603259.SH	药明康德	16%	13%	↑↑	18%	0%	↑↓
300759.SZ	康龙化成	10%	10%	↑↑	283%	-65%	↑↓
002821.SZ	凯莱英	-7%	11%	↓↑	-23%	-3%	↓↓
300347.SZ	泰格医药	2%	1%	↑↑	10%	24%	↑↑
603456.SH	九洲药业	-13%	-7%	↓↓	1%	-35%	↑↓
300363.SZ	博腾股份	0%	15%	↑↑	21%	52%	↑↑
688202.SH	美迪西	1%	7%	↑↑	13%	-79%	↑↓
688131.SH	皓元医药	9%	2%	↑↑	220%	36%	↑↑
300725.SZ	药石科技	-3%	4%	↓↑	-1%	-33%	↓↓
603127.SH	昭衍新药	61%	-7%	↑↓	138%	-3%	↑↓
300149.SZ	睿智医药	-2%	10%	↓↑	-47%	103%	↓↑
688621.SH	阳光诺和	23%	14%	↑↑	4%	-22%	↑↓
688076.SH	诺泰生物	34%	-12%	↑↓	142%	-23%	↑↓
301333.SZ	诺思格	14%	-9%	↑↓	54%	-27%	↑↓
301096.SZ	百诚医药	43%	-37%	↑↓	69%	-91%	↑↓
301257.SZ	普蕊斯	14%	-5%	↑↓	42%	-46%	↑↓
300404.SZ	博济医药	4%	23%	↑↑	-18%	-4%	↓↓
688222.SH	成都先导	-19%	19%	↓↑	-127%	632%	↓↑
688238.SH	和元生物	-10%	32%	↓↑	-69%	-7%	↓↓
688265.SH	南模生物	13%	-6%	↑↓	129%	-261%	↑↓
688046.SH	药康生物	17%	-8%	↑↓	59%	-53%	↑↓
688117.SH	圣诺生物	-9%	46%	↓↑	-68%	561%	↓↑

资料来源：iFind、华安证券研究所

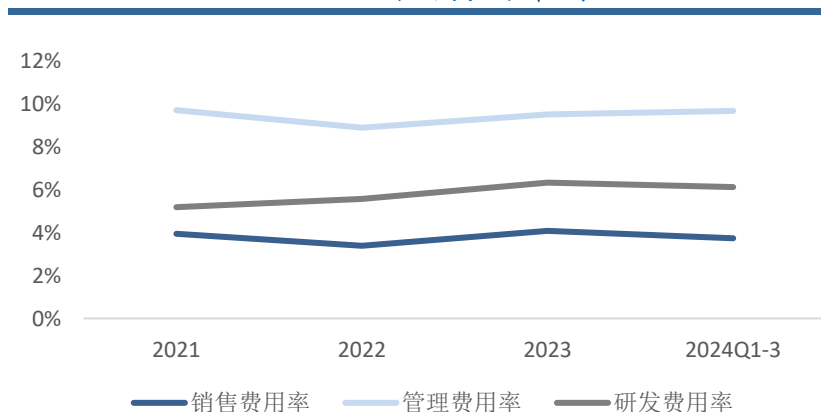
# 利润端短期承压，静待修复

- 整体看，CXO板块公司毛利率与净利率水平自2023年开始有所下滑。我们认为由多方面因素共同影响：1) 部分企业大订单交付完成，逐步回归常规业务。2) 生物医药领域投融资波动，同时行业竞争加剧，部分企业业务毛利率受到影响。3) 费用方面，部分企业为推动市场开拓/订单获取，加大销售费用投入；部分企业股权激励费用支出较多，管理费用加大；研发持续高投入。

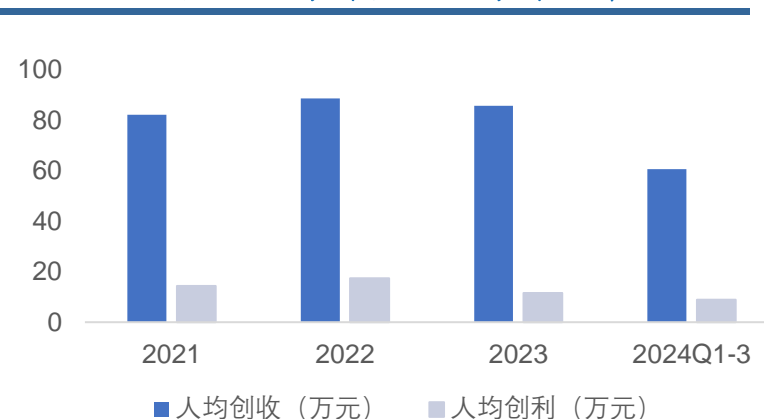
CXO板块盈利水平情况



CXO板块期间费用率情况



CXO板块人均创收及人均创利情况



资料来源：iFind、华安证券研究所



# 利润端短期承压，静待修复

## CXO公司毛利率与净利率情况

代码	公司简称	毛利率(%)					趋势	净利率(%)					趋势
		2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3		2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	
603259.SH	药明康德	36%	37%	41%	41%	41%		22%	23%	24%	28%	24%	
300759.SZ	康龙化成	36%	37%	36%	36%	34%		22%	13%	14%	13%	16%	↑
002821.SZ	凯莱英	44%	47%	51%	54%	44%		23%	32%	29%	34%	17%	
300347.SZ	泰格医药	44%	40%	39%	40%	39%		65%	32%	29%	36%	18%	
603456.SH	九洲药业	33%	35%	38%	39%	35%		16%	17%	19%	21%	16%	
300363.SZ	博腾股份	41%	52%	41%	46%	23%		15%	28%	5%	12%	-13%	
688202.SH	美迪西	45%	41%	24%	32%	7%		24%	20%	-2%	10%	-16%	
688131.SH	皓元医药	54%	51%	45%	48%	48%		20%	14%	7%	8%	9%	↑
300725.SZ	药石科技	48%	45%	43%	43%	40%		42%	20%	11%	12%	12%	
603127.SH	昭衍新药	49%	48%	43%	44%	27%		37%	47%	16%	21%	-6%	
300149.SZ	睿智医药	32%	25%	26%	25%	19%		-24%	27%	-81%	-4%	-9%	
688621.SH	阳光诺和	53%	55%	57%	56%	52%		22%	23%	20%	25%	22%	
688076.SH	诺泰生物	56%	58%	61%	61%	69%	↑	17%	19%	16%	13%	28%	↑
301333.SZ	诺思格	38%	37%	40%	39%	39%		16%	18%	23%	24%	15%	
301096.SZ	百诚医药	67%	67%	66%	67%	61%		30%	32%	27%	28%	20%	
301257.SZ	普蕊斯	26%	27%	30%	30%	25%		11%	12%	18%	19%	12%	
300404.SZ	博济医药	43%	38%	33%	36%	32%		13%	7%	5%	7%	8%	↑
688222.SH	成都先导	47%	48%	49%	44%	49%	↑	20%	8%	11%	8%	10%	↑
688238.SH	和元生物	51%	44%	-7%	5%	-22%		21%	13%	-62%	-52%	-103%	
688265.SH	南模生物	61%	42%	42%	42%	44%	↑	22%	-2%	-6%	-5%	-6%	
688046.SH	药康生物	74%	71%	68%	69%	64%		32%	32%	26%	26%	19%	
688117.SH	圣诺生物	72%	65%	64%	63%	59%		16%	16%	16%	12%	17%	↑

资料来源：iFind、华安证券研究所

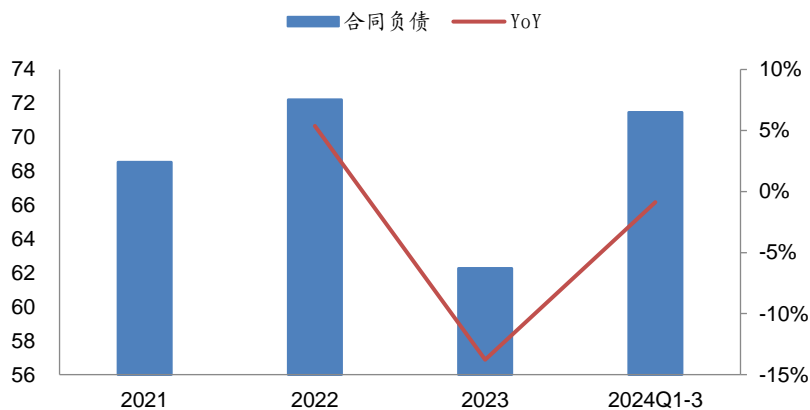
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

# 合同负债短期有所波动，3Q24略有回升

- 合同负债短期有所波动。2024前三季度CXO板块公司整体合同负债达71.47亿元，相较于2023年底上涨14.8%；同比2023前三季度下降0.87%，环比24年二季度末上升1.82%。
- 其中，合同负债体量较大的有药明康德（25亿）、昭衍新药（11亿）、康龙化成（9亿）。
- 增速较快的有药石科技（+86%）、成都先导（+55%）、阳光诺和（+22%）。

CXO板块合同负债情况（亿元）



CXO公司合同负债（亿元）

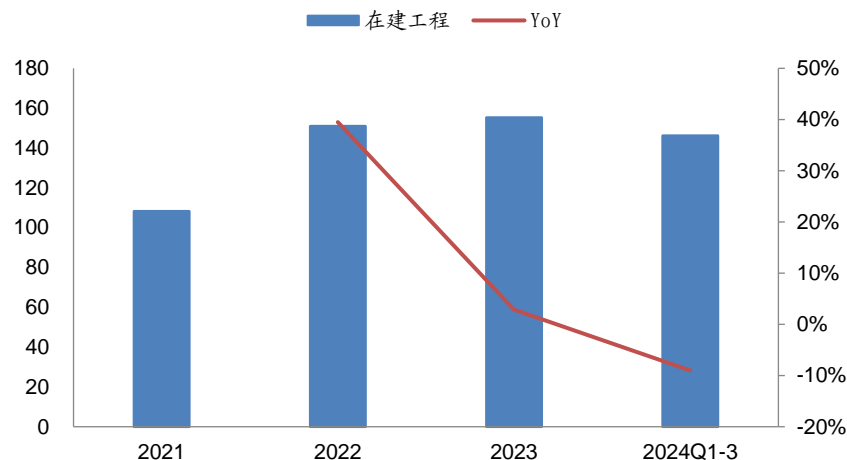
代码	公司简称	合同负债				
		2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3
603259.SH	药明康德	29.86	24.97	19.55	22.97	24.71
300759.SZ	康龙化成	6.80	8.32	7.41	8.54	8.99
002821.SZ	凯莱英	1.31	2.77	2.21	3.56	2.67
300347.SZ	泰格医药	7.90	9.40	6.80	7.94	8.10
603456.SH	九洲药业	0.50	0.83	0.75	0.78	0.92
300363.SZ	博腾股份	0.64	0.74	0.58	0.68	0.83
688202.SH	美迪西	1.52	0.86	0.63	0.44	0.47
688131.SH	皓元医药	0.23	0.59	0.65	0.73	0.80
300725.SZ	药石科技	0.28	0.39	0.33	0.34	0.64
603127.SH	昭衍新药	9.72	12.95	11.52	13.71	10.64
300149.SZ	睿智医药	0.55	0.74	0.73	1.00	0.57
688621.SH	阳光诺和	2.00	2.06	2.21	2.31	2.83
688076.SH	诺泰生物	0.26	0.07	0.08	0.38	0.36
301333.SZ	诺思格	1.51	1.83	2.00	1.90	2.28
301096.SZ	百诚医药	0.71	0.63	0.74	0.91	0.93
301257.SZ	普蕊斯	0.92	1.15	1.58	1.57	1.29
300404.SZ	博济医药	1.53	1.60	1.74	1.76	1.82
688222.SH	成都先导	0.25	0.18	0.31	0.14	0.21
688238.SH	和元生物	0.38	0.20	0.35	0.27	0.26
688265.SH	南模生物	0.74	0.88	0.91	0.95	0.87
688046.SH	药康生物	0.76	0.89	1.08	0.99	1.08
688117.SH	圣诺生物	0.15	0.18	0.10	0.24	0.21

资料来源：iFind、华安证券研究所

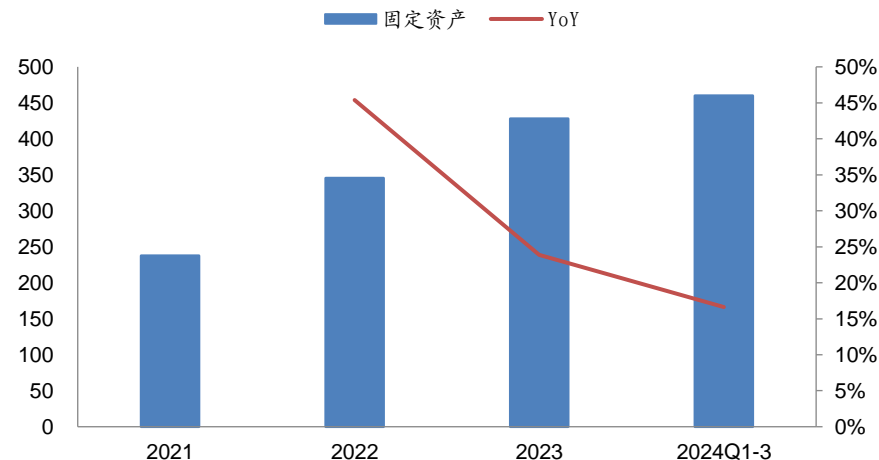
# 产能建设进展逐步放缓

- **产能建设进展逐步放缓。**截止2024三季度末，CXO板块公司在建工程达146.17元，同比下降9.01%；固定资产达459.94亿元，同比增长16.63%。在建工程增速进一步放缓。
- 固定资产截至2024三季度末，体量较大的有药明康德（183亿）、康龙化成（76亿）、凯莱英（40亿）。相较于2023年末增速较快的圣诺生物（+34%）、诺思格（+30%）、和元生物（+27%）。
- 在建工程截至2024三季度末，体量较大的有药明康德（60亿）、康龙化成（22亿）、凯莱英（18亿）。相较于2023年末增速较快的有皓元医药（+74%）、睿智医药（+61%）、泰格医药（+59%）。

CXO板块在建工程情况（亿元）



CXO板块固定资产情况（亿元）



资料来源：iFind、华安证券研究所

# 产能建设进展逐步放缓

CXO公司在建工程及固定资产情况 (亿元)

证券代码	公司简称	在建工程						固定资产					
		2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	同比增速	2021	2022	2023	2023Q1-3	2024Q1-3	同比增速
603259.SH	药明康德	57.72	74.73	69.82	76.13	60.26	-21%	85.54	141.71	171.90	157.18	183.43	17%
300759.SZ	康龙化成	13.74	16.71	26.33	27.46	21.59	-21%	39.23	56.65	64.97	61.15	76.38	25%
002821.SZ	凯莱英	10.47	10.72	13.31	9.82	17.66	80%	22.44	36.22	39.13	39.34	39.91	1%
300347.SZ	泰格医药	2.17	1.86	3.24	2.50	5.17	107%	4.38	5.66	6.39	6.49	5.85	-10%
603456.SH	九洲药业	4.51	7.98	11.16	10.11	13.66	35%	21.70	22.91	25.06	24.15	26.86	11%
300363.SZ	博腾股份	3.42	10.29	6.93	6.71	8.30	24%	17.48	21.20	28.75	27.59	27.83	1%
688202.SH	美迪西	1.01	1.40	1.43	1.10	1.57	43%	4.11	5.77	6.73	6.54	6.30	-4%
688131.SH	皓元医药	1.16	2.47	1.52	3.39	2.65	-22%	2.30	6.23	8.75	6.39	8.28	30%
300725.SZ	药石科技	5.75	3.58	2.56	2.68	2.37	-22%	5.96	13.04	14.95	14.97	14.62	-2%
603127.SH	昭衍新药	1.27	2.78	3.42	3.41	3.24	-5%	4.93	5.90	5.83	5.80	6.70	16%
300149.SZ	睿智医药	2.36	0.64	0.08	0.37	0.13	-65%	6.71	3.19	3.74	4.49	3.49	-22%
688621.SH	阳光诺和	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.87	1.43	1.59	1.51	1.61	7%
688076.SH	诺泰生物	0.30	1.56	1.83	2.65	2.11	-21%	6.65	8.07	11.96	9.06	13.33	47%
301333.SZ	诺思格	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.22	0.35	0.30	0.32	0.40	25%
301096.SZ	百诚医药	1.04	5.46	4.48	2.91	1.91	-34%	4.47	5.22	12.91	11.99	16.03	34%
301257.SZ	普蕊斯	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	/	0.07	0.09	0.11	0.11	0.11	-2%
300404.SZ	博济医药	0.11	0.92	1.21	1.17	0.01	-100%	2.08	2.04	2.09	2.07	2.48	20%
688222.SH	成都先导	0.00	0.00	0.23	0.00	0.32	/	2.82	2.64	2.55	2.60	2.64	1%
688238.SH	和元生物	1.92	5.73	3.46	4.19	0.62	-85%	0.91	1.98	10.46	7.03	13.32	90%
688265.SH	南模生物	0.20	1.55	0.61	1.84	0.67	-64%	1.14	1.20	2.84	1.52	2.69	77%
688046.SH	药康生物	0.53	1.72	0.90	2.59	0.92	-65%	1.76	1.94	4.87	2.05	4.90	139%
688117.SH	圣诺生物	0.50	0.84	2.74	1.62	3.02	85%	1.84	1.99	2.08	2.03	2.78	37%

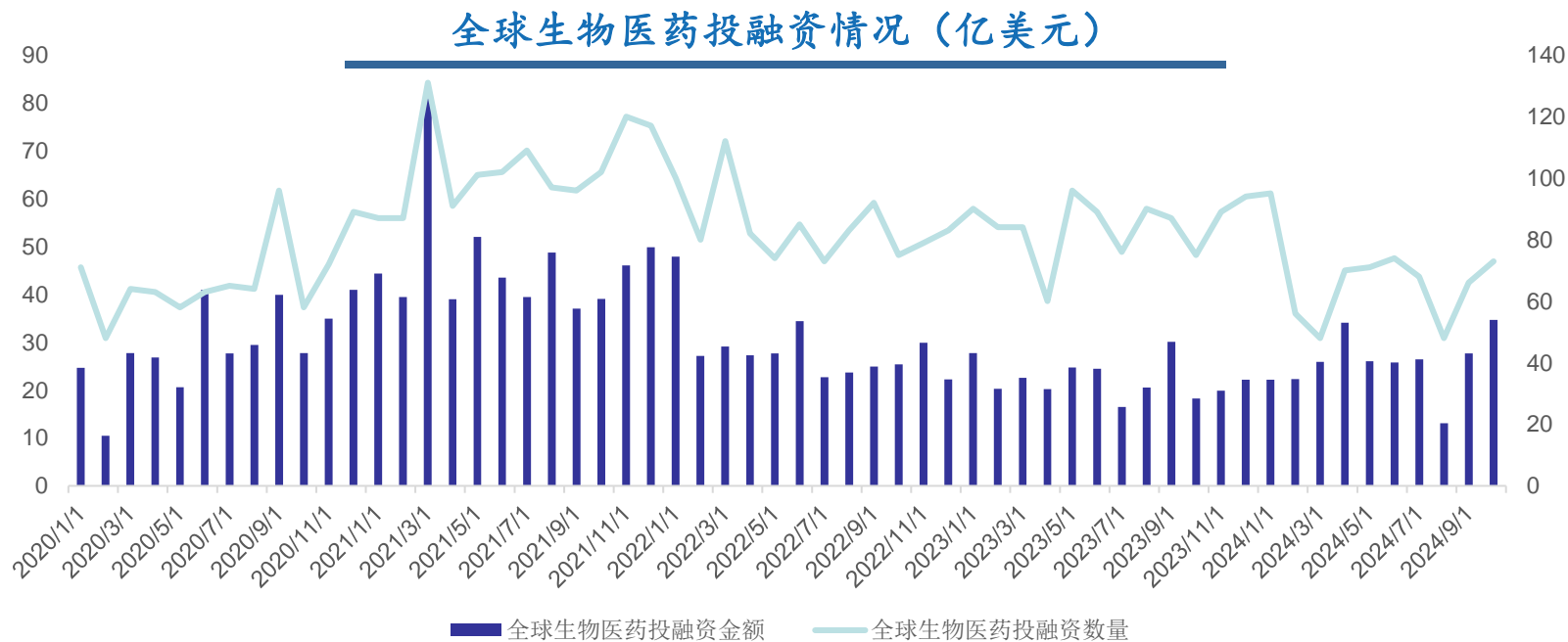
资料来源: iFind、华安证券研究所



- 1 *CXO 板块2024 年三季报总结*
- 2 *2025 经营端展望：海外持续修复，国内逐步企稳*
- 3 *2025 投资建议：高基数出清，CXO 估值底部，情绪回暖支撑估值提升*

# 全球生物医药投融资已趋于回暖

- 全球生物医药投融资已逐步回暖。根据动脉橙，2024年1-10月全球生物医药领域投融资交易金额约257.97亿美元，同比改善10%。单看十月，实现投融资34.65亿美元，同比提升90%，较24年9月环比改善25%。



资料来源：动脉橙，warrenQ，华安证券研究所



# CXO出海业务已实现环比改善

企业	公司国内业务收入				公司海外业务收入			
	24Q1	24Q2	24Q3	趋势	24Q1	24Q2	24Q3	趋势
药明康德	15.9亿元 同比-3.3%	18.1亿元 同比+16% 环比+14%	17.6亿元 同比-12% 环比-3%	↑ ↓	美国收入49亿元 剔除大订单+0.4%	美国收入58亿元 环比+19%	美国收入69亿元 环比+19%	↑ ↑
					欧洲收入10.7亿元 环比-25%	欧洲收入11.5亿元 环比+7.5%	欧洲收入13.1亿元 环比+14%	↑ ↑
					日韩及其他4.2亿元 环比-19%	日韩及其他4.9亿元 环比+17%	日韩及其他4.9亿元 环比持平	↑
康龙化成	1H24收入8.43亿元 同比-13.22%	4.87亿元 同比-8.46%	↓ ↓	北美客户1H24收入36.68亿元 同比-0.20%	北美收入20.63亿元 同比+13%	↓ ↑		
				欧洲客户1H24收入9.46亿元 同比+9.98%	欧洲收入5.8亿元 同比+26%	↑ ↑		
博腾股份	1H24收入4.16亿元 同比+18.86%	1.62亿元 同比约-4%	↑ ↓	1H24收入9.36亿元 同比-53%	海外6.12亿元 同比约+31%	↓ ↑		
九洲药业	1H24收入6.13亿元 同比-17.7%	没有恢复到正 常水平	↓ ↓	1H24收入21.51亿元 同比-14%	海外投融资持续好 转	↓ ↑		
药石科技	1H24收入2.08亿元 同比-33.39%	1.18亿元 同比+15%	↓ ↑	1H24收入5.36亿元 同比+0.96%	2.66亿元 同比-22%	↑ ↓		
美迪西	1H24收入3.31亿元 同比-48.84%	行业竞争加剧	↓ ↓	1H24收入1.89亿元 同比-16.21%	同比实现增长	↓ ↑		

资料来源：各公司公告，iFind，华安证券研究所

# 订单环比改善，回暖信号已现

## 部分CXO公司订单情况

企业	客户情况	订单情况
药明康德	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024前三季度新增客户800+，维持现有庞大6,000+活跃客户</li> <li>全球前20大制药企业客户收入112.2亿，剔除新冠商业化项目同比+23.1%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>截至2024年9月底，在手订单438.2亿，同比+35.2%。</li> <li>化学板块，24Q1-3新增商业化和临床三期项目20个。</li> </ul>
凯莱英	<ul style="list-style-type: none"> <li>剔除大订单，24Q1-3来自跨国大制药公司收入20.13亿元，同比增长11.1%。来自中小制药公司收入21.27亿元，同比下降1.1%，其中来自境外中小制药公司收入10.78亿元，同比下降0.03%，与去年同期基本持平。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>多肽、ADC、小核酸等药物类别市场持续活跃，加速多肽业务拓展和产能建设，获得多个跨国制药公司的多肽临床中后期项目，与国内重要客户签订GLP-1多肽商业化订单。</li> <li>从在手订单和执行情况看，第四季度新兴业务将重新恢复增长态势。</li> </ul>
康龙化成	<ul style="list-style-type: none"> <li>TOP20 药企收入增长3.4%；其它客户收入增长2.9%。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1-3Q2024 新签订单同比增长18%+，连续三个季度实现复苏。其中，实验室服务板块新签订单同比增长12%+；CMC板块新签订单同比增长30%+；</li> </ul>

资料来源：各公司公告，华安证券研究所



# 订单环比改善，回暖信号已现

## 部分CXO公司订单情况

企业	客户情况	订单情况
博腾股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>海外市场今年询盘量和客户开发较之前有比较大的改善，增量主要来自公司管线扩大、项目导流等漏斗池。海外市场价格保持在稳定的区间。</li> <li>国内市场方面，公司积极提升市场覆盖率，争取更多市场份额。国内市场竞争仍然比较激烈，价格视项目不同有所差异。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>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，因此，基于在手订单交付节奏，公司维持对全年收入（扣除大订单口径）同比实现正增长的预期指引。</li> </ul>
九洲药业	<ul style="list-style-type: none"> <li>从业务发展趋势看，CDMO业务三季度同比稳中有升，四季度预期会继续向好，预计全年毛利率维持40%左右的水平。</li> <li>公司与现有的大客户保持良好关系，新增项目增长较快；加强海外BD团队建设，搭建美国、日本、德国在内的海外研发平台，推动新客户持续增加，尤其是在日韩市场，新签订单项目和客户数保持较快增长，CDMO行业已在回暖。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司第三季度的订单延期上半年的良好态势。2024年前三季度，公司新增项目数同比增长15%左右，其中新承接项目一半以上来自海外，偏业务链后端项目占比较高，欧洲市场是公司业务主要来源。</li> <li>多肽在手订单好于预期，新增项目数尤其是NDA项目快速增长，在手订单达到大几千万水平。</li> </ul>
药石科技	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前总体在手订单以欧美客户订单为主，占比70%左右，亚太日韩地区占比30%左右。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司六月末在手订单金额同比增长20%，三季度持续保持向好趋势。目前，公司的订单主要集中在早期阶段的项目。</li> </ul>
昭衍新药	/	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司前三季度累计新签订单金额约人民币14亿元，截止3Q24，公司整体在手订单金额约人民币26.5亿元。</li> </ul>

资料来源：各公司公告，华安证券研究所



# CRO行业全球需求仍有待回暖

类型	公司	关键指标	2024FY业绩指引				趋势	备注
			2023年报所示	2024一季报所修改	2024半年报所修改	2024三季报所修改		
药物发现及临床前CRO	CRL	收入增速	1.0% – 4.0%	1.0% – 4.0%	(4.5)% – (2.5)%	(3.0)%-(2.0)%	↓ ↑	行业需求没有进一步恶化迹象，全球需求好于预期，Q3较Q2改善
		GAAP EPS/\$	7.90 – 8.40	7.60 – 8.10	5.65 – 5.95	5.30 - 5.50	↓ ↓	
CDMO	Lonza	CER sales growth	Flat		Flat		持平	
		CORE EBITDA margin	in high twenties		in high twenties (27–29%)		持平	
临床CRO	IQVIA	收入/\$M (增速)	15400-15650 (2.8%-4.4%)	15325-15575 (2.3%-3.9%)	15425-15525 (2.9%-3.6%)	15350-15400 (2.4%-2.8%)	↓ ↓	因重大试验推迟下调全年预期，Q3末在手订单创新高
		Adjusted EBITDA/\$M (增速)	3700-3800 (3.7%-6.5%)	3700-3800 (3.7%-6.5%)	3705-3765 (3.8%-5.5%)	3675-3700 (2.9%-3.7%)	↓	
		Adjusted EPS/\$ (增速)	10.95-11.25 (7.4%-10.3%)	10.95-11.25 (7.4%-10.3%)	11.10-11.30 (8.8%-10.8%)	11.10-11.20 (8.8%-9.8%)	↑ ↓	
	MEDPACE	收入/\$M (增速)	2150-2200 (14.0%-16.7%)	2150-2200 (14.0%-16.7%)	2125-2175 (12.7%-15.3%)	2090-2130 (10.8%-12.9%)	↓ ↓	订单取消量增加
		EBITDA/\$M (增速)	400.0-430.0 (10.3%-18.6%)	415.0-445.0 (14.5%-22.8%)	430.0-460.0 (18.6%-26.9%)	450.0-470.0 (24.1%-29.7%)	↑ ↑	
		Net Income/\$M (增速)	326.0-348.0 (15.3%-23.1%)	347.0-369.0 (22.7%-30.5%)	361.0-383.0 (27.7%-35.4%)	376.0-388.0 (33.0%-37.2%)	↑ ↑	
	ICON	收入/\$M (增速)	8400-8800 (3.4%-8.4%)	8480-8720 (4.4%-7.4%)	8450-8550 (4.1%-5.3%)	8260-8300 (1.7%-2.2%)	↓ ↓	对未来几个季度生物技术领域的复苏持谨慎态度
		Adjusted EPS/\$ (增速)	14.50-15.30 (13.4%-19.6%)	14.65-15.15 (14.5%-18.5%)	15.00-15.20 (17.3%-18.8%)	13.90-14.10 (8.7%-10.2%)	↓ ↓	
	Labcorp	收入/\$B (增速)	15.7-16.0 (4.7%-6.5%)	15.7-16.0 (4.8%-6.4%)	16.0-16.1 (6.4-7.5%)	16.0-16.1 (6.6%-7.3%)	↑	受Invitae的收购影响
		Adjusted EPS/\$ (增速)	14.30-15.40 (5.5%-13.6%)	14.45-15.35 (6.6%-13.2%)	14.30-14.90 (5.5%-9.9%)	14.30-14.70 (5.5%-8.4%)	↓ ↓	

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

## 国内创新药支持政策频出，行业需求有望逐步回暖

- 随着创新药支持政策的陆续出台，行业有望逐步迎来修复。近期关于创新药的支持政策持续推出，同时《全链条支持创新药发展实施方案》指出要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。随着后续各地方案的逐步推进与落地，创新药全产业链公司有望回暖。

### 政府持续加大对创新药研发企业支持

政策名称	时间	所属部门	主要内容
《关于征求<关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知>意见的函》	2024年2月5日	国家医保局	坚持药品价格由市场决定，更好发挥政府作用，整体提高新药挂网效率，支持高质量创新药品获得“与高投入、高风险相符的收益回报”。
《2024政府工作报告》	2024年3月5日	国务院办公厅	明确提出了加快创新药等产业发展
《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（公开征求意见稿）》	2024年4月1日	珠海市工业和信息化局	支持创新药高质量发展
《广州开发区(黄埔区)促进生物医药产业高质量发展办法》	2024年4月7日	广州开发区科技创新局	支持创新药高质量发展

资料来源：各政府官网，华安证券研究所

# 国内创新药支持政策频出，行业需求有望逐步回暖

## 政府持续加大对创新药研发企业支持（续表）

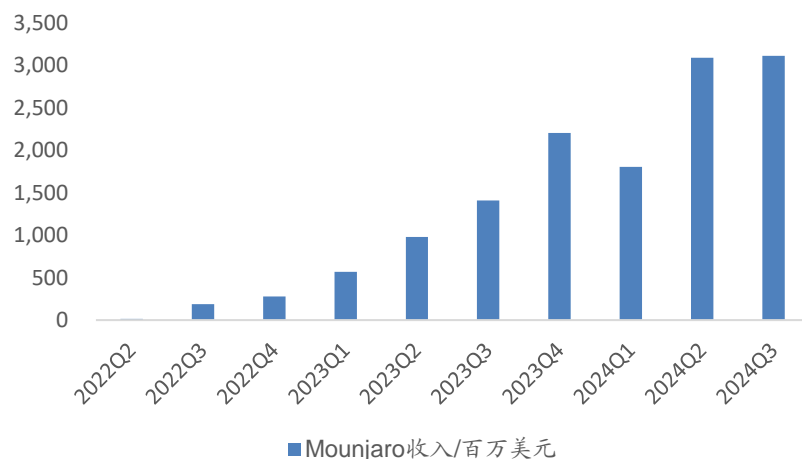
政策名称	时间	所属部门	主要内容
关于对《北京市医疗保障局等9部门北京市支持创新药高质量发展若干措施(2024) (征求意见稿)》公开征求意见的公告	2024年4月7日	北京市医疗保障局等九部门	支持创新药高质量发展
《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	2024年6月6日	国务院办公厅	1.加强医改组织领导；2.推广三明医改经验；3.进一步完善医疗卫生服务体系；4.推动公立医院高质量发展；5.建立多层次医疗保障体系；6.深化药品领域改革创新；7.统筹推进其他重点改革。
《全链条支持创新药发展实施方案》	2024年7月5日	国务院办公厅	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。
《关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	2024年7月30日	上海市人民政府办公厅	大力提升创新策源能力、推动临床资源更好赋能产业发展、推动审评审批进一步提速、加快创新产品应用推广、加强为企业服务和产业化落地支持、强化投融资支持、释放数据要素资源价值、推动产业国际化发展等八个方面。
《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	2024年7月31日	国家药监局	优化创新药临床试验审评审批机制，强化药物临床试验申请人主体责任，提升药物临床试验相关方对创新药临床试验的风险识别和管理能力，探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时。

资料来源：各政府官网，华安证券研究所

# GLP-1 药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

- 2024年8月8日，礼来公布其2024年第三季度业绩，3Q24实现营业收入114.39亿美元，同比增长20%。推动业绩增长的新产品主要是Mounjaro（替尔泊肽，糖尿病药物）、Zepbound（替尔泊肽，肥胖适应症）等。由于库存减少，Mounjaro和Zepbound在美国的销量不及预期，公司下调业绩指引。
- Mounjaro（替尔泊肽）于2022年5月获批上市，改善2型糖尿病患者血糖控制。2022年该产品销售额约4.83亿美元，2023年全年实现销售额51.63亿美元，增长显著。2024年第三季度，该产品销售额约达31.13亿美元，同比增长17亿美元。
- Zepbound（替尔泊肽）于2023年11月上市，获批减肥减重适应症。该产品已经上市，便实现迅速放量，至23年底已实现销售额1.75亿美元。2024年Q1为上市后首个完整销售季度，实现销售额5.17亿美元。Q3销售12.6亿美元。

## Mounjaro自上市起销售额情况



## 礼来3Q24重修全年业绩指引

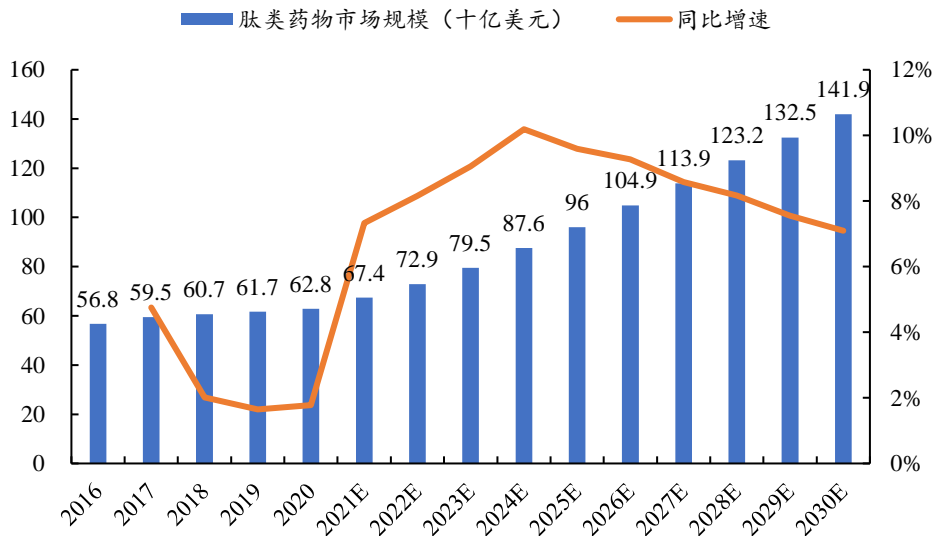
	Prior	Updated
REVENUE	\$45.4 – \$46.6 billion	\$45.4 – \$46.0 billion
<b>GROSS MARGIN – OPEX<sup>1</sup></b>		
REVENUE		
(REPORTED)	36% – 38%	Unchanged
(NON-GAAP)	37% – 39%	Unchanged
<b>OTHER INCOME/(EXPENSE)</b>		
(REPORTED)	\$(525) – \$(425) million	\$(425) – \$(325) million
(NON-GAAP)	\$(400) – \$(300) million	Unchanged
<b>TAX RATE</b>	Approx. 15%	Approx. 17%
<b>EARNINGS PER SHARE<sup>2</sup></b>		
(REPORTED)	\$15.10 – \$15.60	\$12.05 – \$12.55
(NON-GAAP)	\$16.10 – \$16.60	\$13.02 – \$13.52

资料来源：Lilly公司官网，华安证券研究所

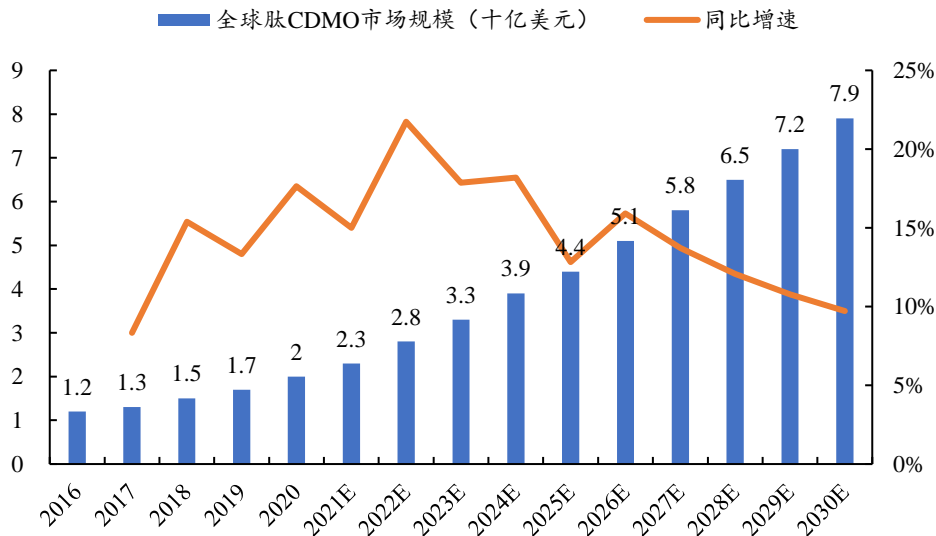
# 多肽药物市场规模巨大，多肽产业链潜力突出

- 2016~2020年，FDA批准47款肽类药物，全球共获批约80种肽类药物，绝大多数均用于治疗糖尿病及其他代谢类疾病。2020年全球肽类药物市场规模达628亿美元，预计2025年将增至960亿美元，年复合增长率为8.8%。
- 根据沙利文数据，2016年全球肽CDMO市场为12亿美元，到2020年增至20亿美元，年复合增长率为13.3%。预计到2025年市场规模达44亿美元，2020~2025年复合增长率为17.7%。

全球肽类药物市场规模



全球肽类药物CDMO市场规模



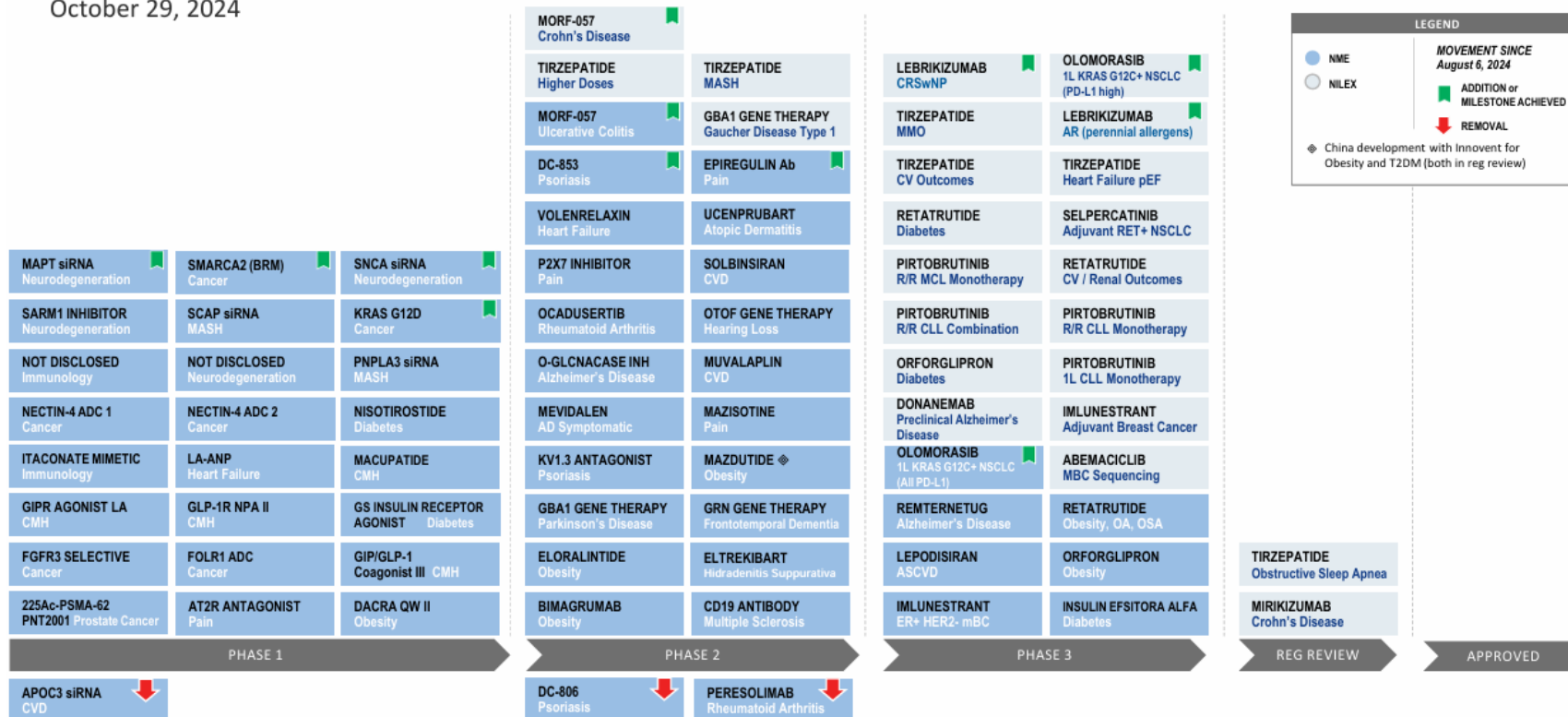
资料来源：昂博招股说明书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

# GLP-1 药物需求旺盛，助力礼来强劲增长

- 礼来持续拓展替尔泊肽适应症版图，除减肥和糖尿病还针对心血管疾病、慢性肾病、NASH等慢性病适应症进行布局。随着临床管线的推进及后续适应症的获批，替尔泊肽的市场空间有望进一步扩大。

## 礼来临床管线布局（截至3Q24）

October 29, 2024

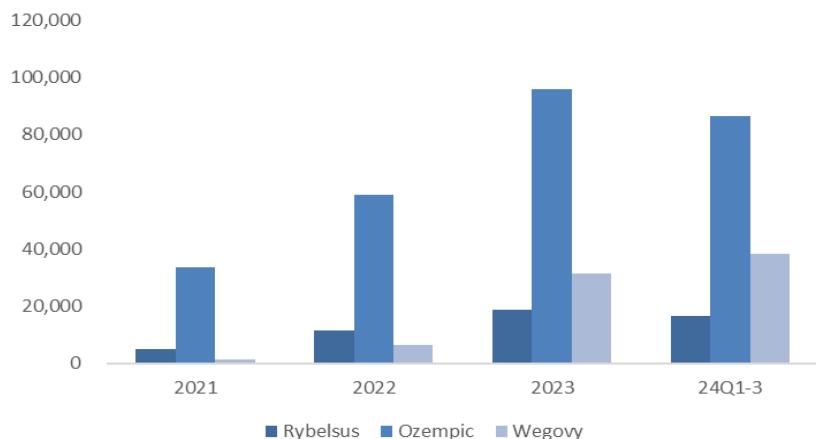


资料来源：Lilly公司官网，华安证券研究所

# GLP-1 药物需求旺盛，司美格鲁肽放量显著

- 2024年11月6日，诺和诺德公布2024年第三季度业绩，3Q24实现营业收入713.11亿DKK（丹麦克朗），同比增长21%。主要增长驱动力在于司美格鲁肽的快速放量。
- 诺和诺德GLP-1类产品持续增长。24Q1-3公司GLP-1类药物销售额1069.52亿DKK，同比增长26%。其中司美格鲁肽增长最为快速，司美格鲁肽目前有Rybelsus、Ozempic、Wegovy三个品牌，前三季度Rybelsus（用于降糖，口服片剂）销售额163.84亿DKK，同比增长28%；Ozempic（降糖，皮下注射制剂）销售额约864.89亿DKK，同比增长32%；Wegovy（减重）增长更为显著，前三季度实现销售383.40亿DKK，同比增长76%。

## 诺和诺德GLP-1类产品销售情况（mm DKK）



## 诺和诺德收窄业绩指引

	Expectations 6 November 2024	Expectations 7 August 2024
Sales growth - at CER	23% to 27%	22% to 28%
Sales growth - reported	Around 1 percentage point lower	Around 1 percentage point lower
Operating profit growth - at CER	21% to 27%	20% to 28%
Operating profit growth - reported	Around 2 percentage points lower	Around 1 percentage point lower
Financial items (net)	Loss of around DKK 0.1 billion	Loss of around DKK 0.5 billion
Effective tax rate	20% to 21%	19% to 21%
Free cash flow	DKK 57 to 65 billion	DKK 59 to 69 billion

资料来源：诺和诺德公司官网，华安证券研究所



# 多肽药物持续活跃，多肽产业链潜力突出

## 部分多肽产业链公司产能及订单情况梳理

业务类型	企业	备注
CDMO	药明康德	<ul style="list-style-type: none"> <li>TIDES 业务（主要为寡核苷酸和多肽）继续放量。</li> <li>2024年前三季度TIDES业务收入达到人民币35.5亿元，同比强劲增长71.0%；预计全年TIDES收入增长将超过60%。</li> <li>订单方面，截至3Q24，TIDES在手订单同比增长196%。TIDES D&amp;M服务客户数同比提升20%，服务分子数量同比提升22%。</li> <li>产能方面，2024年1月，多肽固相合成反应釜总体积增加至32,000L，并将于2024年底达到41,000L；2025年产能将进一步增加。</li> </ul>
	凯莱英	<ul style="list-style-type: none"> <li>产能方面，加速多肽业务拓展和产能建设，获得多个跨国制药公司的多肽临床中后期项目，与国内重要客户签订GLP-1多肽商业化订单，截至3Q24多肽固相合成产能超20,000L。</li> <li>研发平台方面，持续推进新技术应用和工艺开发，酶连接技术在寡核苷酸和多肽固相-液相合成中的开发和应用，完成酶法从头合成RNA和酶法多肽片段连接的底物相关合成工艺开发。积累多种新型毒素连接子的工艺开发和优化。</li> </ul>
	九洲药业	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024上半年多肽偶联药物技术平台获得快速扩张，公司成立TIDES事业部。公司已经完成多肽平台和产能的布局规划，未来几年GMP产能将获得快速提升，以满足客户的需求。</li> <li>多肽在手订单好于预期，新增项目数尤其是NDA项目快速增长，在手订单达到大几千万水平，同时加快降糖类多肽客户开拓。</li> <li>产能方面，未来五年内公司将建成6条多肽GMP生产线，最终成品的产能达到2-3吨/年多肽产品的生产。公司也在规划建立多肽原料制剂一体化能力，将具备口服制剂和注射剂的生产能力。</li> </ul>

资料来源：各公司公告，华安证券研究所



# 多肽药物持续活跃，多肽产业链潜力突出

类型	企业	备注
原料药	诺泰生物	<ul style="list-style-type: none"> <li>产能方面，601多肽车间预计2024年底完成安装调试，602多肽车间预计2025年上半年完成建设、安装及调试，共将增加多肽产能10吨/年。另已启动多肽大规模化、科技化升级项目，新增更大吨位数多肽优质产能。</li> <li>公司小分子CDMO业务毛利率依旧位于行业领先水平。公司于2023年5月与欧洲某大型药企签约的合同总金额1.02亿美元CDMO长期供货合同于今年二季度已开始交付，预计下半年起将极大加快交付节奏。</li> <li>市场拓展：1) 欧洲，与多家头部仿制药企开展口服司美格鲁肽、替尔泊肽原料药合作；2) 北美，达成利拉鲁肽制剂美国市场原料药合作、新拓展首个动物创新药多肽CDMO项目；3) 南美，签订司美格鲁肽制剂战略合作协议、达成利拉鲁肽制剂首仿上市原料药合作；4) 印度，与头部仿制药企达成利拉鲁肽制剂全球上市原料药合作、签订并推进多个寡核苷酸CDMO服务；5) 国内，达成GLP-1创新药原料药及制剂战略合作。</li> </ul>
	圣诺生物	<ul style="list-style-type: none"> <li>多肽原料药方面，公司已拥有19个自主研发的多肽类原料药品种。在国内市场，公司取得14个品种多肽原料药生产批件或激活备案；在国外市场，公司利拉鲁肽等10个品种获得美国DMF备案，其中9个品种处于激活状态。多肽CDMO方面，公司已为新药研发企业和科研机构提供了40余个项目的多肽创新药药学CDMO服务，其中2个品种获批上市进入商业化阶段，1个进入申报生产阶段，20个进入临床试验阶段。</li> <li>产能方面，公司IPO募投项目“年产395千克多肽原料药生产线项目”主体建设已经完工，预计年底进入试生产阶段；新建106、107、108原料药车间亦在有序推进建设当中。</li> </ul>
	翰宇药业	<ul style="list-style-type: none"> <li>制剂：24年10月，公司收到美国合作方Hikma的采购需求订单，其拟向公司采购金额为1173.60万美元（约合人民币0.84亿元（含税））的利拉鲁肽注射液（仿制药）。公司在连续十二个月内与Hikma累计签署合同金额约为2.55亿人民币（含税），占2023年经审计总收入的59.16%，占2023年经审计海外业务的227.68%。</li> <li>原料药出海签下多笔新订单，24年7月11日，子公司翰宇武汉继2024年4月26日与海外客户DS3 RX LLC签订产品供应协议后，再次与其签订采购金额约810万美元的GLP-1原料药订单。</li> </ul>

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

- 1 *CXO 板块2024 年三季报总结*
- 2 *2025 经营端展望：海外持续修复，国内逐步企稳*
- 3 *2025 投资建议：高基数出清，CXO 估值底部，情绪回暖支撑估值提升*

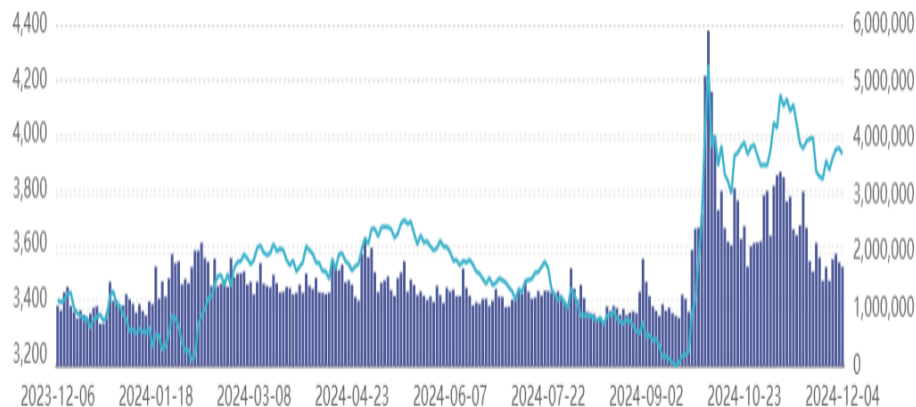


## CXO：板块估值和配置处于相对低位

- 截至2024年12月17日，CXO指数收于1450.39，近一月下跌1.25%，近三月上涨28.16%。沪深300指数收于3922.03，近一月下跌1.18%，近三月上涨24.14%。

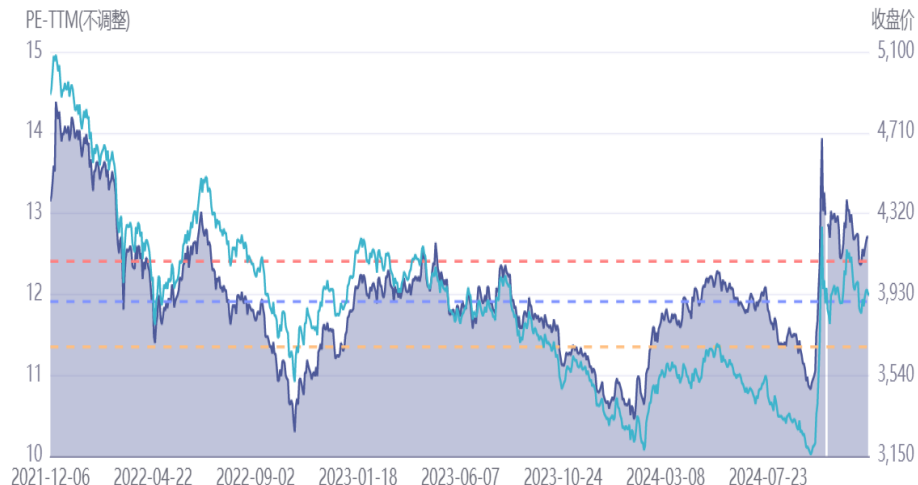
CXO板块涨跌幅

— 指数点位 ■ 成交量(万股)



CXO指数市盈率

— PE-TTM(不调整(左)) ● 机会值(左) ● 危险值(左) ● 中位数(左) — 收盘价(右)



资料来源：iFind、华安证券研究所

## 诺思格：临床 CRO 领先企业，稳步提升运营效率

- **临床 CRO 领先企业，全流程一体化布局完善。**公司已具备临床试验全链条服务能力，主营业务包括临床试验运营服务、临床试验现场管理服务、生物样本检测服务、数据管理与统计分析服务、临床试验咨询服务、临床药理学服务。公司可在中、美、欧及部分亚太区域内为药品及医疗器械提供策略咨询及注册申报的完整注册服务体系。
- **新药研发需求依旧强劲，静待行业回暖。**1) 全球生物医药投融资整体趋势向好。根据动脉橙，2024Q1-3 全球生物医药领域投融资同比增长 7.84%。其中 2024 年 Q3 较 Q2 环比下降 21.78%。2) 中国创新药 BD 授权交易持续活跃，拓宽资金来源。根据泰格医药业绩演示材料，中国创新药对外 BD 授权交易首付款在逐年增加，同时对外 BD 交易的潜在总规模也实现了快速的增长。3) 临床试验需求依旧强劲，药品注册申请申报量持续增长。同时近期推出多项医药创新支持政策，产业创新活力有望逐步释放。
- **深耕 CRO 全链条服务，持续提升服务效率。内生外延并进，数统、BA 加速成长：**1) 临床试验运营服务，受行业竞争影响，业务短期承压。CO 服务为公司最早成立、最核心的业务板块之一。随行业需求端的逐步回暖，该业务板块有望进一步修复。2) 临床试验现场管理服务，业务布局完善，有望持续保持稳健增长。3) 生物样本检测，随着对上海衡领的收购整合，公司 BA 业务将加速成长。4) 数据管理与统计分析服务业务，公司近年来重点发力的业务之一，盈利能力较强，同时随海外市场开拓实现进一步发展。**订单逐步恢复，人效持续提升。**在行业竞争加剧和市场需求面临新的挑战下，公司积极开拓业务，2023 年实现新增合同金额 9.76 亿元，同比增长 20.01%。随着公司合同数量的增加以及管理效率的不断优化，人效也在持续提升。2023 年公司人均创收达 35.33 万元，同比提升 10.17%；人均创利 7.96 万元，同比提升 39.40%。
- **盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 7.81 亿元、8.98 亿元、10.47 亿元（同比+8.3%/+14.9%/16.6%）；实现归母净利润 1.40 亿元、1.96 亿元、2.55 亿元（同比-13.9%/+40.2%/+30.0%）。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、回款不及预期风险、汇兑损益风险、商誉减值风险、客户需求恢复不及预期风险等。



## 圣诺生物：GLP-1需求持续向上，多肽原料药销售大幅增长

- **在手订单充裕，业绩高增长可期。**公司于2024年9月17日发布《关于全资子公司签订日常经营重大合同的公告》。公司全资子公司圣诺制药于近日与某客户签订了《产品采购合同》，向合同对方供应GLP-1多肽原料药，合同金额不超过人民币3.5亿元（含税）。合同的履行期限为自协议签署之日起至2025年12月31日期间。GLP-1多肽原料药需求旺盛，若此合同顺利执行，将推动公司业绩进一步稳定增长。
- **海外市场持续布局，提高综合竞争力。**9月6日，公司发布《关于签署境外《投资合作协议》的自愿性披露公告》，拟出资3000万元人民币，认购东非坦桑尼亚联合共和国AfricaBio Chem Co.Ltd的22.78%股权。此举进一步拓展了公司海外业务，提高综合竞争力，有利于进一步拓展公司多肽产品(产科、妇科、免疫系统、心血管、糖尿病、肥胖症等领域)的海外市场规模。
- **CDMO业务项目丰富，全产业链生产服务优势显著。**1H24公司制剂销售同比增长48.27%，主要系注射用生长抑素、注射用阿托西班2023年6月集采中标。其次，原料药境外销售比去年同期增加97.51%。CDMO业务，目前公司为国内众多企业和机构提供了40余个项目的多肽创新药药学CDMO服务，其中2个多肽创新药已获批上市进入商业化阶段，1个多肽创新药进入申报生产阶段，另有20个多肽创新药进入临床试验阶段。
- **制剂业务有望借集采快速放量，提升市占率。**公司的醋酸奥曲肽注射液纳入第七批全国药品集中采购，采购周期3年，于2022年11月全国各地开始陆续落地执行。醋酸阿托西班注射液以及注射用生长抑素纳入第八批全国药品集中采购，采购周期2.5年，于2023年7月开始执行。
- **盈利预测：**我们预计2024-2026年公司实现营业收入5.99亿元、7.83亿元、8.82亿元（同比+37.6%/+30.8%/+12.6%）；实现归母净利润1.21亿元、1.50亿元、1.84亿元（同比+71.4%/+24.6%/+22.3%）。维持“增持”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期风险，研发进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，环保政策风险，汇兑损益风险等



## 药康生物：收入稳步增长，费用投放加大等因素致利润承压

- **收入端稳健增长，费用投放加大等因素影响利润表现。**2024单三季度，公司归母净利润同比下滑45.51%，主要系公司目前仍处扩张期，生产规模扩大成本增加，持续加大海外市场开发力度销售费用上涨等原因，使公司利润短期承压。同时本年度取得政府补助金额较上年同期减少，导致利润下降。
- **国内设施布局完成，产能利用率稳步提升。**国内产能方面，截至1H24公司在江苏南京、江苏常州、广东佛山、四川成都、北京大兴、上海宝山运营七大型生产设施，合计产能约28万笼，国内设施布局完成，覆盖了所有国内生物医药产业集群，是唯一实现生产设施全国布局的国内模式动物供应企业。北京药康大兴设施、上海药康宝山设施、广东药康二期设施均于2023年下半年陆续建成投产，合计产能约8万笼，2024上半年产能利用率稳步提升，对华北市场、上海区域、粤港澳大湾区的服务能力显著增强。
- **海外市场积极组建BD团队，提高覆盖广度和覆盖速度。**2024上半年公司海外市场实现收入6214.09万元，同比增长44.91%，服务海外客户超200家，数量已接近2023年全年。海外产能方面，公司首个海外设施落地San Diego，美国药康作为运营主体，设施已于2024Q1启用，随着美国设施投产，公司对海外客户的响应速度与服务能力进一步提升，充分满足海外客户现场审计等要求。海外市场方面，公司仍然以自建销售渠道为主，已组建超30人BD团队，分别覆盖北美、亚太及欧洲三大区域，并在非核心区域借助代理商提高海外市场的覆盖广度和覆盖速度。
- **盈利预测：**我们预计公司2024~2026年营收分别为7.44/8.80/10.28亿元，同比增长19.7%/18.2%/16.8%；归母净利润分别为1.56/1.98/2.36亿元，同比-1.5%/26.6%/19.2%。
- **风险提示：**基因编辑通用技术升级迭代风险；实验动物管理风险；新产品动物模型研发风险；市场放量不及预期风险；工业端恢复不及预期风险。



## 同和药业：品种前瞻布局享红利，产能释放助增长

- **公司新品种在全球范围内专利陆续到期，进入快速放量期。**公司已形成成熟、合理的产品代际结构。公司已储备17个品种，目前处于完成报批或正在报批阶段，近两年将陆续开始放量。24Q1-3新产品销售收入实现2.74亿元，同比增长9.89%。前三季度新产品对新兴市场的销售仍受到外汇支付能力的影响，但高端市场已经开始陆续放量。
- **公司成熟品种下游去库存接近尾声，采购需求逐步恢复。**2023年公司的成熟品种因下游客户去库存，导致销量及价格下降。自2023年第二季度至2023年底下游客户一直在消化超额库存的成熟品种，2024年一季度成熟品种去库存结束，开始逐步恢复正常采购量。成熟品种销量增长但收入略有下降，随着下游客户去库存的基本结束，公司有望通过降本增效策略抢占更多的国际市场份额。
- **二厂区二期工程已开工建设，新产品产能将得以释放。**二厂区二期工程已开工建设，二期主要建设7个合成车间和一个研发楼，已完成土建主体工程，研发楼已开始内部装修及外围配套设施的准备工作。随着二厂区一期项目的投入使用，将使替格瑞洛、维格列汀、非布司他、阿齐沙坦、米拉贝隆、阿哌沙班、依度沙班、沃诺拉赞、阿戈美拉汀、克立硼罗、恩格列净、卡格列净、达格列净、依格列净等新品种的产能得到较大扩充，满足以上品种全球专利陆续到期后的产能需求。
- **盈利预测：**我们预计2024-2026年公司实现营业收入为8.13/10.12/12.46亿元，同比增速为+12.6%/+24.5%/+23.1%；归母净利润为1.42/1.88/2.32亿元，同比增速为+33.6%/+32.8%/+23.6%。
- **风险提示：**产能释放不及预期风险，研发进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，汇兑损益风险等。



## 风险提示

- 创新药研发不及预期的风险；
- 原材料成本上涨风险；
- 投融资下滑风险；
- 国际汇率变动风险；
- 地缘政治与贸易冲突风险；
- 技术人才紧缺和人才流失的风险。



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



# 谢谢！