

融资触底，拐点将至

——CXO 2023&2024Q1业绩综述

行业评级：看好

2024年05月17日

分析师

孙建

邮箱

sunjian@stocke.com.cn

电
话

13641894103

证书编号
S1230520080006



投资要点

1、复盘：拐点型和业绩高增标的表现好，需求或在恢复

- ⊖ 本土：订单&业绩驱动。 2023.12.31至2024.04.30，医疗研发外包指数下跌29.40%，跑输医药生物（申万）指数21.14pct，其中订单持续转好的泰格医药和订单&业绩均保持高增长的百诚医药表现较好：泰格医药（+7.53%）、百诚医药（+5.78%）。
- ⊖ 海外：临床需求仍强劲，临床前或在回暖。 从跨国CXO公司2024Q1收入和订单情况看，收入增长的趋势基本平稳。查尔斯河在业绩交流中（参考wind披露数据）分析认为：安评立项和取消均逐季改善，但是尚未转化为订单改善，公司谨慎乐观的认为2024H2需求端会有所改善。

2、财务分析：景气度&大订单交付周期叠加拖累

- ⊖ 成长性：投融资不佳&基数导致下降。 2023年收入YOY平均+5.75%（同比-38.4pct），2024Q1收入YOY平均-7.44%。受到行业景气度以及新冠订单基数影响，博腾股份、美迪西、凯莱英等Q1业绩均有大幅波动。百诚医药、诺思格、普蕊斯、阳光诺和等收入端表现突出。2023年扣非净利润YOY平均-15.96%（同比-77.07pct），2024Q1扣非净利润YOY平均-41.68%，昭衍新药、美迪西、博腾股份、泓博医药波动幅度较大。
- ⊖ 盈利能力：投融资不佳+基数效应下，盈利能力有所下降。 2023年平均毛利率38.34%，同比下降4.13pct；2024Q1平均毛利率34.34%（同比-7.68pct）。Q1美迪西、博腾股份下滑最多，分别下滑35pct和34pct，我们预计主要是投融资不佳以及大订单交付后产能利用率较低导致。2023年平均扣非净利率7.33%，同比下降11.86pct；2024Q1平均扣非净利率2.50%（同比-15.31pct）。昭衍新药、美迪西和博腾股份分别下滑136pct、37pct、35pct，波动最大。
- ⊖ 运营效率：短期仍有波动，望逐渐提升。 固定资产周转率：2024Q1产能利用率不足拖累较大，博腾股份、美迪西、凯莱英、九洲药业、药明康德等固定资产周转率有所下降，博腾股份、凯莱英、药明康德预计还是与大

订单基数相关。存货周转率：2024Q1泰格医药（主要是方达控股）、凯莱英、九洲药业存货资产周转率有所下降，我们预计主要还是大订单完成交付导致。

3、思考与展望：融资触底，基金继续减仓

- ④ **PE/VC投融资：或已触底。** 2024年投融资YOY或现转机，2024Q1国内投融资已经回到了2017Q3水平，全球回到了2018-2019年水平。全球生物医药投融资连续22个月（2022.07-2024.04）保持20亿美金上下，中国生物医药投融资逐渐复苏。
- ④ **IPO融资：美股先触底回升。** 2024YTD美股医疗保健公司IPO融资金额显著逐渐回升，A股2017-2019年水平，H股回到2014年水平。从IPO融资额角度看A股2023年才显著放缓，2024年1-5月也表现疲软。H股2023年IPO融资额与2022年相当，但是同样2024年1-4月显著放缓。2023年美股医疗保健行业IPO融资金额为74亿美金，较2022年有显著升高，2024年1-4月份IPO金额也呈现出喜人态势，从数据看美股IPO已经显著恢复。
- ④ **供给：Capex分化，在建工程仍在高位。** Capex：以年度看，2023年药明康德、凯莱英、药石科技等公司资本开始明显放缓。季度看，2021Q1-2024Q1代表CXO龙头公司资本开支也开始波动。凯莱英、博腾股份等公司已经连续多个季度逐渐下降。
- ④ **机构持仓：继续减仓，相对低位。** 医药基金在2024Q1减仓CXO较多占比下降到14.4%，医疗基金前十大CXO持仓占比已经从2021Q3最高的35%下降至2024Q1的7%。

4、投资策略：融资触底，拐点将至

- ④ 投融资逐渐转好趋势基本确认，CXO有望迎来拐点，我们建议关注CXO订单和业绩拐点。

④ 同时在本土创新药支持政策持续推进情况下，我们认为本土业务为主的临床CRO和安评CRO有望中长期较为受益。

D

风险提示

- ⊕ 国内药审政策的波动风险
- ⊕ 新签订单及业绩不及预期风险
- ⊕ 新业务整合不及预期风险
- ⊕ 汇兑风险

目录

CONTENTS

01

行情复盘

本土：拐点型和业绩高增标的表现好

海外：临床需求仍强劲，临床前或在回暖

02

财务分析

成长性：投融资不佳&基数导致下降

盈利能力：继续下降

运营效率：短期仍有波动，望逐渐提升

03

思考与展望

PE/VC投融资：或已触底

IPO融资：美股先触底回升

供给：Capex分化，在建工程仍在高位

机构持仓：继续减仓，相对低位

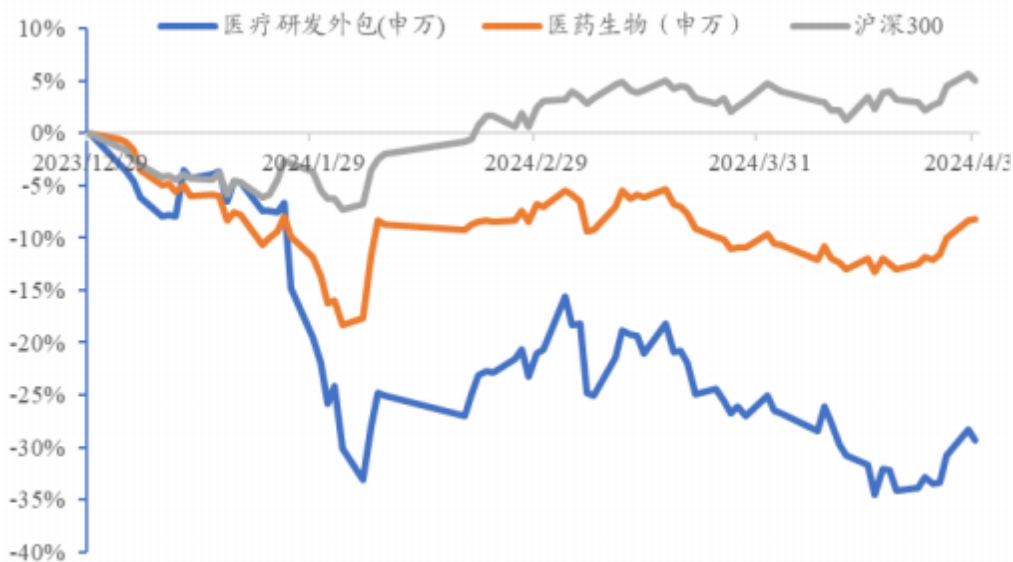
投资建议&风险提示

01

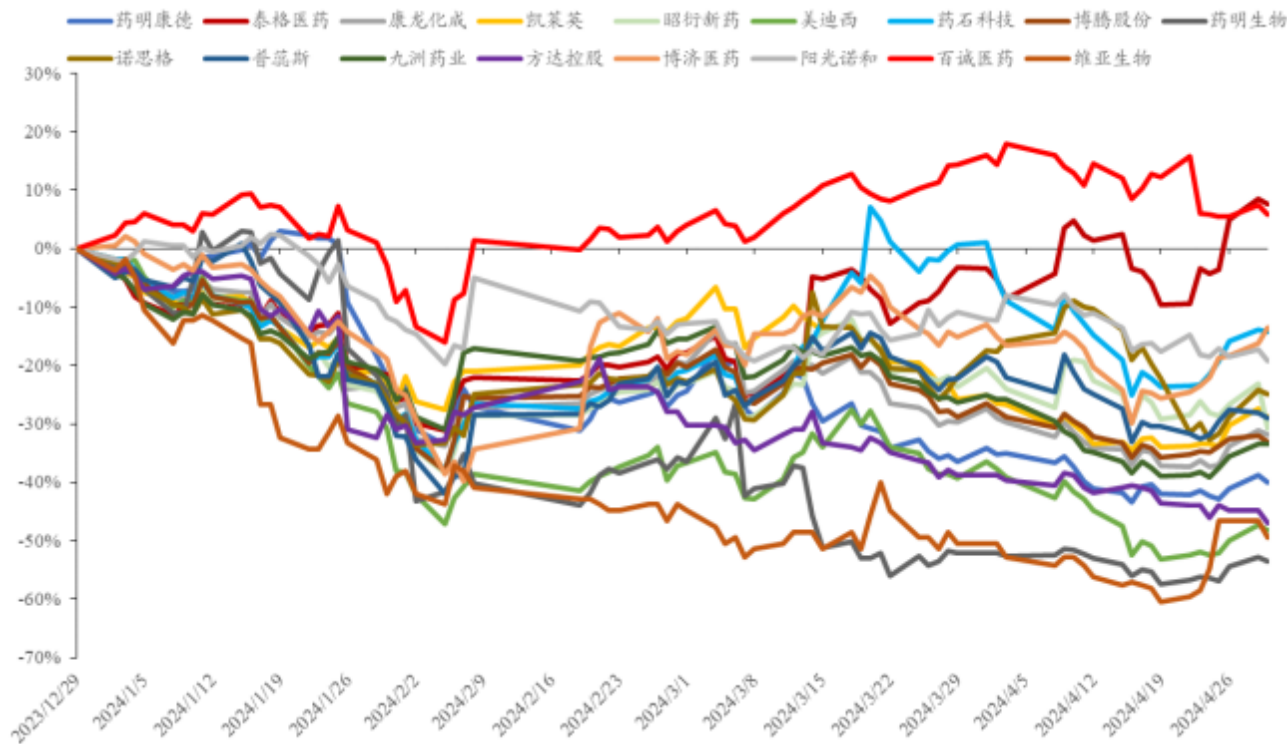
行情复盘

📉 2023.12.31至2024.04.30，医疗研发外包指数下跌29.40%，跑输医药生物（申万）指数21.14pct，其中订单持续转好的泰格医药和订单&业绩均保持高增长的百诚医药表现较好：泰格医药（+7.53%）>百诚医药（+5.78%）>博济医药（-13.63%）>药石科技（-14.31%）>阳光诺和（-19.21%）>诺思格（-24.97%）>凯莱英（-28.81%）>普蕊斯（-28.96%）>昭衍新药（-30.87%）>康龙化成（-31.85%）>博腾股份（-33.16%）>九洲药业（-33.42%）>药明康德（-39.98%）>方达控股（-46.98%）>美迪西（-48.29%）>维亚生物（-49.52%）>药明生物（-53.58%）。

图：医疗研发外包（申万）指数走势



图：本土CXO龙头涨跌幅统计

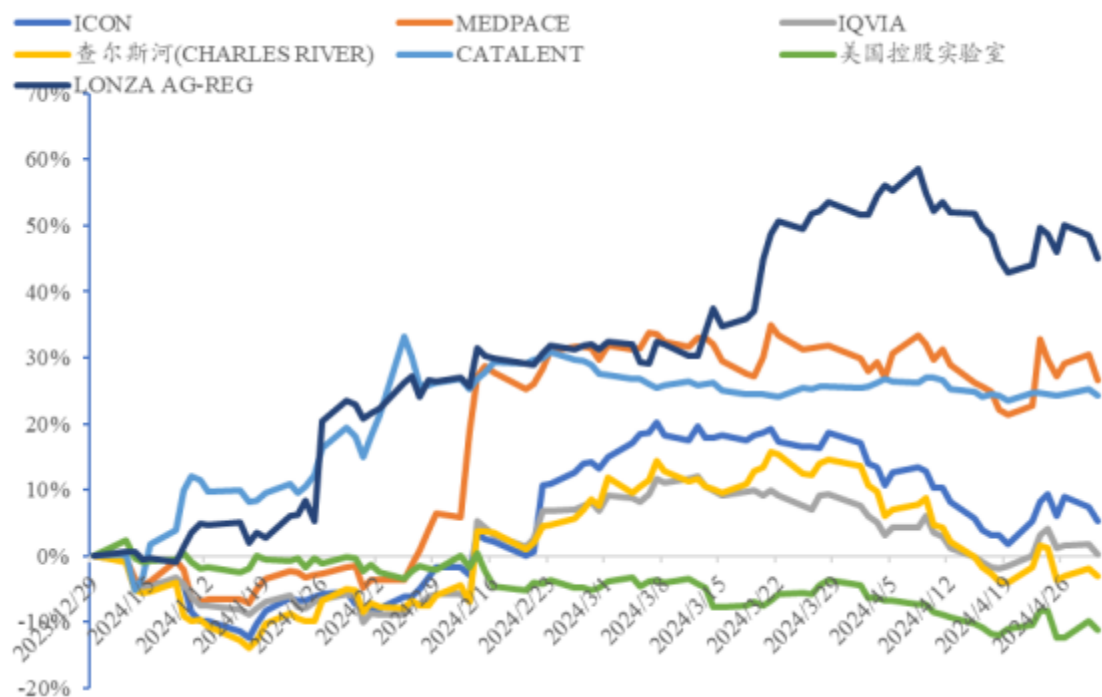


数据来源： Wind，浙商证券研究所

1.2 海外：临床需求仍强劲，临床前或在回暖

- 🕒 **2023.12.31至2024.04.30，Lonza及Medpace、Catalent领涨：** Lonza (+45.08%) > Medpace (+26.69%) > Catalent (+24.30%) > ICON (+5.23%) > IQVIA (+0.17%) > 查尔斯河(-3.13%) > 美国控股实验室 (-11.11%)。
- 🕒 **从跨国CXO公司2024Q1收入和订单情况看，收入增长的趋势基本平稳。查尔斯河在业绩交流中（参考wind披露数据）分析认为：立项和取消（安评）均逐季改善，但是尚未转化为订单改善，公司谨慎乐观的认为2024H2需求端会有所改善。**

图：海外CXO龙头涨跌幅统计



表：海外CXO龙头2024Q1业绩复盘

	2024Q1收入	业务拆分/订单	2024年指引
Catalent	2023Q3表观收入YOY4%，扣新冠相关收入YOY11%	2023Q3 Pharma and Consumer Health Segment收入YOY8%（恒定汇率），生物药CDMO收入YOY-3%（恒定汇率）	
IQVIA	表观收入YOY2.3%	TAS收入YOY0.6%，RDS收入YOY3.4%，RDS业务在手订单301亿美元（YOY7.9%）	2024年收入指引153.25-155.75亿美元（YOY2-4%）
ICON	收入YOY5.7%	在手订单234亿美元（YOY10.1%）	2024年指引收入YOY4.4%-7.4%
Medpace	收入YOY17.7%	在手订单29.07亿美元（YOY18.2%）	指引2024年收入YOY14%-16.7%

Charles
River

收入YOY-1.7%

RMS收入YOY10.6%，DSA收入YOY-
8.6%，CDMO收入YOY10.7%

2024年指引收入
YOY1%-4%

8

数据来源： Wind， 各公司年报， 浙商证券研究所

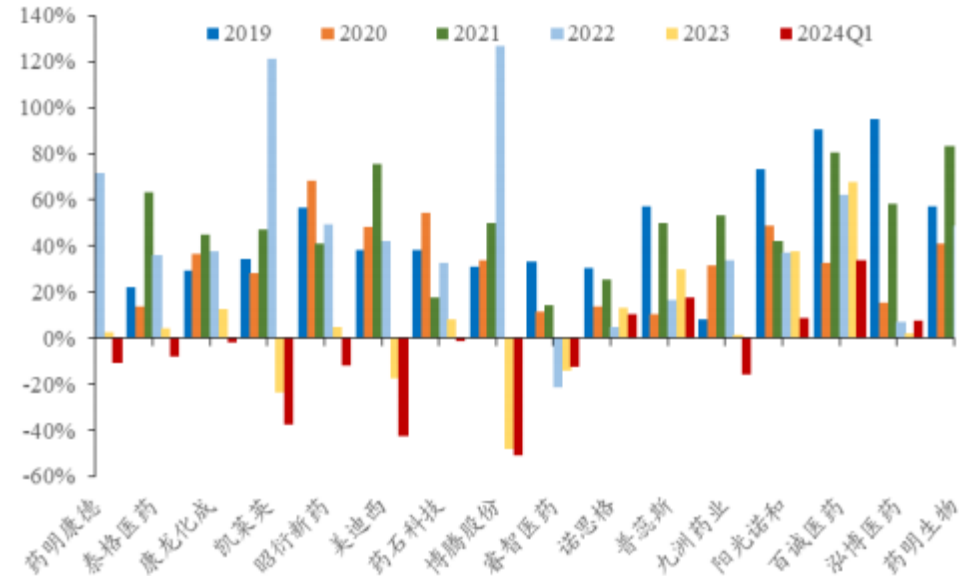
02

财务分析

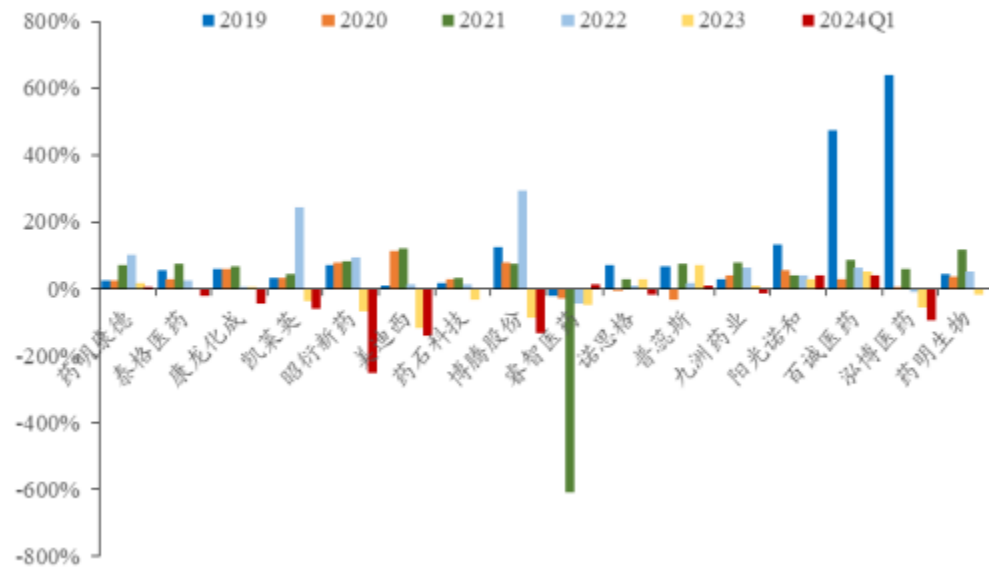
2.1 成长性：投融资不佳&基数导致下降

- ③ 2023年收入同比增速平均+5.75%，同比下降38.4pct；2024Q1收入同比增速平均-7.44%。受到行业景气度以及新冠订单基数影响，博腾股份、美迪西、凯莱英等Q1业绩均有大幅波动。百诚医药、诺思格、普蕊斯、阳光诺和等收入端表现突出。
- ③ 2023年扣非净利润同比增速平均-15.96%，同比下降77.07pct；2024Q1扣非净利润同比增速平均-41.68%。主要是昭衍新药、美迪西、博腾股份、泓博医药波动幅度较大。

图：2019-2024Q1 CXO收入同比增速



图： 2019-2024Q1 CXO扣非净利润同比增速



数据来源： Wind（收入和利润平均值选取上市公司包括：药明康德、凯莱英、康龙化成、泰格医药、博腾股份、九洲药业、美迪西、药石科技、昭衍新药、睿智医药、诺思格、普蕊斯、百诚医药、阳光诺和、泓博医药等），浙商证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/265210322342011212>