

CXO行业继续维持高景气度，中长期继续战略性推荐

CXO行业2020H1季度跟踪报告

分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系人：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

华西医药崔文亮团队：崔文亮/周平/王帅/谭国超/徐顺利/蔡承霖/李昌幸

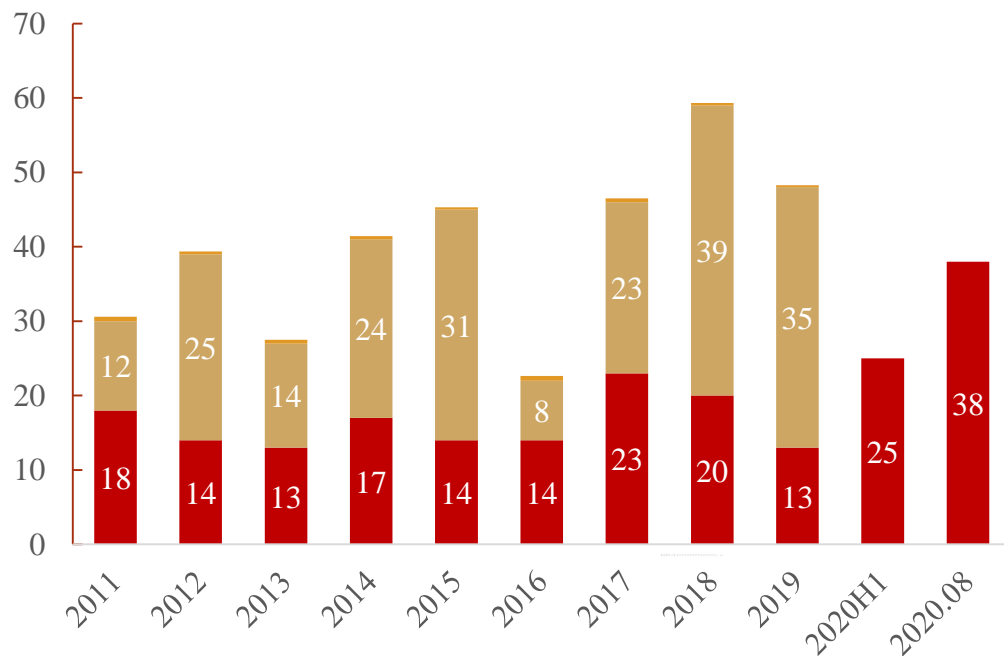
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **行业继续维持高景气度：**参照核心跟踪指标（美国FDA新药获批数量、国内CDE受理新药临床申报数量，以及全球TOP 15跨国药企研发投入及美国一级医疗健康投融资增长情况、国内A股存量药企研发投入，及核心Biotech企业研发投入），整体维持判断全球及国内医疗健康研发投入继续维持高景气度。
- **商务部数据验证全球疫情下全球产能转移趋势加快：**根据商务部公布的生物医药技术研发外包离岸执行额，2020年前7个月为228.6亿元，同比增长25.6%，同时参考验证药明康德、康龙化成、博腾股份等公司海外业务增长情况，整体判断海外疫情爆发下、全球创新药产业链（尤其是药物发现）加速向中国转移。
- **A+H核心CXO公司中报继续呈现高景气度、Q2相对Q1受新冠疫情影响明显恢复：**
 - ✓ 13家A+H CXO公司（包括CRO和CMO公司）合计实现营业收入173.8亿元，同比增长25.7%，整体继续维持高景气度；受新冠疫情影响，CXO公司延期复工及影响收入确认交割，尤其是Q1影响明显，Q2已呈现逐渐恢复的趋势，即Q2单季度营业收入同比增长为31.5%，相对Q1的16.1%呈现明显加快。
 - ✓ 分业务来看：临床前研究（包括药物发现）、CDMO业务2020年上半年受疫情影响较小或基本消除；临床CRO业务受国内外新冠疫情影响，增速上略有放缓，但从在手订单角度仍然呈现高景气度。
- **投资建议：**参照全球核心跟踪指标及商务部数据验证全球创新药产业链加速向中国转移，预期CXO行业未来3~5年将继续维持行业高景气度，继续推荐药明康德、美迪西、量子生物、泰格医药等。
- **风险提示：**新冠疫情进展具有不确定性；相关公司海外并购及业务拓展具有不确定性；核心管理层及核心技术人员流失的风险。

全球创新需求依然处于高点上

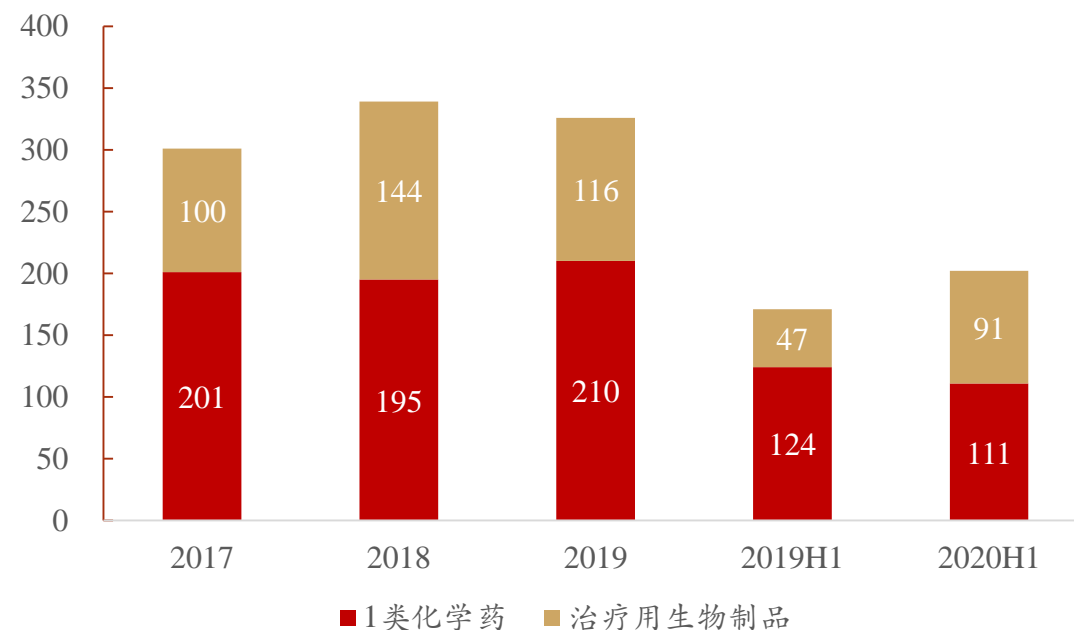
- ◆ **2020年美国创新药获批数量有望达前期新高：**截止2020年8月底，FDA已获批新药38个，相对2019年同期的26个和2018年同期的35个，均创历史新高。且考虑到2019年底提交NDA的高潮，即约至少有13个优先审评品种在8月，以及有10个标准审评品种在12月，所以2020年新药获批数量有望破历史新高。
- ◆ **国内CDE新药临床受理品种数量依然处于上升中：**2020年上半年有111个1类化学药和91个治疗性生物制品申报临床试验，相对2019年同期依然处于上升趋势，尤其是生物药品种上升明显。

图：美国FDA获批新药情况



资料来源：FDA官网，华西证券研究所

图：国内CDE临床申报受理情况

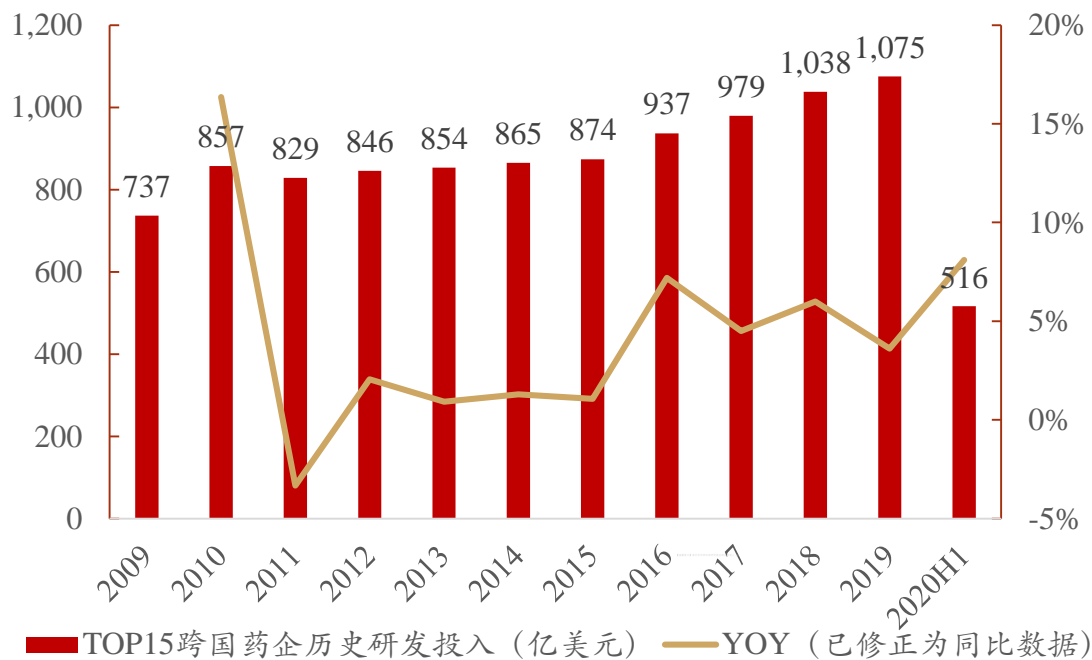


资料来源：米内网，华西证券研究所

全球研发投入继续呈现高景气度

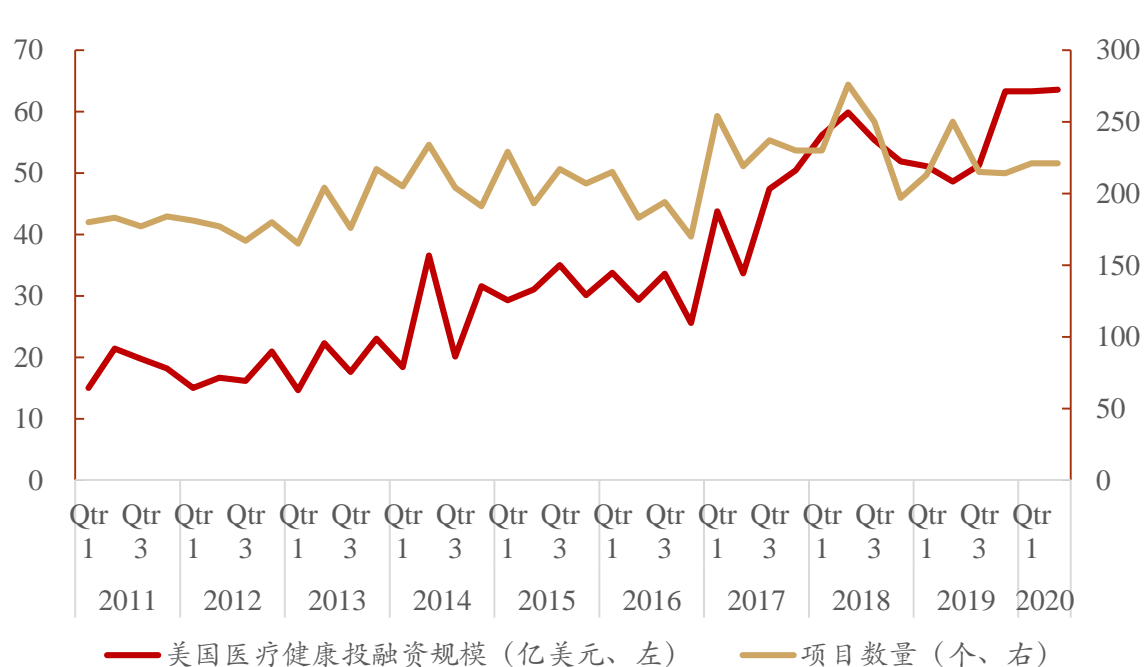
- ◆ **跨国药企研发活动继续呈现高景气度**：Top 15 跨国药企发布2020年中报，其合计研发投入为516亿美元，同比增长8.11%，其Q2单季度同比增长11.30%，继续保持高强度增长。（PS 若考虑到BSM并购新基的影响，2020年上半年同比增速为3.11%）。
- ◆ **医疗健康行业VC投资活动依然保持高行业景气度**：2020年Q1/Q2美国医疗健康行业投资金额分别为63/64亿美元，创历史高点，同比增速分别为23.8%/30.8%，均保持高速增长；从投资案例来看，投资活动数量分别为221/221个，也处于行业相对高点上，依然处于行业高景气度上。

图：全球Top 15 跨国药企研发投入（亿美元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：医疗健康行业-美国PE/VC投资活动情况（亿美元）

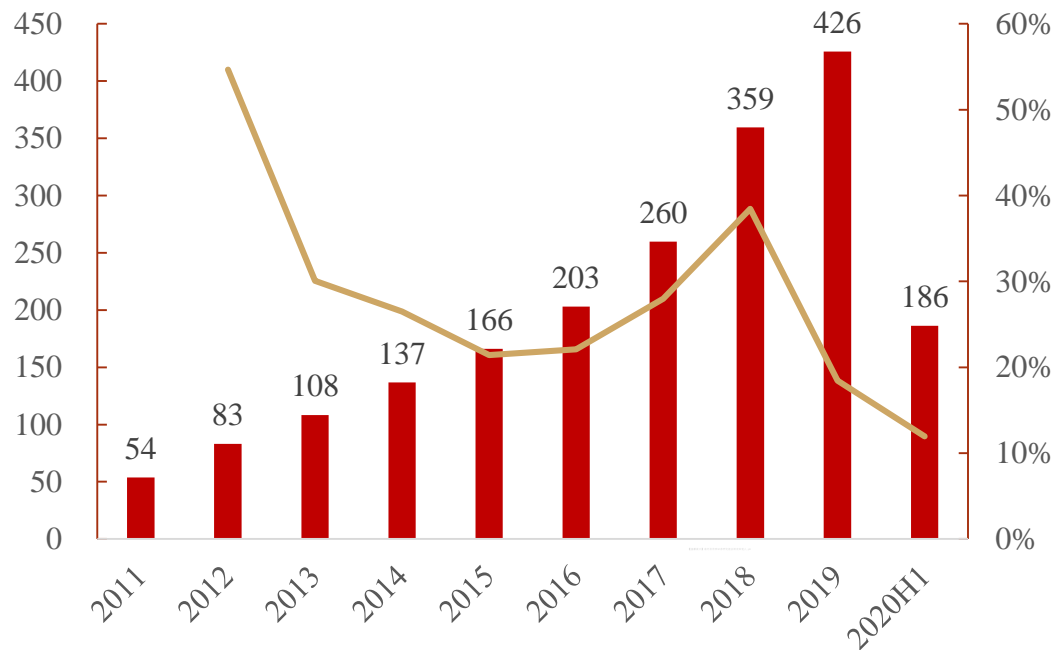


资料来源：PWC，华西证券研究所

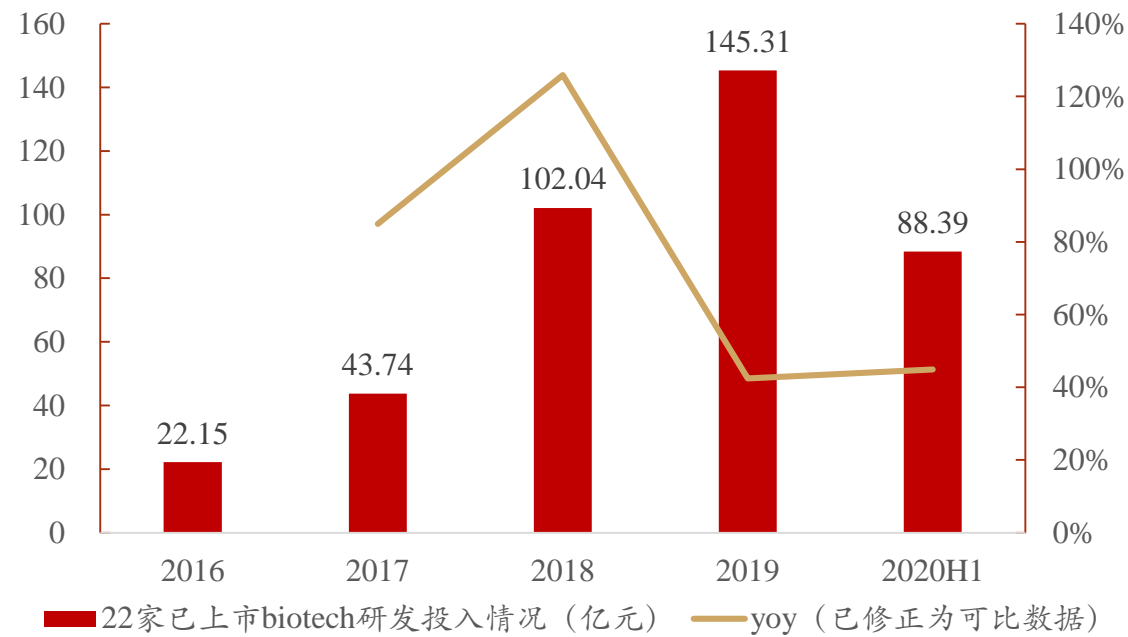
国内医药企业研发投入继续呈现高景气度

- ◆ **A股医药企业研发投入继续呈现高景气度**：仅统计2019年研发投入超亿元的企业，2020年上半年合计研发投入为186亿元，同比增长11.9%，增速略有放缓、但整体仍维持快速增长。医药创新龙头恒瑞医药上半年研发投入继续呈现高速增长。
- ◆ **Biotech研发投入继续维持40%以上增长**：统计18家港股+4家科创板制药类Biotech公司，其2020年上半年合计研发投入为88.4亿元，同比增长44.9%，继续呈现超高速增长。统计重点Biotech公司研发投入外包情况，其2016-2019年外包比例在40%~50%，且呈现一定的上升趋势。

图：A股医药企业研发投入增长情况（亿元）



图：港股&科创板上市的Biotech企业研发投入（亿元）



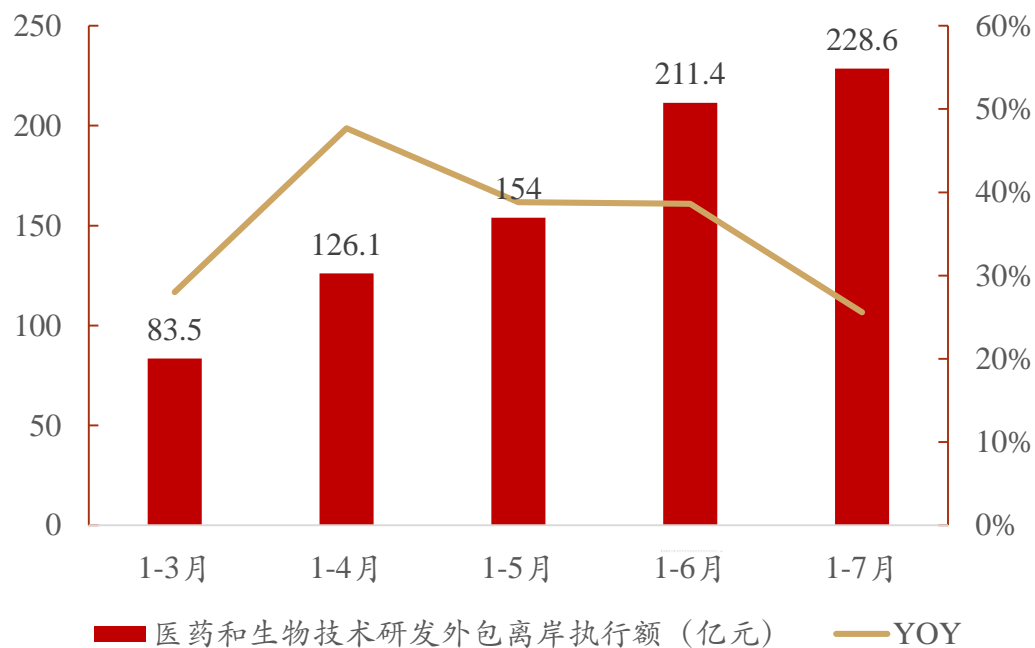
资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，华西证券研究所

商务部数据验证全球疫情下全球产能转移趋势加快

- ◆ **商务部数据验证全球疫情下全球产能转移趋势加快**：近期商务部新闻发布会公布2020年1-6月我国服务外包发展情况，重点提到KPO中的医药和生物技术研发外包（主要为CRO和CMO业务）离岸执行额211.4亿元，同比增长38.1%，整体继续呈现高速增长，同时Q2外包服务订单执行额同比增长46.5%，验证下全球疫情下对国内创新药产业链依赖度提升，即全球产能向中国加速转移
- ◆ **统计6家核心CXO公司海外业务增长情况**（药明康德、药明生物、泰格医药、康龙化成、凯莱英、博腾股份），其合计海外收入为111亿元，同比增长21.25%，继续呈现高速增长。其中药明康德的药物发现业务、康龙化成、博腾股份海外业务同比增速分别为27%、34%和55%，受益于全球产业链转移、均呈现高速增长。

图：商务部数据验证全球产能转移趋势加快



图：核心CXO公司海外客户业务继续呈现高速增长（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所（包括：药明康德、药明生物、泰格医药、康龙化成、凯莱英、博腾股份）

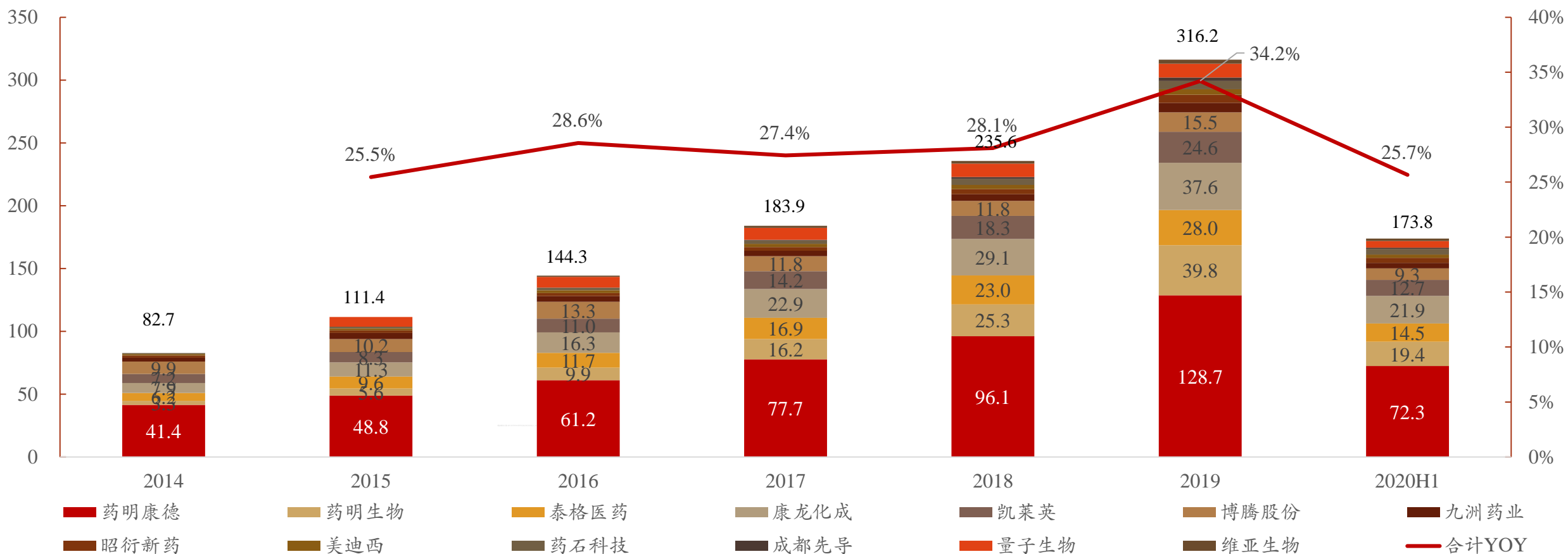
CXO服务产业链情况：15家A+H股CXO公司

	临床前CRO					临床CRO	CMO
	靶点确认	药物发现	化学实验	生物实验	药物安全性评价	I-III期临床	
国内CXO公司							
药明康德							
康龙化成							
泰格医药 (包含方达控股)							
维亚生物							
美迪西							
量子生物							
昭衍新药							
药明生物							
凯莱英							
博腾股份							
药石科技							
皓元医药							
九洲药业							
普洛药业							
跨国CXO公司							
QuintilesIMS							
Covance							
Parexel							
Charles river							
Lonza							
Patheon							
Catalent							

核心CXO公司继续维持高速增长，疫情影响逐渐消除

- ▶ 2020年上半年继续呈现高景气度：13家A+H CXO公司（包括CRO和CMO公司）合计实现营业收入173.8亿元，同比增长25.7%，整体继续维持高景气度；
- ▶ Q2相对Q1受新冠疫情影响明显恢复：受新冠疫情影响，CXO公司延期复工及影响收入确认交割，尤其是Q1影响明显，Q2已呈现逐渐恢复的趋势，即Q2单季度营业收入同比增长为31.5%，相对Q1的16.1%呈现明显加快。

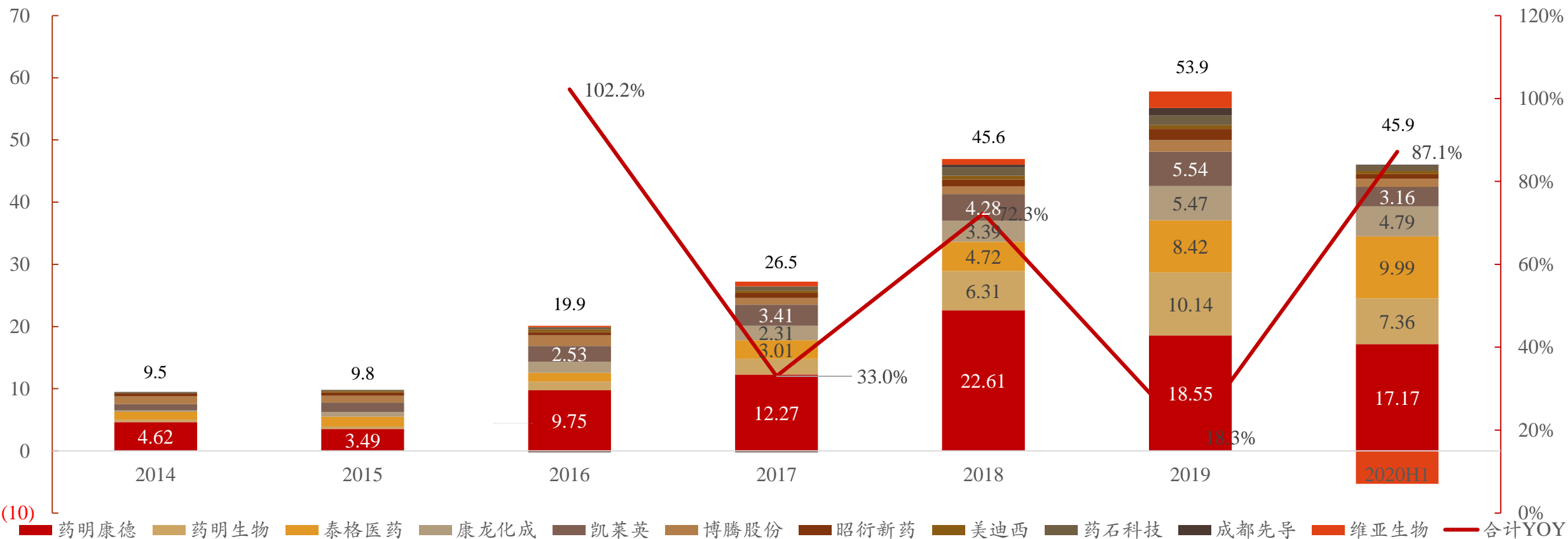
图：13家A+H股CXO公司营业收入继续呈现高速增长（亿元）



核心CXO公司继续维持高速增长，疫情影响逐渐消除

- ▶ 整体上2020年上半年实现归母净利润45.9亿元，同比增长87.1%，继续呈现高速增长、保持高景气度；分公司来看，药明康德、药明生物、泰格医药、康龙化成、凯莱英、博腾股份、昭衍新药、药石科技均实现超高速增长。
- ▶ 分季度来看，合计Q2归母净利润增速为135.7%，相对Q1的11.3%明显加快，预期主要受到药明康德、泰格医药投资收益大幅增加，以及业务逐渐恢复等因素影响。

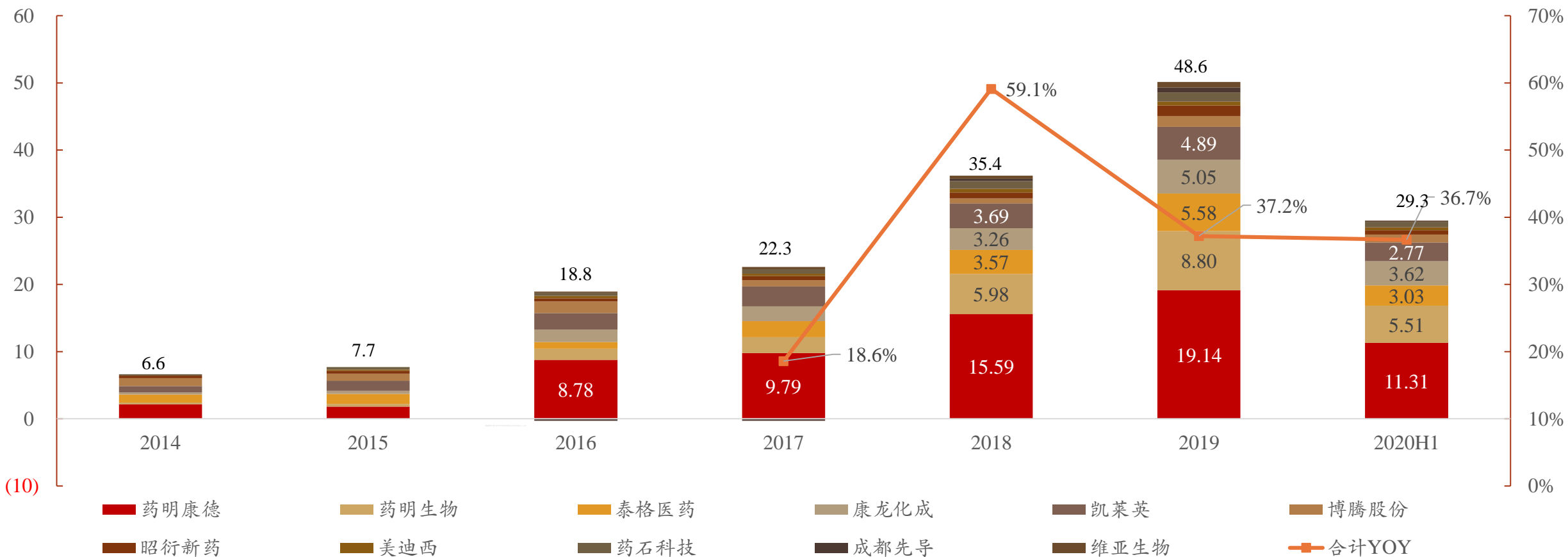
图：13家A+H股CXO公司归母净利润继续呈现高速增长（亿元）



核心CXO公司继续维持高速增长，疫情影响逐渐消除

- ▶ 整体上2020年上半年实现扣非净利润29.3亿元，同比增长36.7%，继续呈现高速增长、保持高景气度；分公司来看，药明康德、药明生物、康龙化成、凯莱英、博腾股份、昭衍新药、药石科技均实现超高速增长。
- ▶ 分季度来看，合计Q2扣非净利润增速为80.7%，相对Q1的-9.3%明显加快，预期主要受到药明康德联营企业投资收益大幅增加，以及业务逐渐恢复等因素影响。

图：13家A+H股CXO公司扣非净利润继续呈现高速增长（亿元）



核心CXO公司：单人产值呈现上升趋势

- ▶ 截止2020年中报，10家核心CXO公司合计员工数量达到5.36万人，同比增长28.5%，继续呈现快速增长中，其中康龙化成、凯莱英、博腾股份、美迪西等公司上半年招人力度加大；
- ▶ 单人产值受新冠疫情影响略有波动：统计2019年单人产值，除泰格医药外，单人产值均创新高；2020年上半年，重点公司收入端受疫情影响严重，例如泰格医药、凯莱英、成都先导等，整体单人产值略有下降、但整体仍然维持较高水平。

表：10家A+H股CXO公司单人产值稳中有升

证券代码	证券简称	员工数量						单人产值 (万元)					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2016	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
603259.SH	药明康德	9,291	11,613	14,763	17,730	21,744	22,824	58.5	58.9	59.2	65.2	32.1	32.5
2269.HK	药明生物		1624	2543	4141	5666	5,694		77.7	75.8	81.2	37.2	34.3
300347.SZ	泰格医药	1845	2422	3214	3898	4959	5,312	55.1	59.9	64.7	63.3	34.3	28.3
300759.SZ	康龙化成	3146	4124	5166	6171	7393	9,113	45.0	49.4	51.3	55.4	25.9	26.6
002821.SZ	凯莱英	1703	2040	2682	3291	3840	4,552	58.9	60.3	61.4	69.0	32.5	30.2
300363.SZ	博腾股份	1587	1727	1784	1642	2077	2,373	80.1	67.4	69.2	83.4	38.0	41.6
603127.SH	昭衍新药	552	628	672	817	1224	1,224	41.0	46.4	54.9	62.6	24.6	32.5
688202.SH	美迪西	594	745	711	939	1,219	1,494	34.7	34.2	39.4	41.6	19.9	19.2
300725.SZ	药石科技	267	467	427	512	652	652	51.3	61.1	101.9	113.7	56.7	70.5
688222.SH	成都先导		148	216	288	394	394	22.2	29.2	60.0	77.5	34.5	22.0
合计		18,985	25,538	32,178	39,429	49,168	53,632	58.5	58.4	60.7	66.5	32.0	31.6
yoy			25.2%	26.0%	22.5%	24.7%	28.5%		-0.19%	4.00%	9.45%		-1.42%

资料来源：Wind，华西证券研究所。注释：考虑到量子生物、九洲药业、普洛药业等非全部是CXO业务，暂未统计

CXO服务产业链情况：14家A+H股CXO公司各业务占比情况

- 国内14家CXO公司主要可以分为三部分业务，即临床前研究（药物发现、药代、药动、安评等）、CDMO业务、临床CRO业务。
- 从规模和竞争领域来看，临床前研究中的药物发现和CDMO业务均属于全球性竞争的业务，临床CRO业务和临床前研究中的安评业务属于国内市场竞争的业务。

表：14家A+H股CXO公司各业务占比情况（亿元）

2020H1	合计营业收入		临床前研究		CDMO		临床CRO	
	数值	yoy	数值	yoy	数值	yoy	数值	yoy
药明康德	72.31	22.7%	37.80	26.5%	21.62	25.8%	5.00	5.9%
康龙化成	21.93	34.0%	14.34	35.3%	5.06	34.4%	2.43	27.5%
泰格医药	14.52	8.6%	2.70	9.6%	0.65	14.2%	11.10	8.0%
药明生物	19.5	21.3%			19.50	21.3%		
凯莱英	12.66	15.8%			12.66	15.8%		
博腾股份	9.25	48.2%			9.25	48.2%		
量子生物	6.7	9.0%	4.30	-0.5%	0.93	13.3%		
昭衍新药	3.97	97.8%	3.97	97.8%				
药石科技	4.59	58.2%			4.59	58.2%		
九洲药业	10.08	17.5%			4.36	136.1%		
普洛药业	39.92	12.5%			5.52	73.2%		
美迪西	2.6	31.3%	2.60	29.5%				
成都先导	0.87	-18.9%	0.87	-18.7%				
维亚生物	1.98	38.8%	1.98	38.8%				
合计			68.55	32.50%	84.14	32.44%	18.53	9.62%

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：药明康德美国区实验室业务未统计在上述三种业务中）

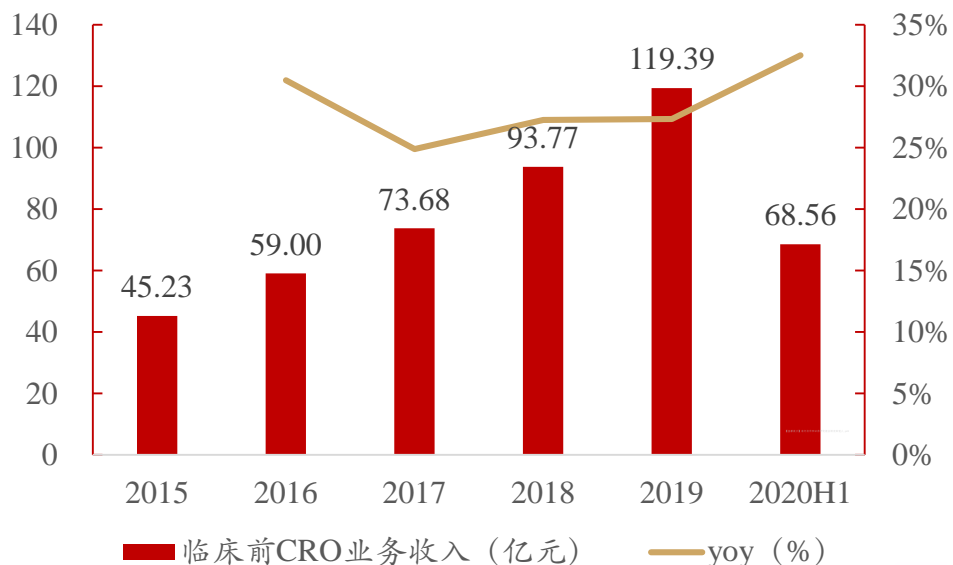
临床前CRO业务：高景气度延续

- 临床前CRO业务主要包括药物发现、药代、药效、安评等，2020年上半年合计营业收入为68.56亿元，同比增长32.50%，继续延续高增长；
- 药物发现业务受益于海外疫情爆发带来的加速产业链转移以及国内外包需求增加，呈现高速增长，例如药明康德、康龙化成、美迪西、维亚生物、量子生物等相关业务。
- 安评、药代、药动等业务受益于国内新增需求增加，继续呈现高速增长，例如昭衍新药、美迪西等

表：临床前CRO业务基本概况

收入及增速情况	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
临床前研究业务						
药明康德-中国区实验室业务						
收入(亿元)	25.54	32.70	41.21	51.13	64.73	37.80
yoy (%)	27.97%	28.03%	26.02%	24.09%	26.59%	26.47%
毛利率 (%)	33.19%	39.58%	41.18%	38.65%	38.60%	41.42%
康龙化成-药物发现与研究						
收入(亿元)	7.82	10.69	13.95	18.96	23.80	14.34
yoy (%)		36.77%	30.50%	35.88%	25.52%	35.28%
毛利率 (%)	27.61%	35.85%	42.04%	37.24%	40.26%	41.34%
量子生物-化学及生物CRO						
收入(亿元)	6.37	7.53	8.14	8.75	8.99	4.30
yoy (%)		18.20%	8.01%	7.59%	2.75%	-0.51%
毛利率 (%)	29.03%	35.83%	43.76%	43.35%	41.87%	
昭衍新药-临床前研究						
收入(亿元)	1.94	2.29	2.92	4.03	6.29	3.97
yoy (%)	12.57%	18.10%	27.51%	37.97%	56.23%	97.82%
毛利率 (%)	48.84%	52.13%	50.68%	49.35%	56.71%	50.16%
泰格医药-临床前研究						
收入(亿元)	1.92	2.34	2.97	4.04	5.22	2.70
yoy (%)		21.99%	26.87%	35.95%	29.36%	9.60%
毛利率 (%)						
美迪西-药物发现&临床前研究						
收入(亿元)	1.64	2.32	2.49	3.25	4.49	2.60
yoy (%)		41.66%	7.30%	30.35%	38.09%	31.32%
毛利率 (%)	36.15%	36.20%	34.31%	36.68%	35.95%	
维亚生物						
收入(亿元)		0.97	1.48	2.10	3.23	1.98
yoy (%)			52.58%	41.89%	53.81%	38.78%
毛利率 (%)		56.11%	58.14%	50.21%	48.25%	50.68%
成都先导-药物发现						
收入(亿元)		0.16	0.53	1.51	2.64	0.87
yoy (%)			231.25%	184.91%	74.83%	-18.69%
毛利率 (%)		24.23%	66.62%	82.66%	81.55%	76.54%
合计						
临床前CRO业务收入(亿元)	45.23	59.00	73.68	93.77	119.39	68.56
yoy (%)		30.47%	24.88%	27.26%	27.33%	32.50%

图：临床前CRO业务保持高速增长

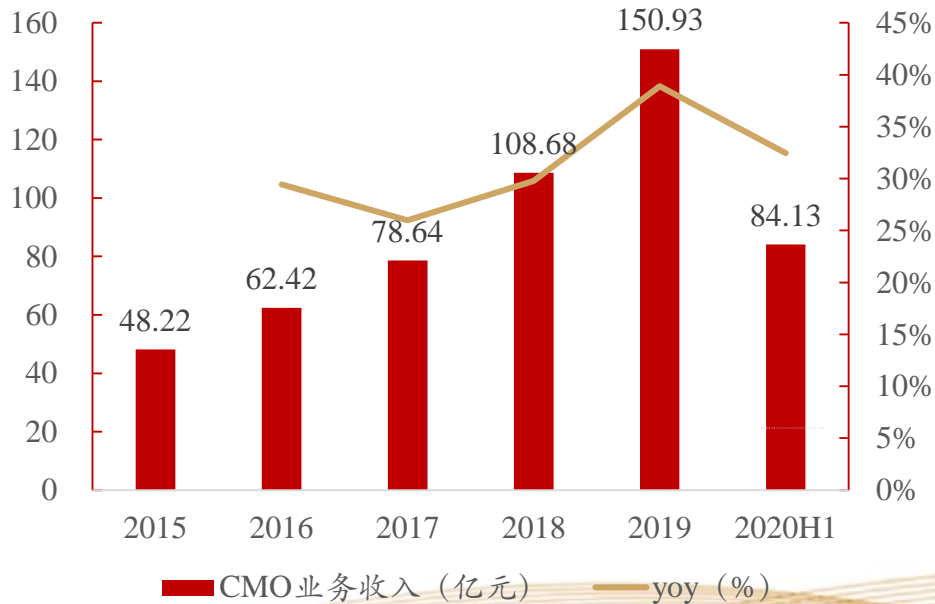


资料来源：Wind，华西证券研究所。

CMO业务：高景气度延续

- 药明康德、康龙化成、药明生物、凯莱英、博腾股恩、药石科技、九洲药业、泰格医药等均有或多或少的CDMO或CMC或CMO业务，其2020年上半年合计实现营业收入84.13亿元，同比增长32.44%，实现超高速增长；
- 核心子公司均实现高速增长，尤其是单Q2来看，行业高景气度延续。

图：CDMO业务保持高速增长



资料来源：Wind，华西证券研究所。

CMO业务	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
药明康德						
收入 (亿元)	12.67	16.37	21.09	26.99	37.52	21.62
yoy (%)	19.12%	29.23%	28.80%	28.00%	39.02%	25.83%
毛利率 (%)	38.07%	43.25%	43.77%	41.55%	39.94%	39.61%
药明生物-生物药CDMO						
收入 (亿元)	5.57	9.89	16.19	25.34	39.84	19.50
yoy (%)	67.86%	77.55%	63.68%	56.56%	57.18%	21.28%
毛利率 (%)	32.44%	39.34%	40.80%	40.16%	41.64%	40.50%
凯莱英						
收入 (亿元)	8.31	11.03	14.23	18.35	24.61	12.66
yoy (%)	16.06%	32.73%	29.01%	28.95%	34.11%	15.81%
毛利率 (%)	48.22%	51.60%	51.74%	46.50%	45.50%	48.59%
博腾股份						
收入 (亿元)	10.21	13.27	11.84	11.85	15.51	9.25
yoy (%)	3.44%	29.97%	-10.78%	0.08%	30.89%	48.16%
毛利率 (%)	32.56%	39.66%	36.74%	33.46%	37.84%	38.60%
康龙化成-CMC业务						
收入 (亿元)	2.96	3.28	5.63	6.46	9.02	5.06
yoy (%)		10.84%	71.74%	14.73%	39.60%	34.38%
毛利率 (%)	34.76%	25.27%	23.59%	21.78%	27.77%	28.98%
九洲药业						
收入 (亿元)	4.89	4.53	4.37	5.37	7.57	4.36
yoy (%)	59.14%	-7.24%	-3.63%	22.87%	41.03%	136.11%
毛利率 (%)	55.47%	31.48%	50.62%	45.77%	42.61%	49.08%
药石科技						
收入 (亿元)	1.36	1.88	2.73	4.78	6.62	4.59
yoy (%)	76.62%	38.24%	45.21%	75.09%	38.49%	58.17%
毛利率 (%)	61.13%	66.36%	62.12%	57.82%	51.59%	45.06%
普洛药业						
收入 (亿元)				6.64	7.22	5.52
yoy (%)					8.81%	73.20%
毛利率 (%)				33.44%	37.29%	40.77%
量子生物-CMO业务						
收入 (亿元)	1.29	1.06	1.43	1.96	1.93	0.93
yoy (%)		-17.51%	34.67%	37.21%	-1.95%	13.33%
毛利率 (%)						
泰格医药-CMC业务						
收入 (亿元)	0.97	1.10	1.13	0.94	1.10	0.65
yoy (%)		13.53%	2.54%	-17.29%	17.65%	14.23%
毛利率 (%)						
合计						
CMO业务收入 (亿元)	48.22	62.42	78.64	108.68	150.93	84.13
yoy (%)		29.44%	25.98%	29.76%	38.88%	32.44%

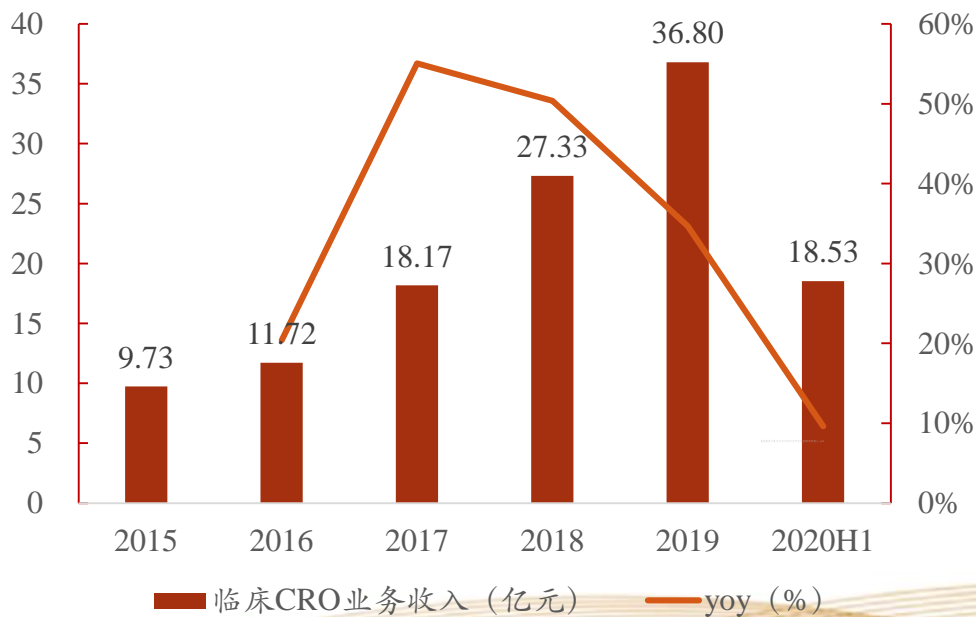
临床CRO业务：短期受疫情影响较大、高景气度延续

- 泰格医药、药明康德、康龙化成均有临床CRO业务，其2020年上半年合计收入为18.53亿元，同比增长9.62%，受国内外新冠疫情影响，增速上略有放缓，但从在手订单角度仍然呈现高景气度。
- 临床CRO作为龙头标的重点发展业务，目前仍处于“跑马圈地”中，未来将持续受益国内市场扩大和全球多中心临床CRO布局。

表：重点公司的临床CRO业务基本概况

临床CRO业务	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
药明康德-其他CRO服务						
收入(亿元)	3.50	2.06	3.56	5.85	10.63	5.00
yoy (%)	-24.23%	-41.14%	72.64%	64.17%	81.79%	5.92%
毛利率 (%)	16.57%	20.33%	29.28%	29.29%	24.32%	11.31%
泰格医药-临床研究						
收入(亿元)	6.23	8.17	12.36	18.00	21.60	11.10
yoy (%)		31.24%	51.20%	45.67%	20.00%	8.02%
毛利率 (%)						
康龙化成						
收入(亿元)		1.48	2.25	3.48	4.56	2.43
yoy (%)			51.90%	54.33%	31.30%	27.51%
毛利率 (%)		8.13%	15.34%	25.33%	24.97%	21.81%
合计						
临床CRO业务收入(亿元)	9.73	11.72	18.17	27.33	36.80	18.53
yoy (%)		20.40%	55.06%	50.37%	34.65%	9.62%

图：CDMO业务保持高速增长



资料来源：Wind，华西证券研究所。

核心CXO公司：盈利能力对比

► **A+H股CXO标的盈利能力高于跨国CXO公司**：受益于国内的工程师红利和低环保成本，在A和H股上市的国内CXO公司毛利率相对跨国CXO企业毛利率相对较高，另外净利率水平也较高。

表：国内外CXO公司盈利能力对比

证券代码	证券简称	毛利率 (%)					净利率 (%)				
		2016	2017	2018	2019	2020H1	2016	2017	2018	2019	2020H1
A股											
603259.SH	药明康德	40.8%	41.8%	39.5%	39.0%	36.9%	18.3%	16.7%	24.3%	14.8%	23.9%
300347.SZ	泰格医药	38.0%	42.9%	43.1%	46.5%	48.5%	13.3%	19.7%	22.0%	34.8%	71.3%
300759.SZ	康龙化成	29.0%	32.7%	32.5%	35.5%	36.4%	10.8%	9.9%	11.7%	14.1%	21.3%
002821.SZ	凯莱英	51.6%	51.7%	46.5%	45.5%	48.6%	25.0%	25.3%	22.2%	22.5%	24.9%
300363.SZ	博腾股份	39.7%	36.7%	33.5%	37.8%	38.6%	12.2%	8.0%	9.4%	11.6%	14.1%
603127.SH	昭衍新药	50.5%	56.3%	53.0%	52.6%	0.0%	21.4%	25.4%	26.5%	27.9%	0.0%
688202.SH	美迪西	36.2%	34.3%	36.7%	35.9%	37.3%	19.1%	17.1%	19.2%	15.2%	18.6%
300725.SZ	药石科技	66.4%	62.1%	57.8%	51.6%	45.1%	18.6%	24.8%	28.1%	23.0%	19.0%
603456.SH	九洲药业	31.5%	50.6%	45.8%	42.6%	49.1%					
300149.SZ	量子生物		40.61%	37.67%	35.82%	29.60%			17.12%	17.4%	9.72%
A20133.SH	皓元医药	47.7%	52.1%	51.6%	57.2%		15.4%	8.6%	6.1%	18.0%	
688222.SH	成都先导	24.2%	66.6%	82.7%	81.5%	76.5%	-139.8%	-43.4%	29.7%	45.5%	17.8%
H股											
2269.HK	药明生物	39.3%	40.8%	40.2%	41.6%	40.5%	14.2%	15.6%	24.8%	25.4%	37.5%
1873.HK	维亚生物	56.1%	58.1%	50.2%	48.2%		25.3%	51.4%	43.1%	82.3%	
1521.HK	方达控股	39.7%	44.2%	40.8%	37.1%	28.9%	13.6%	14.4%	13.5%	18.0%	8.8%
美股											
IQV.N	IQVIA	30.94%	35.30%	35.21%	34.16%	33.12%	1.89%	13.64%	2.73%	2.05%	1.33%
CRL.N	Charles River	38.46%	37.81%	37.07%	36.56%	34.85%	9.30%	6.75%	10.09%	9.69%	8.53%
CTLT.N	Catalent	31.79%	31.54%	30.55%	31.97%	29.57%	6.02%	5.29%	3.39%	5.46%	3.29%
瑞士证券交易所											
LONN.SIX	Lonza	33.91%	35.81%	37.77%	38.09%		7.28%	14.18%	10.01%	10.88%	

资料来源：Wind，华西证券研究所

核心CXO公司：估值对比

►考虑到国内CXO公司盈利能力较强和仍然处于“跑马圈地”中，成长性好，相对海外CXO具有一定的估值溢价

表：国内外CXO公司估值情况对比（20200901）

代码	公司	市值				净利润 (亿元)				PE		
		2020/9/1	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E	
A股		亿元	亿元	亿元	亿元							
603259.SH	药明康德	2535	22.61	18.55	28.41	112	137	89				
300347.SZ	泰格医药	959	4.72	8.42	10.71	203	114	90				
300759.SZ	康龙化成	854	3.39	5.47	8.84	252	156	97				
002821.SZ	凯莱英	632	4.28	5.54	7.32	148	114	86				
300363.SZ	博腾股份	196	1.24	1.86	2.47	158	105	79				
603127.SH	昭衍新药	238	1.08	1.78	2.60	220	134	91				
688202.SH	美迪西	105	0.61	0.67	1.04	173	157	101				
300725.SZ	药石科技	193	1.33	1.52	2.02	145	127	96				
300149.SZ	量子生物	120	1.61	1.39	1.92	74	86	62				
H股		亿港元	亿港元	亿港元	亿港元							
2269.HK	药明生物	2379	6.31	10.14	13.34	377	235	178				
1873.HK	维亚生物	151	0.91	2.66	3.81	165	57	40				
1521.HK	方达控股	73	0.79	1.3	1.69	92	56	43				
美股		亿美元	亿美元	亿美元	亿美元							
IQV.N	IQVIA	316	2.59	1.91	3.21	122	165	98				
CRL.N	Charles River	107	2.26	2.52		47	43					
CTLT.N	Catalent	149	0.84	1.37		178	108					
ICLR.O	ICON	100	3.23	3.74		31	27					
瑞士交易所		亿瑞士法郎	亿瑞士法郎	亿瑞士法郎	亿瑞士法郎							
LONN.SIX	Lonza	453	5.59	6.45		81	70					

资料来源：预测数据为Wind一致性预期，华西证券研究所。

- **行业继续维持高景气度：**参照核心跟踪指标（美国FDA新药获批数量、国内CDE受理新药临床申报数量，以及全球TOP 15跨国药企研发投入及美国一级医疗健康投融资增长情况、国内A股存量药企研发投入，及核心Biotech企业研发投入），整体维持判断全球及国内医疗健康研发投入继续维持高景气度。
- **商务部数据验证全球疫情下全球产能转移趋势加快：**根据商务部公布的生物医药技术研发外包离岸执行额，2020年前7个月为228.6亿元，同比增长25.6%，同时参考验证药明康德、康龙化成、博腾股份等公司海外业务增长情况，整体判断海外疫情爆发下、全球创新药产业链（尤其是药物发现）加速向中国转移。
- **A+H核心CXO公司中报继续呈现高景气度、Q2相对Q1受新冠疫情影响明显恢复：**
 - ✓ 13家A+H CXO公司（包括CRO和CMO公司）合计实现营业收入173.8亿元，同比增长25.7%，整体继续维持高景气度；受新冠疫情影响，CXO公司延期复工及影响收入确认交割，尤其是Q1影响明显，Q2已呈现逐渐恢复的趋势，即Q2单季度营业收入同比增长为31.5%，相对Q1的16.1%呈现明显加快。
 - ✓ 分业务来看：临床前研究（包括药物发现）、CDMO业务2020年上半年受疫情影响较小或基本消除；临床CRO业务受国内外新冠疫情影响，增速上略有放缓，但从在手订单角度仍然呈现高景气度。
- **投资建议：**参照全球核心跟踪指标及商务部数据验证全球创新药产业链加速向中国转移，预期CXO行业未来3~5年将继续维持行业高景气度，继续推荐药明康德、美迪西、量子生物、泰格医药等。
- **风险提示：**新冠疫情进展具有不确定性；相关公司海外并购及业务拓展具有不确定性；核心管理层及核心技术人员流失的风险。

分析师与研究助理简介

崔文亮，10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内 公司股价相对上证指数的涨 跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。