

创新链系列研究

生命科学服务板块或周期见底

“创新链”渐趋明朗。不同于光伏、新能源、半导体等垂直产业链，医药行业多以横向细分为主。但伴随着 2018-2020 年 CXO 公司密集上市；2020-2022 年 Biotech、生命科学服务公司密集上市，医药内部的“垂直产业链”逐渐浮现。创新链从上游提供仪器设备、试剂、耗材的生命科学服务到中游提供研发生产外包的 CXO 到下游的创新药是一脉相承。“创新药 - CXO - 生命科学”垂直型产业链渐趋明显。创新药对 CXO 的外包率不断提升，2023 年达 50%，而生命科学服务的客户结构中，70-80%为医药工业端。从产业链条内部的需求占比看，已呈现较高的相关比例。

生命科学服务板块发展复盘：

2020 年前：多重因素共振，开启中国创新药崛起大时代，催生了生命科学服务行业并造就了生命科学服务行业的快速发展。

2020-2022 年中：新冠大脉冲，资金加速涌入生物医药领域，需求高景气，生命科学服务板块跨越式发展，引发上市热潮，并带来供给的大幅增加。

2022 年中以来：生命科学服务板块由热转冷进入景气下行阶段，生命科学服务行业供需关系大转变，供需关系不匹配造成产业内卷，板块承压。

当前，生命科学服务板块或周期见底：

见底标志 1：股价平均跌幅 70%+，去泡沫彻底

见底标志 2：资金配置比例极低，不拥挤

见底标志 3：多项需求指标出现改善迹象

见底标志 4：供给侧陆续出清

见底标志 5：多项财务指标企稳

见底标志 6：资产去水分

见底标志 7：现金流回款改善

生命科学服务板块利润端向上弹性巨大：收入增速有望由负转正并趋势向上。净利率提升空间巨大：1) 当前净利率水平极低；2) 当前板块内仍多为加杠杆式经营，整体产能充裕，一旦收入重回增长区间进入投入回报期，毛利率较大提升空间+三费率较大压缩空间，有望带来极大利润弹性。

部分公司率先迎来报表端修复：

1、阿拉丁：内生稳健增长，外延持续赋能

2、皓元医药：前端快速增长，后端企稳，利润端明显修复

3、毕得医药：产品结构优化+精细化管理效果显现助力走出盈利水平谷底

风险提示：1、全球/中国生物医药投融资项目和金额复苏节奏低于预期，需求传导速度低于预期；2、供给出清速度慢于预期；3、价格竞争加剧；4、地缘风险。

推荐（维持）

华创证券研究所

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	477	0.06
总市值(亿元)	65,228.46	6.48
流通市值(亿元)	54,466.40	6.81

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.9%	9.5%	-8.2%
相对表现	0.7%	-2.3%	-25.8%



相关研究报告

《创新药周报 20241208：基石药业 ROR1 ADC CS5001 末线治疗淋巴瘤 ORR 达 76.9%》

2024-12-08

《华创医药投资观点&研究专题周谈第 105 期：生命科学服务板块周期见底的七大信号》

2024-12-06

《创新药周报 20241201：安进 MariTide 52 周平均减重约 20%》

2024-12-01

投资主题

报告亮点

深度复盘生命科学服务板块发展的几个阶段，深入分析当前生命科学服务板块及细分领域各项指标，并做出板块或周期见底的判断。

投资逻辑

当前，生命科学服务板块或周期见底，生命科学服务板块利润端向上弹性巨大：收入增速有望由负转正并趋势向上。净利率提升空间巨大：1）当前净利率水平极低；2）当前板块内仍多为加杠杆式经营，整体产能充裕，一旦收入重回增长区间进入投入回报期，毛利率较大提升空间+三费率较大压缩空间，有望带来极大利润弹性。

部分公司如阿拉丁、皓元医药、毕得医药率先迎来报表端修复。

目 录

一、“创新链”渐趋明朗	6
二、生命科学服务板块发展复盘	7
（一）2020 年前：生命科学服务行业的萌芽和快速发展	7
（二）2020-2022 年中：新冠大脉冲	8
1、资金加速涌入生物医药领域，需求高景气	8
2、生命科学服务板块跨越式发展，并引发上市热潮	9
3、供给大幅增加	11
（三）2022 年中以来：脉冲过后历经阵痛，供需不匹配造成产业内卷	11
三、生命科学服务板块或周期见底	12
（一）见底标志 1：股价平均跌幅 70%+，去泡沫彻底	12
（二）见底标志 2：资金配置比例极低，不拥挤	13
（三）见底标志 3：多项需求指标出现改善迹象	14
（四）见底标志 4：供给侧陆续出清	17
（五）见底标志 5：多项财务指标企稳	18
（六）见底标志 6：资产去水分	20
（七）见底标志 7：现金流回款改善	21
（八）生命科学服务板块利润端向上弹性有多大？	22
四、部分公司率先迎来报表端修复	24
（一）阿拉丁：内生稳健增长，外延持续赋能	24
（二）皓元医药：前端快速增长，后端企稳，利润端明显修复	25
（三）毕得医药：产品结构优化+精细化管理效果显现助力走出盈利水平谷底	25
五、风险提示	26

图表目录

图表 1	创新链传导示意图	6
图表 2	生命科学服务板块需求端传导链条	6
图表 3	中国生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)	7
图表 4	中国新药首次 IND 数量及临床登记数量(个).....	7
图表 5	生命科学服务行业相关公司成立日期	7
图表 6	生命科学服务行业上市公司 2016-2023 年收入及增速(亿元)	8
图表 7	海外生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)	9
图表 8	中国生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)	9
图表 9	部分公司常规和新冠相关业务收入(亿元).....	9
图表 10	生命科学服务板块 2019-2023 年收入利润及增速(亿元)	10
图表 11	生命科学服务板块 2019-2023 年毛利率净利率趋势	10
图表 12	生命科学服务行业相关公司上市日期	10
图表 13	生命科学服务行业相关公司 2019-2022 年员工人数、存货、固定资产变化和扩张倍数（前后数据相除）	11
图表 14	海外生物医药季度投融资数量/金额(个/亿美元).....	12
图表 15	中国生物医药季度投融资数量/金额(个/亿美元).....	12
图表 16	生命科学服务板块收入利润及增速(亿元).....	12
图表 17	生命科学服务板块毛利率净利率趋势	12
图表 18	生命科学服务行业相关公司股价表现	13
图表 19	医药主题基金生命科学服务相关公司持仓	13
图表 20	医药主题基金生命科学服务相关公司重仓	13
图表 21	全球生命科学领域研究资金投入	14
图表 22	中国 R&D 支出和生命科学研究资金投入.....	14
图表 23	中国与海外部分国家研发投入情况	14
图表 24	海外生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）	15
图表 25	美国生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）	15
图表 26	中国生物医药投融资项目数量及金额（季度，个，亿美元）	15
图表 27	中国生物医药投融资项目数量及金额（月度，个，亿美元）	15
图表 28	新签/在手订单金额、项目数量及增速（单位：亿元、个）	16
图表 29	部分 CDMO 公司购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）	16
图表 30	阿拉丁产品每年 SCI 论文引用总数	16
图表 31	生命科学服务板块员工人数（人）	17
图表 32	生命科学服务板块 CAPEX（亿元）	17

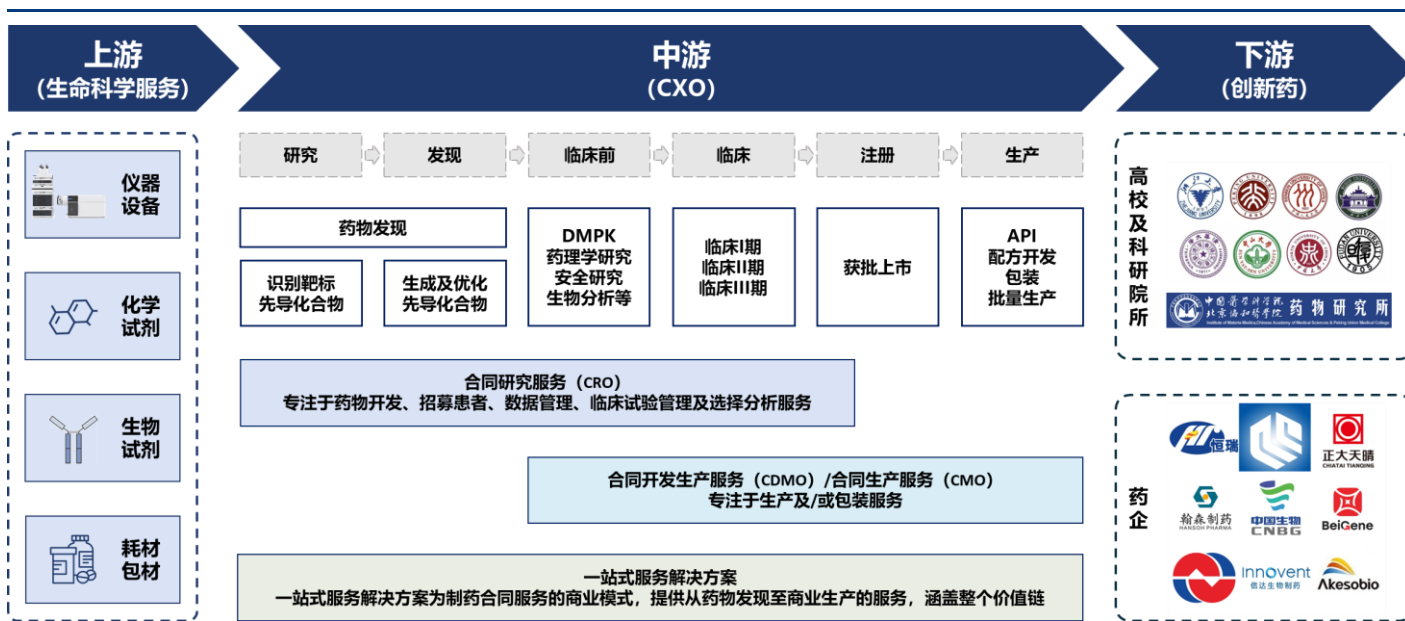
图表 33	生命科学服务板块资本支出/折旧摊销	17
图表 34	近 1 年来生命科学服务板块上市公司并购动作梳理	18
图表 35	生命科学服务板块单季度收入(亿元).....	18
图表 36	生命科学服务板块细分领域单季度收入(亿元).....	18
图表 37	生命科学服务板块单季度毛利率	19
图表 38	生命科学服务板块细分领域毛利率	19
图表 39	毕得和皓元毛利率	19
图表 40	生命科学服务板块细分领域三费（亿元）	20
图表 41	生命科学服务板块细分领域三费率	20
图表 42	生命科学服务板块折旧与摊销（亿元）	20
图表 43	生命科学服务板块资产减值损失（亿元）	21
图表 44	生命科学服务板块信用减值损失（亿元）	21
图表 45	生命科学服务板块经营活动现金流净额-归母净利润（亿元）	21
图表 46	生命科学服务板块部分公司经营活动现金流量净额及归母净利润（亿元） ..	22
图表 47	生命科学服务板块收入 YOY.....	22
图表 48	生命科学服务板块净利率	23
图表 49	生命科学服务板块毛利率	23
图表 50	生命科学服务板块细分领域三费率	24
图表 51	阿拉丁收入、归母及增速（亿元）	25
图表 52	阿拉丁毛利率和净利率	25
图表 53	皓元医药收入、归母及增速（亿元）	25
图表 54	皓元医药毛利率和净利率	25
图表 55	毕得医药收入、归母及增速（亿元）	26
图表 56	毕得医药毛利率和净利率	26

一、“创新链”渐趋明朗

不同于光伏、新能源、半导体等垂直产业链，医药行业多以横向细分为主。但伴随着 2018-2020 年 CXO 公司密集上市，2020-2022 年 Biotech、生命科学服务公司密集上市，医药内部的“垂直产业链”逐渐浮现。

创新链从上游提供仪器设备、试剂、耗材的生命科学服务到中游提供研发生产外包的 CXO 到下游的创新药是一脉相承。

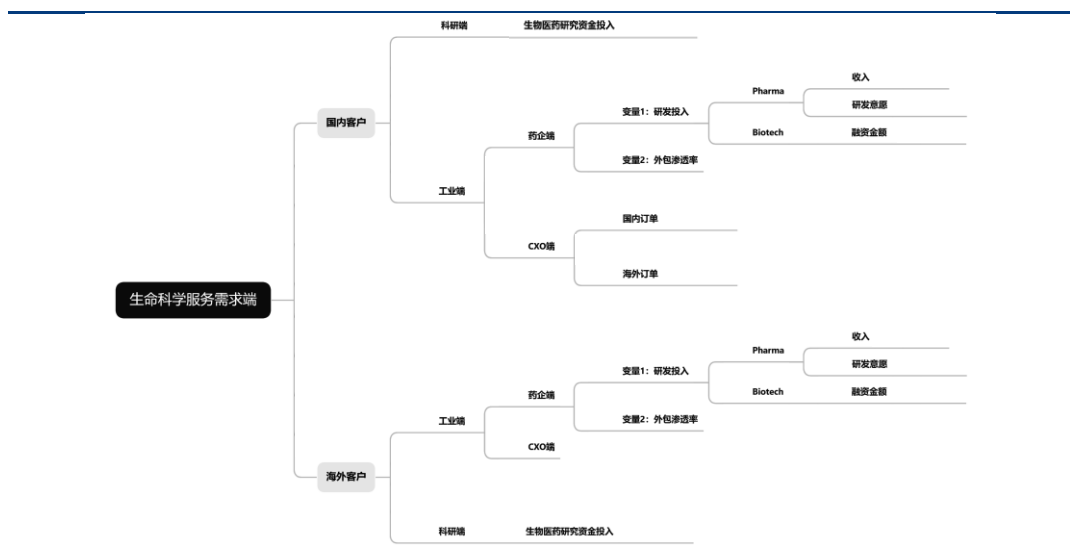
图表 1 创新链传导示意图



资料来源：Frost & Sullivan，转引自药明康德招股书（H 股），安捷伦官网，相关公司官网，华创证券

“创新药 - CXO - 生命科学”垂直型产业链渐趋明显。据 Frost & Sullivan，创新药对 CXO 的外包率不断提升，2023 年达 50%，而生命科学服务的客户结构中，70-80% 为医药工业端。从产业链条内部的需求占比看，已呈现较高的相关比例。

图表 2 生命科学服务板块需求端传导链条



资料来源：华创证券

二、生命科学服务板块发展复盘

（一）2020 年前：生命科学服务行业的萌芽和快速发展

2020 年前，多重因素共振，开启中国创新药崛起大时代。

国家政策大力支持中国创新药发展，08 年国务院批准“重大新药创制”科技重大专项实施方案，16 年国务院办公厅印发《药品上市许可持有人制度试点方案》等。

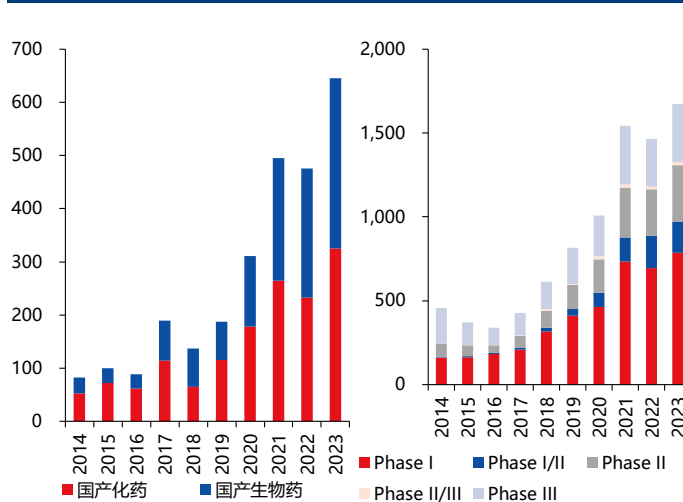
一大批海外人才回国创立 Biotech 在资本助力下快速推进研发管线，叠加 18 年科创板开通和港股 18A 上市规则修订，未盈利 Biotech 退出机制完善，进一步促进投资热情；传统药企也在政策影响下大幅增加研发投入，向创新转型升级。中国生物医药投融资项目数量/金额快速提升，创新药研发热情火爆，多年高强度研发投入也带来了国产新药临床申请数量的攀升。

图表 3 中国生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

图表 4 中国新药首次 IND 数量及临床登记数量(个)



资料来源：医药魔方，华创证券

中国创新药崛起大时代催生了生命科学服务行业并造就了生命科学服务行业的快速发展。

图表 5 生命科学服务行业相关公司成立日期

证券代码	证券简称	主营业务	成立日期
300171.SZ	东富龙	仪器设备	1993-12-25
688265.SH	南模生物	模式动物	2000-09-20
688026.SH	洁特生物	耗材	2001-04-11
688356.SH	键凯科技	化学试剂	2001-10-09
300203.SZ	聚光科技	仪器设备	2002-01-04
300813.SZ	泰林生物	仪器设备	2002-01-08
688056.SH	莱伯泰科	仪器设备	2002-01-08
300358.SZ	楚天科技	仪器设备	2002-11-08
688600.SH	皖仪科技	仪器设备	2003-06-26
301393.SZ	昊帆生物	化学试剂	2003-12-02

688622.SH	禾信仪器	仪器设备	2004-06-24
301166.SZ	优宁维	平台型公司	2004-10-22
688131.SH	皓元医药	化学试剂	2006-09-30
300725.SZ	药石科技	化学试剂	2006-12-26
688073.SH	毕得医药	化学试剂	2007-04-27
688133.SH	泰坦科技	平台型公司	2007-10-18
688690.SH	纳微科技	耗材	2007-10-22
688179.SH	阿拉丁	化学试剂	2009-03-16
688137.SH	近岸蛋白	生物试剂	2009-09-07
301080.SZ	百普赛斯	生物试剂	2010-07-22
688426.SH	康为世纪	生物试剂	2010-09-03
688105.SH	诺唯赞	生物试剂	2012-03-16
688293.SH	奥浦迈	耗材	2013-11-27
301047.SZ	义翘神州	生物试剂	2016-12-22
688046.SH	药康生物	模式动物	2017-12-29

资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 生命科学服务行业上市公司 2016-2023 年收入及增速(亿元)



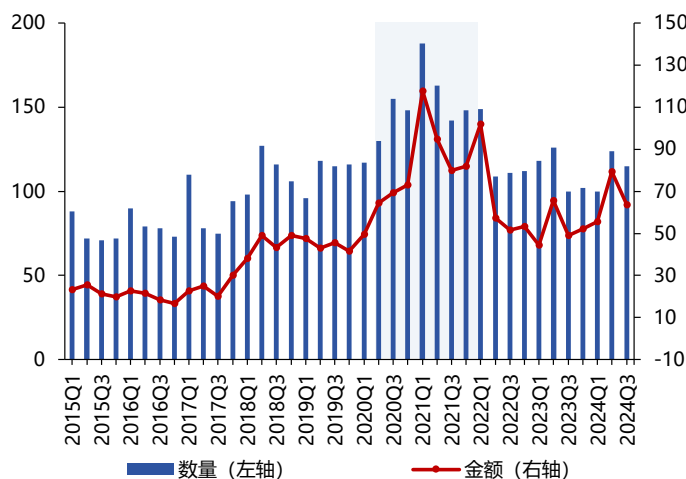
资料来源: Wind, 华创证券 (部分公司未披露 2016-2017 年收入, 计算时对这些公司予以剔除)

(二) 2020-2022 年中: 新冠大脉冲

1、资金加速涌入生物医药领域, 需求高景气

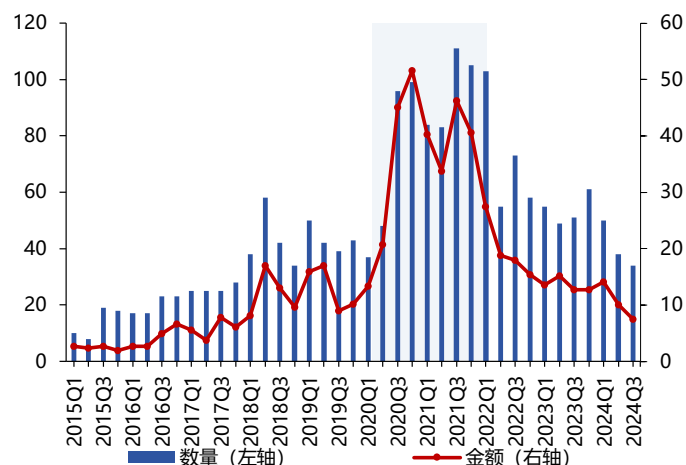
新冠直接推高各路资本对生物医药领域的投资热情, 全球和中国生物医药投融资项目数量和金额迎来爆发。

图表 7 海外生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

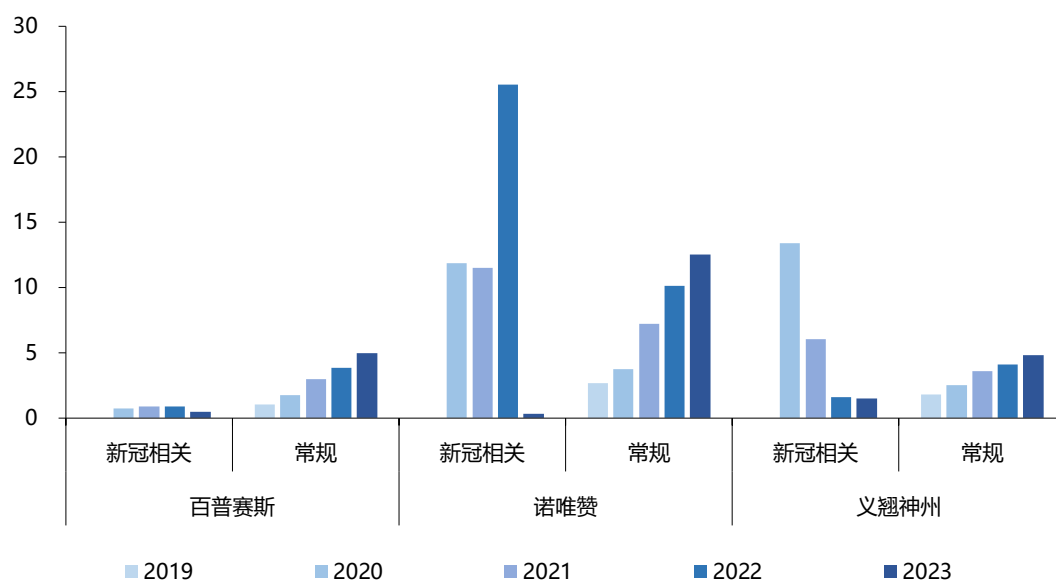
图表 8 中国生物医药投融资数量/金额(个/亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

新冠相关产品需求井喷，非新冠相关产品需求旺盛，同时叠加着进口供应链短缺引发的国产替代浪潮。

图表 9 部分公司常规和新冠相关业务收入(亿元)

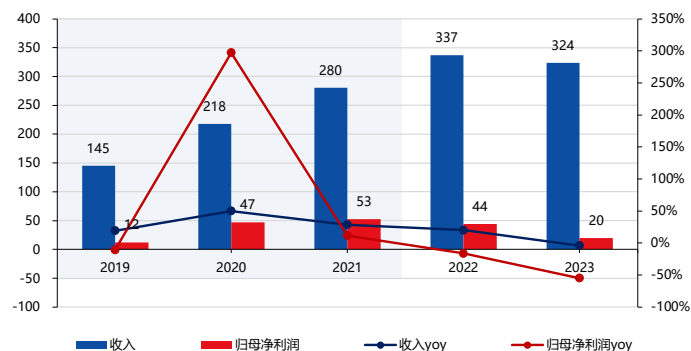


资料来源：Wind，相关公司公告，华创证券

2、生命科学服务板块跨越式发展，并引发上市热潮

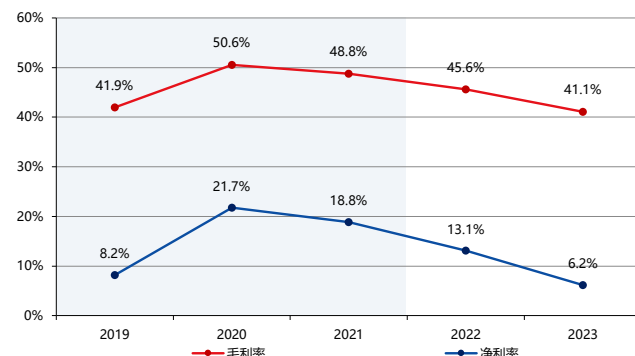
生命科学服务板块内相关公司，收入高速发展的同时，实现了毛利率、净利率的跨越式提升，带来利润端的飞跃，并引发生命科学服务板块的一轮上市热潮。

图表 10 生命科学服务板块 2019-2023 年收入利润及增速(亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 生命科学服务板块 2019-2023 年毛利率净利率趋势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 生命科学服务行业相关公司上市日期

证券代码	证券简称	主营业务	上市日期
300171.SZ	东富龙	仪器设备	2011-02-01
300203.SZ	聚光科技	仪器设备	2011-04-15
300358.SZ	楚天科技	仪器设备	2014-01-21
300725.SZ	药石科技	化学试剂	2017-11-10
300813.SZ	泰林生物	仪器设备	2020-01-14
688026.SH	洁特生物	耗材	2020-01-22
688600.SH	皖仪科技	仪器设备	2020-07-03
688356.SH	键凯科技	化学试剂	2020-08-26
688056.SH	莱伯泰科	仪器设备	2020-09-02
688179.SH	阿拉丁	化学试剂	2020-10-26
688133.SH	泰坦科技	平台型公司	2020-10-30
688131.SH	皓元医药	化学试剂	2021-06-08
688690.SH	纳微科技	耗材	2021-06-23
301047.SZ	义翘神州	生物试剂	2021-08-16
688622.SH	禾信仪器	仪器设备	2021-09-13
301080.SZ	百普赛斯	生物试剂	2021-10-18
688105.SH	诺唯赞	生物试剂	2021-11-15
301166.SZ	优宁维	平台型公司	2021-12-28
688265.SH	南模生物	模式动物	2021-12-28
688046.SH	药康生物	模式动物	2022-04-25
688293.SH	奥浦迈	耗材	2022-09-02
688137.SH	近岸蛋白	生物试剂	2022-09-29
688073.SH	毕得医药	化学试剂	2022-10-11

688426.SH	康为世纪	生物试剂	2022-10-25
301393.SZ	昊帆生物	化学试剂	2023-07-12

资料来源: Wind, 华创证券

3、供给大幅增加

新玩家大量涌入, 老玩家不断横向拓展业务。各公司纷纷加大经营杠杆, 产能(人员、厂房)、存货快速增加。

细分板块来看, 试剂公司经营杠杆整体高于其他领域。

图表 13 生命科学服务行业相关公司 2019-2022 年员工人数、存货、固定资产变化和扩张倍数(前后数据相除)

证券简称	业务	员工人数					存货 (亿元)					固定资产 (亿元)				
		2019	2020	2021	2022	扩张倍数	2019	2020	2021	2022	扩张倍数	2019	2020	2021	2022	扩张倍数
东富龙	仪器设备	2,457	2,661	3,672	5,239	2.1	15.36	16.85	31.98	38.99	2.5	3.57	3.29	3.53	8.21	2.3
聚光科技	仪器设备	5,512	6,056	6,643	7,034	1.3	13.12	11.76	13.58	13.5	1	7	6.87	6.98	5.97	0.9
楚天科技	仪器设备	3,035	4,505	6,775	7,792	2.6	10.36	13.74	29.4	32.86	3.2	8.89	10.17	13.16	17.09	1.9
泰林生物	仪器设备	522	589	869	836	1.6	0.42	0.63	1.22	1.11	2.6	0.89	0.85	0.96	1.03	1.2
皖仪科技	仪器设备	796	975	1,322	1,227	1.5	1.28	1.17	2.85	2.85	2.2	0.78	0.81	0.91	0.91	1.2
莱伯泰科	仪器设备	384	403	444	504	1.3	0.9	0.87	1.01	1.56	1.7	0.51	0.48	0.69	1.39	2.7
禾信仪器	仪器设备	411	564	788	890	2.2	0.66	1.02	1.37	1.64	2.5	0.35	0.51	2	1.99	5.6
义翔神州	生物试剂	318	364	495	913	2.9	0.12	0.14	0.25	0.47	4	0.49	0.52	0.59	1.39	2.8
百普赛斯	生物试剂	176	245	397	597	3.4	0.22	0.33	0.62	0.93	4.3	0.16	0.22	0.48	0.73	4.6
近岸蛋白	生物试剂	200	245	502	665	3.3	0.12	0.19	0.37	0.77	6.4	0.04	0.13	0.32	0.42	10.8
诺唯赞	生物试剂	796	1,224	2,380	4,096	5.1	0.53	1.32	2.42	3.64	6.8	0.35	0.92	2.01	4.11	11.9
康为世纪	生物试剂	204	311	450	603	3	0.18	0.24	0.33	0.53	2.9	0.21	0.3	0.57	1.02	5
药石科技	化学试剂	652	763	1735	2487	3.8	2.07	3.1	4.48	6.76	3.3	1.31	1.38	5.96	13.04	10
键凯科技	化学试剂	137	153	208	252	1.8	0.17	0.23	0.41	0.66	3.9	0.81	0.89	1.29	1.44	1.8
阿拉丁	化学试剂	307	315	461	570	1.9	0.97	1.01	1.81	3.75	3.9	1.14	1.15	1.73	2.19	1.9
毕得医药	化学试剂	380	429	531	617	1.6	1.31	2.19	4.77	5.22	4	0.12	0.15	0.31	0.39	3.2
昊帆生物	化学试剂	90	132	195	247	2.7	0.43	0.52	0.79	1.13	2.6	0.06	0.07	1.12	1.17	20.1
皓元医药	化学试剂	671	873	1,486	3,368	5	1.5	2.29	3.52	9.11	6.1	0.23	0.46	2.3	6.23	27.4
奥浦迈	耗材	126	157	208	261	2.1	0.16	0.13	0.34	0.44	2.8	0.82	0.75	0.86	1.17	1.4
纳微科技	耗材	307	374	536	820	2.7	0.39	0.53	1.25	2.21	5.7	1.47	2.15	2.29	2.99	2
洁特生物	耗材	549	1252	1431	1,317	2.4	0.38	0.9	1.23	1.25	3.3	1.21	2.26	2.93	4.38	3.6
泰坦科技	平台型公司	568	696	978	1381	2.4	1.67	2.62	5.91	8.5	5.1	0.5	0.53	0.84	0.92	1.8
优宁维	平台型公司	490	445	493	688	1.4	0.38	0.45	0.77	1.68	4.4	0.27	0.26	0.27	0.4	1.5
南模生物	模式动物	291	347	509	755	2.6	0.14	0.12	0.15	0.17	1.2	0.19	0.6	1.14	1.2	6.2
药康生物	模式动物	619	759	823	1,342	2.2	0.12	0.17	0.3	0.49	4	0.05	1.6	1.76	1.94	36.6

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 2022 年中以来: 脉冲过后历经阵痛, 供需不匹配造成产业内卷

生命科学服务板块由热转冷进入景气下行阶段:

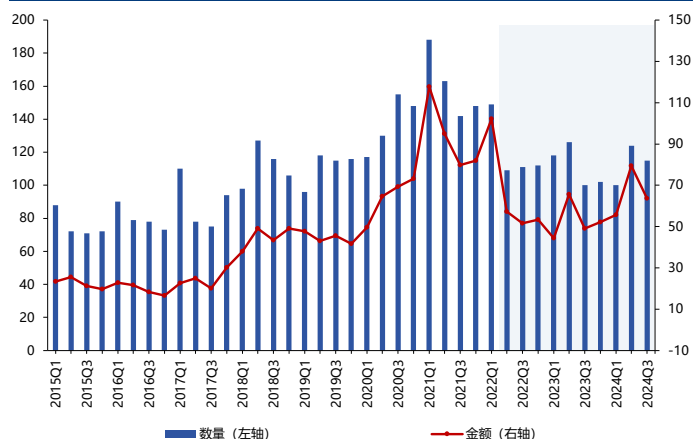
需求“量”的维度:

- 1、新冠相关产品需求断崖式下滑;
- 2、22 年 3 月美联储开启加息周期, 全球和中国生物医药资本退潮, 常规业务需求走弱。

需求“价”的维度:

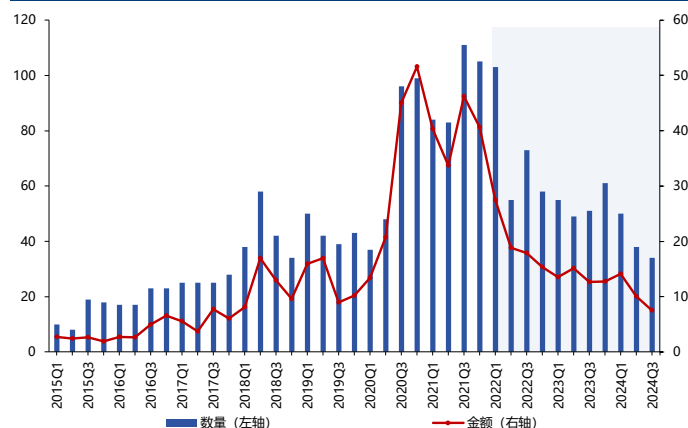
- 1、科研经费趋于紧张, 科研端客户愈发倾向于高性价比产品;
- 2、终端药价承压, 工业端客户控本降费诉求强烈。

图表 14 海外生物医药季度投融资数量/金额(个/亿美元)



资料来源：医药魔方，华创证券

图表 15 中国生物医药季度投融资数量/金额(个/亿美元)

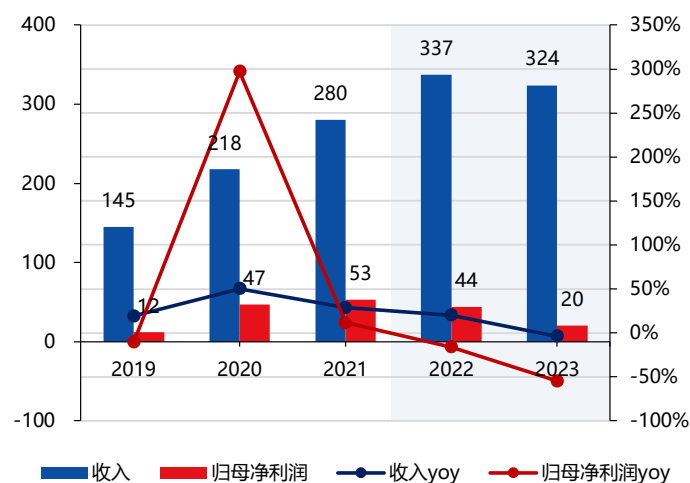


资料来源：医药魔方，华创证券

生命科学服务行业供需关系大转变，供需关系不匹配造成产业内卷。

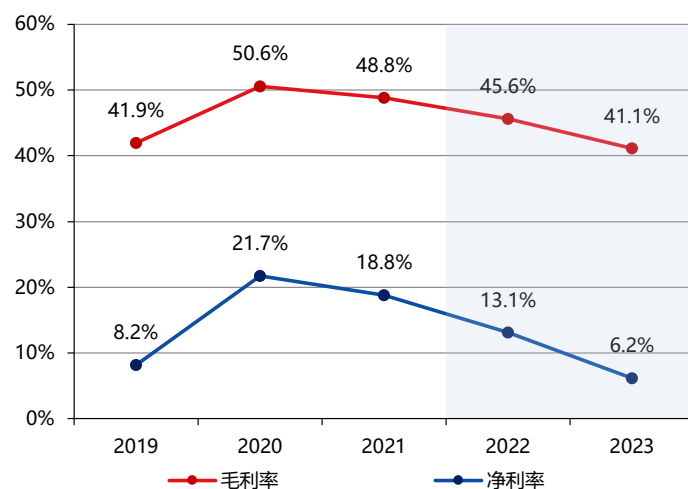
生命科学服务行业相关公司收入端承压，毛利率端承压，叠加此前高经营杠杆，利润端承压更甚。

图表 16 生命科学服务板块收入利润及增速(亿元)



资料来源：Wind，华创证券

图表 17 生命科学服务板块毛利率净利率趋势



资料来源：Wind，华创证券

三、生命科学服务板块或周期见底

(一) 见底标志 1: 股价平均跌幅 70%+, 去泡沫彻底

生命科学服务板块相关上市公司股价多于 2021-2022 年见顶，而后股价表现较差，高点至今最大跌幅板块平均为 82%，高点至今跌幅板块平均为 71%。年初至 9 月 23 日下跌幅度仍较大，尽管此后板块平均涨幅 47%，年初至今仍有不小跌幅，回到首日开盘价平均仍需翻倍涨幅。即使算上近期反弹，目前 PB 分位和 PS 分位仍处于较低水平。

图表 18 生命科学服务行业相关公司股价表现

证券简称	上市日期	高点至今最大跌幅	高点至今跌幅	年初至今涨幅	年初至9月23日涨幅	9月23日至今涨幅	回到首日开盘价涨幅涨幅	PE分位 (上市至2024-09-23)	PB分位 (上市至2024-09-23)	PS分位 (上市至2024-09-23)	PE分位 (上市至2024-11-29)	PB分位 (上市至2024-11-29)	PS分位 (上市至2024-11-29)
东富龙	2011-02-01	85%	77%	-17%	-45%	50%	-33%	27		0	91	8	12
聚光科技	2011-04-15	79%	59%	10%	-33%	65%	19%		4	3		24	24
楚天科技	2014-01-21	87%	81%	-24%	-45%	36%	10%					5	7
药石科技	2017-11-10	89%	83%	-9%	-33%	42%	-85%	3	1	1	28	9	11
泰林生物	2020-01-14	83%	69%	-16%	-34%	28%	-45%	99	3	5	92	12	17
洁特生物	2020-01-22	93%	86%	-14%	-40%	42%	160%		2	1	9	17	16
皖仪科技	2020-07-03	75%	64%	-30%	-39%	13%	142%	99	10	2		20	10
键凯科技	2020-08-26	89%	85%	-45%	-57%	28%	113%	7	0	0	69	6	13
莱伯泰科	2020-09-02	79%	63%	-4%	-36%	49%	93%	46	4	2	73	22	19
阿拉丁	2020-10-26	87%	73%	12%	-27%	52%	12%		4	1	20	29	19
泰坦科技	2020-10-30	91%	86%	-29%	-56%	60%	37%	62			99	17	16
皓元医药	2021-06-08	88%	75%	1%	-36%	57%	221%	25	11	10	34	23	22
纳微科技	2021-06-23	90%	84%	-26%	-51%	52%	354%	2	0	0	55	14	10
义翘神州	2021-08-16	84%	81%	-17%	-28%	15%	342%	64	3	3	97	15	11
禾信仪器	2021-09-13	86%	44%	53%	-49%	215%	67%		15	21		99	99
百普赛斯	2021-10-18	81%	73%	-24%	-44%	39%	185%	13	0	0	66	23	18
诺唯赞	2021-11-15	86%	81%	-24%	-47%	39%	192%	97		23	97	20	45
优宁维	2021-12-28	83%	76%	-19%	-33%	21%	188%	98	1	1	99	25	26
南模生物	2021-12-28	76%	69%	-33%	-46%	24%	191%		2	1		18	16
药康生物	2022-04-25	75%	61%	-30%	-45%	25%	42%	8	8	6	32	28	23
奥浦迈	2022-09-02	74%	52%	-15%	-55%	85%	88%	34			100	47	36
近岸蛋白	2022-09-29	75%	69%	-34%	-46%	22%	120%		3	6		29	56
毕得医药	2022-10-11	74%	58%	-14%	-46%	57%	7%	39	1	1	84	38	38
康为世纪	2022-10-25	70%	55%	-30%	-46%	28%	66%		6	85		33	92
昊帆生物	2023-07-12	72%	61%	-22%	-42%	38%	134%	1	1	1	18	43	26
average		82%	71%	-16%	-42%	47%	105%	43	4	8	65	25	27

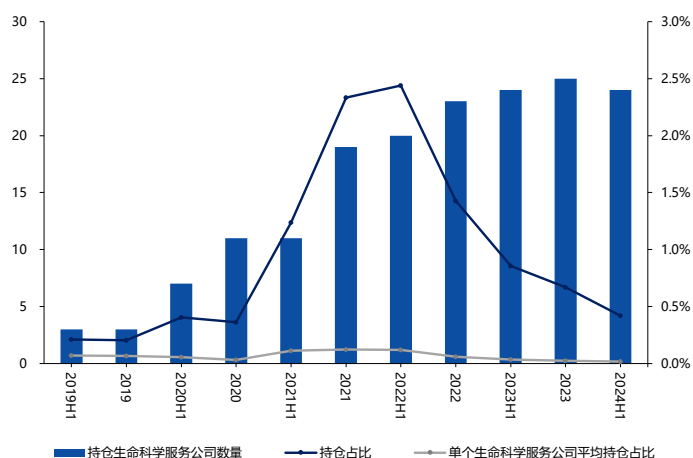
资料来源: Wind, 华创证券 (数据截至 2024 年 11 月 29 日, 前复权, 空值代表 PE 为负或处于最小分位数处)

(二) 见底标志 2: 资金配置比例极低, 不拥挤

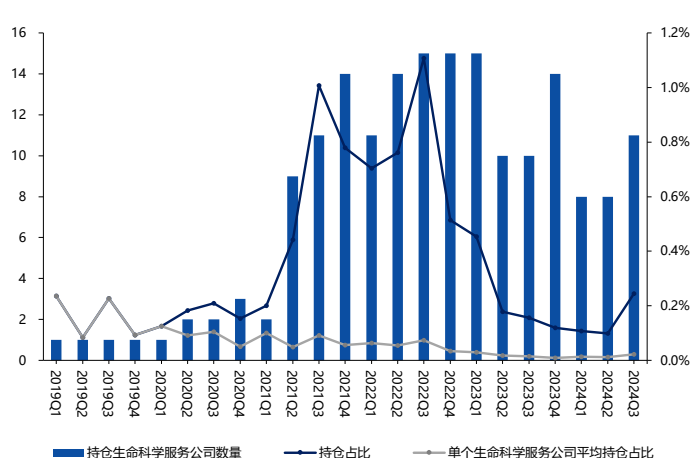
医药主题基金持仓数据显示:

近年生命科学服务相关公司持仓占比呈现持续下降趋势, 单个生命科学服务公司平均持仓占比 24H1 创新低。

生命科学服务相关公司重仓趋势与持仓趋势一致, 而 24Q3 重仓公司数量、持仓占比和平均持仓占比有所抬头。

图表 19 医药主题基金生命科学服务相关公司持仓


资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 医药主题基金生命科学服务相关公司重仓


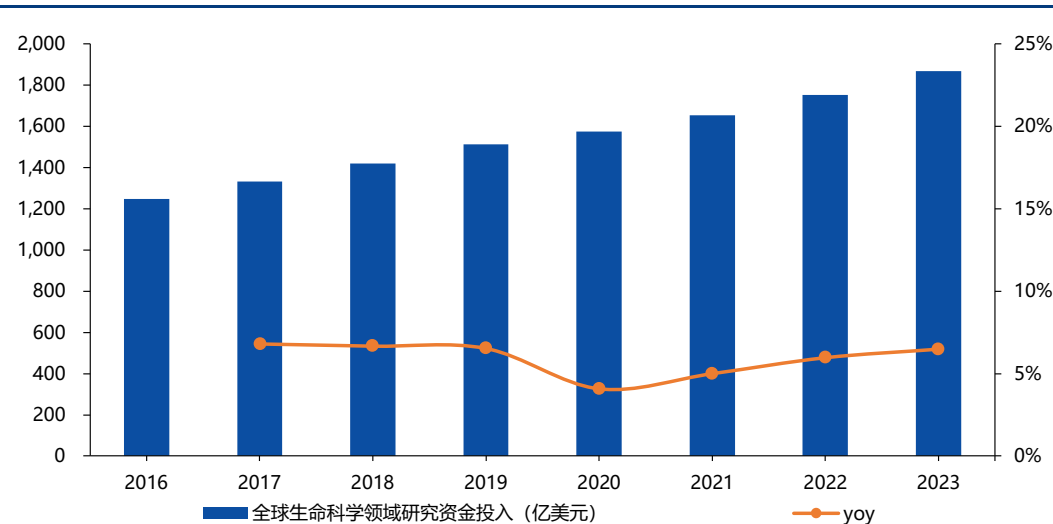
资料来源: Wind, 华创证券

(三) 见底标志 3: 多项需求指标出现改善迹象

■ 科研端需求稳步增长

海外：全球已形成生命科学发展热潮，生命科学领域研究资金投入持续稳步增长。

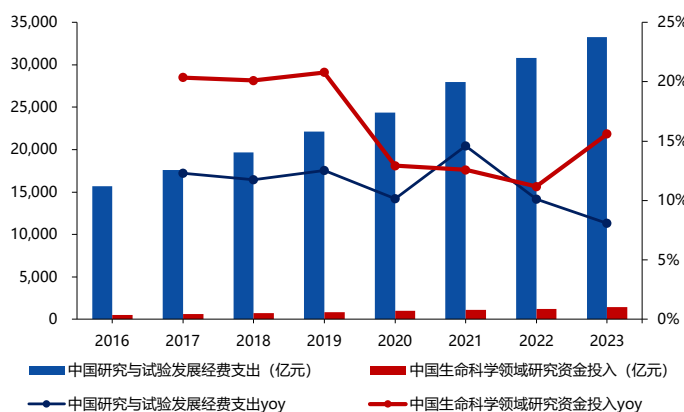
图表 21 全球生命科学领域研究资金投入



资料来源：美国国家科学基金会、Frost & Sullivan、转引自翌圣生物招股书，华创证券

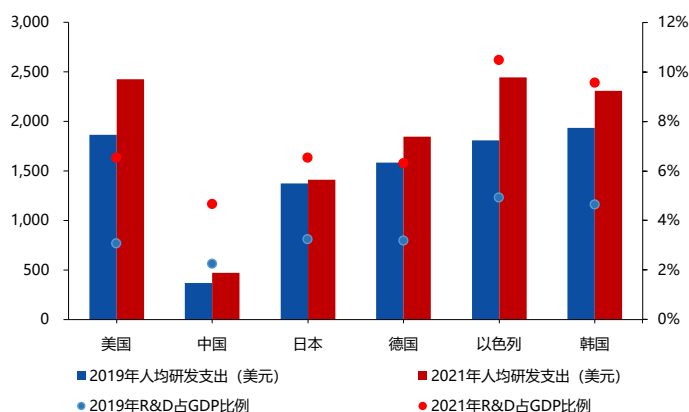
国内：研究与试验发展经费支出持续增长，近两年增速有所放缓，但仍高于全球，且在生命科学领域研究资金投入增速并未放缓。国内整体科学研究起步晚于海外发达国家，研究与试验发展经费投入占生产总值比例、人均研发支出水平相较国外发达国家存在较大差距，发展潜力巨大。

图表 22 中国 R&D 支出和生命科学领域研究资金投入



资料来源：科技部、Frost & Sullivan、转引自翌圣生物招股书，国家统计局、转引自优宁维公告，华经产业研究院、Frost & Sullivan、转引自嘉必优/华大基因公告，华创证券

图表 23 中国与海外部分国家研发投入情况

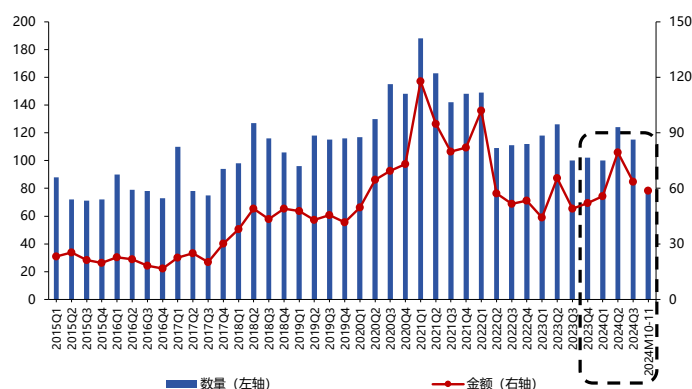


资料来源：科技部、Frost & Sullivan、转引自翌圣生物招股书，国家统计局、转引自优宁维公告，华经产业研究院、Frost & Sullivan、转引自嘉必优/华大基因公告，华创证券

■ 工业端需求前置指标出现改善趋势

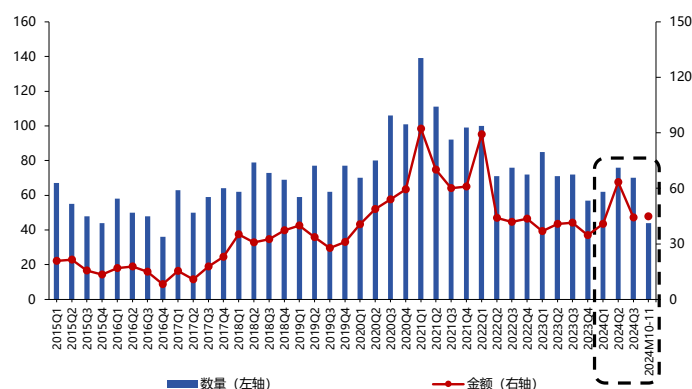
海外：海外尤其是美国生物医药投融资金额自 23H2 以来呈现改善趋势→生命科学服务板块的海外工业端（海外药企+海外 CXO）需求在增加。

图表 24 海外生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



资料来源：医药魔方，华创证券

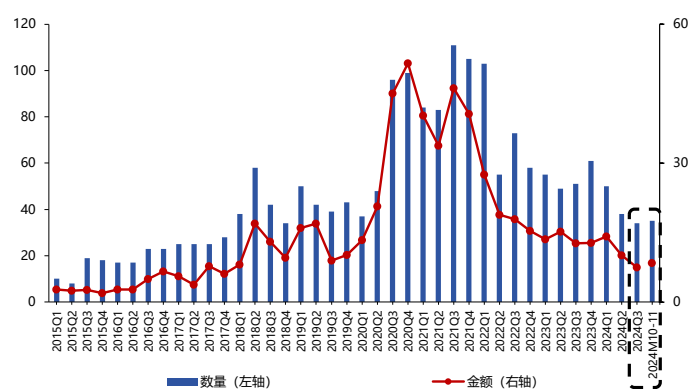
图表 25 美国生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



资料来源：医药魔方，华创证券

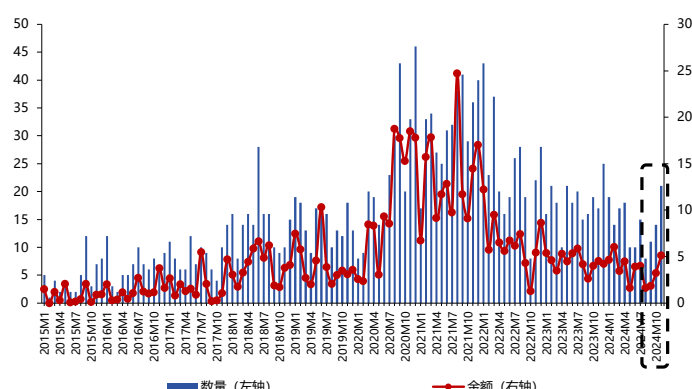
国内：国内生物医药投融资项目数量和金额或已触底，24 年 8 月以来月度间呈现环比向上趋势，国内复苏或在路上→生命科学服务板块的国内工业端（国内药企+国内 CXO 国内订单）需求有望迎来复苏。

图表 26 中国生物医药投融资项目数量及金额（季度，个，亿美元）



资料来源：医药魔方，华创证券

图表 27 中国生物医药投融资项目数量及金额（月度，个，亿美元）



资料来源：医药魔方，华创证券

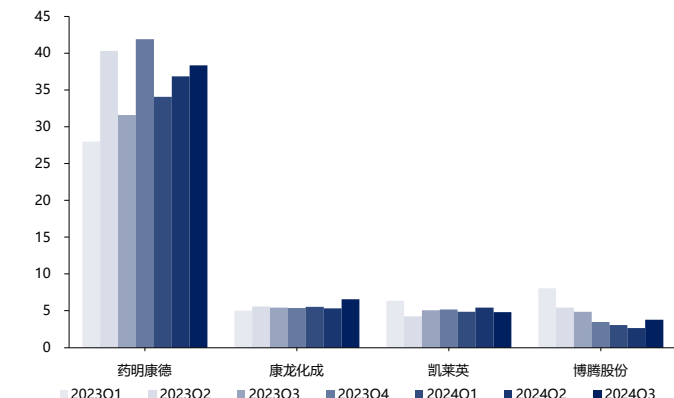
国内 CXO 尤其是 CDMO 公司海外订单在增长，部分公司如药明康德、康龙化成的购买商品、接受劳务支付的现金 24Q3 同环比已经有明显增长→生命科学服务板块的国内工业端 CXO 端海外订单增长带来的需求在增长。

图表 28 新签/在手订单金额、项目数量及增速（单位：亿元、个）

公司	23年海外收入占比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	订单说明
药明康德	81.73%		323.6	324.1	348.4		431	438.2	期末在手订单金额（不含特定商业化生产项目）
			25%		18%		33%	35%	期末在手订单金额增速（不含特定商业化生产项目）
康龙化成	82.88%		15%+（同比22年底）		5%~	20%+	15%+		23年为期末在手订单金额增速，24年为区间新签订单金额增速
		9.1		8.7		9.7		18%+	截至报告期披露日在手订单金额（不含报告期已确认收入，亿美元）
凯莱英	81.07%			-24%		7%			截至报告期披露日在手订单金额增速（不含报告期已确认的收入）
						20%+			报告期新签订单金额增速
博腾股份	76.68%	469		186		533			报告期已签订单项目数
		18%		5%		14%			报告期已签订单项目数增速
						40%+		40%+	截至报告期末小分子原料药CDMO在手未执行订单金额增速
九洲药业	77.97%					14%			报告期原料药CDMO新增项目数增速
药石科技	68.48%					20%			期末在手订单金额增速
皓元医药	36.78%	3.9	4.5	4.5+	4.3	在手订单金额稳健			期末在手订单金额
				48%	16%	在手项目数同比增加20%			期末后在手订单金额增速

资料来源：相关公司公告，华创证券

图表 29 部分 CDMO 公司购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）



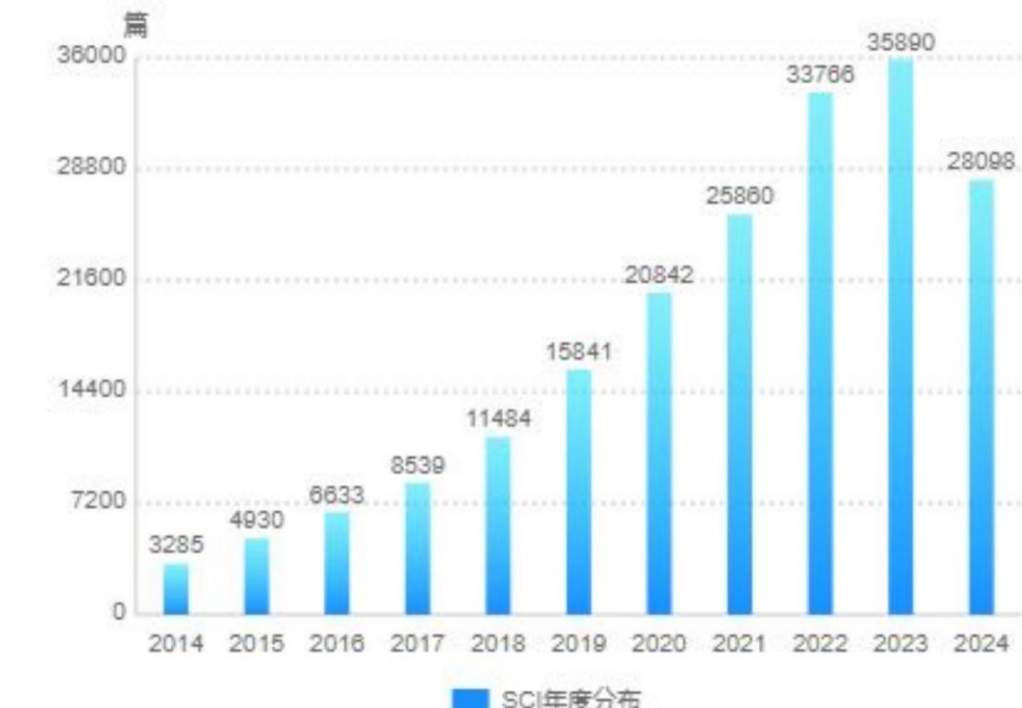
资料来源：Wind，华创证券

■ 需求结构：多方国产替代诉求在提升

工业端：（1）下游对于供应链稳定性担忧和自主可控需求在提升；（2）下游在集采/医保谈判等政策背景下压缩成本意愿强烈。

科研端：（1）科研经费趋于紧张，对国产高性价比产品需求在增加；（2）科研市场对国产产品认可度在提升。

图表 30 阿拉丁产品每年 SCI 论文引用总数



资料来源：知了窝大数据平台（文章发布时间：24 年 10 月 15 日）

（四）见底标志 4：供给侧陆续出清

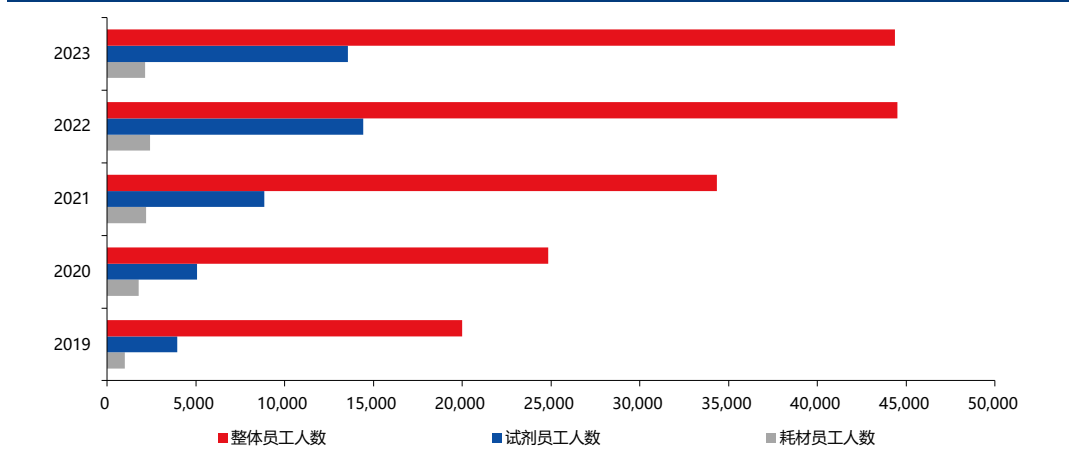
■ 国内生命科学服务板块正处在产能出清至供需平衡的阶段

国内不少生命科学服务板块中小型公司出现资金链断裂、倒闭等。

相关上市公司也出现：

（1）**员工人数下降**：2023 年板块整体员工人数下降，其中耗材和生物试剂领域员工人数下降明显；2024H1 有 6 家披露员工人数，其中 4 家员工人数相比 2023 年末进一步下降。

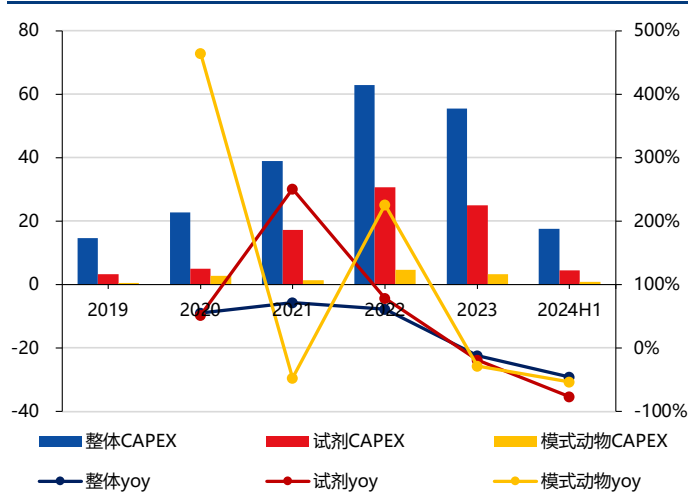
图表 31 生命科学服务板块员工人数（人）



资料来源：Wind，华创证券

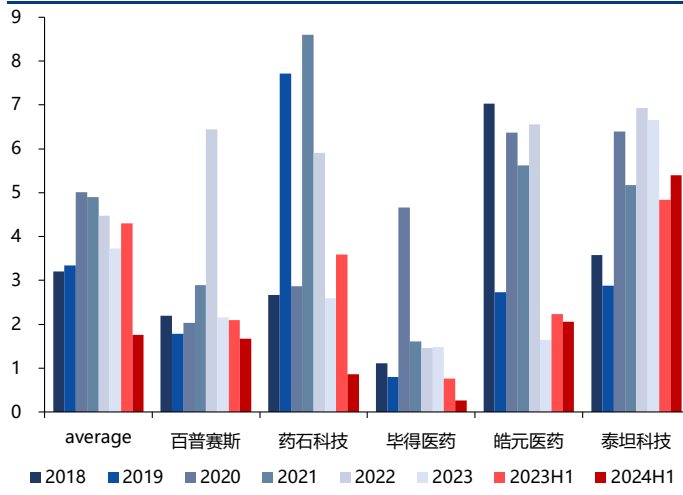
（2）**CAPEX 减少**：板块整体 CAPEX 投入 2023 年下降 12%，2024H1 下降 46%，其中试剂和模式动物领域下降幅度高于整体。板块 2024H1 平均资本支出/折旧摊销已低于 2018 年水平，部分公司如百普赛斯、药石科技、毕得医药等已降至历史低点。

图表 32 生命科学服务板块 CAPEX（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 33 生命科学服务板块资本支出/折旧摊销



资料来源：Wind，华创证券

■ 并购活动明显增多，行业整合加速

生命科学服务板块具备细分品类多、单一品类市场规模不大等特征，天然利于并购的发生。纵观全球几家生命科学服务巨头发展历程，不难发现，几家均为平台型公司，产品

覆盖全面，并购是其扩品重要路径，也是其成长必由之路。而我国生命科学服务板块整体处于发展早期，并购有利于公司迅速做大做强。

板块内买卖双方并购意愿强烈。板块内头部公司在上一轮景气周期快速发展积累资本并密集于 2020-2022 年上市，账上类现金资产充裕，非上市公司/中小型公司近年经营承压，估值水平走低。部分公司在行业底部并购优质标的逆势扩张。新“国九条”以来鼓励并购相关政策频出，并购活动有加速态势，生命科学服务行业迎来并购时代，产业格局或将重塑。

图表 34 近 1 年来生命科学服务板块上市公司并购动作梳理

收购披露时间	收购方	被收购方	收购价格	收购股权	标的业务领域
2023年10月	义翘神州	SignalChem Biotech Inc.	不超过4800万美元	2023年10月	生物试剂的研发、生产、销售及生物技术服务，主要产品包括酶制剂、蛋白质类、主要试剂盒及生物试剂等
2024年3月	阿拉丁	源叶生物	1.81亿元	2024年3月	科研试剂的研发、生产及销售，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
2024年3月	泰坦科技	润度生物	2600万元	2024年3月	专注于动物/微生物细胞培养仪器设备与耗材等产品的研发与生产，核心业务主要分为三大类：培养箱类、生物安全类、培养耗材类
2024年3月	泰坦科技	迈皋仪器	2000万元	2024年3月	主营业务为离心机生产及销售，核心产品主要分为离心机类、混合器类、其他产品三大类
2024年10月	阿拉丁	UNA 589. Equity Management GmbH	28500欧元	2024年10月	德国壳公司，尚未开展实际业务
2024年10月	阿拉丁	neoLab Migge GmbH	888900欧元	2024年10月	专注于实验室用品销售，大量稳定优质德国本地及欧洲国家客户，总活跃用户超过6000个。在德国境内以及全球拥有丰富的经销商网络，还通过电商渠道、自建网站等途径销售产品
2024年10月	禾信仪器	量羲技术	-	2024年10月	为量子科技提供上游核心硬件设备

资料来源：相关公司公告，华创证券

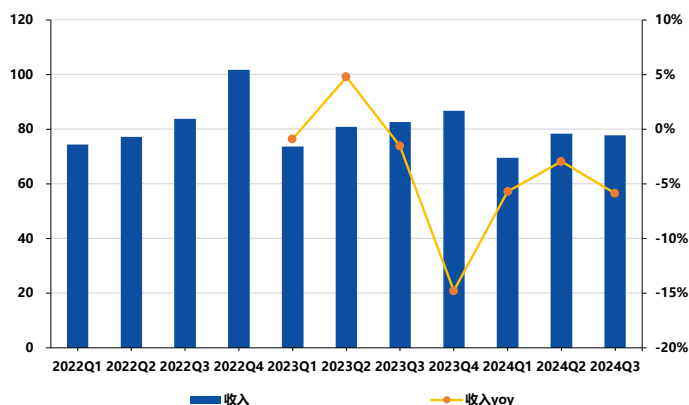
(五) 见底标志 5: 多项财务指标企稳

■ 收入端：整体企稳，部分细分领域向上，景气度和供需结构变化向业绩端传导或在路上

整体：生命科学服务板块单季度收入同比大幅下滑阶段或已过去，整体收入企稳。

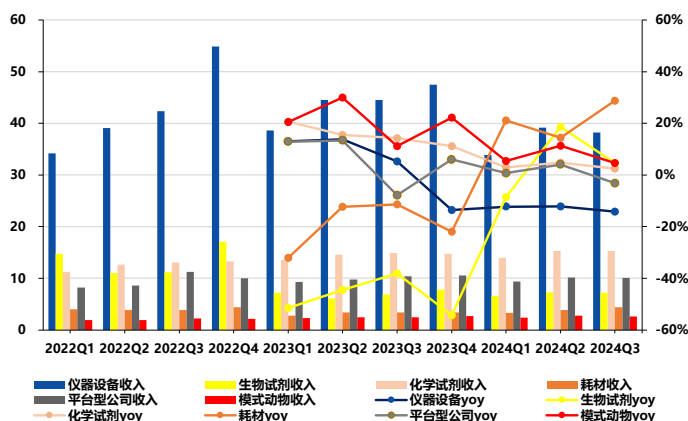
细分：模式动物和化学试剂 2023-2024Q3 始终维持单季度收入同比正增长，耗材和生物试剂 24 年内前后单季度收入同比增速转正，仪器设备收入端仍有压力。

图表 35 生命科学服务板块单季度收入(亿元)



资料来源：Wind，华创证券

图表 36 生命科学服务板块细分领域单季度收入(亿元)

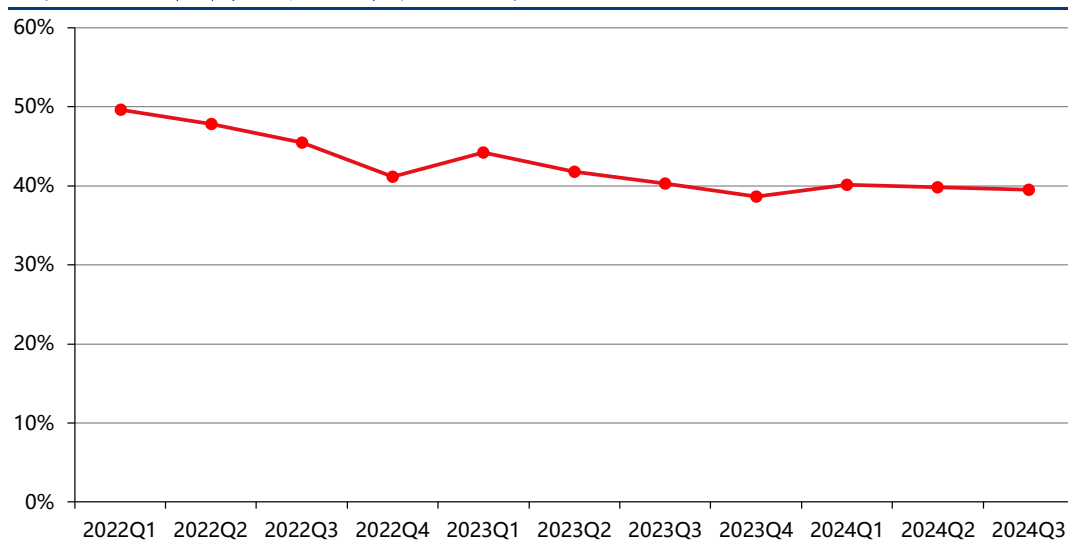


资料来源：Wind，华创证券

■ 毛利率端：整体企稳，部分细分领域价格竞争趋于缓和，毛利率趋势向好

整体：毛利率下降趋势止住，走势趋于平稳。

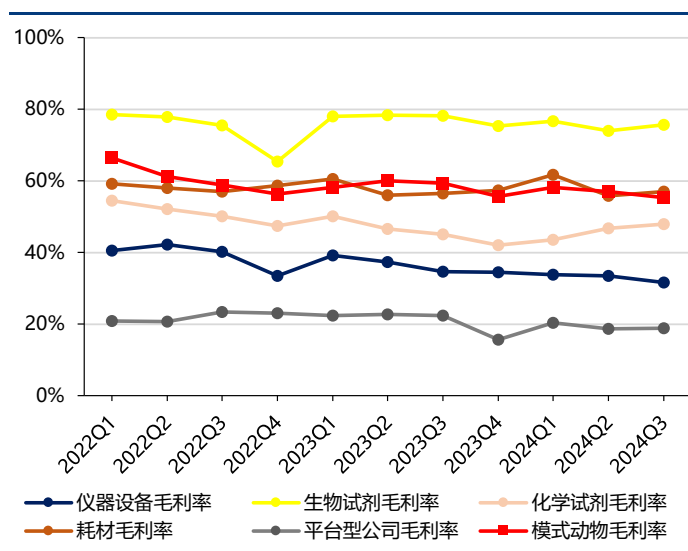
图表 37 生命科学服务板块单季度毛利率



资料来源：Wind，华创证券

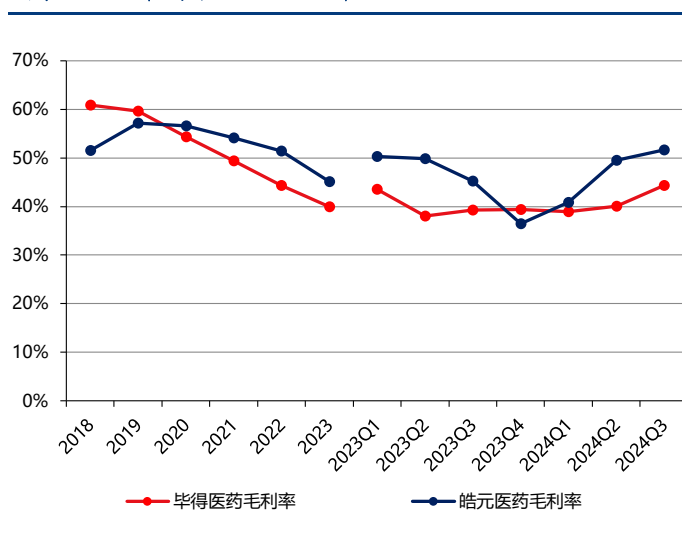
细分：化学试剂毛利率自 23Q4 季度间环比改善，主要得益于毕得医药和皓元医药毛利率明显恢复，此前国内分子砌块市场需求疲软+价格竞争明显，毕得医药和皓元医药毛利率高位下滑 20+pcts，目前价格竞争趋于缓和，毛利率双双抬升。仪器设备毛利率端仍处于下降通道。其他领域毛利率基本企稳。

图表 38 生命科学服务板块细分领域毛利率



资料来源：Wind，华创证券

图表 39 毕得和皓元毛利率



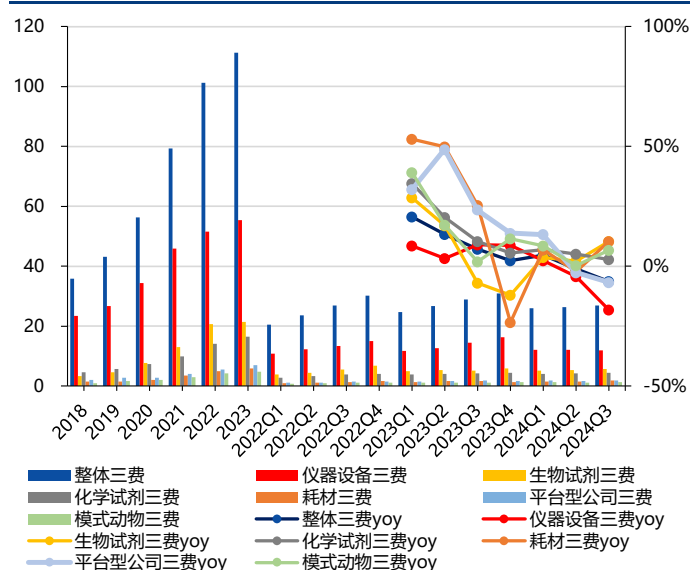
资料来源：Wind，华创证券

■ 费用端在控制

从绝对值角度来看：整体三费绝对值已有在控制，较多细分领域单季度三费同比增速呈现下降甚至转负趋势。

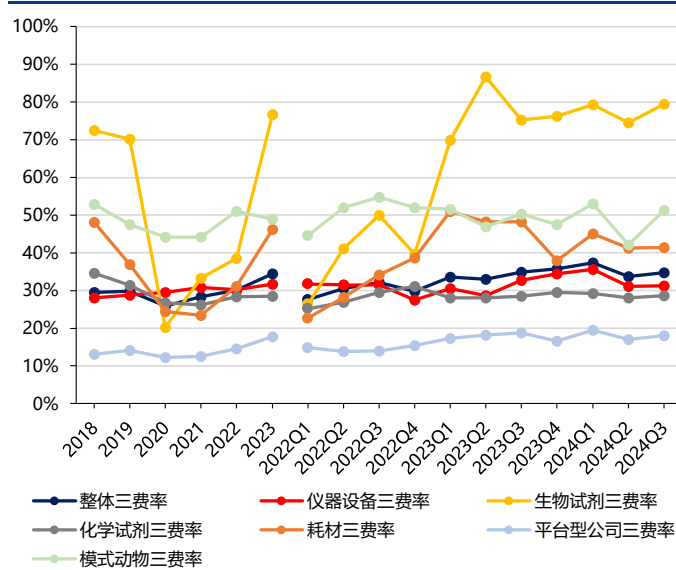
从费用率角度来看：因收入端承压，整体三费率和细分领域三费率多维持在高位水平。

图表 40 生命科学服务板块细分领域三费（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

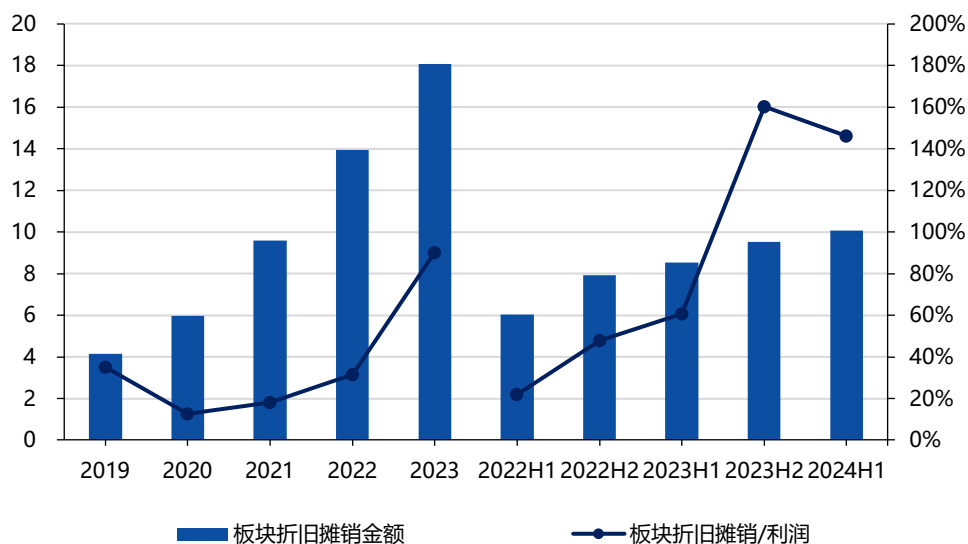
图表 41 生命科学服务板块细分领域三费率



资料来源: Wind, 华创证券

从折旧摊销角度来看: 板块 CAPEX 投入于 22 年见顶, 此后大幅下滑, 24H1 板块平均资本支出/折旧摊销已低于 18 年水平, 目前折旧摊销增速明显放缓, 折旧摊销对利润端影响于 23H2 见顶, 24H1 有所回落, 后续影响有望进一步降低。

图表 42 生命科学服务板块折旧与摊销（亿元）

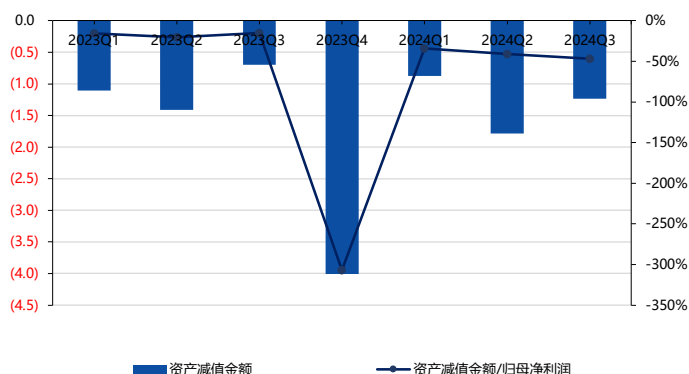


资料来源: Wind, 华创证券

（六）见底标志 6: 资产去水分

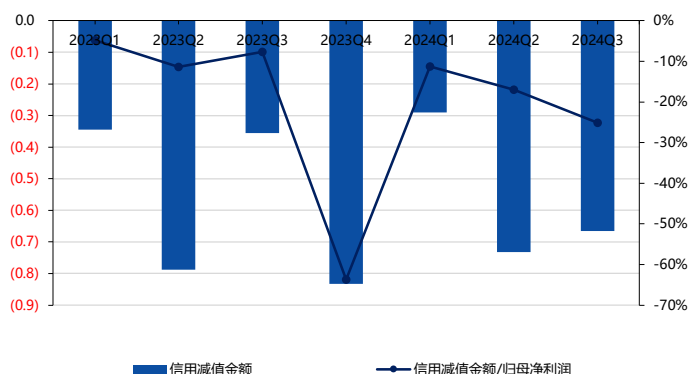
生命科学服务板块各公司近来密集计提存货、信用减值, 挤压资产中的水分。

图表 43 生命科学服务板块资产减值损失（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 生命科学服务板块信用减值损失（亿元）

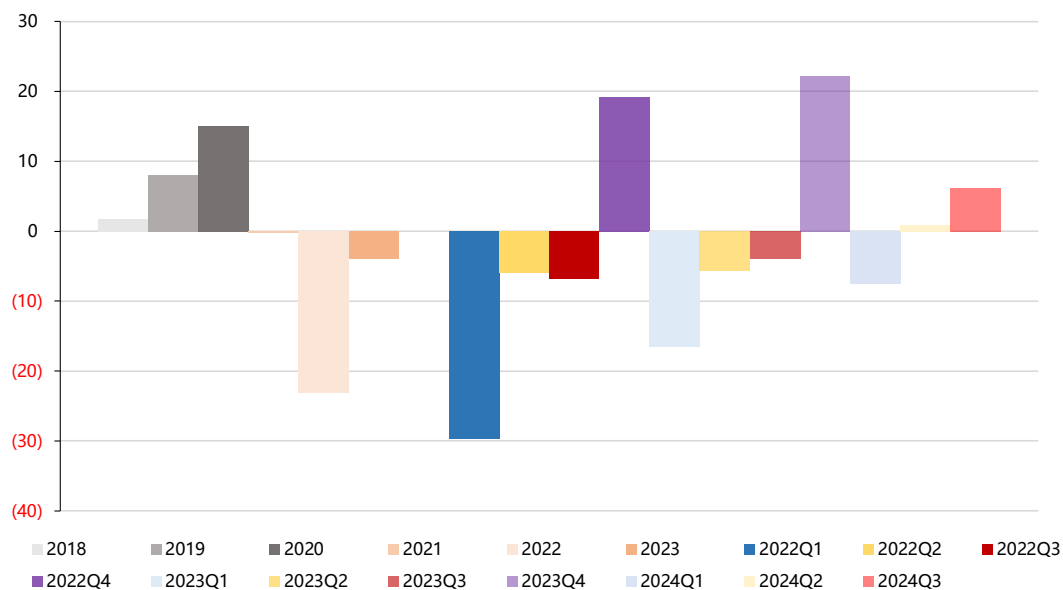


资料来源: Wind, 华创证券

（七）见底标志 7：现金流回款改善

生命科学服务板块普遍开始重视现金流回款。

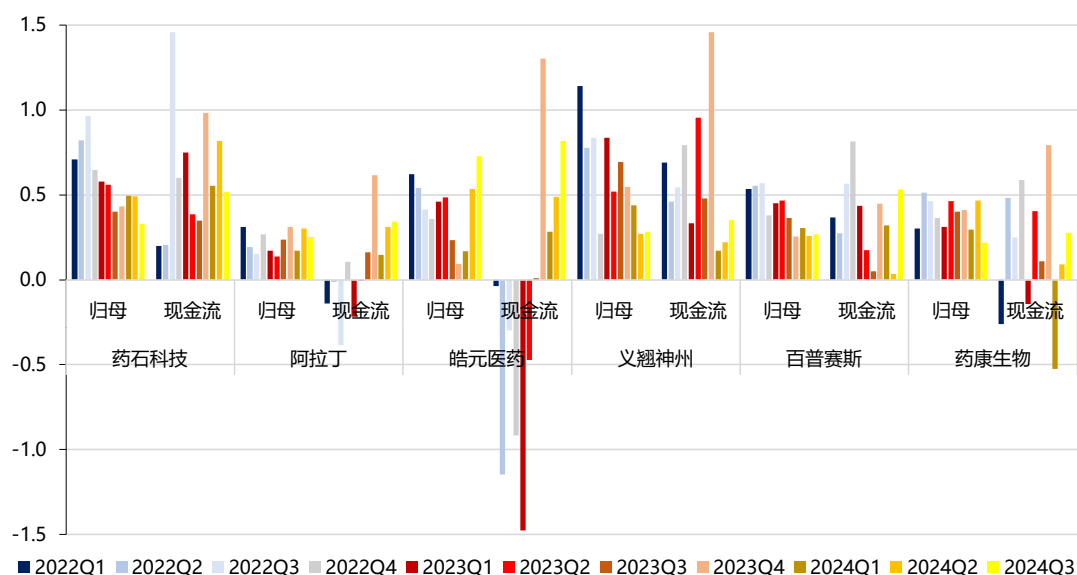
图表 45 生命科学服务板块经营活动现金流净额-归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

生命科学服务板块 24Q2、24Q3 经营活动产生的现金流净额大于归母净利润，部分公司如百普赛斯、毕得医药、皓元医药、药石科技、阿拉丁、药康生物等实现 24 年部分季度经营活动产生的现金流量净额大于归母净利润。

图表 46 生命科学服务板块部分公司经营活动现金流量净额及归母净利润（亿元）

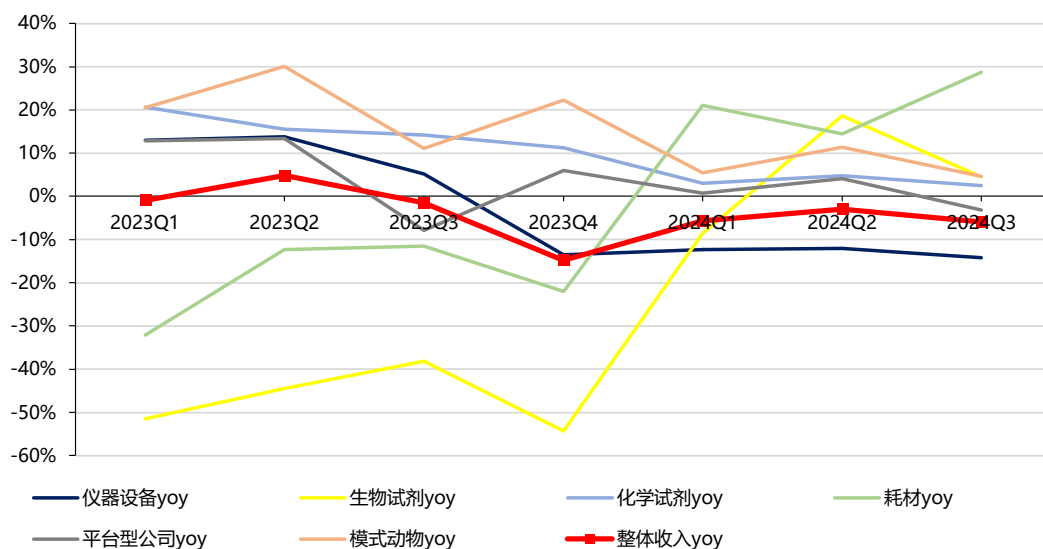


资料来源: Wind, 华创证券

(八) 生命科学服务板块利润端向上弹性有多大？

收入端：整体需求趋势向上，供给出清持续，增速有望由负转正并趋势向上。

图表 47 生命科学服务板块收入 YOY

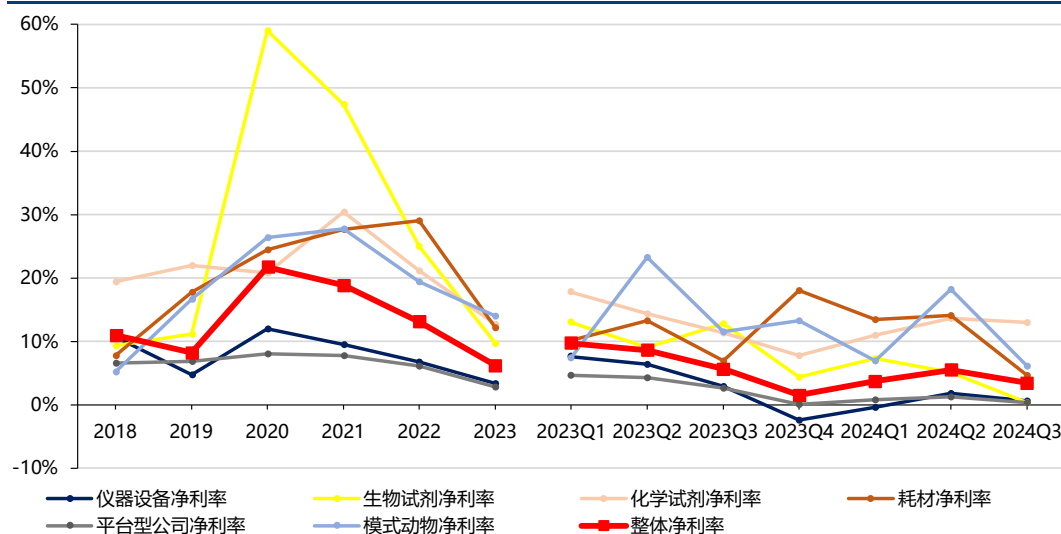


资料来源: Wind, 华创证券

净利率提升空间巨大：

(1) 当前净利率水平极低：23H2 以来板块净利率走弱，23Q4 最低仅 1.5%，24Q1-3 净利率仅 4% 出头。细分领域，仪器设备净利率一度转负，24Q1-3 净利率仅不到 1%，生物试剂 24Q1-3 净利率仅 4%，化学试剂、耗材、模式动物 24Q1-3 净利率仅 10% 出头。

图表 48 生命科学服务板块净利率

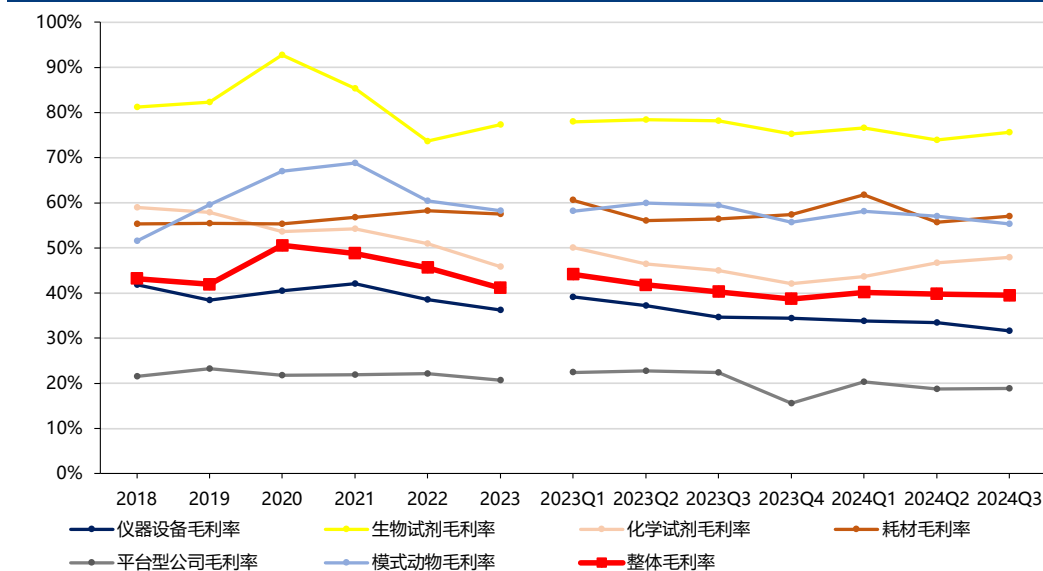


资料来源: Wind, 华创证券

(2) 当前板块内仍多为加杠杆式经营, 整体产能充裕, 一旦收入重回增长区间进入投入回报期, 有望带来极大利润弹性。

1) 毛利率企稳有望回升: 板块、仪器设备、生物试剂、化学试剂、模式动物毛利率高位下来有 10-20pcts, 24Q1-3 仪器设备、生物试剂、化学试剂毛利率水平, 即使与 18-19 年毛利率相比, 也有 10pcts 左右提升空间。

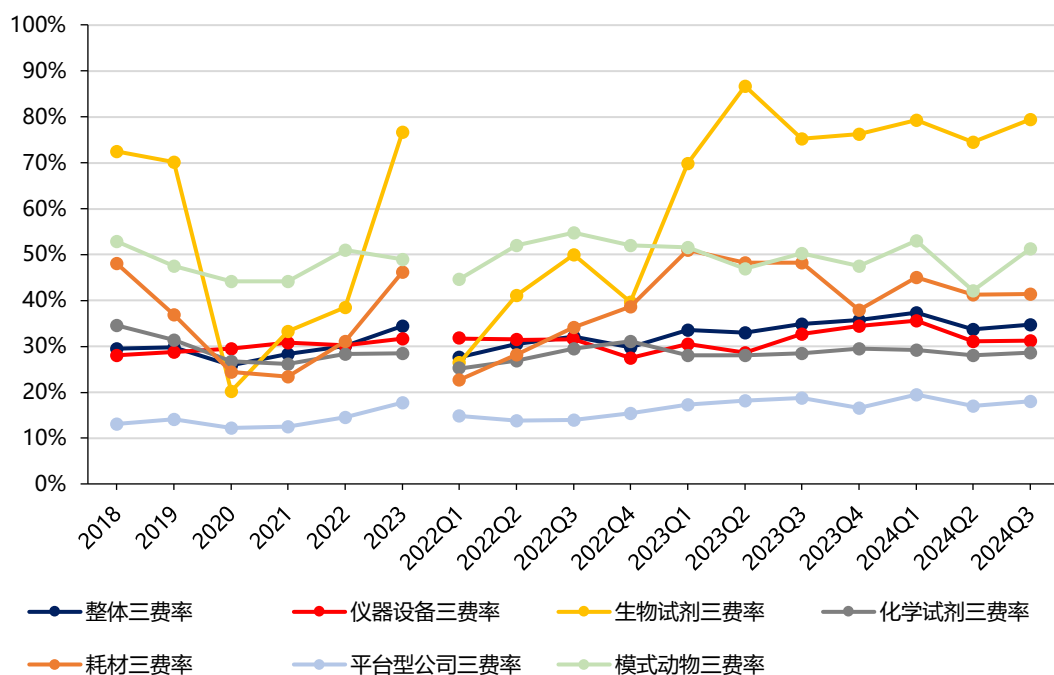
图表 49 生命科学服务板块毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

2) 三费率有望明显下降: 近 2 年投入包括人员增长和 CAPEX 等趋于谨慎, 折旧摊销金额增长大幅放缓, 三费绝对值已在控制, 收入重回增长区间后三费率有望明显下降 (22 年来板块三费率 30%+)。

图表 50 生命科学服务板块细分领域三费率



资料来源: Wind, 华创证券

四、部分公司率先迎来报表端修复

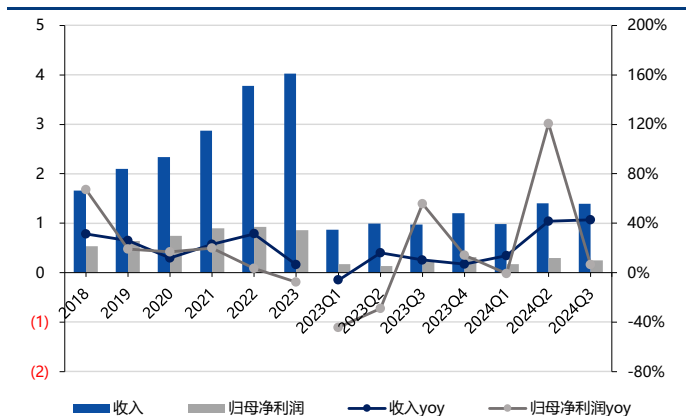
(一) 阿拉丁: 内生稳健增长, 外延持续赋能

阿拉丁 2009 年成立, 长期根植于科研试剂领域, 集研发、生产、销售为一体。产品方面, 坚持培育自有品牌, 持续自主开发新品种, 截至 22 年末科研试剂常备库存产品超 5.07 万种, 是国产高端科研试剂自主品牌佼佼者。渠道方面, 率先于 11 年 6 月创建自主电商平台, 在国内科研试剂企业电商平台排名中处于前列, 是行业内垂直电商销售标杆企业。

阿拉丁内生稳健增长。阿拉丁以国内收入为主, 其中高校客户收入占比约为 30-40%, 稳步增长的科研端需求和较高的高校客户收入占比助力公司在行业工业端需求下行阶段实现收入端的稳健增长和毛利率的相对稳健, 同时自 23Q3 起进行了费用控制, 在并购和加大海外市场开拓的情况下, 实现了三费绝对值同比增长大幅放缓背景下的三费率同比下滑。

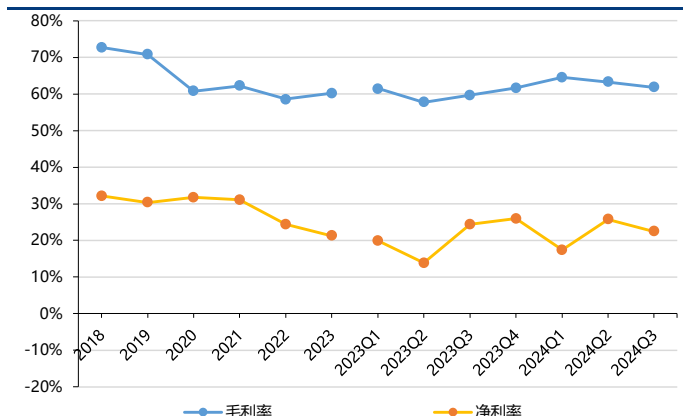
阿拉丁外延持续赋能。阿拉丁 24 年 3 月收购上海源叶 51% 股权, 实现产品线、客户资源优势互补, 共享产品开发、研发、质控、生产、仓储及线上销售等方面的资源, 助力公司快速做大做强; 24 年 10 月接连收购 UNA 589. Equity Management GmbH 100% 股权和对 neoLab Migge GmbH 进行增资, 助力开拓欧洲市场。

图表 51 阿拉丁收入、归母及增速（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 52 阿拉丁毛利率和净利率



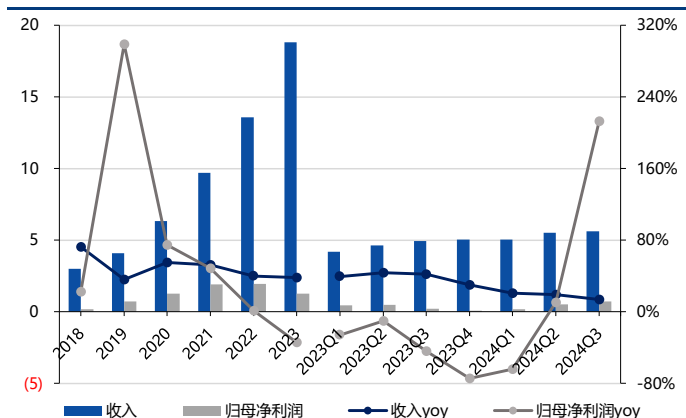
资料来源: Wind, 华创证券

(二) 皓元医药：前端快速增长，后端企稳，利润端明显修复

皓元医药 2006 年成立，是一家专注于提供专业高效的小分子及新分子类型药物的平台型企业，以高增长高盈利能力的前端工具化合物业务为基本盘，一方面向前端分子砌块业务拓展，另一方面向后端的特色仿制药和创新药 CDMO 延伸。皓元医药多线拓展的打法，助力公司收入维持高速增长。但前端分子砌块业务需要囤存货，后端需要产能，2022 年与 2019 年比较，公司员工人数翻 4 倍，存货翻 5 倍，固定资产翻 26 倍，杠杆加较大使得 22H2 以来利润端承压。

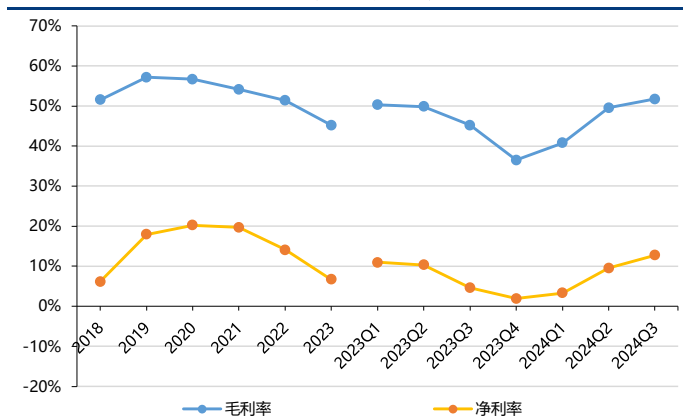
伴随着前端分子砌块国内价格竞争趋于缓和、海外需求复苏和借助工具化合物 MCE 成熟品牌导流，放量超预期的同时盈利能力还在提升，叠加后端生产业务基本触底，折旧摊销影响减弱，23Q4 以来公司迎来毛利率、净利率端的明显修复。

图表 53 皓元医药收入、归母及增速（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 54 皓元医药毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华创证券

(三) 毕得医药：产品结构优化+精细化管理效果显现助力走出盈利水平谷底

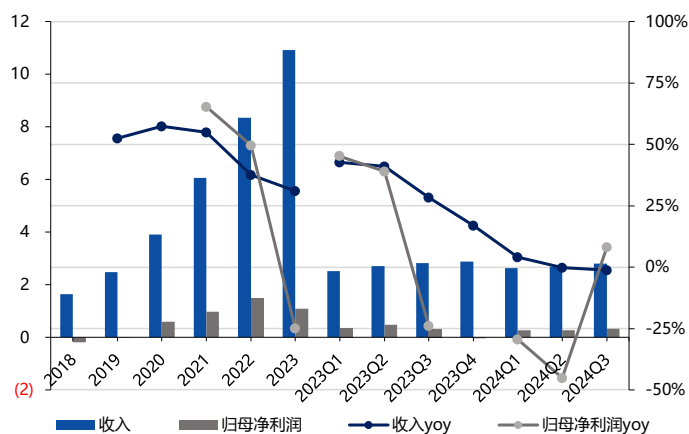
毕得医药 2007 年成立，是国内公斤级以下分子砌块龙头，业务维度具备“多快好省”四大核心竞争力，市场维度积极布局全球市场，在美国、印度、德国布局区域中心，海外收入占比持续提升（24H1 占比 56.24%）。

毕得医药近 1 年来双管齐下向高质量发展转型，一方面加强新颖分子砌块与核心产品线

布局，优化产品结构，增加高价值产品收入占比，优化客户结构，侧重于价值型客户开拓；另一方面多措并举提升精细化管理水平，包括供应商管理精准性、采购合理性、产品计划调拨科学性、产品 SOP 合规性、销售过程精细程度等多方面，成效显现助力走出盈利水平谷底，毛利率 23Q2 见底，净利率 23Q4 见底，24Q3 毛利率环比提升 4.2pcts，净利率在受较大汇兑负面影响下环比提升 1.9pcts。

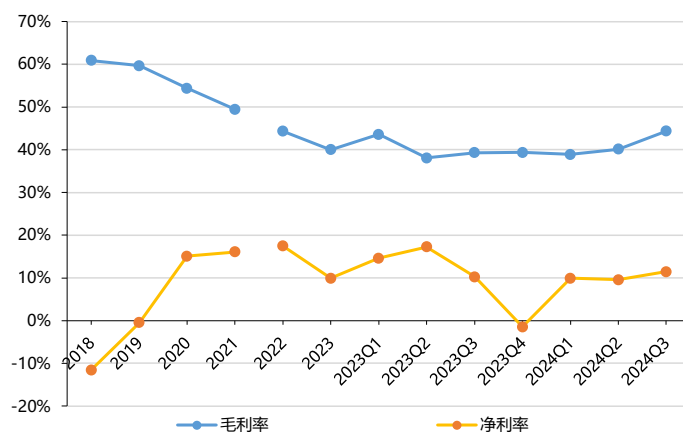
后续收入有望重回高增长，利润弹性极大。海外需求向好，国内需求有望企稳回升，加之公司已进一步扩张在欧洲及印度市场的仓库，北美仓库也正在进行智能化布局，增长有望提速。随着高价值产品和价值型客户收入占比提升，毛利率有望继续呈现稳中向好趋势，随着精细化管理效果持续，三费率不断控制下，净利率有望明显提升。

图表 55 毕得医药收入、归母及增速（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 56 毕得医药毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华创证券

五、风险提示

- 1、全球/中国生物医药投融资项目和金额复苏节奏低于预期，需求传导速度低于预期；
- 2、供给出清速度慢于预期；
- 3、价格竞争加剧；
- 4、地缘风险。