

仅供机构投资者使用
证券研究报告
2023年03月21日

他山之石：维持对海外市场处于景气度中 的判断，继续看好国内CXO

海外CXO公司跟踪报告

分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522020001

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

投资建议：海外β景气度持续，继续看好国内CXO

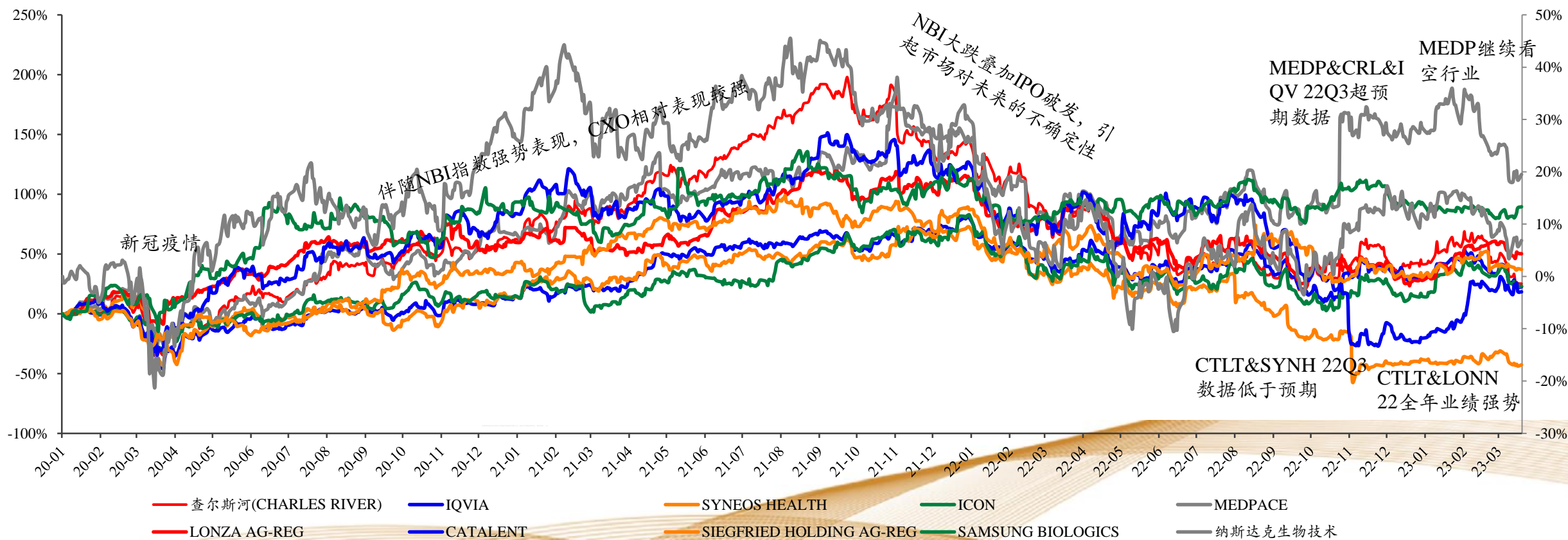
- **跟踪复盘美国投融资情况、以及全球TOP 15药企研发投入情况：** 我们能看到美国整体投融资依然处于历史高点，且从季度维度出发，未来有望逐渐改善；另外从全球TOP 15研发投入的情况，我们整体依然可以看到继续呈现稳健向上增长中。
- **海外CXO财务数据表现——员工、订单、资本开支均呈现向上增长，表征行业景气度持续：** 重点关注的12家CXO公司22年实现营业收入518亿美元，同比增长8.3%，其中临床CRO业务、CDMO业务、实验室业务分别实现营业收入339.03亿美元、150.69亿美元、27.97亿美元，同比增长分别为6.4%、11.1%、16.5%，其中尤其是生物药CDMO细分行业同比增速为20.0%，呈现较快增长。另外我们跟踪临床CRO企业的员工增长（同比增速基本处于5%~10%）和订单增长（整体新签订单同比增长约6.3%）、以及CDMO的资本开支呈现趋势性向上等关键数据，也能有效表征行业处于景气度中。
- **从22Q4的投资者交流纪要看景气度——整体上能看到行业依然处于景气度中：** IQVIA/Covance/ICLR询单情况均继续呈现高强度且未发现异常取消，另外MEDP询单情况出现略微变弱和取消情况略微变多，以及ICLR的Biotech客户订单金额略微放缓；另外CRL发现业务从22Q4开始重新有增量需求，且LONZA也在预期投融资有望23Q1缓慢恢复，表征行业景气度变好的趋势。
- **核心海外CXO企业2023年业绩指引依然处于稳健增长中：** IQVIA、Covance、ICLR、MEDP预计23年临床CRO业务营业收入将分别同比增长5%~7%（扣除新冠，收入内生增速为10%~12%）、5%~7%、2.6%~7.7%、15.8%~19.9%；Lonza给予23年全年收入指引，即为“High single-digit CER sales growth”。
- **投资建议：** 综合分析海外投融资数据以及全球TOP 15研发投入情况，以及海外CXO公司22年营业收入、订单、员工数量以及资本开支增长情况，我们维持前期对海外CXO行业的景气度判断，基于国内的工程师红利以及产业成本优势，继续看好国内CXO景气度，我们继续推荐药明康德、九洲药业、阳光诺和、百诚医药、凯莱英、博腾股份、和元生物、普蕊斯等。
- **风险提示：** 投融资趋弱影响、中美关系带来业务关系的不确定性、业绩低于市场预期。

汇总：历史股价表现，22年呈现前“跌”后“涨”

从历史维度来看，CXO股价表现与景气度具有强相关，另外与业绩表现也具有正相关

➤ 2022年全年维度来看，呈现前“跌”后“涨”的变化：前“跌”主要受到景气度持续影响以及MEDP反馈行业景气度风险（RFP变弱、订单延期或取消以及对投融资的担心）；后“涨”主要与业绩表现相关，即22Q3 MEDP/IQVIA/CRL等业绩表现较好、CTLT/SYNH等表现低于预期等引起股价相应变化

图：国外CXO公司股价变化（NBI指数为右侧坐标轴）



汇总：从投资者交流看行业景气度

IQVIA/Covance/ICLR 询单情况均继续呈现高强度且未发现异常取消，另外MEDP 询单情况出现略微变弱和取消情况略微变多，以及ICLR的Biotech 客户订单金额略微放缓；另外CRL 发现业务从22Q4 开始重新有增量需求，且LONZA 也在预期投融资有望23Q1 缓慢恢复，表征行业景气度变好的趋势。

As we begin 2023, there are more molecules in development that at any other time in history. Our RFP flow was up 13% for the full-year, and saw acceleration in Q4 to 22%, with double-digit growth in all three segments, large, mid-size and EBP segments. No unusual cancellation activity, no unusual postponements

---IQVIA 22Q4 Earnings

While RFP flow from these customers remains down on a TTM basis, fourth-quarter RFP flow was at its highest level since Q3 of 2021 and included more high-value opportunities. Additionally, we are beginning to see other early signs of improvement as our win rate with repeat customers increased compared to the third quarter, an important indicator of customer satisfaction.

---SYNH 22Q4 Earnings

The RFPs remain very strong and very consistent, and I haven't seen a change of the cancellation rates that remain low. And then the most important thing is the book-to-bill was very strong, which was 1.27.

---LH(Covance) 22Q4 Earnings

seeing some softness in the Cell & Gene market coming from the slowdown in funding and we have seen a slowdown in funding for Phase 1 compound; We see some improvement in fundings in the end of last year, probably expect a slow recovery in the quarter(23Q1)

---Lonza 22Q4 Earnings

Many clients who previously lengthened timeframes to start new projects moved forward with programs in 4Q22; As we look to 2023, we continue to see a resilient funding environment, the continued renaissance in the golden age of scientific innovation.

---CRL 22Q4 Earnings

seen consistent trends with regard to overall RFP activity; For biotech, seen a reasonable uptick in the number of RFPs, but the value has been slightly down; not seen an uptick in cancellations, bad debts or material project delays

---ICLR 22Q4 Earnings

New RFPs, pending RFPs and initial award notifications were all down moderately. Cancellations across the pipeline were elevated with backlog cancellations above our usual range in Q4, that is above 5% of opening backlog.

---Medpace 22Q4 Earnings

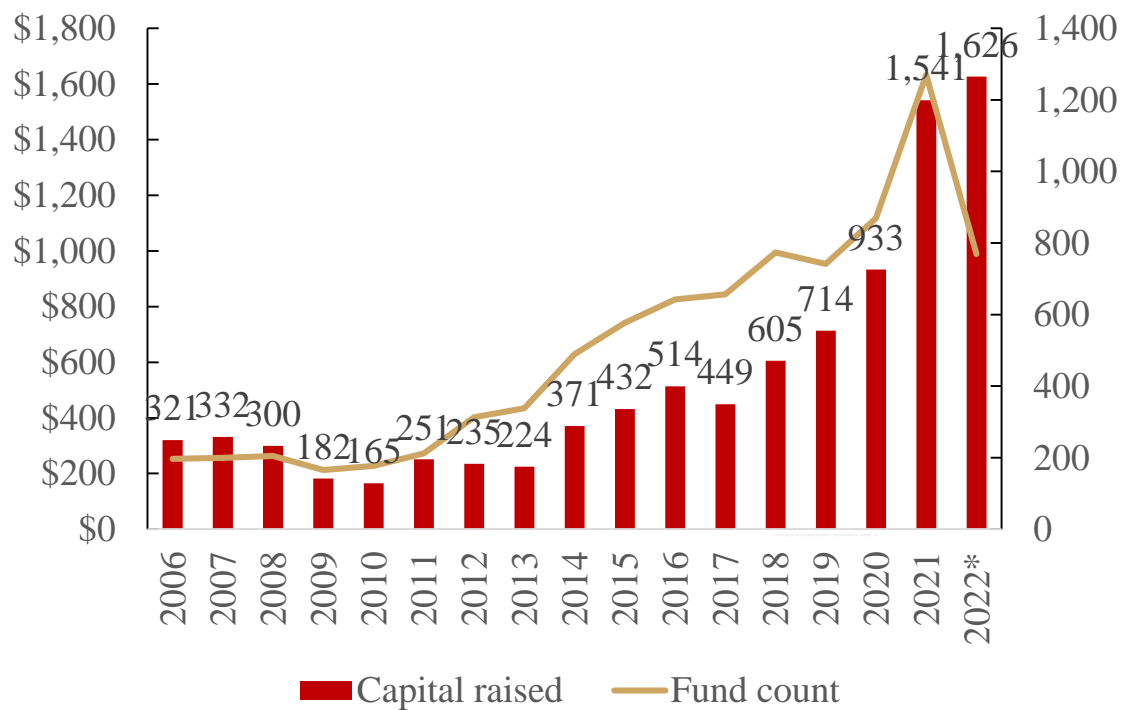
If you compare it to a once in a decade high, but I think funding levels have come down with, but I'm not seeing anything discernible. It's reasonably healthy the same across Discovery Services, development, and manufacturing reasonable demand environment for us in the US and Europe to our main markets

---SYNG 22Q4 Earnings

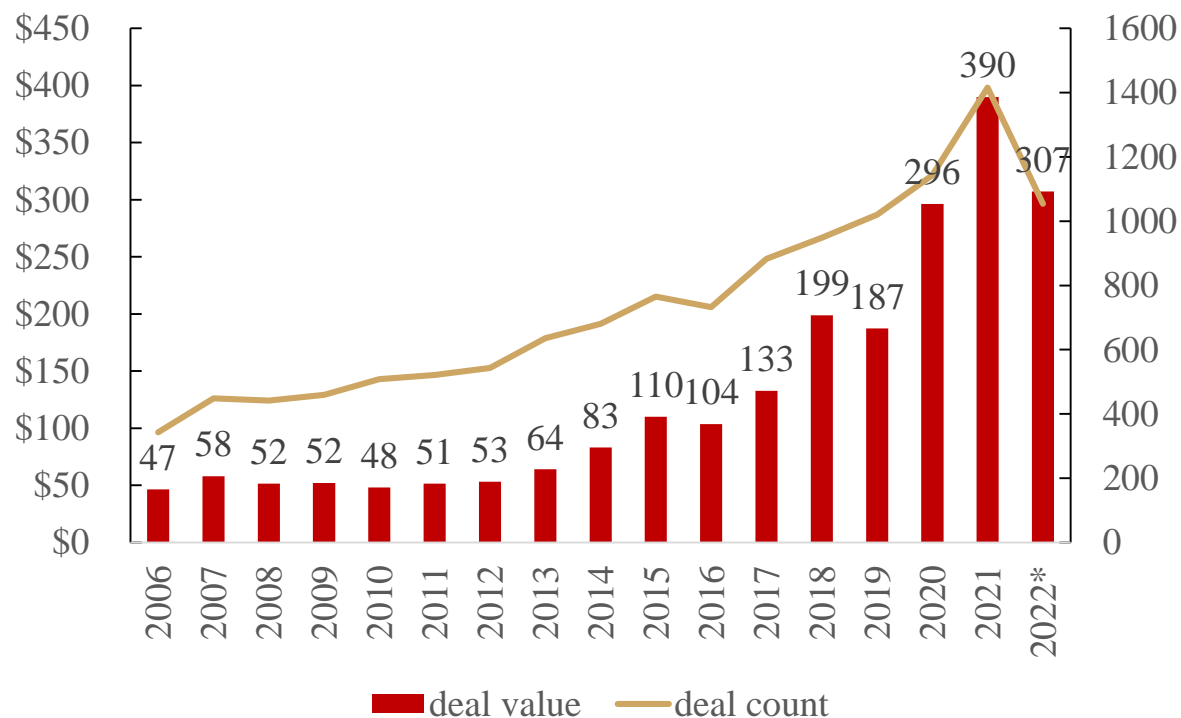
汇总：美国投融资情况，维持相对高强度

- **美国募集情况创历史新高**：2022年美国VC基金整体募集资金约1626亿美元，继续创历史新高；且考虑到2012-2022年美国生物医药行业投融资占整体比例平均为13.11%，且基本维持在12%~13%区间，维持相对稳定，展望未来，考虑到VC基金募资情况创历史新高，为未来投融资数据变化奠定基础。
- **美国投融资情况同比呈现下降，但从历史维度来看，依然处于高点**：2022年美国生物医药行业投融资规模为307亿美元，同比下降21.2%，但依然是历史行业第二高的年度。从环比季度来看，22Q4生物医药行业投融资规模为56.7亿美元，相对22Q3的50.9亿美元已经逐渐趋于稳健向上。

图：美国VC基金募资情况（亿美元）



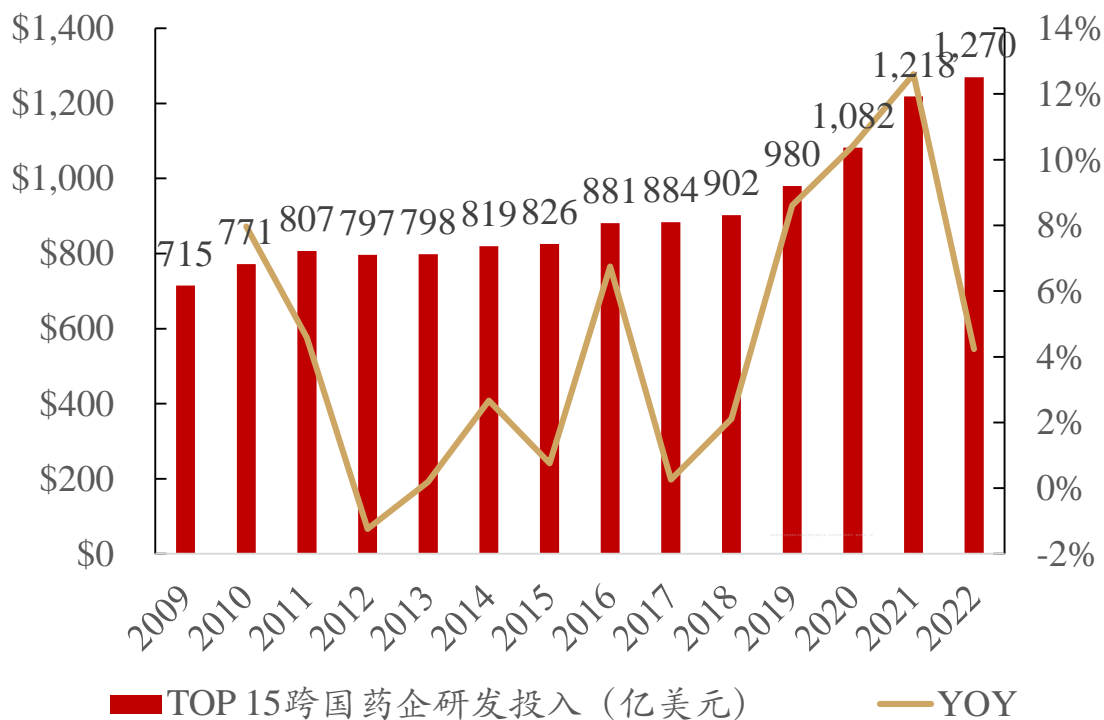
图：美国生物医药行业投融资规模变化情况（亿美元）



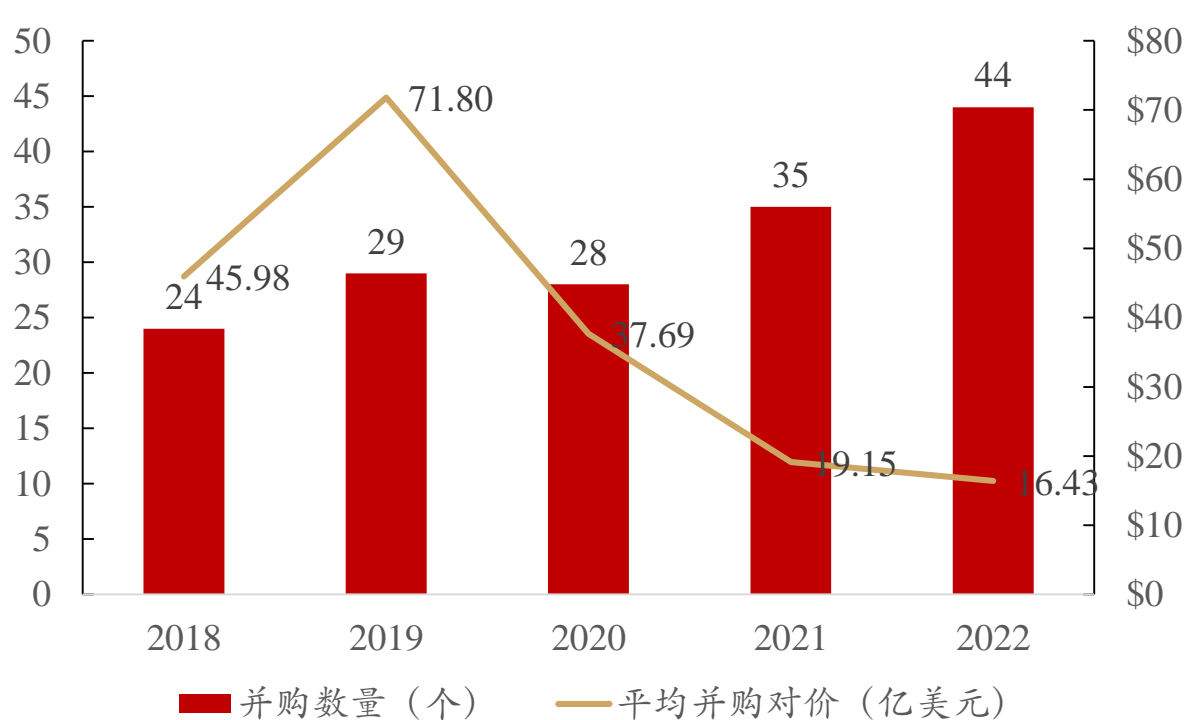
汇总：跨国药企研发投入，维持稳健增长

- **全球TOP 15药企研发投入维持稳健增长**：2022年全球TOP 15药企研发投入合计规模为1270亿美元，同比增长4.2%，其中22Q4单季度研发投入（不包括罗氏）为314亿美元，同比增长28.8%，整体维持稳健增长。
- **全球M&A维持相对活跃，平均并购对价有所下降**：2022年全球医药行业发生并购数量为44个，合计并购金额达到722.72亿美元，平均并购对价为16.43亿美元，相对2019-2021年的平均对价均有所下降。并购相对活跃，保证了优质Biotech企业和项目的正常推进，有利于创新的有效进行。

图：全球TOP 15药企研发投入变化情况（亿美元）



图：美国M&A并购情况更新（亿美元）

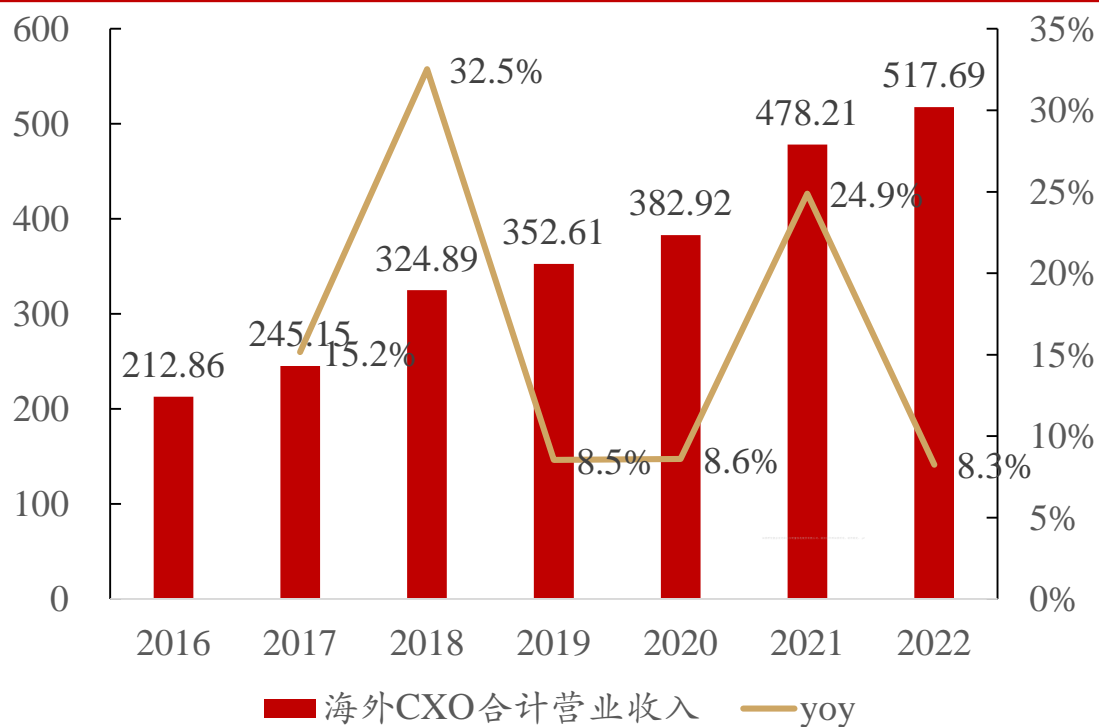


汇总：海外CXO公司整体保持强劲增长

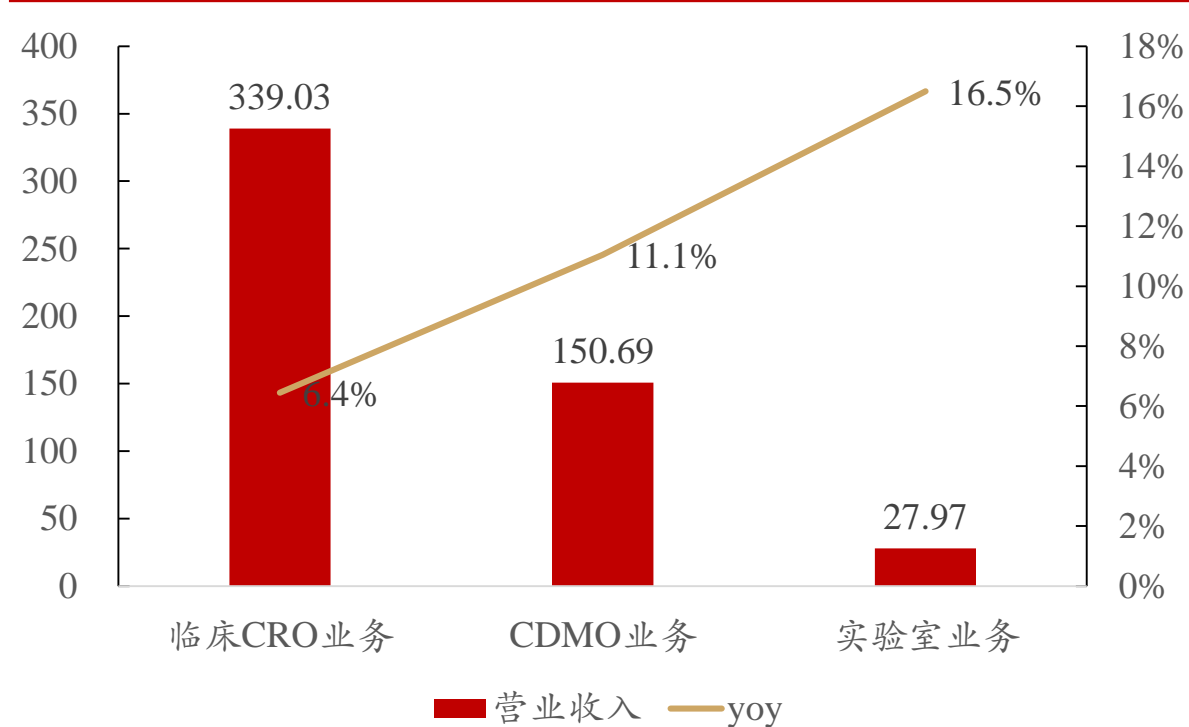
- **海外CXO整体继续保持强劲增长**：2022年重点关注的12家海外CXO公司合计实现营业收入517.69亿美元，同比增长8.3%，其2019-2022年复合增长率为13.7%，新冠以来复合增长率为13.7%，继续呈现强劲增长；
- **分业务来看，核心业务均呈现强劲增长**：2022年临床CRO业务、CDMO业务、实验室业务分别实现营业收入339.03亿美元、150.69亿美元、27.97亿美元，同比增长分别为6.4%、11.1%、16.5%，其2019-2022年复合增长率为11.4%、19.5%、14.2%，继续呈现新冠业务增厚下的强劲增长。

注释：临床CRO公司包括IQVIA/ICON/PPD/Covance/Syneos/Medpace；CDMO公司包括Lonza/Catalent/Siegfried/Samsung Biologics；实验室业务包括CRL/Syngene

图：海外CXO公司历史业绩表现（亿美元）



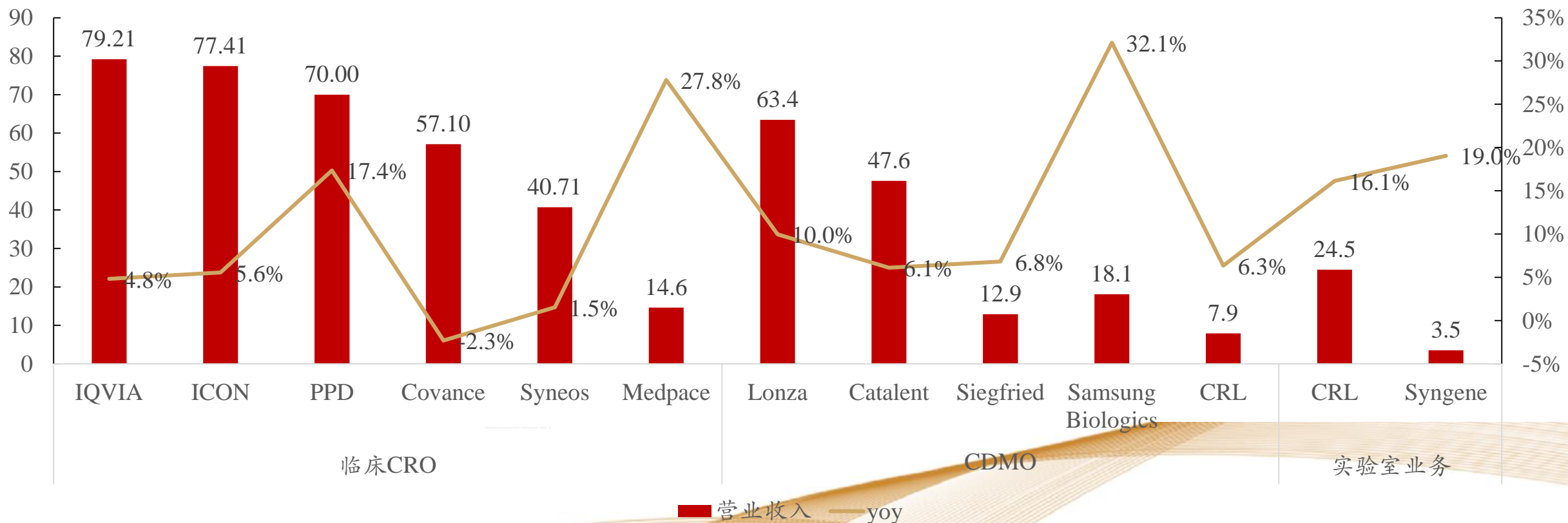
图：海外细分业务收入及增长情况（亿美元）



汇总：分公司来看，MEDP/Samsung Biologics等保持相对较高增长

- 分公司来看，临床CRO和CDMO公司收入体量相对较大：从收入规模来看，临床CRO体量比较大，即IQVIA/ICON/PPD/Covance均保持在50亿美元收入以上，另外CDMO中Lonza/Catalent收入体量相对也较大。
- 分公司来看，MEDP/Samsung Biologics等保持相对较高增长：MEDP/Samsung Biologics/CRL/Syngene/PPD等公司保持在10%以上的双位数增长。

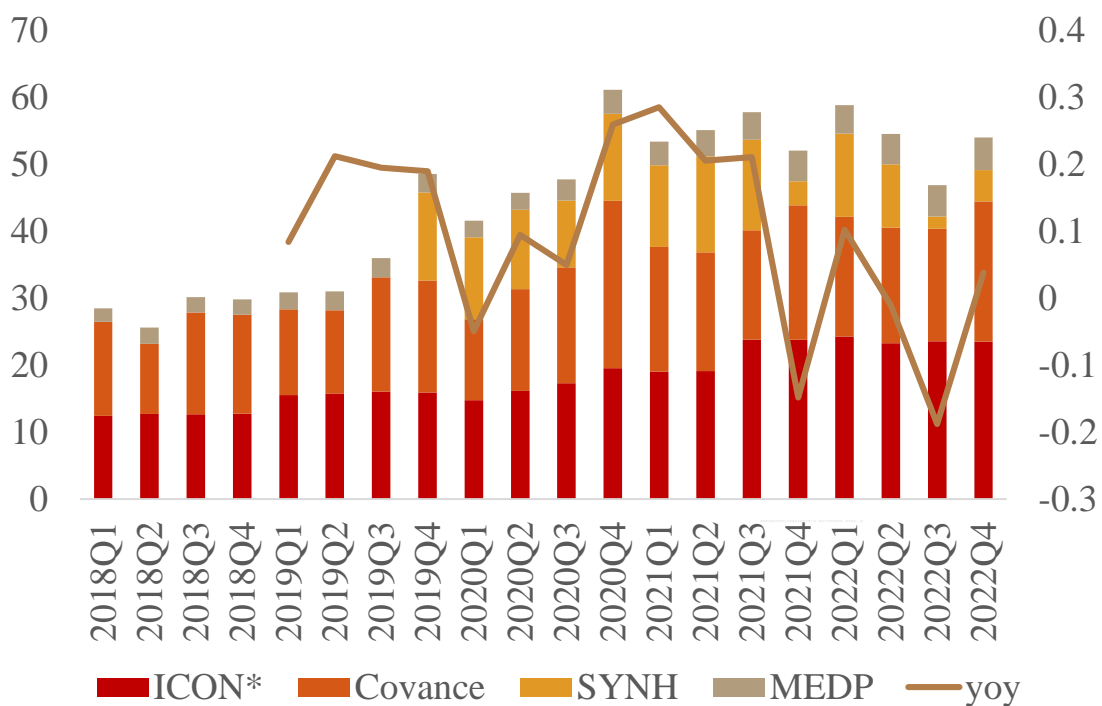
图：国外CXO公司2022年业绩表现（亿美元）



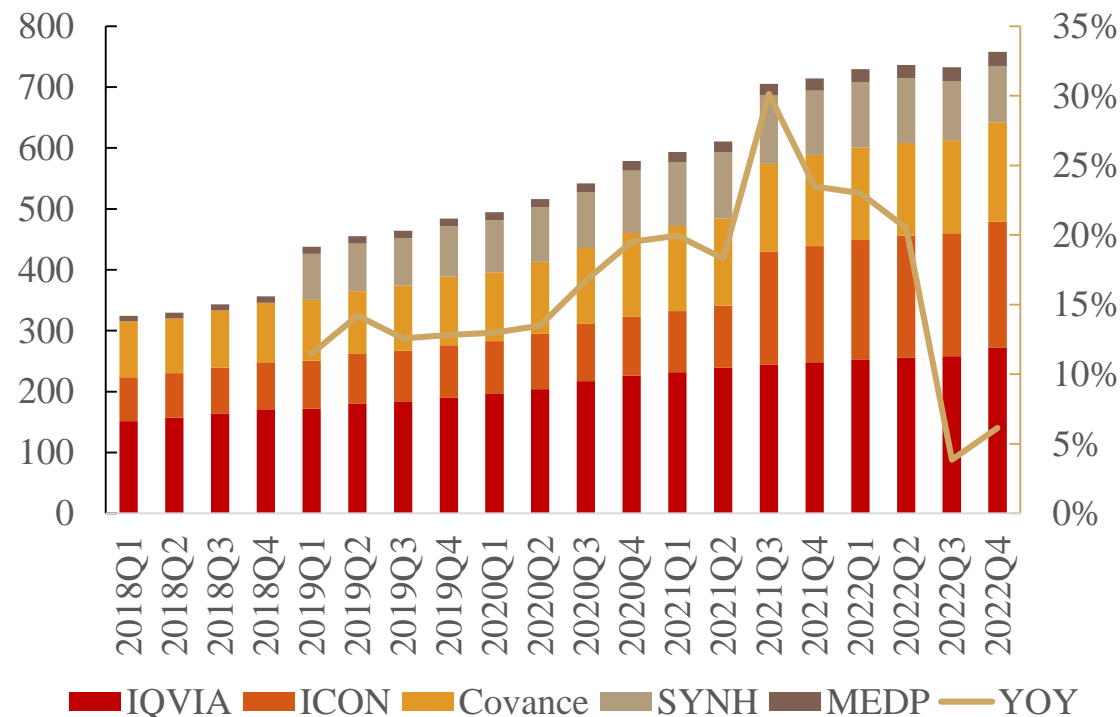
临床CRO：从订单维度来看，临床CRO保持健康增长

- 从新签订单维度来看，整体继续呈现正增长：仅考虑ICON/Covance/SYNH/MEDP 22年合计新签订单订单金额为185.6亿美元，同比增长6.4%，另外考虑到IQVIA 22年新签订单规模为108亿美元，同比增长6.2%，即关注的5家临床CRO 2022年新签订单规模为293.6亿美元，同比增长6.3%，继续景气度趋势。
- 从在手订单维度来看，继续呈现趋势性向上：截止22年底，5家临床CRO企业在手订单规模为758.0亿美元，同比增长6.1%，其中除了SYNH外均保持正增长，即IQVIA/ICON/Covance/MEDP同比增长分别为9.7%/8.4%/9.0%/17.2%。

图：临床CRO企业新签订单变化情况（亿美元）



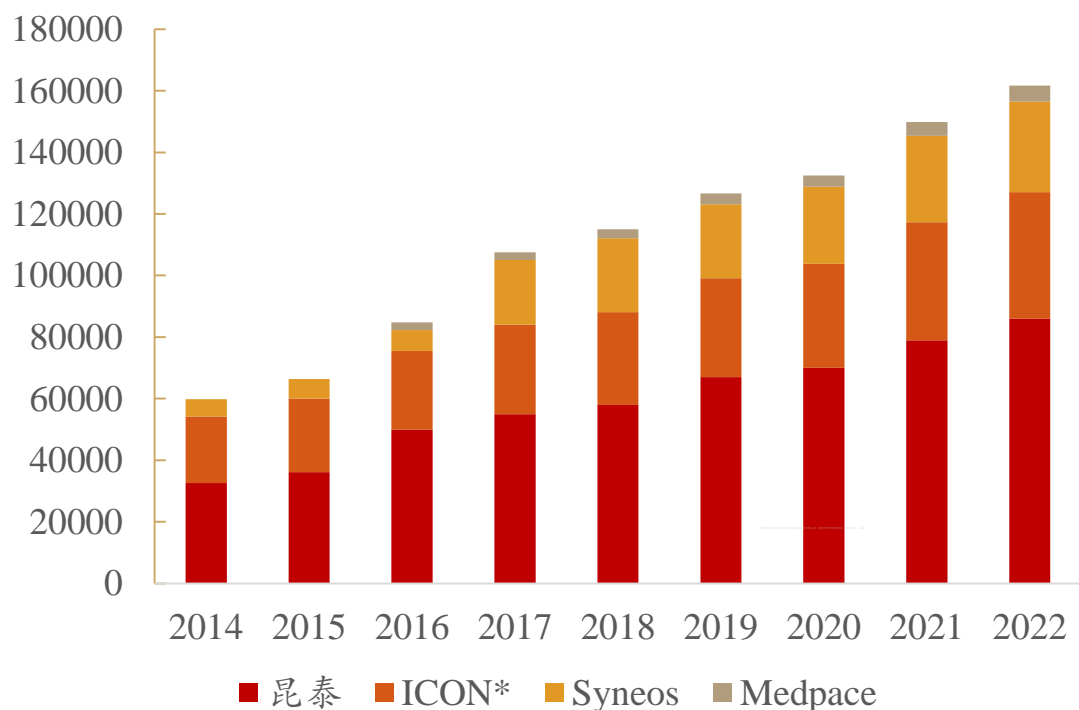
图：临床CRO企业在手订单变化情况（亿美元）



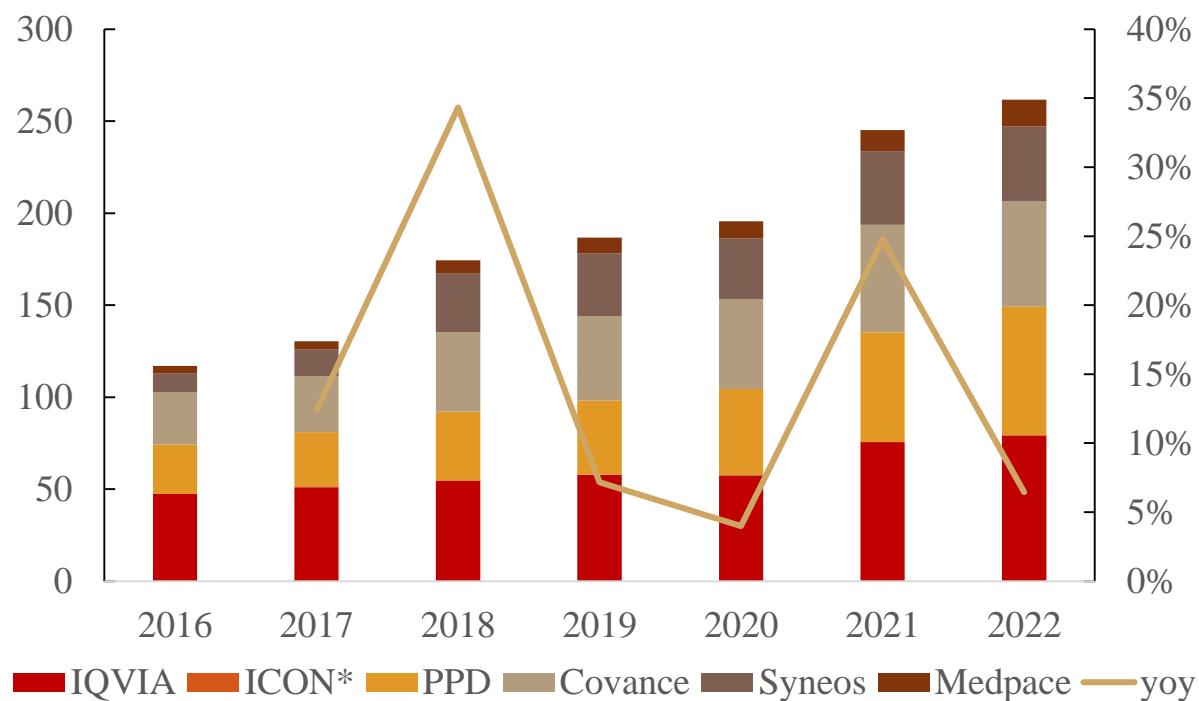
临床CRO：员工呈现持续扩张，临床CRO保持健康增长

- 从员工增长的维度来看，能看出相关临床CRO企业对未来的信心：即使在当期欧美通胀因素的影响下，我们统计发现IQVIA/ICON/SYNH/MEDP的员工数量仍处于扩张中，即其22年同比增长分别为8.9%/7.2%/5.0%/15.6%，也从供给侧维度上表征了对未来市场的信心。
- 从营业收入增长维度出发，继续保持健康增长：22年我们关注的6家临床CRO企业合计实现营业收入339.0亿美元，同比增长6.4%，其2019-2022年复合增长率为11.4%，其中若扣除新冠业务，IQVIA/Covance营业收入同比增长14%/3.7%，呈现稳健较快增长。

图：临床CRO企业员工人数变化（个）



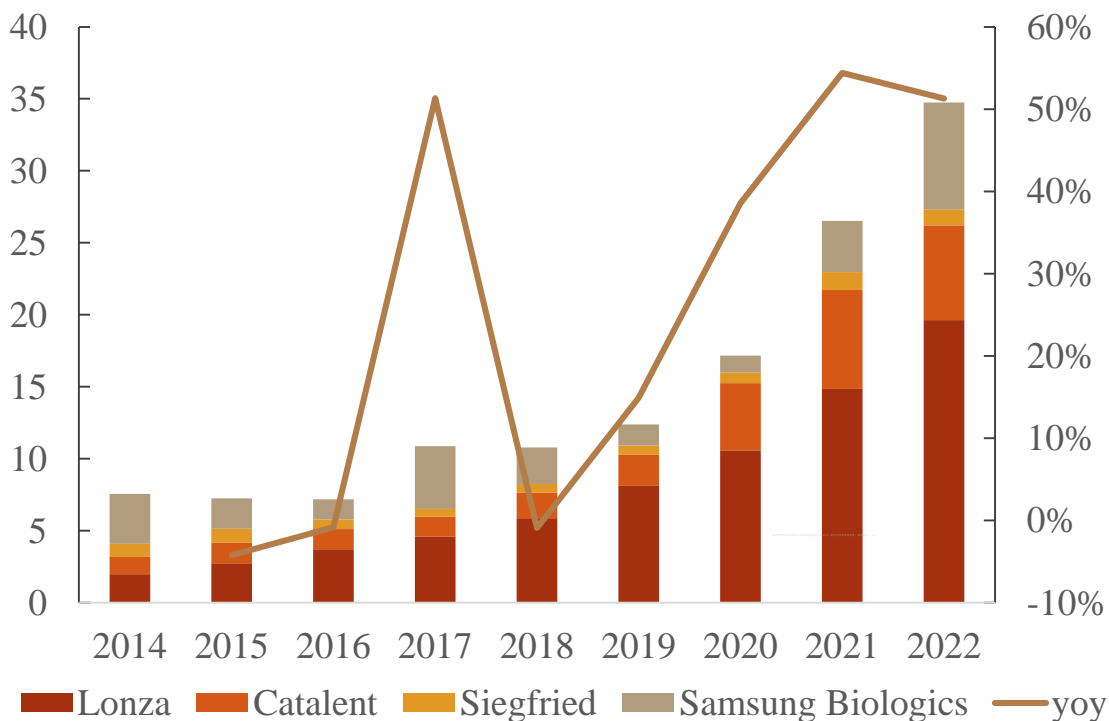
图：临床CRO企业营业收入增长情况（亿美元）



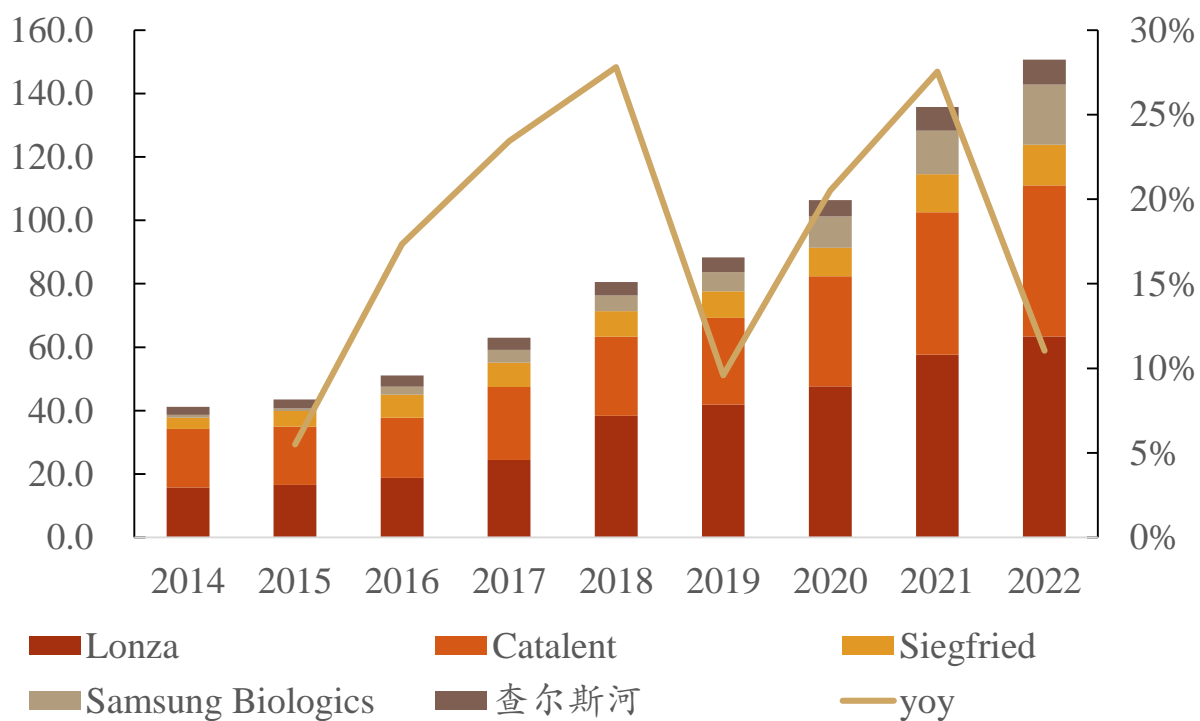
CDMO业务：从资本开支维度来看，依然处于景气度周期

- 从资本开支维度来看，CDMO企业对未来业务增长依然保持信心：2020年以来，海外CDMO企业进入资本开支大年，即从2019年的12.4亿美元上升到2022年的34.7亿美元，且在23年有望继续保持向上增长，资本开支的高强度支出表征相关公司对未来业务增长的信心。
- 从营业收入增长维度出发，继续保持健康增长：2022年5家CDMO企业合计实现营业收入149.9亿美元，同比增长10.4%，呈现健康增长的趋势。

图：重点CDMO企业过去几年资本开支情况（亿美元）



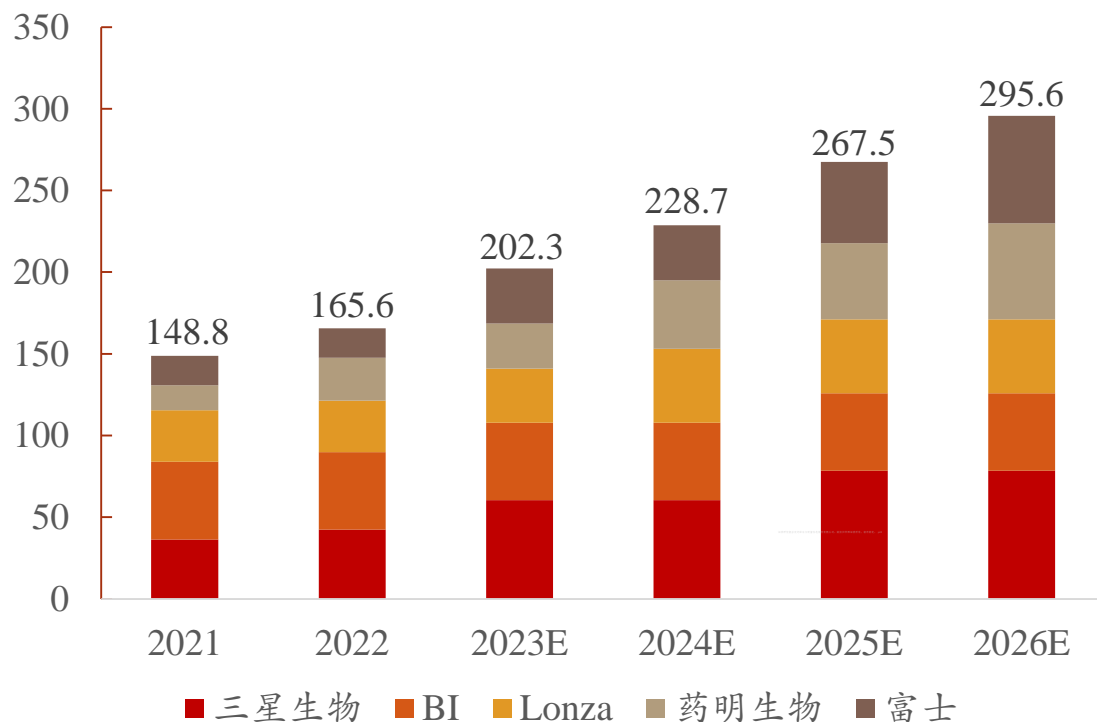
图：CDMO企业营业收入增长情况（亿美元）



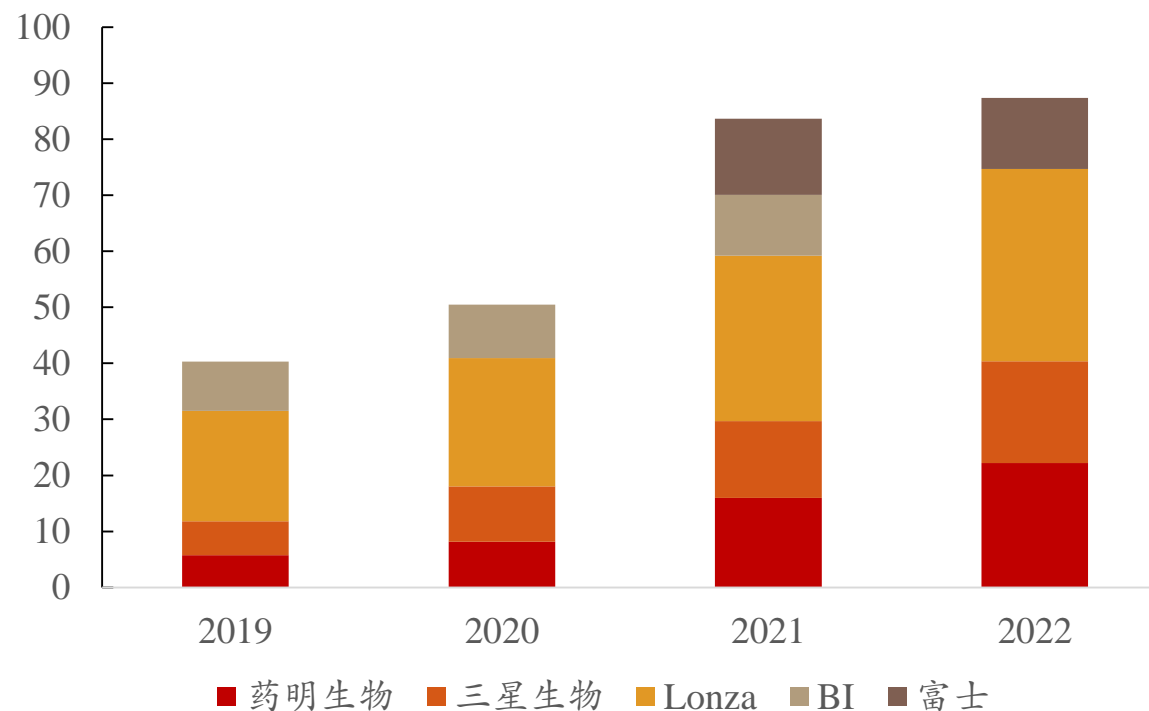
CDMO业务：子行业生物药CDMO依然保持高景气度

- 生物药CDMO行业产能在未来几年将继续保持快速增长：根据各公司官网及公告披露，全球生物药CDMO企业Lonza/药明生物/三星生物/富士/BI 2022年拥有原液产能累计为165.6万升，预计到2026年整体产能将达到295.6万升，相当于22年的1.785倍，继续呈现较快增长。（核心增量来自药明生物/富士/三星生物）
- 从营业收入增长维度出发，继续保持强劲增长：统计除BI以外的4家生物药CDMO企业22年合计实现收入87.4亿美元，同比增长20.0%，继续保持强劲增长。

图：重点生物CDMO企业产能变化（万升）



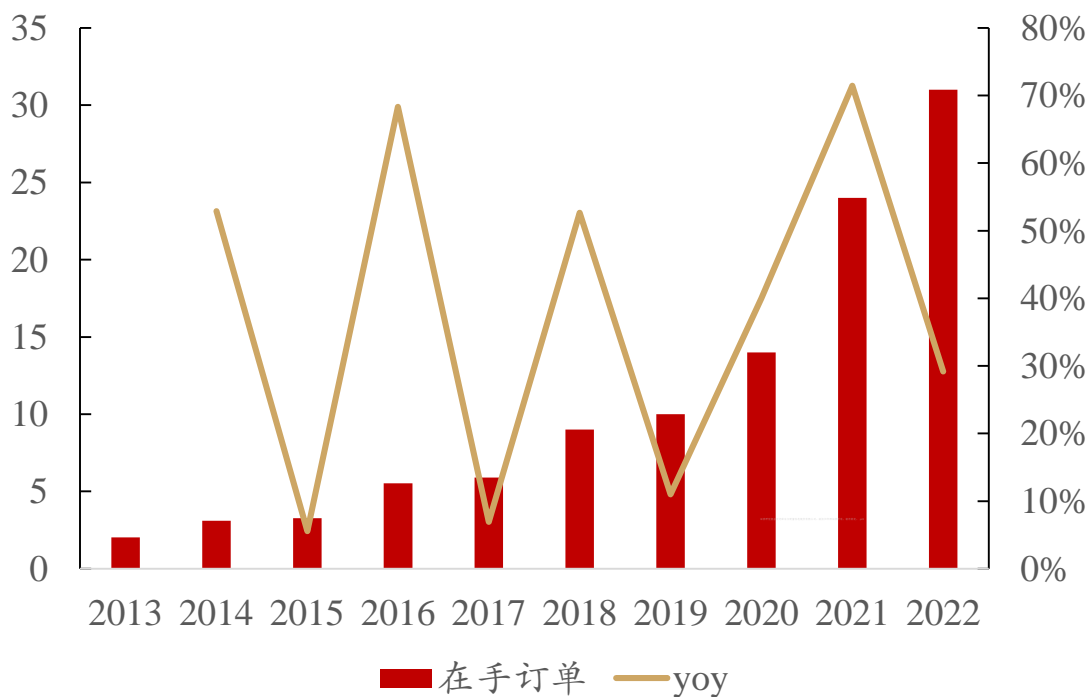
图：重点生物药CDMO企业营业收入增长情况（亿美元）



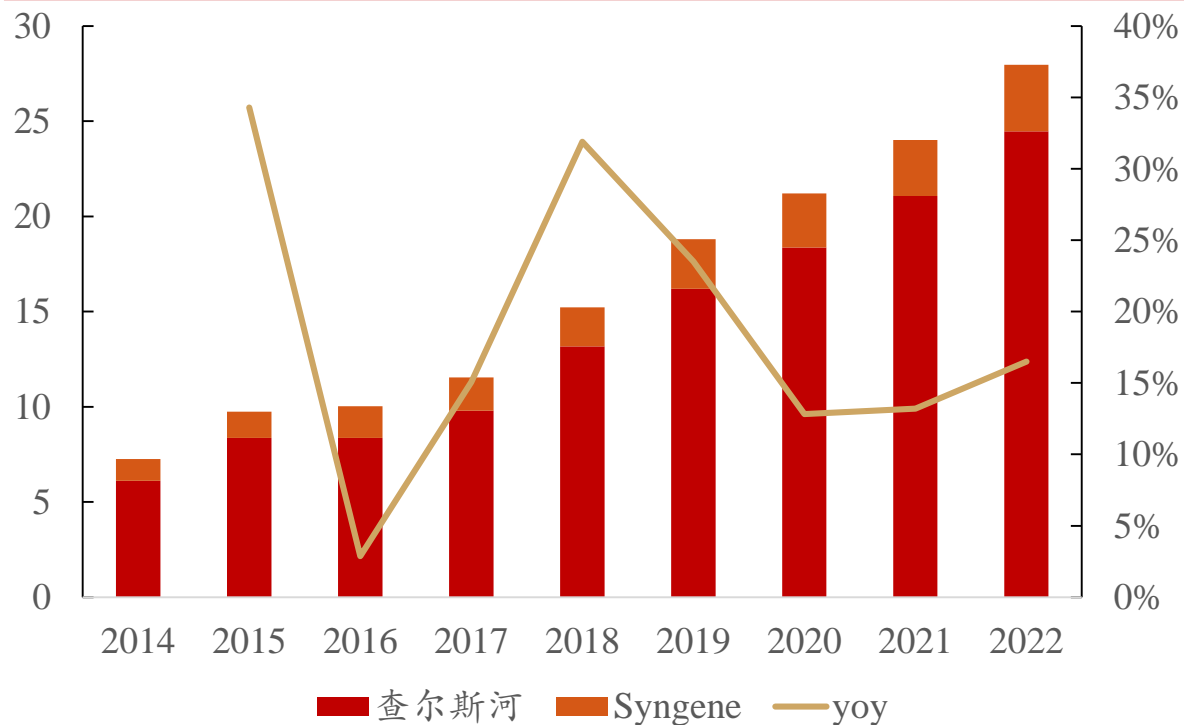
实验室业务：从在手订单维度来看，依然保持景气度

- 查尔斯河在手订单规模达到31亿美元，继续呈现高速增长：2022年查尔斯河DSA业务员工规模达到1.32万人，同比增长6.5%，以及在手订单规模达到31亿美元，可比口径增长32%，延续高速增长的趋势。
- 从营业收入增长维度出发，继续保持强劲增长：统计两家实验室CRO供应商企业，2022年其实现营业收入28.0亿美元，同比增长16.5%，其中查尔斯河DSA业务实现营业收入24.5亿美元，同比增长16.1%、印度实验室CRO服务商实现营业收入3.5亿美元，同比增长19.0%，均继续保持强劲增长。

图：查尔斯河在手订单规模变化情况（亿美元）



图：重点实验室CRO企业营业收入增长情况（亿美元）



投资建议：海外β景气度持续，继续看好国内CXO

- **跟踪复盘美国投融资情况、以及全球TOP 15药企研发投入情况：**我们能看到美国整体投融资依然处于历史高点，且从季度维度出发，未来有望逐渐改善；另外从全球TOP 15研发投入的情况，我们整体依然可以看到继续呈现稳健向上增长中。
- **海外CXO财务数据表现——员工、订单、资本开支均呈现向上增长，表征行业景气度持续：**重点关注的12家CXO公司22年实现营业收入518亿美元，同比增长8.3%，其中临床CRO业务、CDMO业务、实验室业务分别实现营业收入339.03亿美元、150.69亿美元、27.97亿美元，同比增长分别为6.4%、11.1%、16.5%，其中尤其是生物药CDMO细分行业同比增速为20.0%，呈现较快增长。另外我们跟踪临床CRO企业的员工增长（同比增速基本处于5%~10%）和订单增长（整体新签订单同比增长约6.3%）、以及CDMO的资本开支呈现趋势性向上等关键数据，也能有效表征行业处于景气度中。
- **从22Q4的投资者交流纪要看景气度——整体上能看到行业依然处于景气度中：**IQVIA/Covance/ICLR询单情况均继续呈现高强度且未发现异常取消，另外MEDP询单情况出现略微变弱和取消情况略微变多，以及ICLR的Biotech客户订单金额略微放缓；另外CRL发现业务从22Q4开始重新有增量需求，且LONZA也在预期投融资有望23Q1缓慢恢复，表征行业景气度变好的趋势。
- **核心海外CXO企业2023年业绩指引依然处于稳健增长中：**IQVIA、Covance、ICLR、MEDP预计23年临床CRO业务营业收入将分别同比增长5%~7%（扣除新冠，收入内生增速为10%~12%）、5%~7%、2.6%~7.7%、15.8%~19.9%；Lonza给予23年全年收入指引，即为“High single-digit CER sales growth”。
- **投资建议：**综合分析海外投融资数据以及全球TOP 15研发投入情况，以及海外CXO公司22年营业收入、订单、员工数量以及资本开支增长情况，我们维持前期对海外CXO行业的景气度判断，基于国内的工程师红利以及产业成本优势，继续看好国内CXO景气度，我们继续推荐药明康德、九洲药业、阳光诺和、百诚医药、凯莱英、博腾股份、和元生物、普蕊斯等。
- **风险提示：**投融资趋弱影响、中美关系带来业务关系的不确定性、业绩低于市场预期。

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：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5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。