

2025年07月10日

医药生物

证券研究报告·公司研究报告

# 太龙药业 (600222)

## 多元化业务未来可期

### ◎研究要点：

分析师：王曦

执业证书编号：S0290522090001

电话：(0755) 82960303

邮箱：wangxi@zsqq.com

### 公司基本数据

总股本(亿股)	5.74
资产负债率(%)	54.26
每股净资产(元)	2.75
市盈率(倍)	111.99
12个月内最高/最低价	6.19/4.02

### 股价走势



### 相关研究报告

- ◆公司引入国资新股东后，实施了多次回购与员工持股计划，加强了战略投入。
- ◆药品制造业务是公司营收的核心，营收占比持续接近八成，对公司整体收入影响显著，主要产品为中药饮片和中药口服液。公司2019年至2024年间表现总体稳健，五年复合年增长率(CAGR)达到8.2%。
- ◆公司口服液产品覆盖面广，双黄连产品突出。产品系列覆盖呼吸系统、心脑血管、消化系统、神经系统、生殖系统等多个治疗领域和中老年、妇科、儿科等应用领域，主要产品包括双黄连口服液系列、双金连合剂、丹参口服液、生脉饮、藿香正气合剂、五子衍宗口服液等。2024年药品制剂业务受行业相关政策对产品销售的影响，营业收入和营业成本同比下降，毛利率基本持平。
- ◆公司中药饮片相关业务主要依托两个子公司发展：桐君堂药业有限公司、河南桐君堂道地药材有限公司。相关业务主要产品为中药饮片，也向上游中药材种植、下游中药煎药服务等渗透。2025年1季度，中药饮片业务营收约占总营收56.09%，毛利率也有所改善。
- ◆公司药品研发服务业务由子公司新领先负责开展。新领先位列“中国医药研发公司五十强企业”，专注为客户提供综合性医药技术研发服务。根据2024年年报显示，公司合同签订量同比增长11%，受托和自主立项的研发项目中，新增58项注册申报、32项药品生产批件、17项药品通过一致性评价、5项原料药通过审评获批。

### ◎风险提示：

行业竞争格局加剧风险；原材料成本波动风险；集采降价超预期风险；新业务拓展不及预期风险；研发不及预期风险。

	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
营业收入(百万)	141709.73	160451.69	196069.43	206990.87	194142.01	32327.42
同比增速(%)	8.03	13.23	22.2	5.57	-6.21	
净利润(百万)	2759.58	677.86	-7571.59	4482.93	5349.55	263.11
同比增速(%)	-35.17	-75.44	-1216.98	159.17	19.33	
毛利率(%)	26.45	28.86	24.08	27.28	25.59	26.81
每股收益(元)	67.98	183.79	-46.17	-109.29	32.68	33.71
ROE(%)	2.01	0.36	-4.59	2.76	3.21	
PE(倍)	67.98	183.79	-46.17	-109.29	32.68	33.71

## 正文目录

1. 引入国资大股东，开展多元化业务.....	3
1.1. 公司股权变更引入国资股东 .....	3
1.2. 公司围绕三大核心开展业务 .....	5
1.3. Q1 业绩受集采窗口影响.....	7
2. 口服液产品集采中标 .....	8
2.1. 总部核心业务，持续巩固优势.....	8
2.2. 收入出现波动 .....	13
3. 饮片业务继续扩张.....	14
3.1. 桐君堂为经典中药品牌.....	14
3.2. 通过集采扩张业务 .....	15
3.3. 饮片业务毛利率改善 .....	17
4. 公司 CXO 业务毛利维持高位 .....	18
4.1. CXO 行业重回增长 .....	18
4.2. 公司 CXO 业务有望开启新一轮增长 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 1. 引入国资大股东，开展多元化业务

### 1.1. 公司股权变更引入国资股东

太龙药业前身众生制药厂成立于 1993 年，作为河南省首家上市医药公司，太龙药业（时称“竹林众生”）于 1999 年在上海证券交易所挂牌上市。公司是一家现代化的制药企业，集药品生产、经营和科研于一体。公司核心业务包括药品制造和药品研发服务，具体涵盖药品制剂、中药饮片、药品研发服务和药品药材流通等业务板块。主要生产口服液、片剂、胶囊、原料药等多种剂型中西药产品。

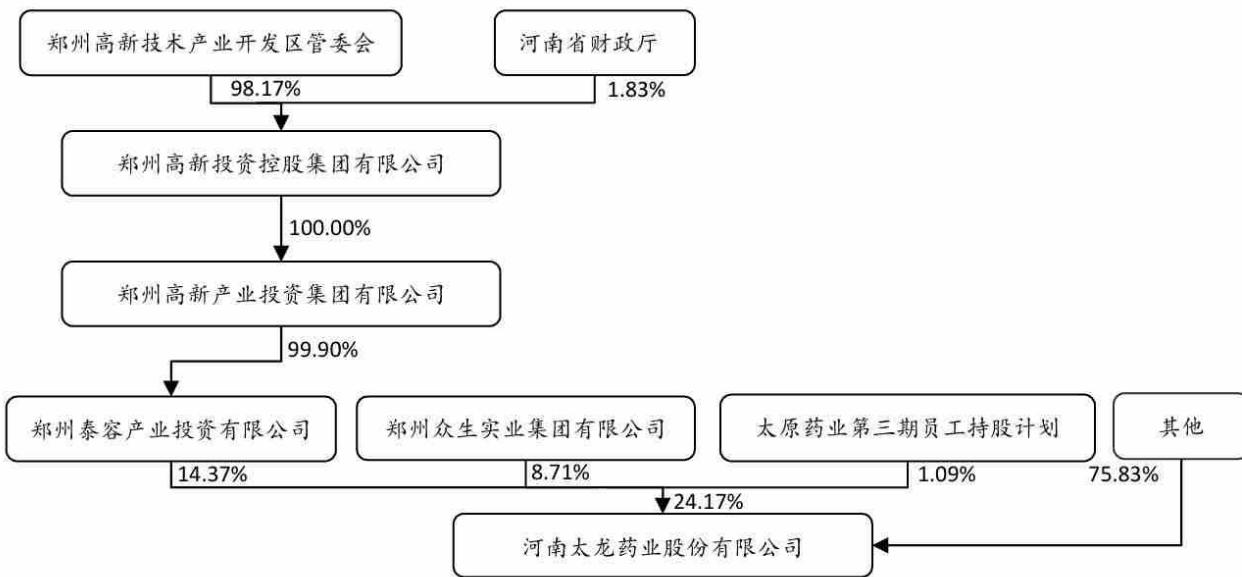
表 1：公司发展历程

年份	事件
1993	公司前身众生制药厂成立
1998	重组众生制药厂与豫中制药厂，成立河南竹林众生制药股份有限公司，众生集团控股
1999	在上海证券交易所上市（证券简称：竹林众生），成为河南省首家医药上市公司
2006	公司更名为“河南太龙药业股份有限公司”，证券简称变更为“太龙药业”
2011	“太龙”商标获评中国驰名商标
2012	制定“一体两翼多平台”战略规划
2015	全资收购桐君堂（中药）和北京新领先（医药研发）
2017	“小太龙”商标注册成功
2022	控股股东变更为郑州泰容产投，实际控制人调整为郑州高新区管委会

资料来源：公司官网，公司年报，中山证券研究所

**公司引入国资新股东。**2022 年，太龙药业原控股股东郑州众生实业集团有限公司（众生实业）引入新股东郑州泰容产业投资有限公司（泰容产投），并于 2022 年 1 月完成受让公司 14.37% 股份的股权过户登记手续。新股东母公司郑州高新产业投资集团有限公司（以下简称：产投集团）成立于 2019 年，是郑州高新投资控股集团有限公司“1+4+N”架构中的二级子集团，产投集团注册资本 80000 万元，下设 31 家全资、控股子公司，10 余家参股子公司；实控 1 家上市公司；集团资产总额已突破 100 亿元。产投集团作为郑州高新区区属国有产业投资机构，秉承服务区域经济、发展高科技、实现产业化的基本理念，坚持高科技产业的投资及资本运作平台整体定位和产业园区开发运营商、科技金融服务商和产业投资发展商三个功能定位，构建“园区开发运营+金融服务+产业投资”三位一体的发展模式，形成产业为本、金融为器、园区为基开放协同的产融城生态圈，将产投集团打造成为全国一流的产业发展服务商。控股股东及实际控制人的变更，有助于优化公司股东结构、完善公司治理，助力公司继续聚焦核心中药产业，保持公司发展战略的持续性与稳定性，推动公司实现高质量发展。新股东入驻后动作不断，实施了多次回购与员工持股计划，加强了战略性投入。

图 1：公司股权架构



资料来源：Wind，公司年报，中山证券研究所

表 2 近年回购与员工持股计划

年份	员工持股计划	股份回购
2022	<p><b>第三期员工持股计划 (2022 年 4 月发布)</b></p> <p>存续期：24 个月 参与人数：不超过 220 人 自筹资金总额上限：4,900 万元 持股计划股票：不超过 10,846,107 股（占公司总股本 1.89%） 董监高 6 人合计占比：16.33%</p>	<p><b>第一次回购 (2022 年 7 月董事会通过议案)</b></p> <p>方式：集中竞价交易 回购价格上限：7 元/股 回购资金总额：4,000 万元至 8,000 万元 回购期限：12 个月内 <b>实际完成 (2023 年 7 月)</b></p> <p>回购股份：14,523,100 股（占公司总股本 2.53%） 回购最高价：5.99 元/股 回购最低价：4.99 元/股 回购均价：5.49 元/股 资金总额：79,724,005.75 元（含交易费）</p>
2023	<p><b>第四期员工持股计划 (2023 年 10 月发布)</b></p> <p>存续期：24 个月 参与人数：不超过 120 人 自筹资金总额上限：7,980 万元 持股计划股票：不超过 14,523,100 股（占公司总股本 2.53%） 董监高 6 人合计占比：29.45%</p>	无回购事件
2024	无股权激励事件	<p><b>第二次回购 (2024 年 2 月董事会通过议案)</b></p> <p>回购资金总额：3,000 万元至 6,000 万元 回购价格上限：8 元/股 回购期限：12 个月内 <b>实际完成 (2025 年 1 月)</b></p> <p>回购股份：6,438,700 股（占公司总股本 1.12%） 回购最高价：5.42 元/股 回购最低价：3.82 元/股 回购均价：4.67 元/股 资金总额：30,057,650.40 元（不含交易费）</p>

资料来源：公司 2022-2024 年年报，中山证券研究所

## 1.2. 公司围绕三大核心开展业务

公司药品制剂业务以中药口服制剂为主。产品线系列覆盖了呼吸系统、心脑血管、消化系统、神经系统、生殖系统等多个治疗领域和中老年、妇科、儿科等应用领域，主要产品包括双黄连口服液系列、双金连合剂、丹参口服液、生脉饮、藿香正气合剂、五子衍宗口服液等。根据公司 2024 年年报显示，其核心产品双黄连口服液多次被国家卫健委、中医药管理局列入重大疫情诊疗方案的推荐用药，是应对呼吸道传染性公共卫生事件的代表性用药之一，多次被评为“药店店员推荐率最高品牌（感冒药类）”，荣获 2024 年乌镇健康大会暨

第三届中国OTC大会“西湖奖·最受药店欢迎的明星单品”，2024年中国药店全生态伙伴大会（万薌会）感冒类“2024中国药店臻选品牌”。

子公司新领先负责药品研发服务业务的开展。公司位列“中国医药研发公司五十强企业”，专注为客户提供综合性医药技术研发服务。药学研究业务方面，新领先已从传统仿制药研发转型向高端复杂制剂、改良型新药方向延伸，聚焦建立了口溶膜和冻干口崩片等多个新型技术平台；临床业务方面，新领先专注为综合性大型药企、创新药企业提供一体化新药临床试验申请（IND）至药品上市服务（NDA），业务涉及各类靶点生物药（单抗、双抗、ADC等）、化药、中药、药械组合、细胞与基因治疗药物、医美、特医食品等。依托于完善的药品研发质量管理体系以及较为丰富的项目经验，新领先致力协助医药企业加快药物研发进程，降低药物研发成本，并实现高质量的研究。

子公司桐君堂药业负责中药饮片业务的开展。本着坚持做好“桐君传统中药文化”国家非物质文化保护传承，“桐君堂”品牌成功被认定为第三批中华老字号。桐君堂通过道地药材基地溯源的质量保障、传统炮制工艺与创新发酵技术的生产优势、“云煎药”等服务体系的支撑，“药祖桐君”中药饮片在江浙地区有较好的品牌美誉度和市场占有率。

表 3：企业核心业务布局

企业核心业务布局		
	公司/产品图片	主营业务
太龙制药		中药口服制剂
新领先		医药研发服务



资料来源：各公司官网，中山证券研究所

### 1.3. Q1 业绩受集采窗口影响

在营收方面，公司从 2019 年至 2024 年间表现总体稳健，五年复合年增长率（CAGR）达到 8.2%。药品制造业务是公司营收的核心，营收占比持续接近八成，对公司整体收入影响显著，主要产品为中药饮片和中药口服液。

利润方面，公司于 2022 年出现亏损，主要原因是制药产品毛利率下滑以及子公司北京新领先亏损。2023 年，随着北京新领先逐步调整策略并实现盈利，加之制药主业保持稳健增长，公司利润成功扭亏为盈。

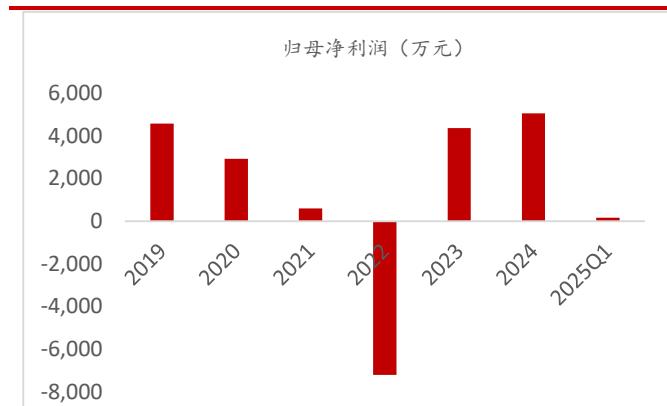
2024 年，由于药品制剂业务业绩面临阶段性压力，工业销售发货量较上年略有减少，全年实现营业收入 19.41 亿元，同比下降 6.21%。2025 年第一季度，公司营业收入为 3.23 亿元，同比减少 35.2%；实现归母净利润 153 万元，同比下滑 92.8%。业绩下滑的主要原因在于：公司药品制剂业务的主要产品参与了全国中成药采购联盟集中采购并中选，但报告期内中选结果尚未落地执行；同时，公司正在进行原有销售渠道的整合，在过渡期内产品销量受到较大影响。

图 2 近年营收及增长率



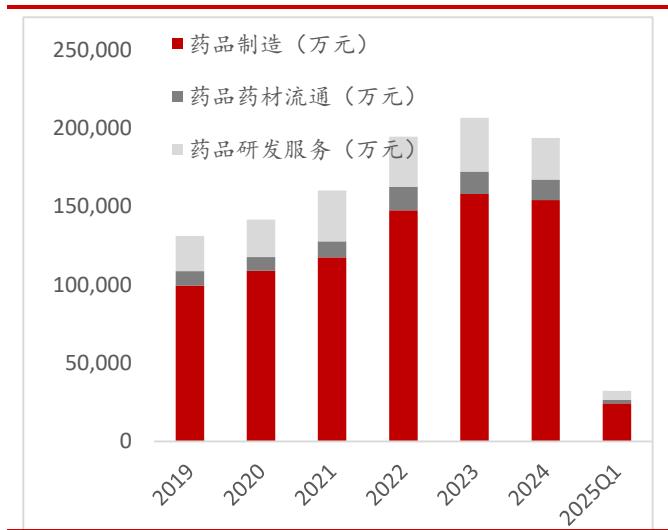
资料来源：Wind, 中山证券研究所

图 3 近年归母净利润



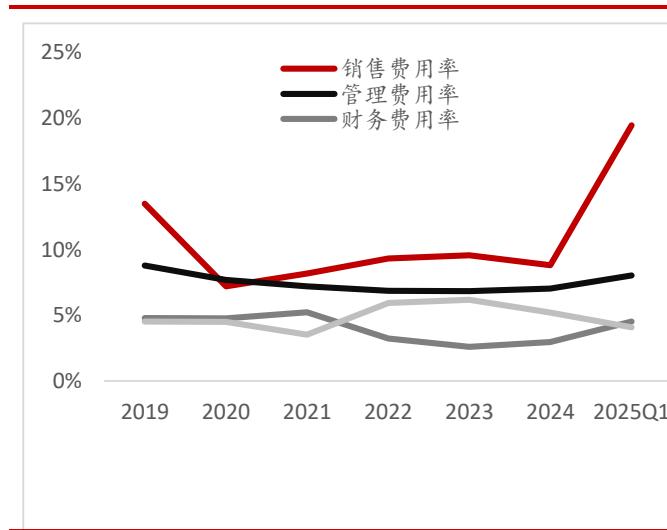
资料来源：Wind, 中山证券研究所

图 4 主营业务分行业情况



资料来源：Wind, 中山证券研究所

图 5 公司费用率情况



资料来源：Wind, 中山证券研究所

## 2. 口服液产品集采中标

### 2.1. 总部核心业务，持续巩固优势

太龙制药事业部位位于公司郑州高新技术产业开发区总部，集生产、经营、科研于一体，主要生产中药口服制剂、西药、原料药等产品。

公司产品覆盖面广，双黄连产品突出。太龙药业药品制剂业务以中药口服制剂为主，产品系列覆盖呼吸系统、心脑血管、消化系统、神经系统、生殖系统等多个治疗领域和中老年、妇科、儿科等应用领域，主要产品包括双黄连口服液系列、双金连合剂、丹参口服液、生脉饮、藿香正气合剂、五子衍宗口服液等。据公司2024年年报显示，其核心产品双黄连

口服液入选感冒类“2024 中国药店臻选品牌”，多次被国家卫健委、中医药管理局列入重大疫情诊疗方案的推荐用药，是应对呼吸道传染性公共卫生事件的代表性用药之一，多次被评为“药店店员推荐率最高品牌(感冒药类)”，荣获 2024 年乌镇健康大会暨第三届中国 OTC 大会“西湖奖·最受药店欢迎的明星单品”，2024 年中国药店全生态伙伴大会（万链会）感冒类“2024 中国药店臻选品牌”。

表 4 公司主要口服液产品

类别	主要产品	参考图片
呼吸系统类	双黄连口服液 (10ml)	
	双黄连口服液 (20ml)	
	双黄连口服液 (浓缩型 10ml)	
	双金联合剂 (10ml)	

藿香正气合剂	
清热解毒口服液	
小儿清热止咳口服液	
止咳橘红口服液	

生殖泌尿系统和性激素类	五子衍宗口服液	
妇科类	复方益母口服液	
神经系统类	石杉碱甲片	
心脑血管系统类	丹参口服液	

	生脉饮	
	生脉饮（党参方）	
消化系统类	乌金口服液	

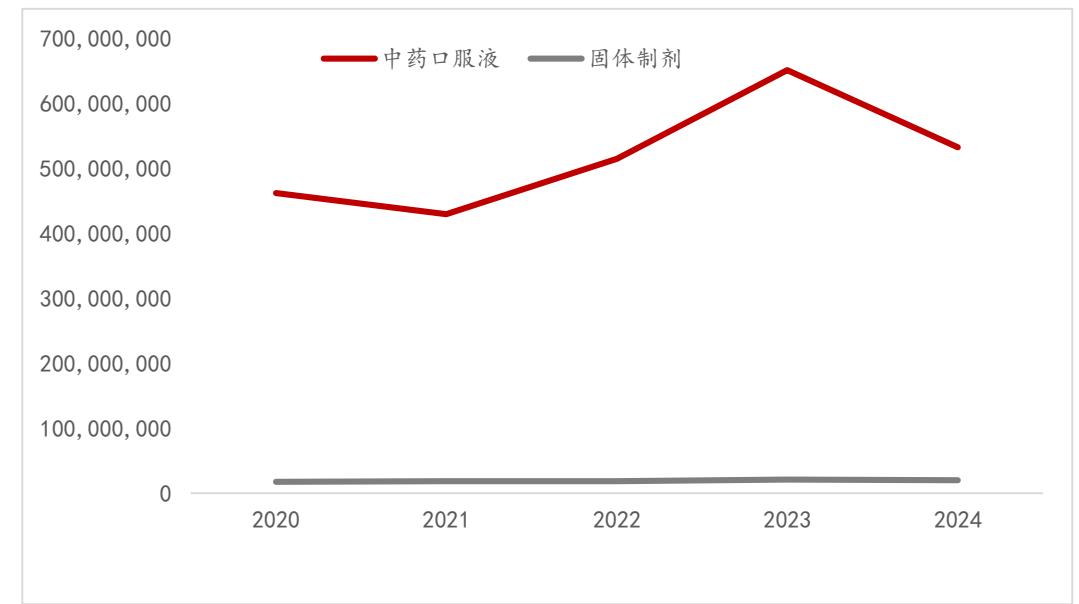
资料来源：公司官网，中山证券研究所

## 2.2. 收入出现波动

根据公司2024年年报显示，报告期内药品制剂业务受行业相关政策对产品销售的影响，营业收入和营业成本同比下降，毛利率基本持平。

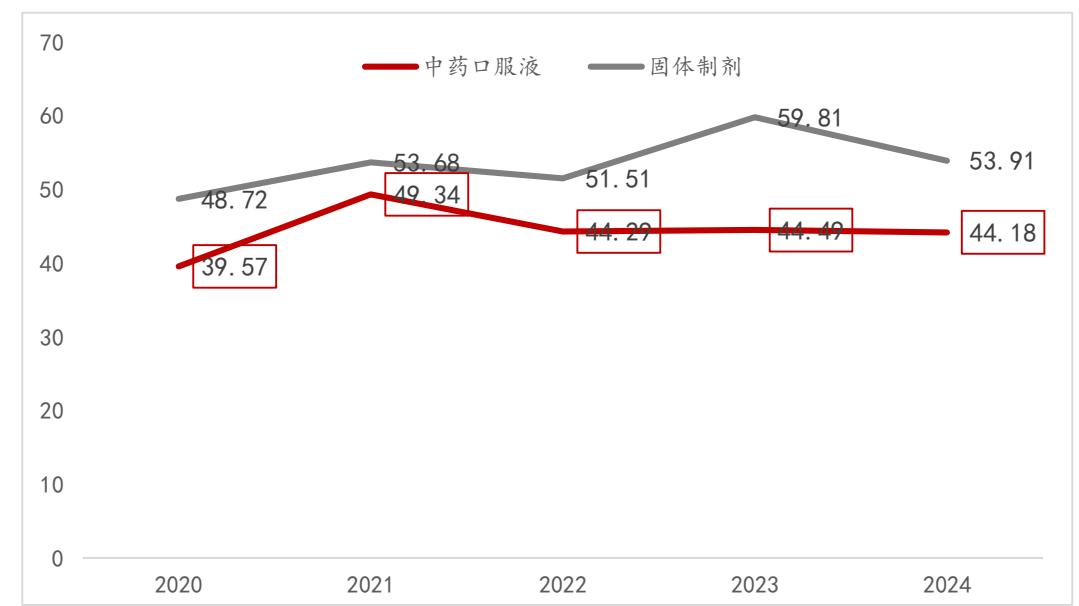
2025Q1由于公司主要产品参与全国中成药采购联盟集中采购并中选，2025Q1期内中选结果尚未落地实施，同时公司对原有销售渠道进行整合，过渡期间产品销量受到较大影响，营业收入同比下降幅度较大，预计未来随着集采落地，相关品类收入将有较好恢复，此次影响较为短暂。

图 6 业务收入情况



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 7 业务毛利率情况



资料来源：Wind，中山证券研究所

### 3. 饮片业务继续扩张

依托“桐君堂”品牌，太龙药业的中药饮片在浙江地区具有一定影响力。在集采政策助力下，逐步向华东、华中其他区域拓展。

#### 3.1. 桐君堂为经典中药品牌

太龙药业的中药饮片相关业务主要依托两个子公司发展：桐君堂药业有限公司、河南桐君堂道地药材有限公司。根据公司 2024 年年报显示，相关业务主要产品为中药饮片，也向上游中药材种植、下游中药煎药服务等渗透。

桐君堂药业有限公司 2015 年成为太龙药业全资子公司，是浙江老字号、浙江省著名商标，浙江省首批通过国家食品药品监督管理局认证的中药饮片 GMP 生产企业，注册地位于浙江省杭州市桐庐县。桐君堂在浙江具有一定品牌美誉度。“桐君堂”品牌为第三批中华老字号，浙江省著名商标。桐君堂药业也是第五批国家级非物质文化遗产代表性项目“桐君传统中药文化”的传承单位。

### 3.2. 通过集采扩张业务

公司在多地中标集采。桐君堂中药饮片在浙江、河南等地具有一定影响力，并逐步向其他地区拓展销售市场。2025 年 2 月，在全国中药饮片采购联盟集中采购中，公司成功中标 36 个品种，63 个品规，中标区域覆盖浙江、河南、山东、福建、江苏、上海等多个省市，其中在浙江中标最多。在保障浙江省内优质客户续标率的同时，公司主动参与周边省份招标工作，成功入围省外多家公立医院的招采名单，积极开拓市场。中药饮片业务主要采用直销模式，向医疗终端直接供货。此外还依托云计算、物联网等科技手段提供现代化的智能中药代煎服务，实现接方、调剂、煎煮、配送过程全开放、全透明，向下游开拓市场。

桐君堂产品规格齐全，目前经营有 700 多个品种、1100 多个品规，既包括白芨、炙虎掌南星、太子参、麸炒薏苡仁、炒栀子等普通饮片，也包含特级灵芝、野山参、石斛、白首乌等精品饮片以及百药煎、六神曲等特色发酵饮片。

表 6 桐君堂 2025 年在全国中药饮片采购联盟集中采购中的中选情况

品种名称	规格	品规编号	中选区域
黄芪	选货	ZYYP001	浙江省
黄芪	统货	ZYYP002	浙江省
党参片	选货	ZYYP003	浙江省
党参片	统货	ZYYP004	浙江省
金银花	选货	ZYYP005	上海市, 江苏省, 浙江省, 福建省, 山东省, 河南省
金银花	统货	ZYYP006	上海市, 江苏省, 浙江省, 福建省, 山东省, 河南省
当归	选货	ZYYP007	浙江省
当归	统货	ZYYP008	浙江省
红花	选货	ZYYP009	浙江省
红花	统货	ZYYP010	浙江省
麦冬	选货	ZYYP011	浙江省
麦冬	统货	ZYYP012	浙江省
太子参	选货	ZYYP013	浙江省, 河南省

太子参	统货	ZYYP014	浙江省
川芎	选货	ZYYP017	浙江省
川芎	统货	ZYYP018	浙江省
丹参	选货	ZYYP019	浙江省
丹参	统货	ZYYP020	浙江省
山药	选货	ZYYP021	浙江省
山药	统货	ZYYP022	浙江省
蒲公英	选货	ZYYP023	浙江省
蒲公英	统货	ZYYP024	浙江省
牡丹皮	统货	ZYYP026	浙江省
桔梗	统货	ZYYP028	上海市, 江苏省, 浙江省, 福建省, 河南省
炙黄芪	选货	ZYYP029	浙江省, 河南省
炙黄芪	统货	ZYYP030	浙江省
白术	选货	ZYYP031	浙江省
白术	统货	ZYYP032	浙江省
炙甘草	选货	ZYYP035	浙江省
炙甘草	统货	ZYYP036	浙江省
茯苓	选货	ZYYP037	上海市, 江苏省, 浙江省, 福建省, 河南省
茯苓	统货	ZYYP038	浙江省
地黄	选货	ZYYP042	浙江省, 河南省
地黄	统货	ZYYP043	浙江省
薏苡仁	选货	ZYYP044	浙江省
薏苡仁	统货	ZYYP045	浙江省
麸炒薏苡仁	选货	ZYYP046	浙江省
麸炒薏苡仁	统货	ZYYP047	浙江省
牛膝	选货	ZYYP049	浙江省, 河南省
牛膝	统货	ZYYP050	浙江省
川牛膝	选货	ZYYP051	浙江省
百合	选货	ZYYP053	浙江省, 河南省
泽泻	选货	ZYYP055	浙江省, 河南省
泽泻	统货	ZYYP056	浙江省
玄参	选货	ZYYP057	浙江省
仙鹤草	统货	ZYYP059	浙江省
合欢皮	统货	ZYYP060	浙江省
酒萸肉	选货	ZYYP061	浙江省
酒萸肉	统货	ZYYP062	浙江省
山萸肉	选货	ZYYP063	浙江省
山萸肉	统货	ZYYP064	浙江省
夏枯草	统货	ZYYP065	浙江省
连翘	选货	ZYYP066	上海市, 浙江省, 福建省, 河南省
连翘	统货	ZYYP067	上海市, 浙江省, 福建省, 河南省
白芷	选货	ZYYP075	浙江省
炒山楂	选货	ZYYP077	浙江省
炒山楂	统货	ZYYP078	浙江省
净山楂	选货	ZYYP079	浙江省
净山楂	统货	ZYYP080	浙江省

木瓜	选货	ZYYP081	浙江省
木瓜	统货	ZYYP082	浙江省
荆芥	选货	ZYYP083	浙江省
荆芥	统货	ZYYP084	浙江省

资料来源：全国中药饮片联盟采购中选结果，中山证券研究所

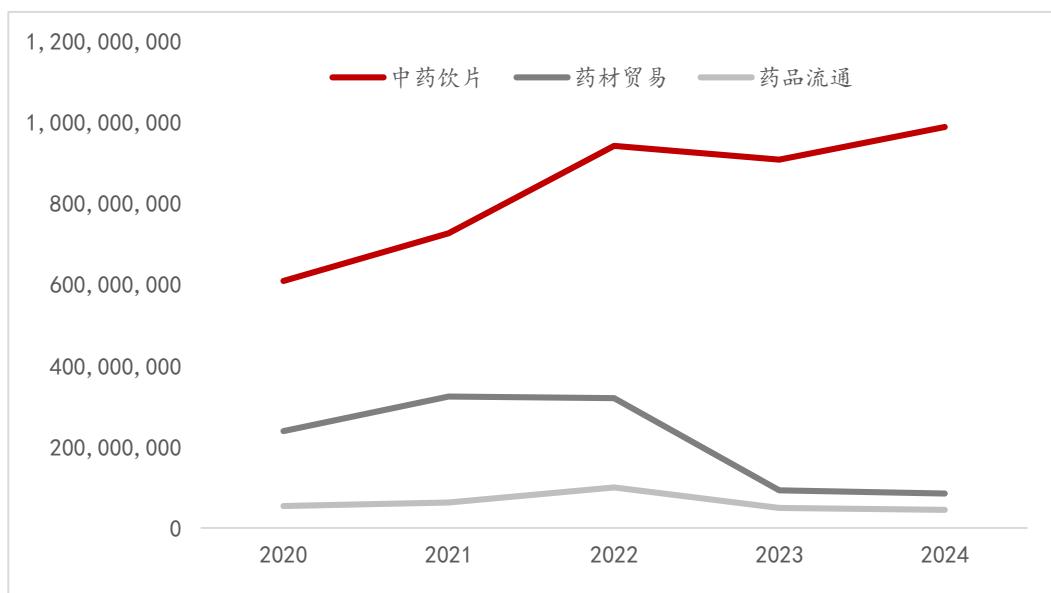
### 3.3. 饮片业务毛利率改善

2025年1季度，太龙药业实现中药饮片业务营收1.8亿元，约占总营收56.09%。毛利率为18.44%，较上年增长4.6%。

药材流通业务主要由全资子公司河南桐君堂道地药材有限公司开展，在完成生产所需原料采购的基础上，开展趁鲜加工业务和可溯源的优质药材贸易，服务国内大型知名中药企业。2025年1季度，太龙药业实现药材流通业务营收2300万元，约占总营收7.1%。

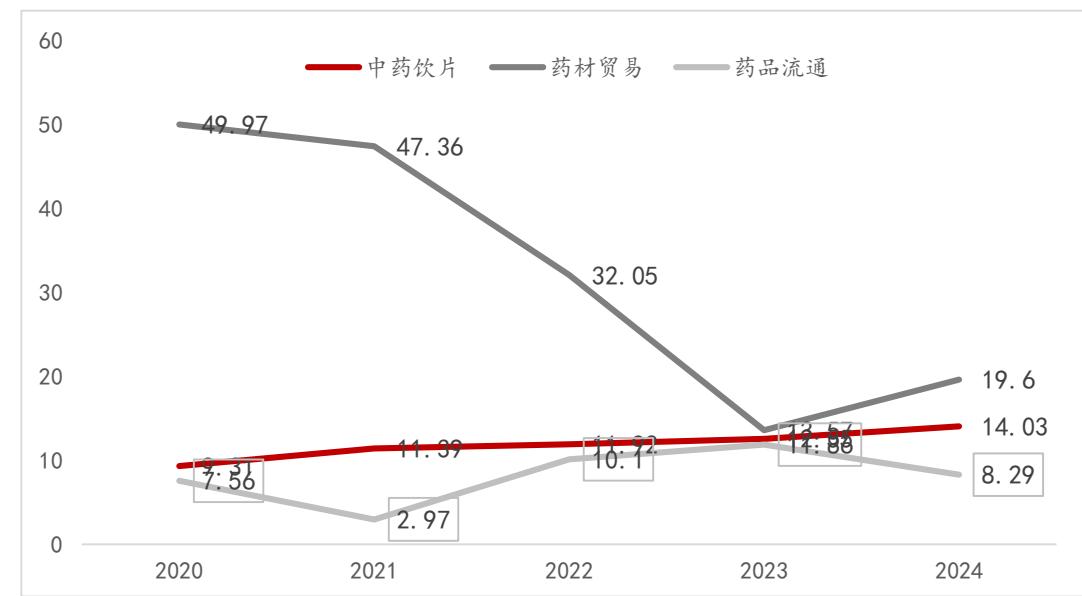
2024年，桐君堂先后在浙江、河北、内蒙古等地新增专业化种植公司，不断丰富原材料的品种及种、养殖规模。公司以规范化道地药材基地为基础，联合河南中医药大学从种质资源、良种繁育、田间管理、采收加工，有效成分等进行系统性研究。目前现在已建成陕县、卢氏、栾川连翘基地，五指岭密银花基地、山西黄芩基地、柴胡基地，正在建设的有丹参基地、地黄基地等。

图8 业务营收变化



资料来源：Wind，公司年报，中山证券研究所

图 9 业务毛利率变化



资料来源：Wind，公司年报，中山证券研究所

## 4. 公司 CXO 业务毛利维持高位

### 4.1. CXO 行业重回增长

国内产业优势明显，行业实现快速增长。上世纪 80-90 年代，由于药物研发流程复杂化和大型药企研发回报率的降低，能够帮助药企降低研发成本的 CXO 服务在美国蓬勃发展。近十年，由于大型跨国药企进一步降低研发成本的需求，拥有更低人力成本和完善基础设施的中国承接了 CXO 行业的产能转移。从 2018 年至 2024 年，A 股医药研发外包板块收入从 129 亿增长到 910 亿，复合增速 32.56%。

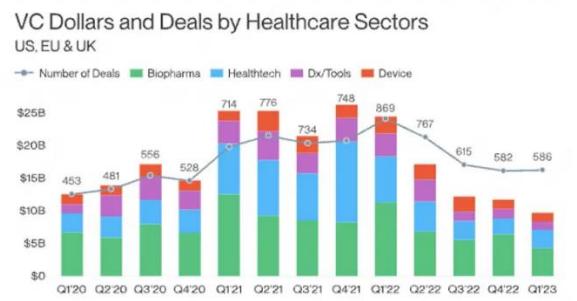
图 10 A 股医药研发外包板块收入和增速 (单位: 亿元, 单位: %)



资料来源: Wind, 中山证券研究所

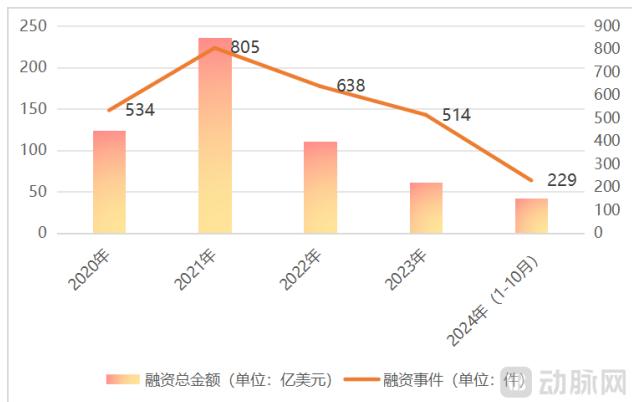
2021 年开始行业短期下行, 但 2025 年市场已经企稳。2021 年后, 海外医药投资热度逐步消退, 根据 PitchBook and SVB proprietary date 统计, 从 2021 年 Q1 到 2023 年 Q1, 美国、欧盟、英国合计的医疗领域 VC 融资交易数量从 714 笔下降到 586 笔。2021–2024 年国内医药投融资也持续下降。根据动脉网不完全统计, 2024 年 1–10 月国内创新药及供应链领域融资总金额达到 42.06 亿美元, 约为 2023 年融资总额 (61.59 亿美元) 的 2/3。根据中研普华产业研究院数据, 2024 年海外医药行业投资逐步回暖, 2024 年全球生物医药行业投融资规模回升至 1020 亿美元, 较 2023 年增长 43.7%, 其中再融资占比达 45%, 成为主要融资类型。2025 年, 随着降息周期开启及资本市场流动性改善, 投融资规模有望进一步扩大。

图 11 美国、欧盟、英国合计 VC 募资金额和笔数



资料来源: PitchBook and SVB proprietary data

图 12 2020 年–2024 年 10 月国内创新药融资金额



资料来源: 动脉网, 中山证券研究所

A 股 CXO 板块财务数据改善。A 股 CXO 板块的收入增速于 2024 年一季度触底, 达到 -12.32%。随后收入增速逐步回升, 截止 2025 年一季度收入增速恢复到 11.65%。对未来收入增速有指示作用的合同负债恢复更早, A 股 CXO 行业合同负债于 2023 年末触底, 达到 64.11

亿元，随后震荡上行。截止 2025 年一季度，A 股 CXO 行业合同负债达到 76.86 亿元，相比 2024 年一季度增长 10.13%。

图 13 美国、欧盟、英国合计 VC 募资金额和笔数



资料来源：PitchBook and SVB proprietary date

图 14 A 股医疗研究外包板块合同负债（单位：亿元）



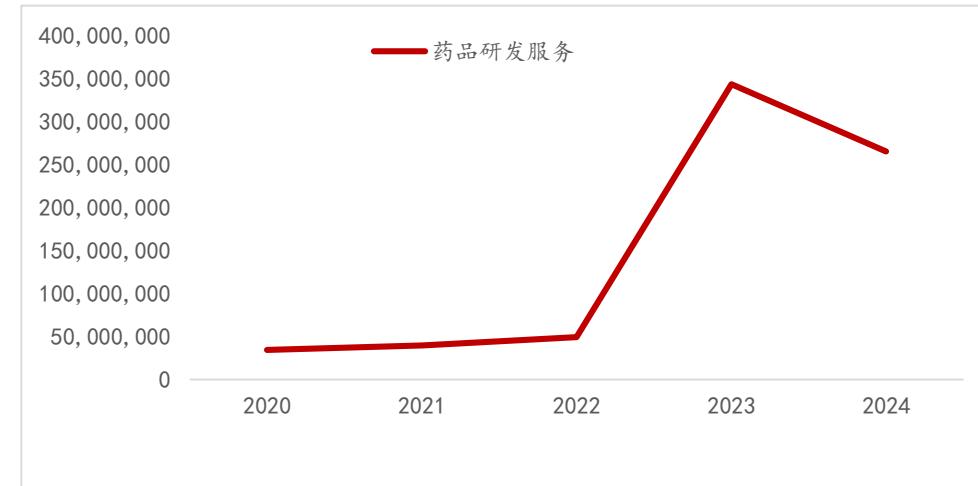
资料来源：wind，中山证券研究所

## 4.2. 公司 CXO 业务有望开启新一轮增长

**新领先为公司 CXO 业务主体。**公司于 2015 年并购北京新领先医药科技发展有限公司进入 CXO 行业。新领先根据客户个性化的委托开发需求，为其提供包括化合物筛选、临床前药学研究、临床批件申请、协助客户开展临床试验及生产批件、新药证书申请等服务开发的医药品种主要集中在心脑血管、神经精神、内分泌、抗感染及抗肿瘤等高发病领域。

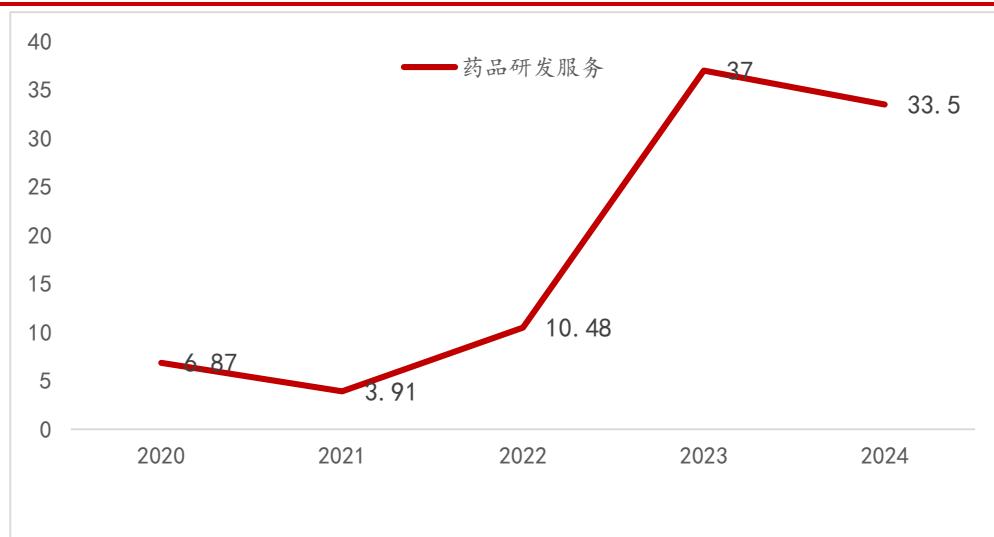
**CXO 业务短期收入下滑。**2015 年并购以来，公司药物研发投入从 7,180 万元增长到 2023 年的 26,491 万元，8 年复合增速 16.32%。2024 年由于 CXO 行业调整，公司 CXO 业务出现并购以来第一次负增长，同比下降 22.74%。

图 15 业务营收变化



资料来源：Wind，中山证券研究所

图 16 业务毛利率变化



资料来源：Wind，中山证券研究所

**2024 年公司合同签订量增长 11%。**2024 年，公司专注为综合性大型药企、创新药企业提供从立项、CMC、IND、临床及上市的全链条服务，在临床业务方面，加大与华北制药、步长药业、兰州生物、鲁抗医药等多家国央企、上市公司的合作，临床业务涉及各类靶点生物药（单抗、双抗、ADC 等）、化药、中药、细胞与基因治疗药物、医美、特医食品等，在肉毒毒素、皮下脂肪层注射和双抗类产品的临床推进方面取得了较大进展。根据 2024 年年报显示，公司合同签订量同比增长 11%，受托和自主立项的研发项目中，新增 58 项注册申报、32 项药品生产批件、17 项药品通过一致性评价、5 项原料药通过审评获批。同时，下属的 MAH 公司新增十余个仿制药及改良型新药的研发项目，涉及呼吸系统、消化系统、眼科、精神神经系统、皮肤外用等多个领域，报告期内已经完成 2 个品种的商务转化，在业务模式探索创新上取得良好的开端，为公司持续发展进行了业绩储备。

## 5. 风险提示

行业竞争格局加剧风险；

原材料成本波动风险；

集采降价超预期风险；

新业务拓展不及预期风险；

研发不及预期风险。

## 分析师介绍：

姓名：王曦，中山证券研究所行业分析师。

### 投资评级的说明

#### 一 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现作为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

#### 一 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

### 要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**风险提示及免责声明：**

★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。

★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★ 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，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本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，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。

★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。

★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应当将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。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。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。