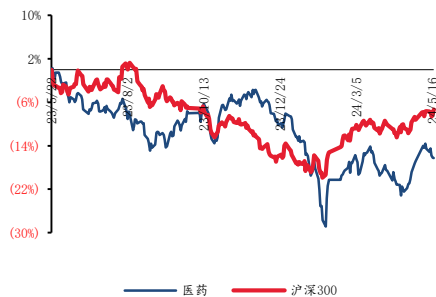


wanquan
医药

行业短期承压，静待需求改善

■ 走势比较



■ 子行业评级

化学制药	无评级
中药生产	无评级
生物医药 II	中性
其他医药医疗	中性

相关研究报告

<<卫材/渤健皮下注射仑卡奈单抗申报上市,用于治疗 AD>>—2024-05-20

<<2024Q1 业绩迎来拐点,板块盈利能力出现修复>>—2024-05-16

<<再生元重磅抗炎药获 FDA 优先审评资格,用于治疗 CRSwNP>>—2024-05-20

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

报告摘要

业绩负增长，盈利能力减弱。2023 年及 2024 年第一季度，CXO 板块分别实现营业收入 922.85、195.71 亿元，同比下降 1.22%、12.36%，实现归母净利 176.92、28.45 亿元，同比下降 18.81%、41.59%，收入利润均出现不同程度下降，短期业绩承压主要与大订单的交付完毕、CXO 行业的周期性调整有关。2023 年和 2024 年第一季度毛利率分别为 40.98%、36.92%，净利率分别为 19.17%、14.54%，盈利能力有所减弱，主要原因是：1) 高盈利能力的新冠大订单交付完毕，2) 海外及本土需求不振，产能利用率和人效下降，3) 期间费用率上升。

调整周期来临，效率有所降低。2023 年人均创收为 77.52 万元，同比下降 0.33%，2023 年人均创利为 14.86 万元，同比下降 18.08%；固定资产周转率有所下降，2023 年为 2.17 次，同比下降 19.79%，经营效率出现一定程度下降，主要原因是：1) 2015-2022 年行业上升期不断扩张产能，人员和固定资产不断增长，2) 新冠大订单交付完毕和主业需求不振造成收入增长乏力或下降。

订单短期承压，产能建设放缓。需求端：2023 年和 2024 年第一季度分别为 60.72、66.30 亿元，同比下降 14.08%、19.78%，主要原因为：1) 新冠大订单形成的高基数，2) 行业目前处于周期底部，新签订单增速放缓或下滑，3) 部分 Biotech 客户由于资金压力无法继续推进管线，部分订单被取消。供给端：产能建设节奏放缓，2023 年在建工程为 153.01 亿元，同比增长 3.49%，2023 年员工总数为 119045 人，同比下降 0.89%。

医药投融资阶段性调整，CXO 基金持仓占比下降。2023 年全球及中国医药融资额分为 4133、785 亿元，同比下降 18%、27%，融资事件数分别为 3076、1300 件，同比增长 1%、7%，投融资目前处于阶段性调整阶段，未来随着美联储加息周期结束，有望开启新周期。此外，CXO 基金持仓占比不断下降，2024Q1CXO 持仓比例下降至 9.64%，较 2023Q4 下降 1.42pp。

投资建议：随着美联储加息周期结束，流动性逐步宽松有望带来投融资回暖，海外需求将先于本土需求改善，行业层面我们建议关注：1) 美联储利率政策变化，2) 投融资的边际变化，3) 海外需求的逐步复苏，4) 中美关系及地缘政治，5) 潜在国内创新药全产业链支持政策的出台。公司层面我们建议关注：1) 仿制药 CXO 新签订单高增速的公司，如：百诚医药、阳光诺和；2) 减肥药、阿尔茨海默症、ADC 以及 AI 等概念公司，如：泓博医药 (AI 主题)；3) 临床 CRO 的公司，如：泰格医药、诺思格等，未来创新药支持政策或密集出台，临床 CRO 受益确定性强，一方面国内临床 CRO 行业竞争格局尚未完全固化且存在较大国际化空间，一方面国产创新药靶点分散化和多样化趋势明确，具备相关靶点项目经验的 CRO 有望持续受益。

风险提示：美联储利率政策不及预期，投融资回暖不及预期，市场竞争加剧，汇率波动等风险。

目录

一、 2023&2024Q1 回顾：行业短期承压，静待需求改善	4
(一) 业绩负增长，盈利能力减弱.....	4
(二) 人均单产同比下降，固定资产周转率下降	5
(三) 行业需求不振，订单短期承压.....	7
(四) 产能建设放缓，人员持续优化.....	8
(五) 医药投融资阶段性调整，未来有望开启新周期	9
(六) 基金持仓下降，估值性价比凸显.....	11
二、 投资建议.....	13
(一) 行业：中长期看好 CXO 板块，海内外需求有望接续复苏	13
(二) 公司：仿制药 CXO 高增长，建议关注细分赛道	13
三、 公司推荐.....	14
(一) 百诚医药：业绩维持高速增长，自研转化成果不断展现	14
(二) 阳光诺和：创新药政策潜在受益标的，预计 2024 年继续高增长	15
四、 风险提示.....	16

图表目录

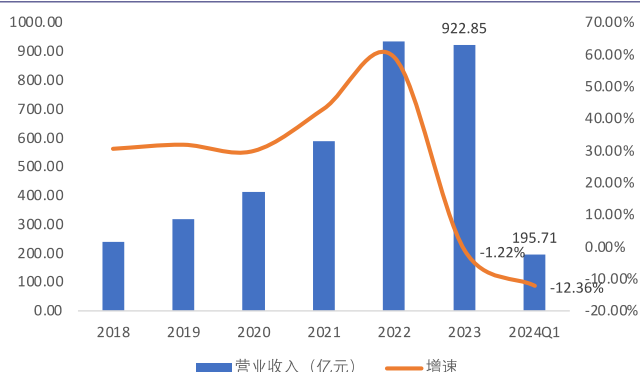
图表 1: 2018-2024Q1 营业收入及增速	4
图表 2: 2018-2024Q1 归母净利及增速	4
图表 3: 2018-2024Q1 毛利率	5
图表 4: 2018-2024Q1 净利率	5
图表 5: 2018-2024Q1 各项费用率	5
图表 6: 2018-2023 人均创收 (万元)	6
图表 7: 2018-2023 人均创利 (万元)	6
图表 8: 2018-2023 固定资产周转率 (次)	7
图表 9: 2018-2024Q1 预收账款及合同负债 (亿元)	8
图表 10: 2018-2023 固定资产净值 (亿元)	8
图表 11: 2018-2023 在建工程 (亿元)	8
图表 12: 2018-2023 员工数	9
图表 13: 美国核心 CPI (同比%)	10
图表 14: 2011-2023 全球医药投融资额 (亿元)	10
图表 15: 2011-2023 全球医药投融资事件数 (件)	10
图表 16: 2011-2023 中国医药投融资额 (亿元)	11
图表 17: 2011-2023 中国医药投融资事件数 (件)	11
图表 18: 2017-2024Q1CXO 基金持仓占比	11
图表 19: CXO 指数市盈率	12
图表 20: CXO 指数走势	13
图表 21: 百诚医药盈利预测与主要财务摘要	15
图表 22: 阳光诺和盈利预测与主要财务摘要	16

一、2023&2024Q1 回顾：行业短期承压，静待需求改善

(一) 业绩负增长，盈利能力减弱

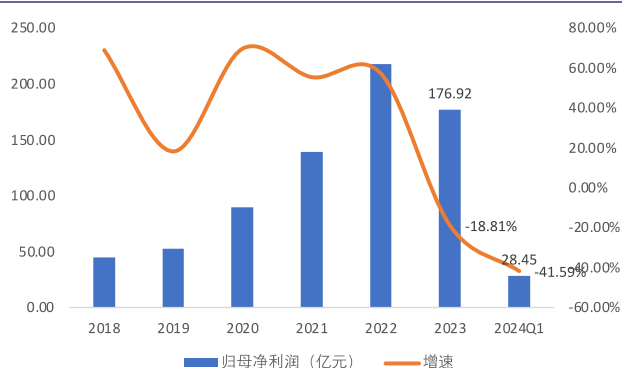
行业短期承压，业绩出现负增长。我们从 A 股 CXO 板块中选取了 22 家具备代表性的上市公司进行研究，具体为药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、美迪西、博腾股份、九洲药业、药石科技、皓元医药、毕得医药、百诚医药、阳光诺和、万邦医药、泓博医药、诺思格、普蕊斯、博济医药、成都先导、睿智医药、诺泰生物以及和元生物。2023 年及 2024 年第一季度，CXO 板块分别实现营业收入 922.85、195.71 亿元，同比下降 1.22%、12.36%，实现归母净利润 176.92、28.45 亿元，同比下降 18.81%、41.59%，收入利润均出现不同程度下降，短期业绩承压主要与大订单的交付完毕、CXO 行业的周期性调整有关。

图表1：2018-2024Q1 营业收入及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

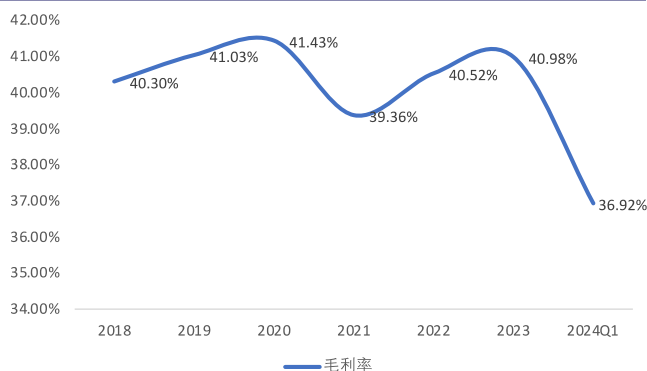
图表2：2018-2024Q1 归母净利润及增速



资料来源：iFind，太平洋证券整理

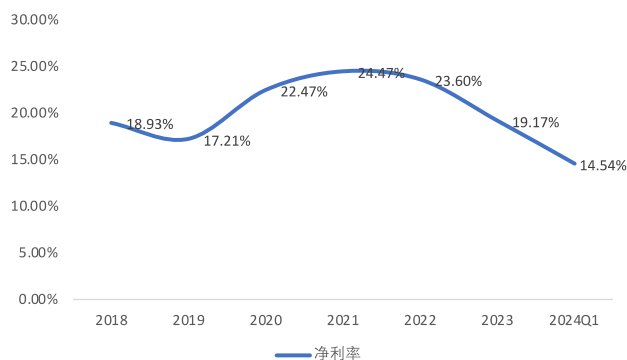
盈利能力减弱，毛利率下降。CXO 板块的盈利能力有所减弱，2018 年到 2023 年期间毛利率基本维持在 40%左右，净利率基本维持在 20%左右，2023 年和 2024 年第一季度毛利率分别为 40.98%、36.92%，净利率分别为 19.17%、14.54%，盈利能力有所减弱，主要原因是：1) 高盈利能力的新冠大订单交付完毕，2) 海外及本土需求不振，产能利用率和人效下降，3) 期间费用率上升。

图表3：2018-2024Q1 毛利率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

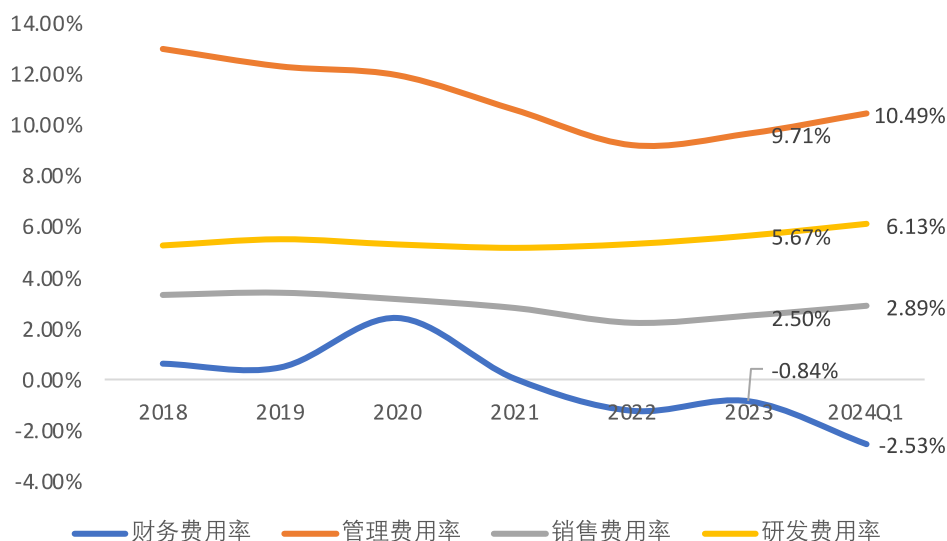
图表4：2018-2024Q1 净利率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

管理、销售和研发费用率上升，财务费用率下降。CXO 板块的管理费用率、销售费用率、研发费用率有所上升，2023 年和 2024 年第一季度管理费用率分别为 9.71%、10.49%，销售费用率分别为 2.50%、2.89%，研发费用率分别为 5.67%、6.13%；财务费用率有所下降，2023 年和 2024 年第一季度财务费用率分别-0.84%、-2.53%。

图表5：2018-2024Q1 各项费用率



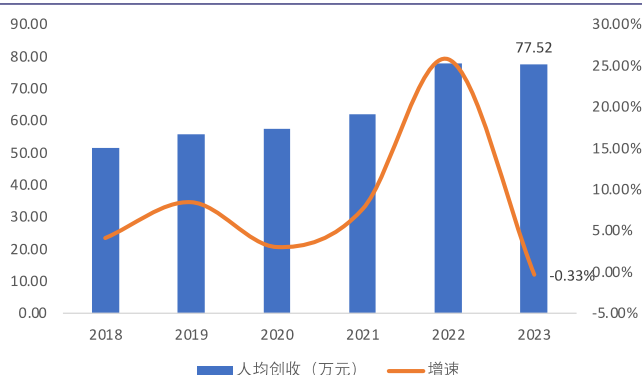
资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二) 人均单产同比下降，固定资产周转率下降

板块进入调整周期，人均单产有所下降。2018 年至 2022 年期间，CXO 板块的人均单产呈现

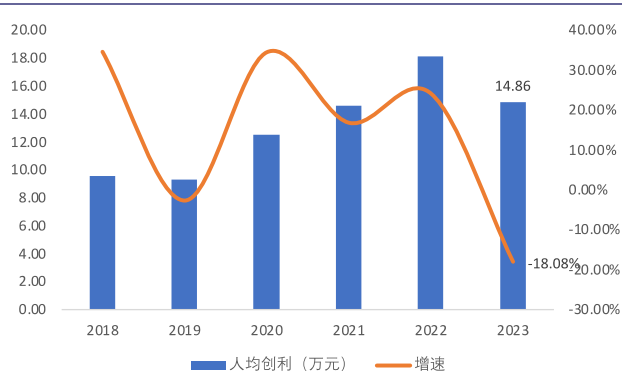
稳步上升态势，人均创收从 2018 年的 51.40 万元快速提升至 2022 年的 77.78 万元，CAGR 为 10.91%，人均创利从 2018 年的 9.56 万元快速提升至 2022 年的 18.14 万元，CAGR 为 17.37%，主要原因是：1) 过往 CXO 行业进行产业升级，高价值订单比例提升，2) 后端 CDMO 收入快速提升，具有一定规模效应；随着新冠大订单逐步交付完毕以及行业进入调整周期，常规业务增长乏力，人均创收及创利同比下降，2023 年人均创收为 77.52 万元，同比下降 0.33%；2023 年人均创利为 14.86 万元，同比下降 18.08%。

图表6：2018-2023 人均创收（万元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

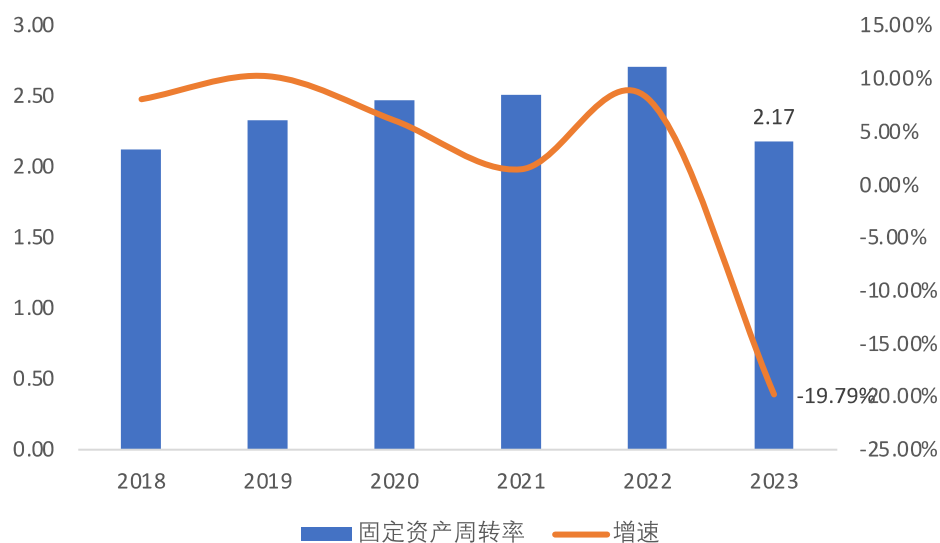
图表7：2018-2023 人均创利（万元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

固定资产周转率下降，经营效率出现下降。2018 年-2022 年期间，CXO 板块的经营效率不断提升，固定资产周转率从 2018 年的 2.12 次快速提升至 2022 年的 2.71 次；此后，固定资产周转率有所下降，2023 年为 2.17 次，同比下降 19.79%，经营效率出现一定程度下降，主要原因是：1) 2015-2022 年行业上升期不断扩张产能，固定资产不断增长，2) 大订单交付完毕和主业需求不振造成收入增长乏力或下降。

图表8：2018-2023 固定资产周转率（次）

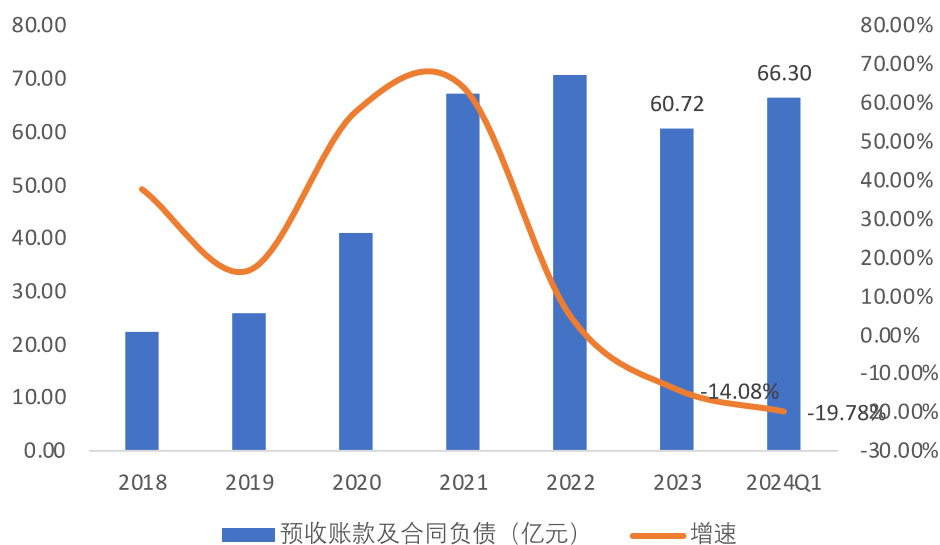


资料来源：iFind，太平洋证券整理

（三）行业需求不振，订单短期承压

行业需求不振，订单短期承压。合同负债和预收账款作为 CXO 企业业绩的先行指标，一定程度上可以反应新签及在手订单的情况。2018 年至 2022 年期间，CXO 企业预收账款及合同负债保持高速增长，从 2018 年的 22.29 亿元快速增长至 2022 年的 70.67 亿元，CAGR 为 33.44%，整体保持迅速增长的态势；该指标随后出现一定程度的下降，2023 年和 2024 年第一季度分别为 60.72、66.30 亿元，同比下降 14.08%、19.78%，主要原因为：1）新冠大订单形成的高基数，2）行业目前处于周期底部，新签订单增速放缓或下滑，3）部分 Biotech 客户由于资金压力无法继续推进管线，部分订单被取消。

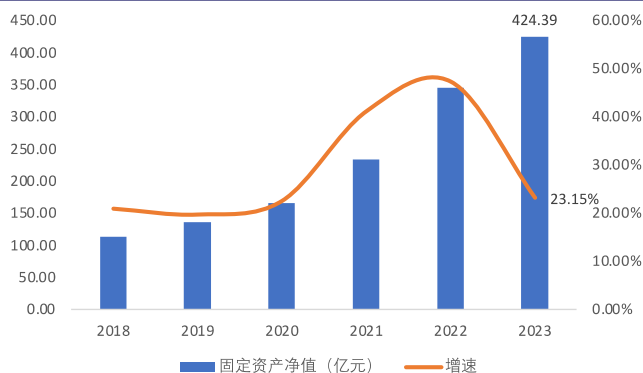
图表9：2018-2024Q1 预收账款及合同负债（亿元）



(四) 产能建设放缓，人员持续优化

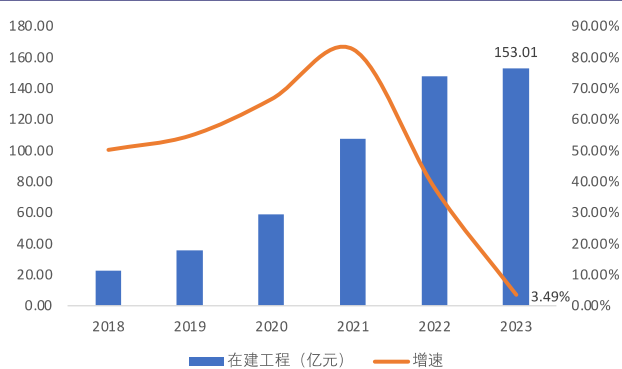
固定资产持续增加，在建工程增速放缓。CXO 板块的固定资产从 2018 年的 114.51 亿元快速增长到 2022 年的 343.08 亿元，CAGR 为 31.56%，2023 年为 424.39 亿元，同比增长 23.18%。此外，CXO 板块的在建工程从 2018 年的 22.85 亿元快速增长到 2022 年的 147.85 亿元；随着 CXO 板块进入调整周期，常规业务的新签订单增速放缓或下滑，行业产能建设节奏同步放慢，2023 年在建工程为 153.01 亿元，同比增长 3.49%。

图表10：2018-2023 固定资产净值（亿元）



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表11：2018-2023 在建工程（亿元）

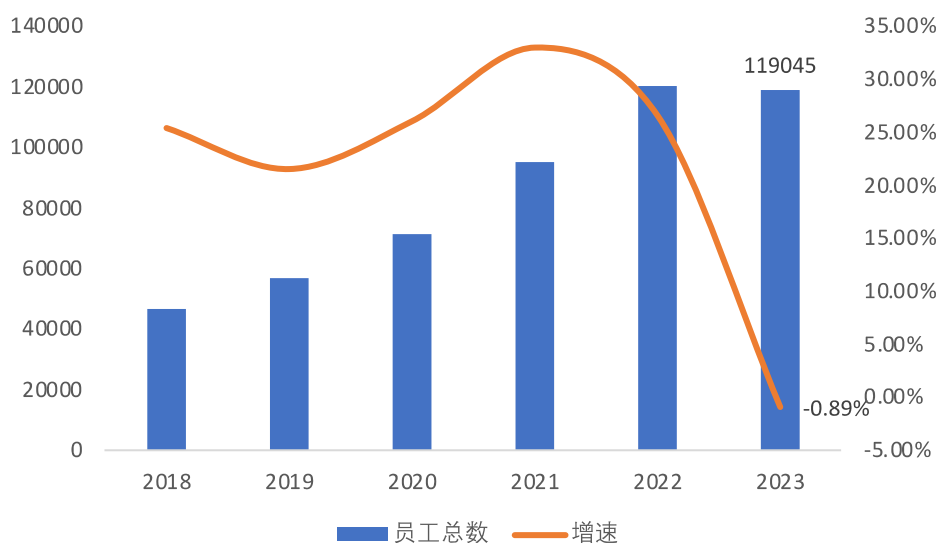


资料来源：iFind，太平洋证券整理

人员持续优化，人数同比下降。2018-2022 年期间，CXO 企业在加大产能建设的同时不断扩充

员工队伍，从而保证订单的高效交付，CXO 板块的员工总数从 2018 年的 46623 人快速增长到 2022 年的 120118 人；随着行业进入调整周期，人员持续进行优化，2023 年员工总数为 119045 人，同比下降 0.89%。

图表 12：2018-2023 员工数

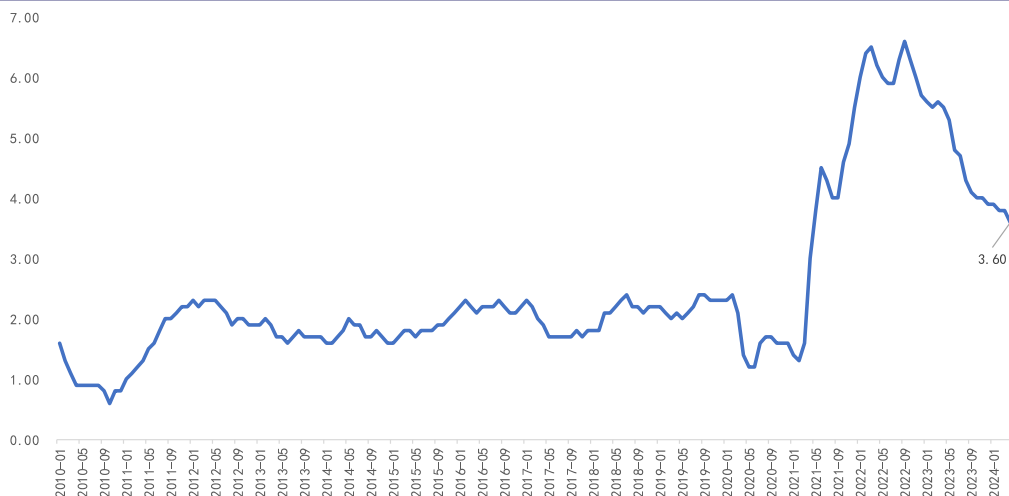


资料来源：iFind，太平洋证券整理

（五）医药投融资阶段性调整，未来有望开启新周期

加息周期进入尾部。在美联储 2024 年 5 月议息会议中，FOMC 全体官员一致投票保持联邦基金利率目标区间在 5.25%-5.5%，符合市场主流预期，这是自 2023 年 7 月加息以来第七次暂停加息；此外，鲍威尔在新闻发布会中的表态中性偏鸽，给出的后续决策树包含进一步观望和降息两个选项。总体来看，美联储加息周期基本结束，但对未来降息时点的判断保持谨慎，建议关注美联储政策走向的边际变化。

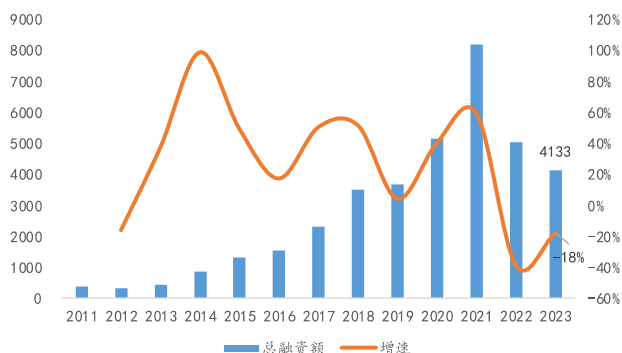
图表13：美国核心 CPI (同比%)



资料来源：iFind，太平洋证券整理

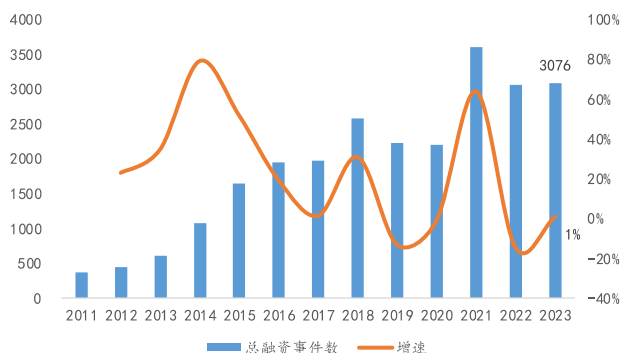
海外投融资基本企稳，国内投融资仍处底部。根据动脉网发布的全球及中国医疗健康产业投融资数据，2023 年全球及中国医药融资额分为 4133、785 亿元，同比下降 18%、27%，融资事件数分别为 3076、1300 件，同比增长 1%、7%。我们认为，全球及中国医疗健康产业一级市场的投融资活跃度在经历调整后目前已逐步恢复，投融资事件数基本企稳，未来随着美联储加息周期结束，有望开启新周期。

图表14：2011-2023 全球医药投融资额（亿元）



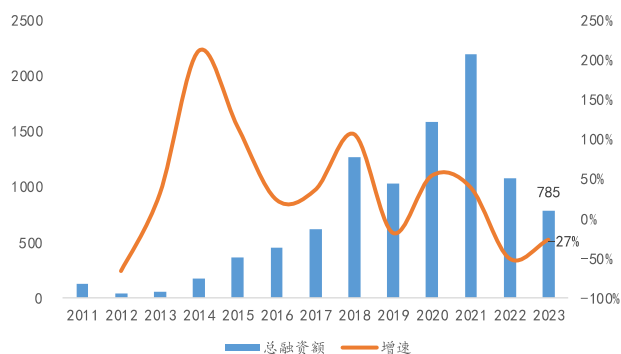
资料来源：动脉网，太平洋证券整理

图表15：2011-2023 全球医药投融资事件数（件）



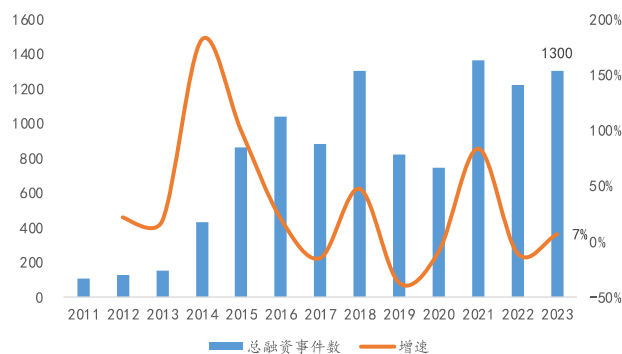
资料来源：动脉网，太平洋证券整理

图表16：2011-2023 中国医药投融资额（亿元）



资料来源：动脉网，太平洋证券整理

图表17：2011-2023 中国医药投融资事件数（件）

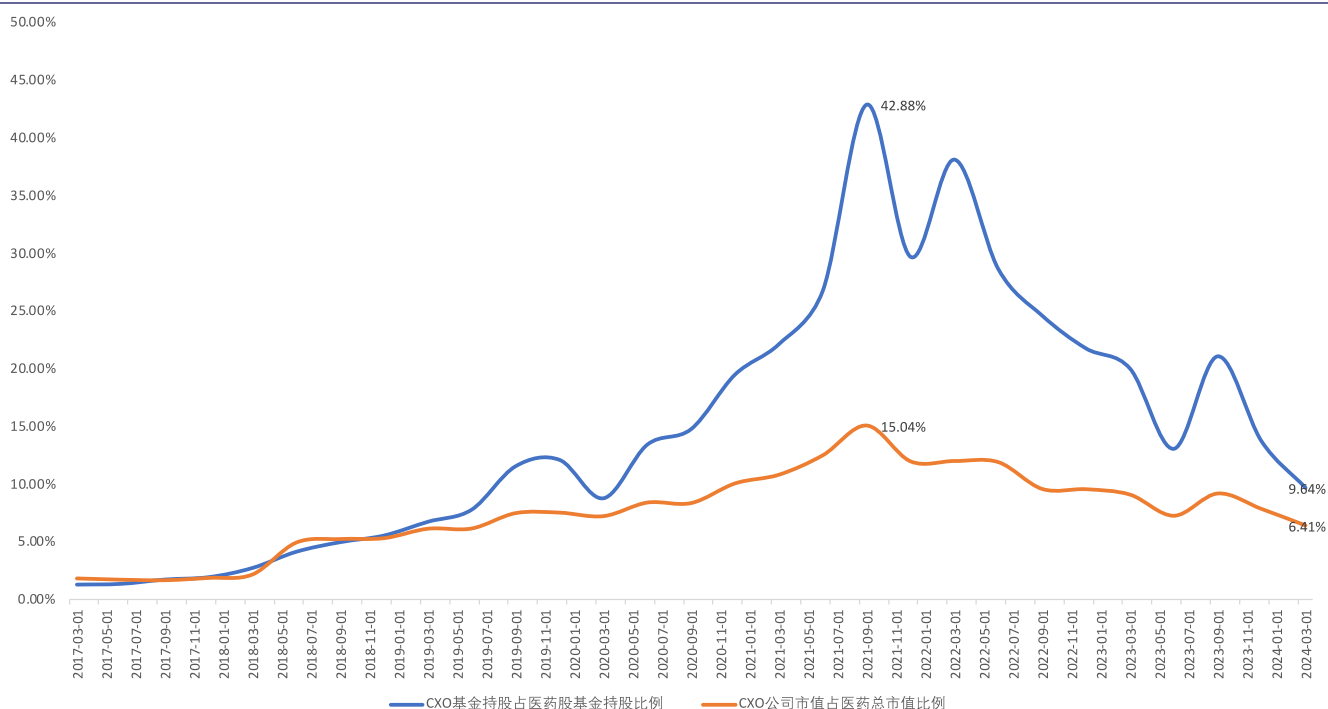


资料来源：动脉网，太平洋证券整理

(六) 基金持仓下降，估值性价比凸显

2024Q1 基金持续减持 CXO。基于医药基金规模快速提升，自 2019 年以来 CXO 持续处于超配状态，CXO 在医药股总持仓比例于 2021Q3 达到顶峰，为 42.88%，CXO 在医药板块市值占比仅为 15.04%；此后基金减持明显，2024Q1CXO 持仓比例下降至 9.64%，较 2023Q4 下降 1.42pp。

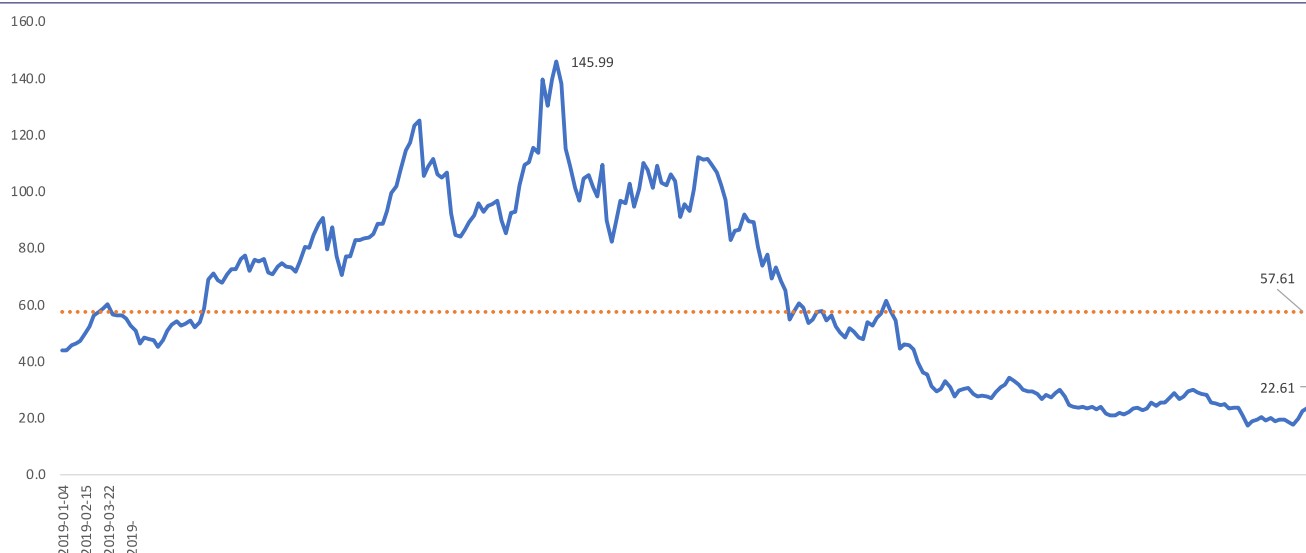
图表18：2017-2024Q1CXO 基金持仓占比



资料来源：iFind，太平洋证券整理

当前 PE 处于低位。截至 2024 年 5 月 19 日，CX0 指数收于 1928.88，年初至今下跌 22.23%，沪深 300 指数收于 3677.97，年初至今上涨 7.19%。当前 CRO 指数 PE 为 22.61 倍，显著低于中位数 57.61 倍，历史分位为 7.33%，已处于低估值区间。

图表19：CX0 指数市盈率



资料来源：iFind，太平洋证券整理

或密集出台，临床 CRO 受益确定性强，一方面国内临床 CRO 行业竞争格局尚未完全固化且存在较大国际化空间，一方面国产创新药靶点分散化和多样化趋势明确，具备相关靶点项目经验的 CRO 有望持续受益。

三、 公司推荐

(一) 百诚医药：业绩维持高速增长，自研转化成果不断展现

临床及 CDMO 全年增速靓丽，23Q4 业绩实现快速增长。全年来看，公司临床及 CDMO 业务收入增速表现靓丽，分别为 1.93 和 0.52 亿元，同比增长 141.25%和 152.35%，临床前药学研究为 3.38 亿元，同比增长 54.81%，研发技术成果转化为 3.92 亿元，同比增长 77.66%，权益分成为 0.30 亿元，同比下降 48.74%。单季度来看，2023Q4 实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 62.85%，归母净利润为 0.70 亿元，同比增长 43.03%，扣非后归母净利为 0.58 亿元，同比增长 57.95%，业绩实现快速增长。

自研转化成果不断展现，研发投入持续加大。公司自研转化业务成果陆续展现，2023 年共转化 104 个项目，实现收入 3.92 亿元，同比增长 77.66%，毛利率为 78.62%，目前已自主立项超过 300 个药物品种，适应症涵盖呼吸、消化、感染、肿瘤、精神神经、心血管等多类疾病领域。此外，公司不断加大研发投入力度，2023 年研发费用为 2.41 亿元，同比增长 45.13%，研发费用率为 23.69%，公司在创新药领域重点布局 19 个创新药项目，包含 13 个小分子化药和 6 个大分子生物药。

新签及在手订单高增长，未来业绩确定性强。公司 2023 年新签订单 13.60 亿元（含税），同比增长 35.06%；截至 2023 年底在手订单 15.86 亿元（不含税），同比增长 18.90%；此外，我们预计 2024Q1 新签及在手订单继续延续高增长态势，公司未来业绩确定性强。

盈利预测与投资建议：我们预计 2024 年-2026 年公司营收为 14.00/19.09/25.77 亿元，同比增长 37.57%/36.38%/34.98%；归母净利为 3.74/5.21/7.05 亿元，同比增长 37.60%/39.16%/35.41%，对应当前 PE 为 22/16/12 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：仿制药一致性评价业务增速放缓或下滑、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

图表21：百诚医药盈利预测与主要财务摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,017	1,400	1,909	2,577
营业收入增长率(%)	67.51%	37.57%	36.38%	34.98%
归母净利（百万元）	272	374	521	705
净利润增长率(%)	40.07%	37.60%	39.16%	35.41%
摊薄每股收益（元）	2.51	3.44	4.78	6.47
市盈率（PE）	25.94	21.95	15.77	11.65

资料来源：iFind，太平洋证券整理

（二）阳光诺和：创新药政策潜在受益标的，预计 2024 年继续高增长

新签订单及业绩高增长，创新药占比持续提升。我们预计公司 24Q1 新签订单 4 亿+，其中仿制药 2.5 亿，创新药 1.6 亿；预计 2024 年全年新签订单目标 20 亿，同比增长 30%+，其中仿制药 11-12 亿，创新药 8-9 亿，创新药占比持续提升。此外，我们预计公司 24 年收入保持 30%+的高增速，临床业务保持高速增长，占比持续提升至 40-50%。

创新药政策潜在受益标的，与仿制药 CRO 存在预期差。创新药支持政策利好本土 CRO，其中临床 CRO 受益确定性强，一方面临床市场竞争格局未固化，另一方面，国产创新药靶点分散化和多样化趋势明确，有相关靶点临床业务经验的 CRO 有望持续受益。公司整体创新药订单占比持续提升，与市场普遍认知的仿制药 CRO 存在一定预期差。

研发技术成果转化+权益分成逐步进入收获期。截止 2023 年底，公司内部在研项目累计已超 350 项，我们预计 24 年有 11 个一二三类药物实现 IND 并进入大临床阶段，其他品种公司将逐步实现转让获取溢价。此外，公司已有 7 个权益分成产品获批，分成比例高达 80%，预计 24 年将带来 2000-3000 万的净利润，未来随着其他品种陆续获批上市，分成收入量级逐步增加。

投资建议：我们预计 2024 年-2026 年公司营收为 12.87/17.61/23.77 亿元，同比增长 38.05%/36.86%/35.00%；归母净利为 2.57/3.60/4.92 亿元，同比增长 39.18%/39.87%/36.72%，对应当前 PE 为 25/18/13 倍，持续给予“买入”评级。

风险提示：解禁风险、仿制药业务增速放缓或下滑、新签订单不及预期、人力成本上升及人才流失、药物研发失败、行业监管政策等风险。

图表22：阳光诺和盈利预测与主要财务摘要

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	932	1,287	1,761	2,377
营业收入增长率(%)	37.76%	38.05%	36.86%	35.00%
归母净利（百万元）	185	257	360	492
净利润增长率(%)	18.08%	39.18%	39.87%	36.72%
摊薄每股收益（元）	1.65	2.30	3.21	4.39
市盈率（PE）	42.27	25.21	18.02	13.18

资料来源：iFind，太平洋证券整理

四、风险提示

美联储利率政策不及预期，投融资回暖不及预期，市场竞争加剧，汇率波动等风险。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2024/05/20
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
301096	百诚医药	买入	2.50	3.44	4.78	6.47	226.07	21.95	15.77	11.65	63.48
688621	阳光诺和	买入	1.65	2.30	3.21	4.39	52.28	25.21	18.02	13.18	51.93
301230	泓博医药	买入	0.35	0.87	1.14	1.31	102.42	41.28	31.40	27.25	35.95
300347	泰格医药	买入	2.32	2.52	2.98	3.53	23.68	22.63	19.13	16.14	56.99
301333	诺思格	/	1.69	1.84	2.30	2.82	38.09	23.73	19.04	15.50	43.77

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。