

中长期继续看好国内CXO行业，短中期重点看好海外 β 个股及仿制药CRO细分

CXO行业景气度跟踪&国内CXO公司2022年报&2023年一季报跟踪报告

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

华西医药崔文亮团队：崔文亮/王帅/徐顺利/支君/王睿/陈晨/孙子豪/程仲瑶/查星辰/曹艳凯

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

中长期继续看好国内CXO行业，短中期重点看好海外β个股及仿制药CRO细分

- **核心观点：**基于国内工程师红利优势依然存在以及产业区域优势，我们中长期继续看好国内CXO行业，重点看好海外β个股（其中尤其是CDMO个股）出现拐点机会和仿制药CRO持续高业绩增长，继续推荐药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份、阳光诺和、百诚医药、普蕊斯、美迪西、昭衍新药、和元生物等。
- **风险提示：**国内外投融资环境变化；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。

表：CXO公司盈利预测及估值情况（2023/6/8）

		市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			YOY (%)			对应PE			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603259	药明康德	1877	88.14	100.63	126.32	72.9%	14.2%	25.5%	21	19	15	买入
603127	昭衍新药	219	10.74	11.94	14.42	92.7%	11.1%	20.8%	20	18	15	买入
688202	美迪西	108	3.38	5.18	7.02	19.8%	53.2%	35.5%	32	21	15	买入
300363	博腾股份	161	20.05	9.68	8.37	282.8%	-51.7%	-13.5%	8	17	19	买入
603456	九洲药业	243	9.21	12.42	16.69	45.3%	34.9%	34.4%	26	20	15	买入
002821	凯莱英	467	33.02	22.29	22.27	208.9%	-32.5%	-0.1%	14	21	21	买入
301096	百诚医药	66	1.94	2.84	3.89	74.6%	46.4%	37.0%	34	23	17	买入
688621	阳光诺和	66	1.56	2.29	3.27	47.2%	46.8%	42.8%	43	29	20	买入
688238	和元生物	76	0.39	0.37	0.45	-28.1%	-5.1%	21.6%	194	205	168	买入
301257	普蕊斯	36	0.72	1.12	1.55	24.1%	55.6%	38.4%	50	32	23	买入

一、CXO行业股价表现及基金持仓情况更新：CXO整体跑输CS医药指数，医药基金CXO持仓已连续6个季度下降

二、CXO行业景气度跟踪：维持前期判断，全球药品研发活动继续处于高位

⑩海外景气度跟踪：跨国药企依然处于高强度研发投入，投融资情况依然处于收敛中

⑩国内景气度跟踪：国内研发投入增速处于放缓中，投融资处于筑底过程中

三、22年报和23Q1财务数据：CDMO继续贡献业绩弹性，另外仿制药CRO处于高度增长中

⑩CXO业绩复盘：整体继续呈现高速增长，其中CDMO业务贡献业绩弹性

⑩分子行业（CDMO、实验室业务、临床CRO业务、CGT CDMO业务、仿制药CRO）业绩复盘

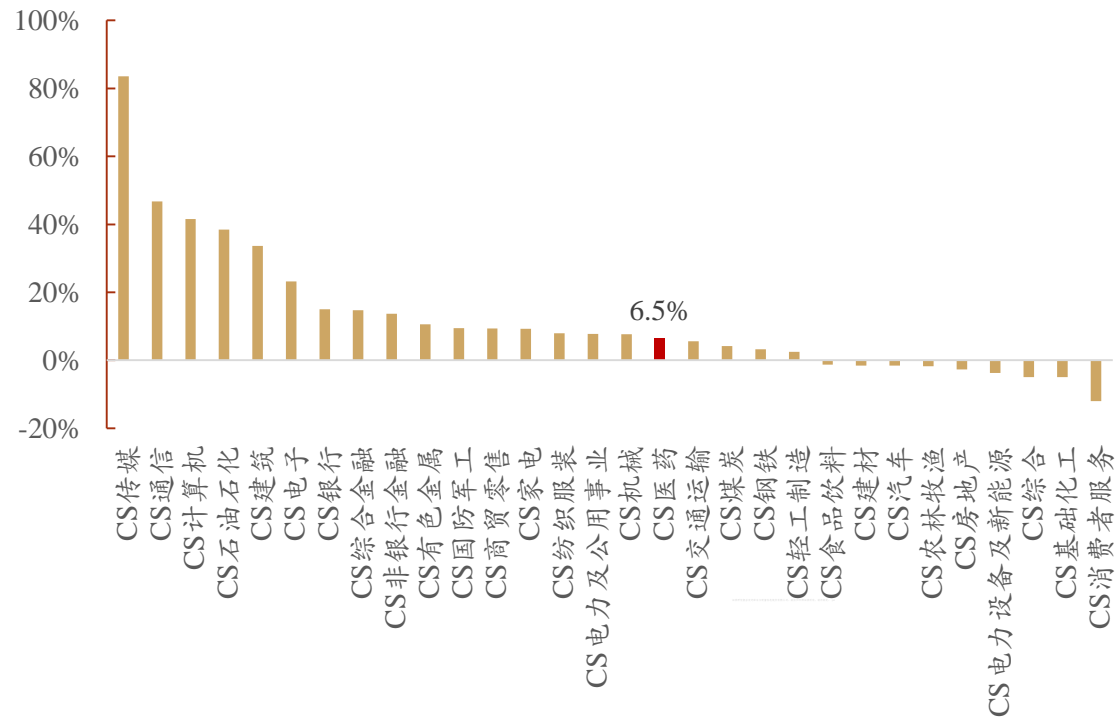
四、投资策略及建议

五、风险提示

市场涨跌情况：医药整体跑输行业，其中CXO相对表现较差

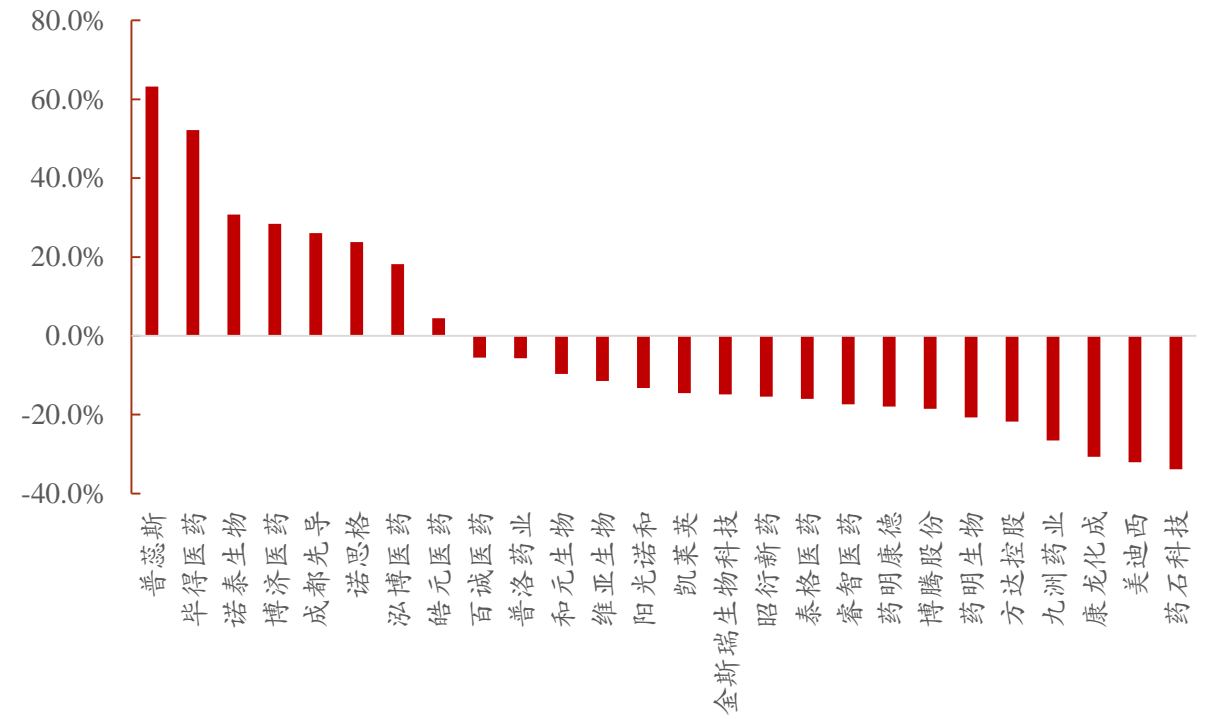
- **CS医药（自由流通市值加权）年初以来上涨6.5%**：CS医药行业年初以来涨幅处于30个一级行业中间水平，截止到2023年5月5日，**中信医药（按自由流通市值加权）累计上涨6.5%**，整体跑输**万得全A（+13.4%）、沪深300指数（+12.7%）、创业板指数（+14.2%）**。）
- **CXO个股年初以来均处于相对负收益中**：目前A+H上市的26只CXO个股年初以来均处于累计负收益中，总市值加权平均收益为-15.9%（2023/01/01~2023/05/05），其中次新股（普蕊斯、毕得医药、诺思格、泓博医药），以及AI、多肽等主题类公司均取得正收益。

图：年初以来涨跌（总市值加权平均、截止2023/05/05）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：CXO个股年初以来涨跌幅变化（截止日期2023/05/05）

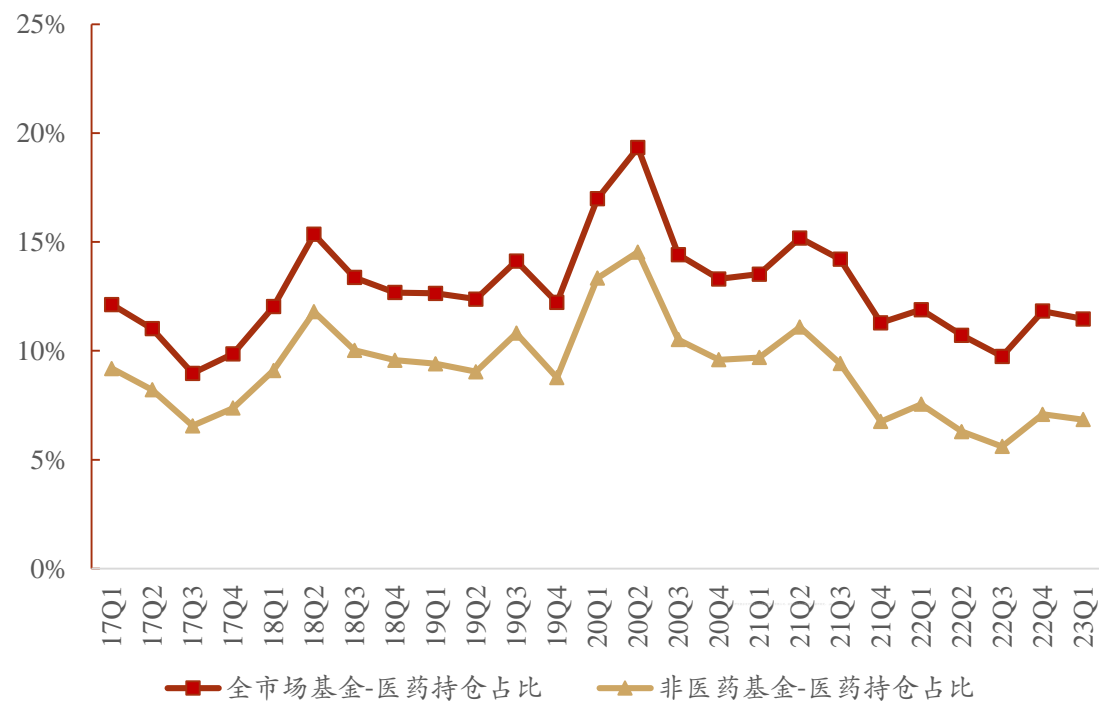


资料来源：Wind，华西证券研究所

基金持仓来看：CXO持仓在医药基金中自21Q3以来已连续6个季度下降

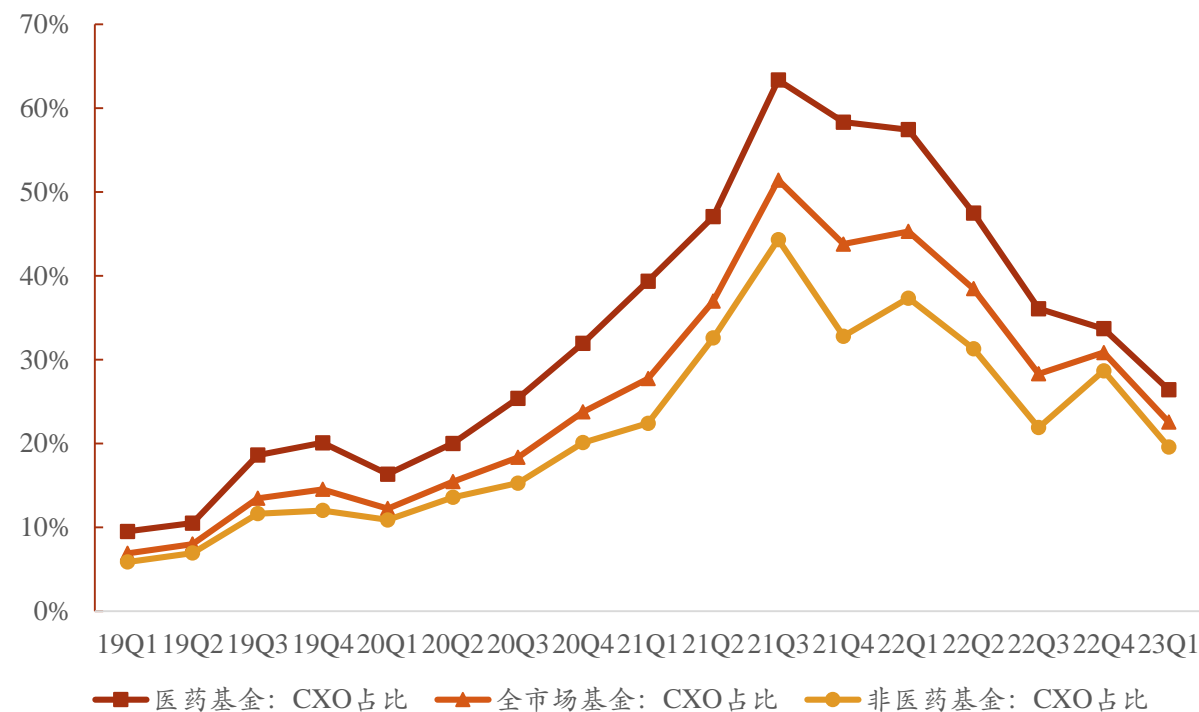
- **公募基金医药持仓在23Q1环比略微下降**：2023年Q1全市场主动基金医药持仓为11.5%，相对医药市值/全A市值的比例8%~9%，呈现略有超配，但考虑扣除医药基金持仓后，非医药基金医药持仓占比为6.8%，低于医药市值占比，呈现略微减配状态。
- **CXO持仓在医药基金中自21Q3以来已连续6个季度下降**：23Q1医药基金医药持仓中CXO仓位为26.4%，自21Q3以来已连续6个季度下降，另外非医药基金中有医药持仓中有19.6%仓位在CXO，考虑到CXO市值/CS医药为7%~8%左右，仍呈现一定的超配情况。

图：国内公募基金医药重仓持股情况历史变化情况



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：全市场基金不包括指数等被动基金）

图：不同类型基金的医药持仓中，CXO持仓情况变化



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：数据主要来自于公募基金前十大重仓数据）

一、CXO行业股价表现及基金持仓情况更新：CXO整体跑输CS医药指数，医药基金CXO持仓已连续6个季度下降

二、CXO行业景气度跟踪：维持前期判断，全球药品研发活动继续处于高位

⑩海外景气度跟踪：跨国药企依然处于高强度研发投入，投融资情况依然处于收敛中

⑩国内景气度跟踪：国内研发投入增速处于放缓中，投融资处于筑底过程中

三、22年报和23Q1财务数据：CDMO继续贡献业绩弹性，另外仿制药CRO处于高度增长中

⑩CXO业绩复盘：整体继续呈现高速增长，其中CDMO业务贡献业绩弹性

⑩分子行业（CDMO、实验室业务、临床CRO业务、CGT CDMO业务、仿制药CRO）业绩复盘

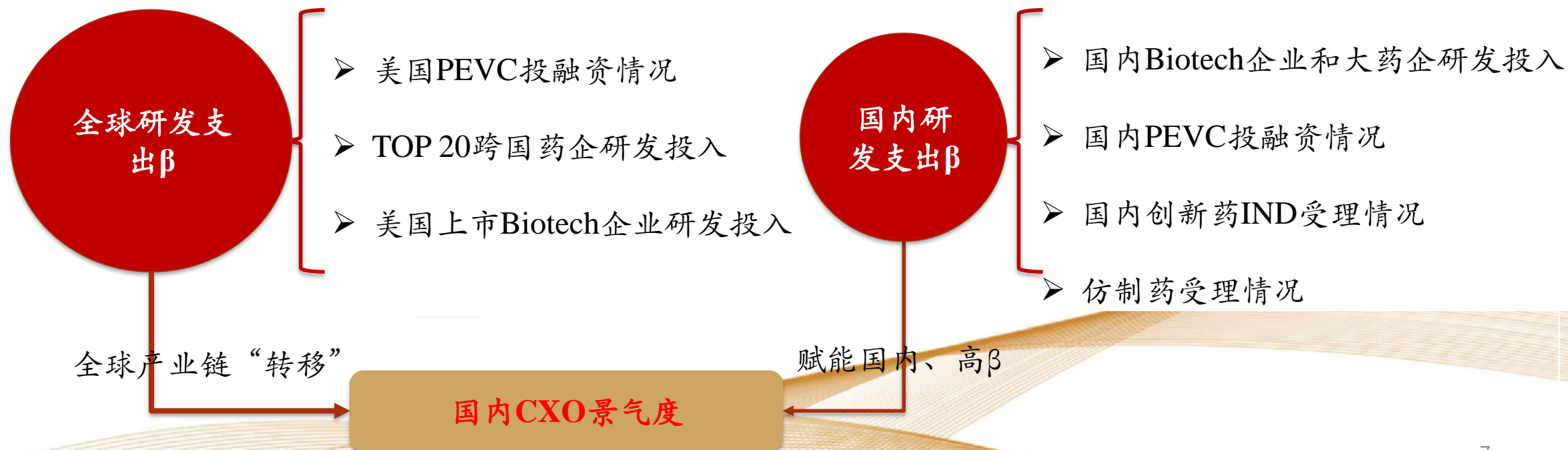
四、投资策略及建议

五、风险提示

CXO行业景气度跟踪框架：行业景气度依然位于高位

- **全球（以跟踪美国指标为例）行业跟踪指标依然处于景气度中：**全球大药企以及美国上市Biotech 23Q1研发投入恢复快速增长；美国投融资数据处于底部中，期待后续表现。【核心看好大药企占比高以及处于滞后周期的业务，例如CDMO业务】
- **国内行业跟踪指标处于底部调整中：**国内景气度处于底部调整中，其中上市公司研发投入增速呈现环比下降、一级投融资数据呈现相对较弱；跟踪国内创新药IND受理品种数量和仿制药申请受理情况，年初以来继续呈现景气度中。【国内核心看好仿制药“风险收益”匹配的投资，即仿制药研发市场需求】

图：CXO行业景气度跟踪框架

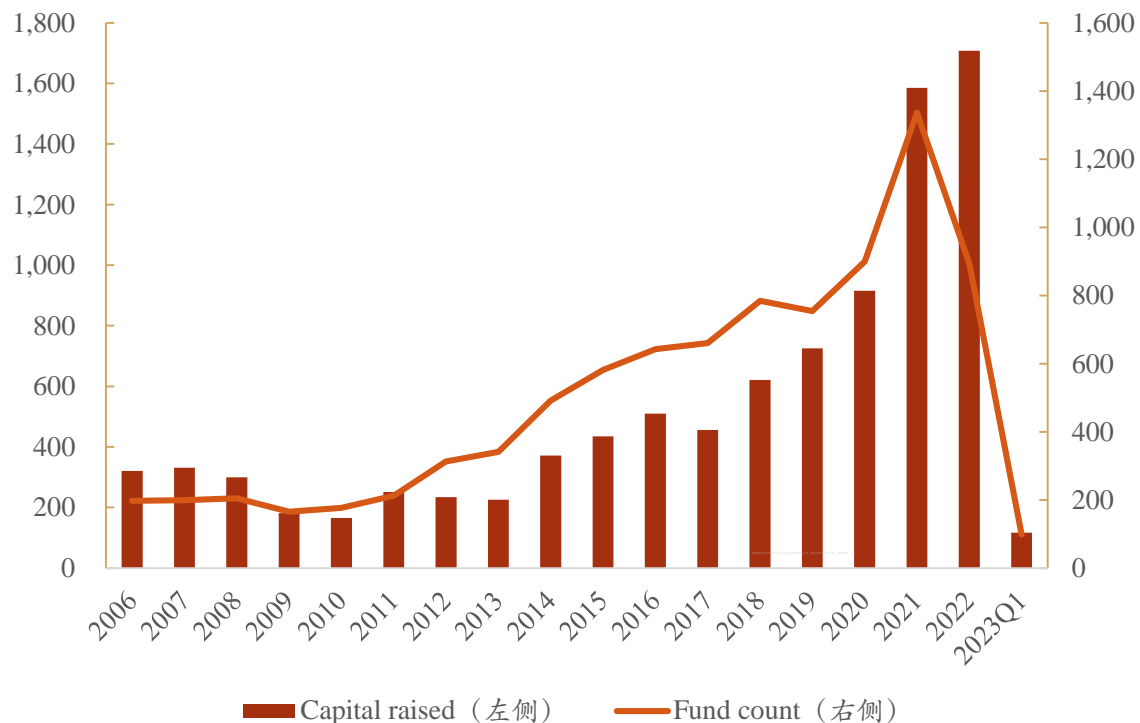


全球β：美国VC募集和投资均受到整体经济环境一定影响

美国一级PEVC医疗健康行业投融资规模持续呈现高景气度增长，是全球医药创新的长尾客户的β

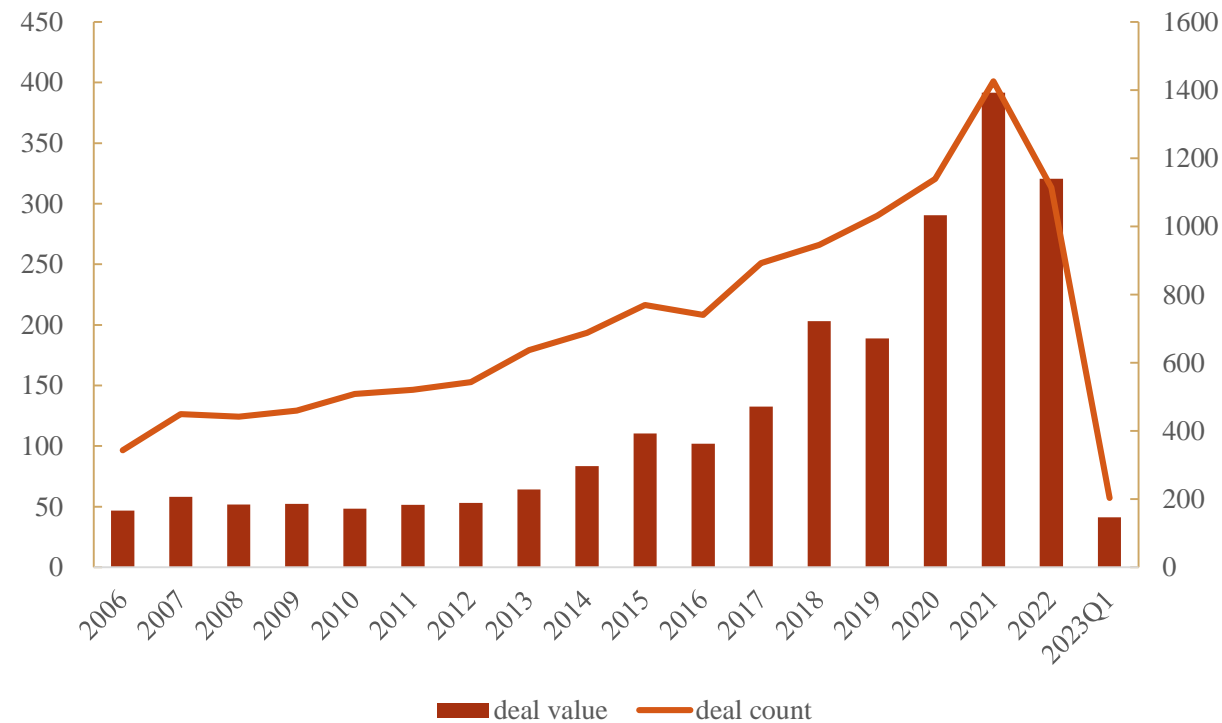
- **美国VC基金募集情况创历史新高**：2022年美国有892只VC基金合计募集1707.6亿美元，相对2021年的高点1584.8亿美元继续创历史新高，从季度来看，23Q1有99只VC基金合计募集116.5亿美元，相对22同期来看有所下降，我们判断受到整体经济环境以及美国硅谷银行等事件影响。
- **从美国PEVC投融资角度来看**：2022年美国医疗健康行业VC投资规模达到320.6亿美元，相对21年的历史高点391.6亿美元略有下降，但从历史维度来看依然是历史高点。另外23Q1美国医疗健康VC投资规模为41.2亿美元，环比22Q4下降42%，核心反馈了美联储加息、以及未来经济不确定性的影响。

图：美国VC基金募集资金情况（亿美元）



资料来源：NVCA，华西证券研究所

图：美国医疗健康VC投资规模分季度变化情况（亿美元）

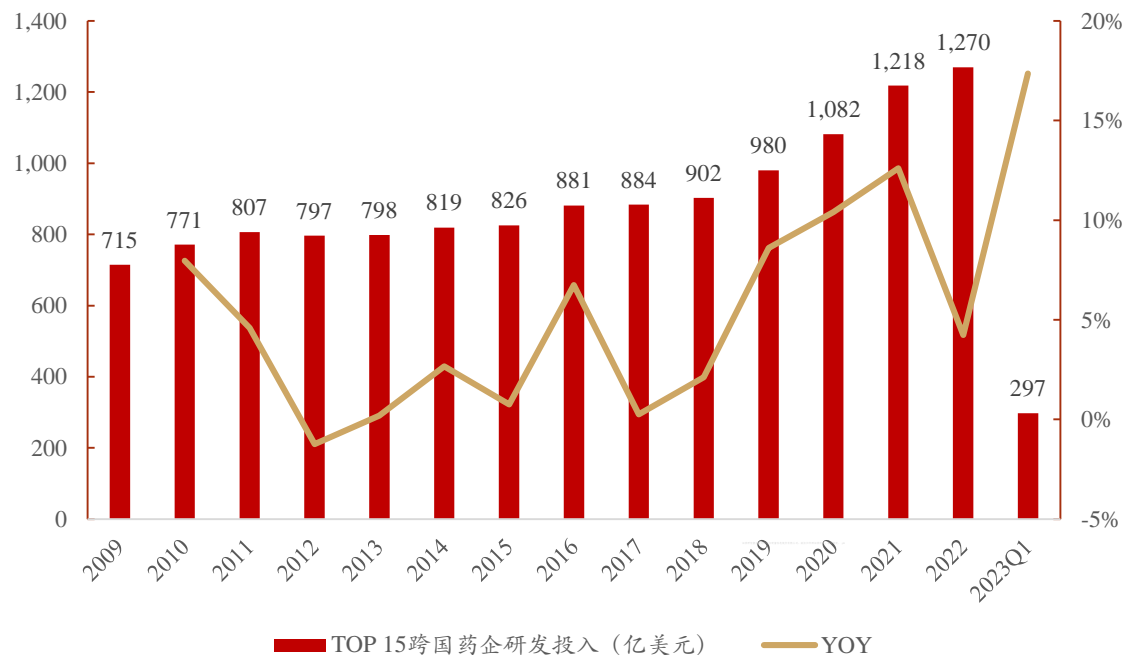


资料来源：NVCA，华西证券研究所

全球β：跨国药企依然高强度研发投入中，上市Biotech研发投入增速有所收敛

- **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和23Q1单季度研发投入（不包括罗氏）为314亿美元和297亿美元，分别同比增长28.8%和17.4%，继续保持高景气度增长。
- **美国NBI指数Biotech研发投入增速有所收敛，但23Q1重新恢复高增长**：剔除NBI指数中的阿斯利康、安进、赛诺菲、吉利德4家大药企，我们统计其22年研发投入规模为622.4亿美元，同比增长9.15%，相对历史增速有所放缓，但仍高于TOP 15大药企整体增速情况。另外23Q1合计研发投入规模为165.5亿美元，同比增长18.96%，再次恢复快速增长。

图：全球TOP 15药企研发投入变化情况（亿美元）



图：美国NBI指数中Biotech企业研发投入情况（亿美元）



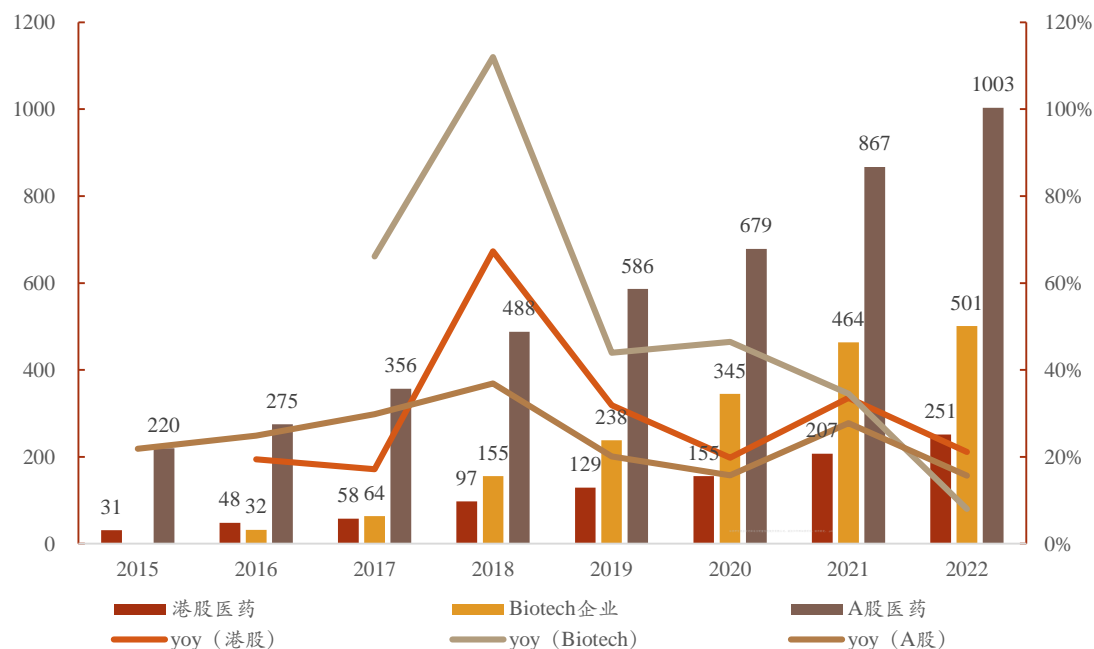
资料来源：彭博数据终端，华西证券研究所。（注释：22Q4和23Q1单季度数据未包含罗氏。）

资料来源：彭博数据终端，华西证券研究所（注释：NBI指数中阿斯利康、赛诺菲、安进、吉利德，即为此统计数据）

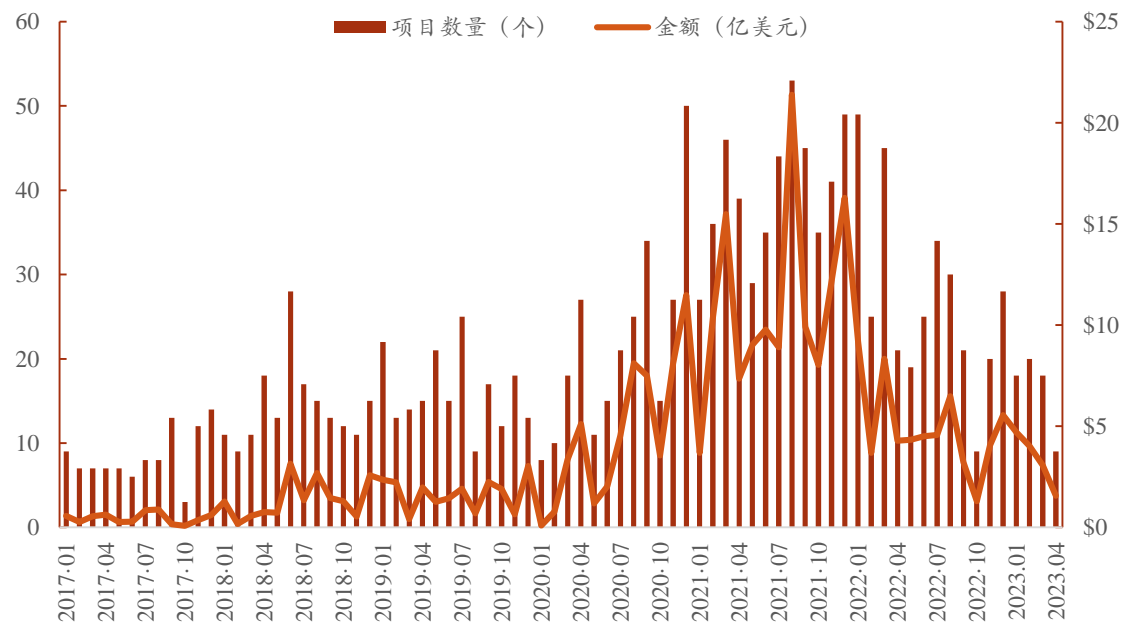
国内β：国内研发投入和投融资数据均有所放缓，国内景气度有所下降

- 国内医药上市公司研发投入增速相对呈现放缓：2022年港股医药、Biotech企业、A股医药企业研发投入合计规模分别为251亿元（+21.2%）、501亿元（+8.0%）、1003亿元（+15.7%），相对21年均有所放缓，其中尤其是Biotech企业研发投入中的许可费、里程碑费用等减少明显，若扣除许可费、里程碑等费用，Biotech企业研发投入同比增速为14.8%。
- 国内投融资数据自2021年Q3逐渐呈现趋势下降中，也对行业景气度有所影响：根据医药魔方数据统计，2022年国内投融资项目数量和金额分别为326个和59.5亿美元，分别同比下降32%和55%

图：国内A&H医药制造类公司研发投入及增长情况（亿元）



图：国内创新药行业PEVC投资情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所。（注释：港股数据是未包含A+H个股和Biotech企业，以及A股也未包含Biotech数据；定义Biotech存在口径差异，仅供参考）

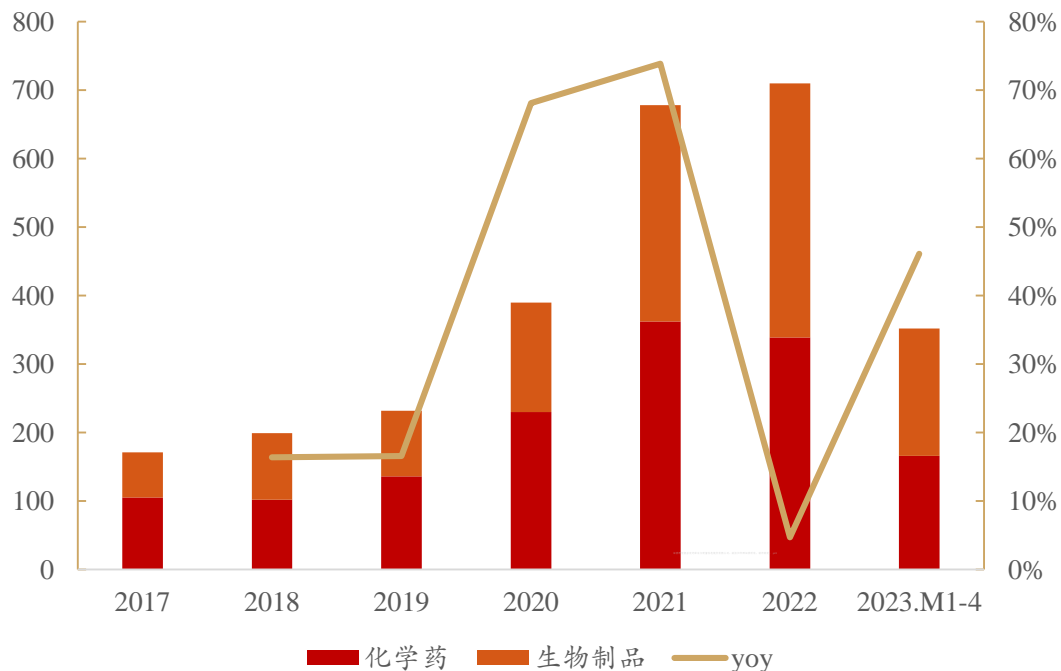
资料来源：医药魔方，华西证券研究所

国内β：创新药IND受理情况继续保持向上趋势，仿制药研发需求处于高景气度中

国内行业景气度指标主要跟踪：创新药IND受理情况继续保持向上趋势

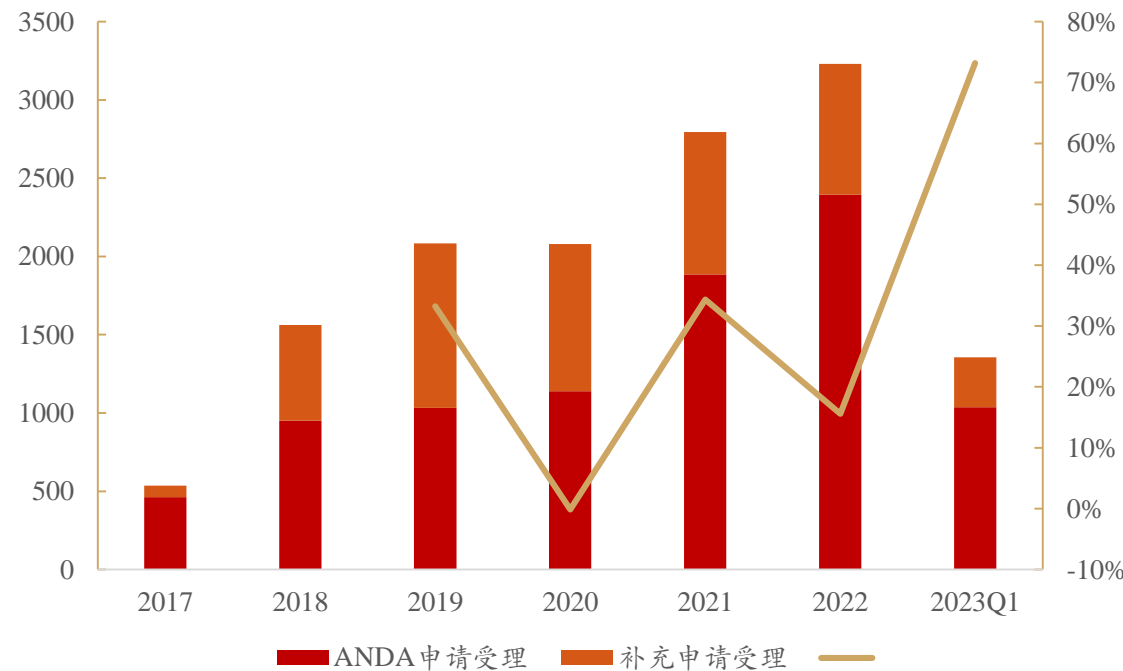
- 国内CDE新药临床受理品种数量依然处于上升中：2022年有339个1类化学药和371个1类治疗性生物制品申报临床试验，整体相对2020年同比增长4.7%，另外统计23年1-4月合计有352个品种申报临床，同比增长46.1%，依然处于上升趋势。
- 仿制药研发处于高景气度过程中：根据药智网仿制药一致性评价数据库，2022年通过ANDA（新3类和4类药）以及存量品种的补充申请方式，合计申报仿制药3231个，同比增长15.6%，另外23年Q1合计申请数量1356个，同比增长73.2%，依然处于高景气度中。

图：国产1类化学和生物制品新药IND受理品种情况（个）



资料来源：CDE，华西证券研究所

图：国内仿制药申请受理情况



资料来源：CDE，华西证券研究所

一、CXO行业股价表现及基金持仓情况更新：CXO整体跑输CS医药指数，医药基金CXO持仓已连续6个季度下降

二、CXO行业景气度跟踪：维持前期判断，全球药品研发活动继续处于高位

⑩海外景气度跟踪：跨国药企依然处于高强度研发投入，投融资情况依然处于收敛中

⑩国内景气度跟踪：国内研发投入增速处于放缓中，投融资处于筑底过程中

三、22年报和23Q1财务数据：CDMO继续贡献业绩弹性，另外仿制药CRO处于高度增长中

⑩CXO业绩复盘：整体继续呈现高速增长，其中CDMO业务贡献业绩弹性

⑩分子行业（CDMO、实验室业务、临床CRO业务、CGT CDMO业务、仿制药CRO）业绩复盘

四、投资策略及建议

五、风险提示

CXO公司上市：目前A+H有26家CXO公司

- ◆ 国内CXO公司最早于2000年前后成立，最早药物发现业务/CDMO业务受益于全球产业链转移获得大的发展、2010年后临床CRO与安评业务受益于国内创新药企业数量增多以及在研项目增多逐渐呈现快速增长。
- ◆ 近年来，尤其是2017年以来，CXO公司纷纷在A股或者港股上市融资、助推公司进一步发展壮大。目前在国内A+H股已上市的CXO公司有26家，包括下属列表中的23家CXO公司，以及转型中的普洛药业、金斯瑞科技和博济医药。

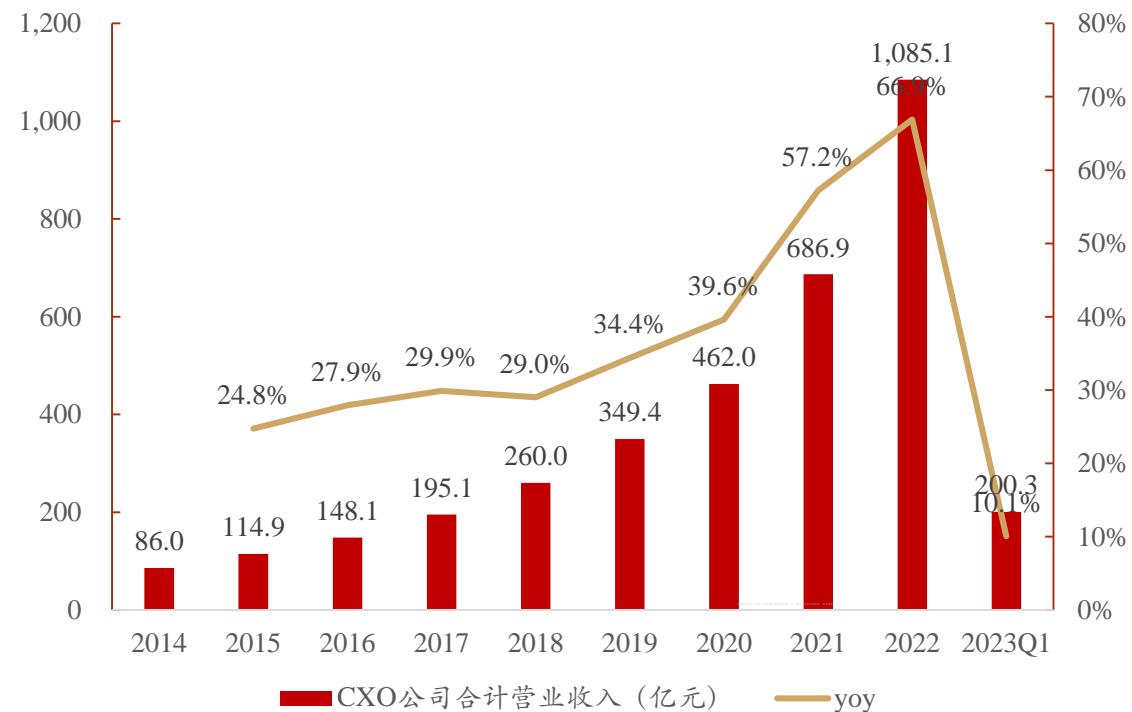
图：A+H股CXO公司IPO时间



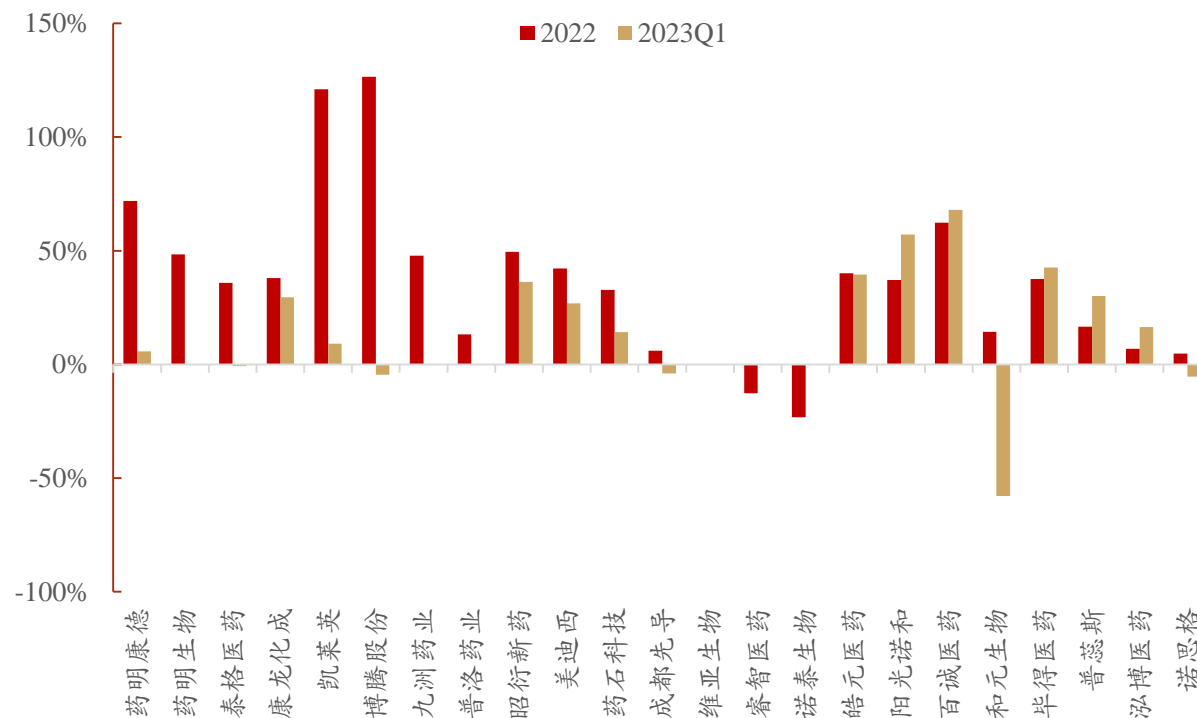
21年报及22Q1业绩复盘：业绩继续呈现高速增长

- **CXO整体继续呈现高速增长**：24家A+H CXO公司2022年合计实现营业收入1085.1亿元，同比增长66.9%，若扣除药明康德、凯莱英、博腾股份、药明生物、泰格医药等公司与新冠直接相关的收入，我们测算22收入增速继续维持30%~40%的增长，其中尤其是龙头公司依然保持高速增长的趋势。
- **仿制药CRO继续呈现高速增长趋势以及CDMO公司常规业务呈现恢复高速增长趋势**：以百诚医药、阳光诺和为例，仿制药CRO在23Q1延续高速增长，以及凯莱英等公司在23Q1扣除大订单业务后恢复高速增长。

图：23家CXO公司合计营业收入及其增速变化



图：核心CXO公司营业收入2022年和2023Q1增长情况



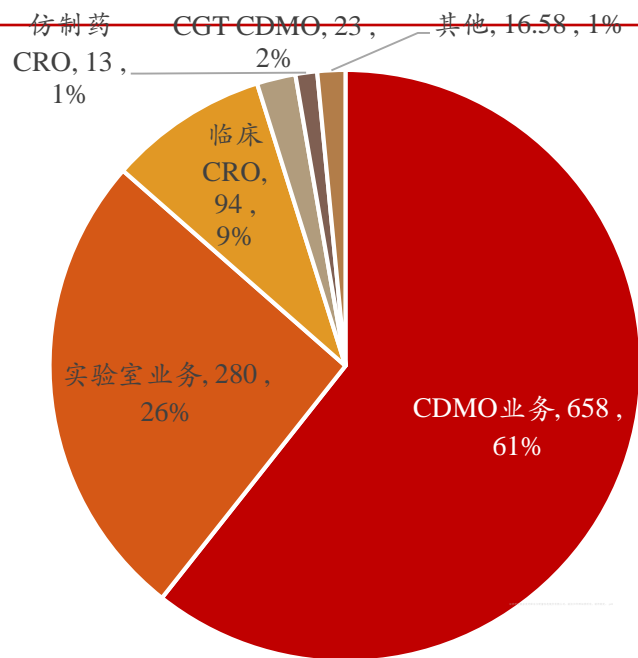
资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：CXO行业包括A+H的23家CXO公司，因方达控股与泰格医药重复不考虑）

资料来源：Wind，华西证券研究所

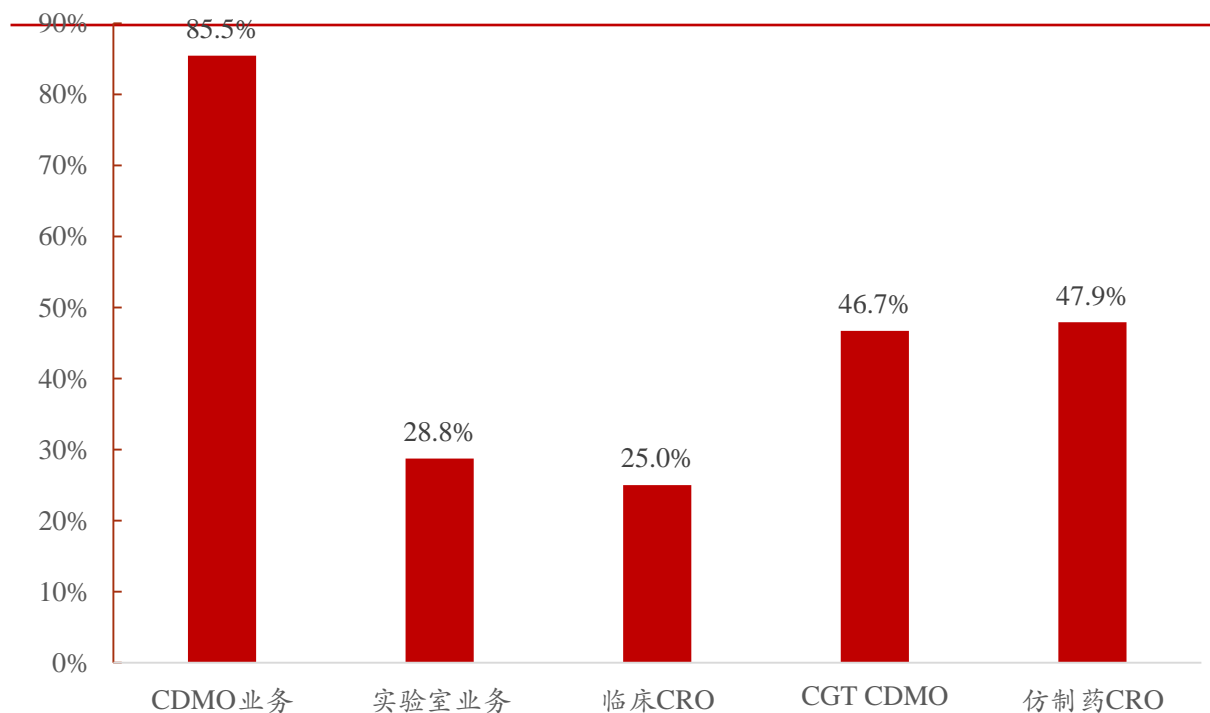
22年报及23Q1业绩复盘：分细分业务来看，CDMO业务继续贡献核心业绩增量

- **CDMO业务、实验室业务、临床CRO业务为CXO行业的核心组成部分**：分业务板块来统计（合计为1068亿元），其中CDMO业务、实验室业务、临床CRO业务2022年营业收入分别为658/280/94亿元，分别同比增长为85.5%/28.8%/25.0%，继续贡献核心业绩增量。
- **CDMO业务核心受益于大订单带来的增量**：CDMO业务22年合计实现营业收入658亿元，同比增长85.5%，其中药明康德、凯莱英、博腾股份、药明生物新冠及大订单合计带来的229亿元，若扣除此部分收入贡献，CDMO业务22年同比增长为44%，延续高速增长。

图：CXO业务各细分业务营业收入及占比情况（亿元、2022年）



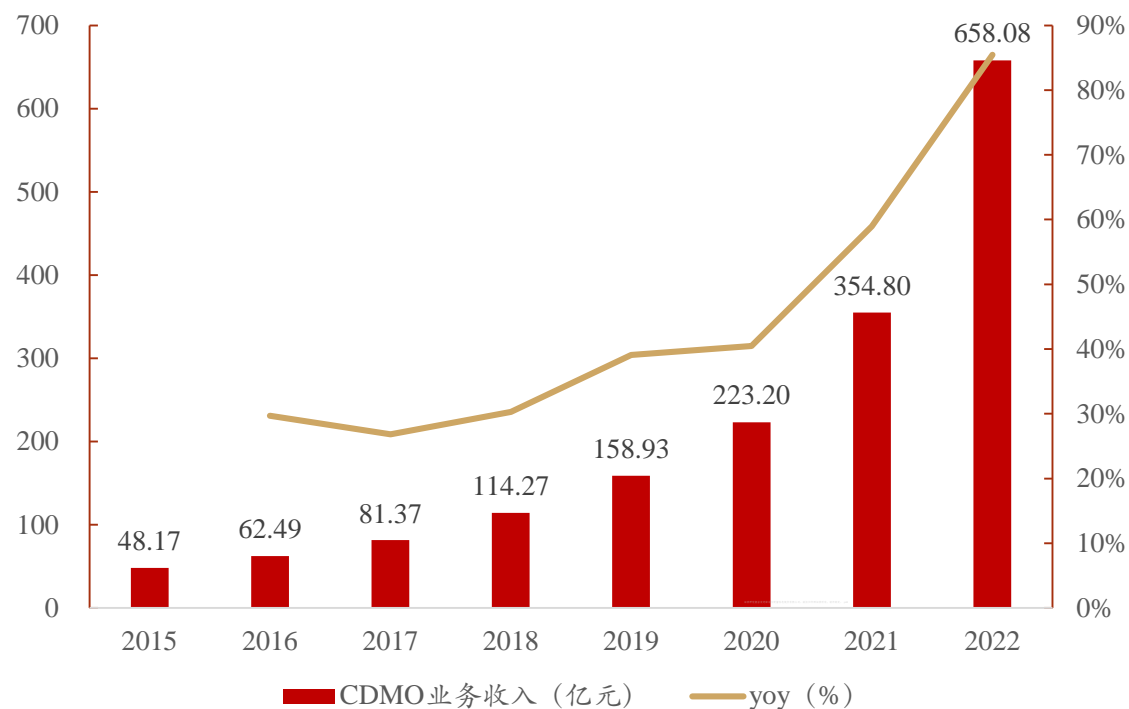
图：CXO各细分业务营业收入同比增长情况



CDMO业务：22年业绩受大订单等因素影响，加速明显

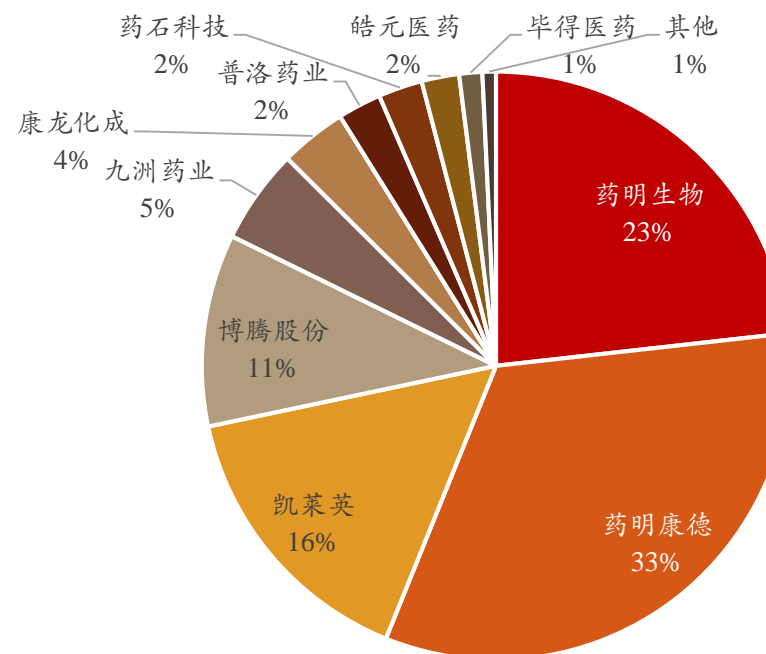
- **22年业绩受大订单等因素影响，加速明显**：22年CDMO企业受益于大订单收入端同比增速为85.48%，若扣除大订单因素影响，增速为40%~45%，延续高速增长
- **23年Q1常规业务逐渐恢复高速增长**：根据相关公司年报披露，药明康德、凯莱英23Q1常规小分子CDMO业务分别同比增长30.0%和45.4%，呈现高速增长的趋势，另外博腾股份在23Q1报告中也提到其剔除重大订单后收入同比保持稳定增长，我们判断行业景气度延续。

图：核心CXO公司CDMO业务收入增长情况



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：主要包括药明生物、药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业、药石科技、皓元医药、诺泰生物、睿智医药、毕得医药）

图：核心CXO公司CDMO业务2022年收入构成情况



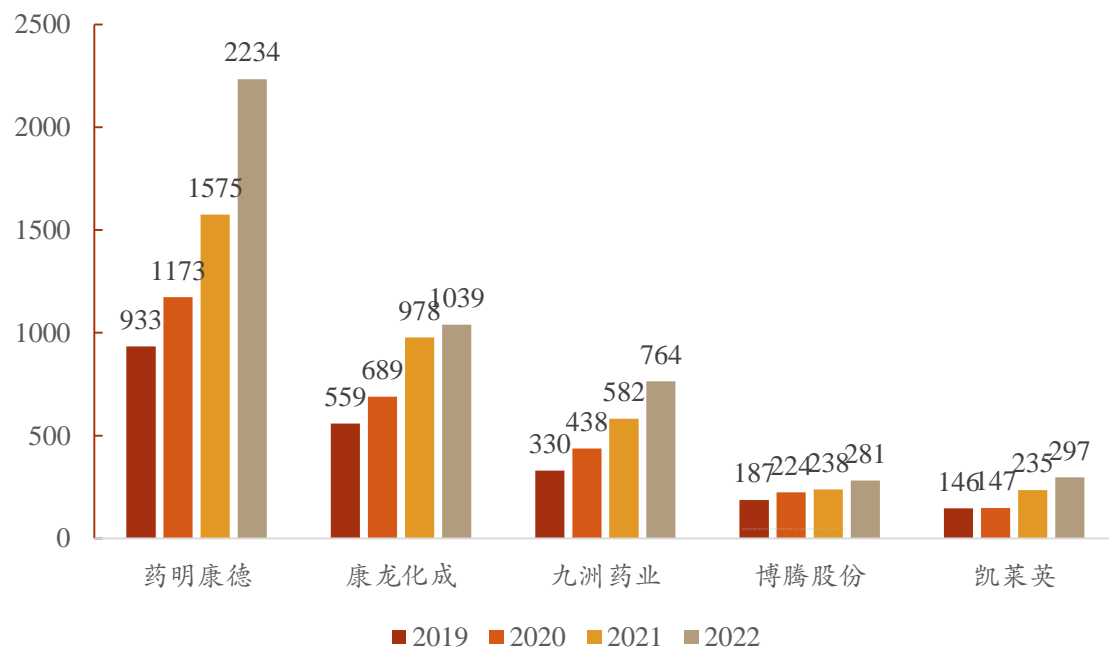
资料来源：Wind，华西证券研究所

CDMO业务：服务管线数量保持向上增长，为未来增长奠定基础

▶从临床早期管线变化情况，国内产业优势依然存在：不考虑5家CDMO公司管线重复，22年合计服务的临床II期及之前管线数量为4615个，同比增长27.9%，其中药明康德、九洲药业、凯莱英均保持高速增长。

▶核心CDMO公司管线数量继续呈现高速增长：药明康德、凯莱英、博腾股份、九洲药业、康龙化成2022年合计管线数量同比增速分别为40.5%/21.6%/21.7%/30.7%/6.4%。

图：核心CDMO公司临床II期及之前管线变化（个）



资料来源：Wind，华西证券研究所

表：核心CDMO公司管线数量继续呈现向上增长

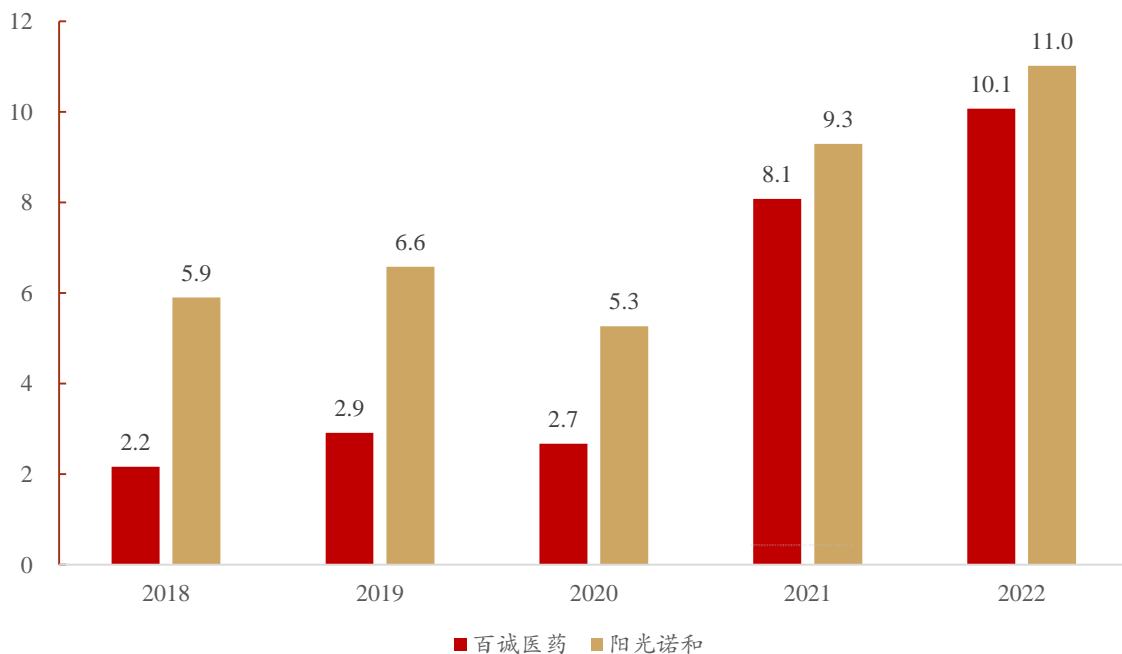
	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR(18-22)
合全药业						
临床前及临床I期阶段	528	756	956	1318	1941	38.5%
临床II期阶段	109	177	217	257	293	28.0%
临床III期阶段	40	40	45	49	57	9.3%
商业化项目	16	21	28	42	50	33.0%
合计	693	994	1246	1666	2341	35.6%
凯莱英						
临床阶段I/II期及临床前	142	146	147	235	297	20.3%
III期	24	39	42	55	62	26.8%
商业化阶段	27	30	32	38	40	10.3%
合计	193	215	221	328	399	19.9%
博腾股份						
临床二期及以前	155	187	224	238	281	16.0%
临床III期	28	34	41	42	55	18.4%
新药申请及上市	84	87	94	89	113	7.7%
合计	267	308	359	369	449	13.9%
九洲药业						
I/II期	270	330	438	582	764	29.7%
III期	35	37	40	49	61	14.9%
商业化	11	11	16	20	26	24.0%
合计	316	378	494	651	851	28.1%
康龙化成						
临床前研究	283	485	487	754	809	30.0%
临床I/II期	70	74	202	224	230	34.6%
临床III期	11	9	47	30	24	21.5%
商业化			3	5	15	
合计	364	568	739	1013	1078	31.2%

资料来源：Wind，华西证券研究所

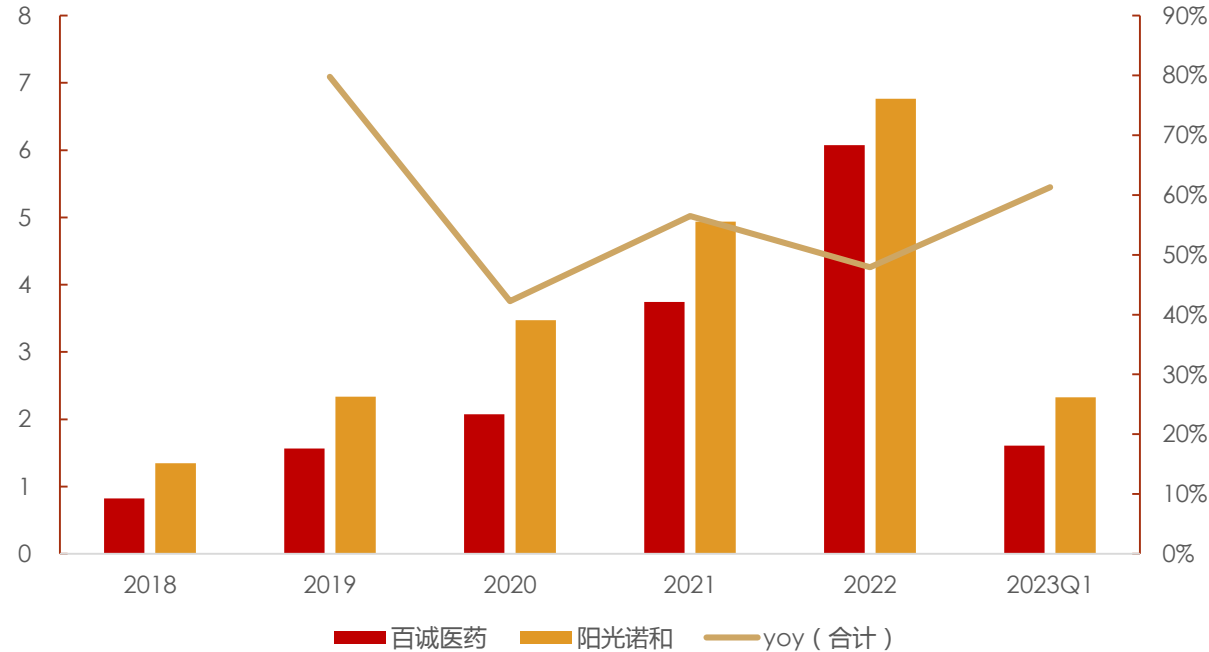
仿制药CRO业务：维持高速增长趋势，继续重点看好

- ▶ **仿制药CRO新签订单和营业收入均保持高速增长趋势**：2022年在国内卫生防控政策不断变化的情况下，仿制药CRO龙头企业百诚医药、阳光诺和新签订单金额继续呈现向上趋势，另外从收入端来看，合计实现营业收入12.84亿元，同比增长47.9%，并在23Q1实现3.93亿元营业收入，同比增长61.3%，延续高速增长的趋势。
- ▶ **展望未来几年，考虑到国内仿制药CRO企业继续深化布局化学药仿制药业务，以及开始前瞻性布局中药等CRO服务业务和CDMO业务，我们判断未来3~5年，仿制药CRO有望继续呈现高速增长的趋势。**

图：百诚医药和阳光诺和新签订单情况（亿元）



图：百诚医药和阳光诺和营业收入同比增长情况（亿元）



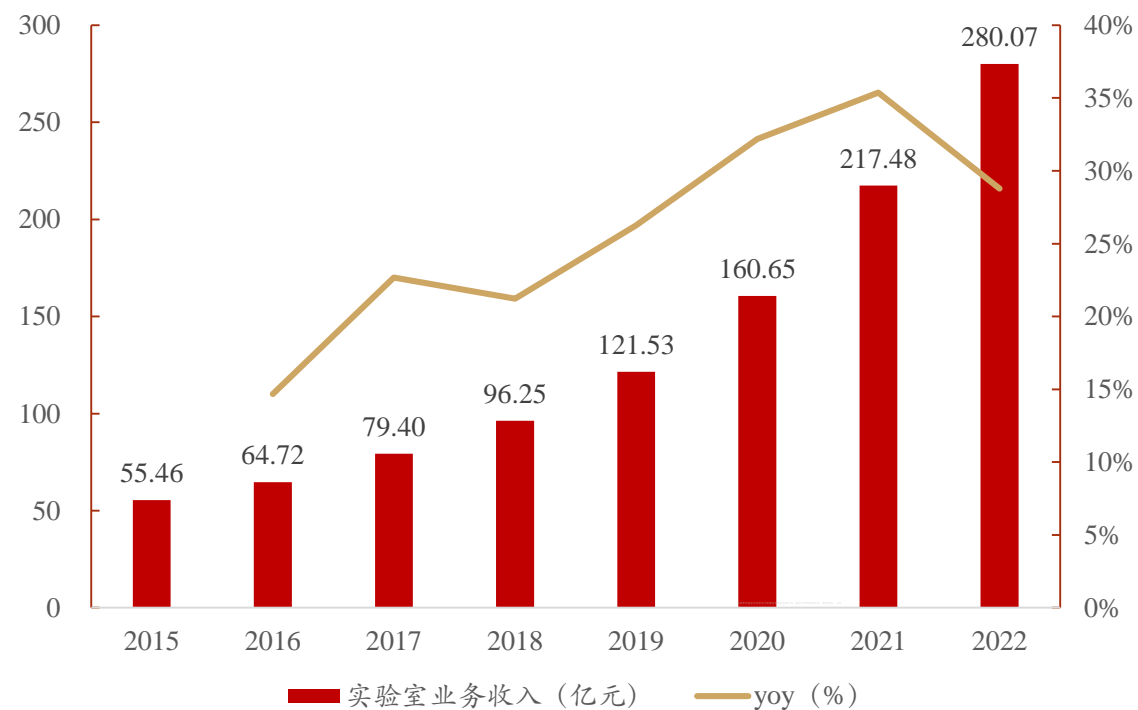
资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：和整体业务略有差异，主要为个别公司其他业务带来的误差）

资料来源：Wind，华西证券研究所

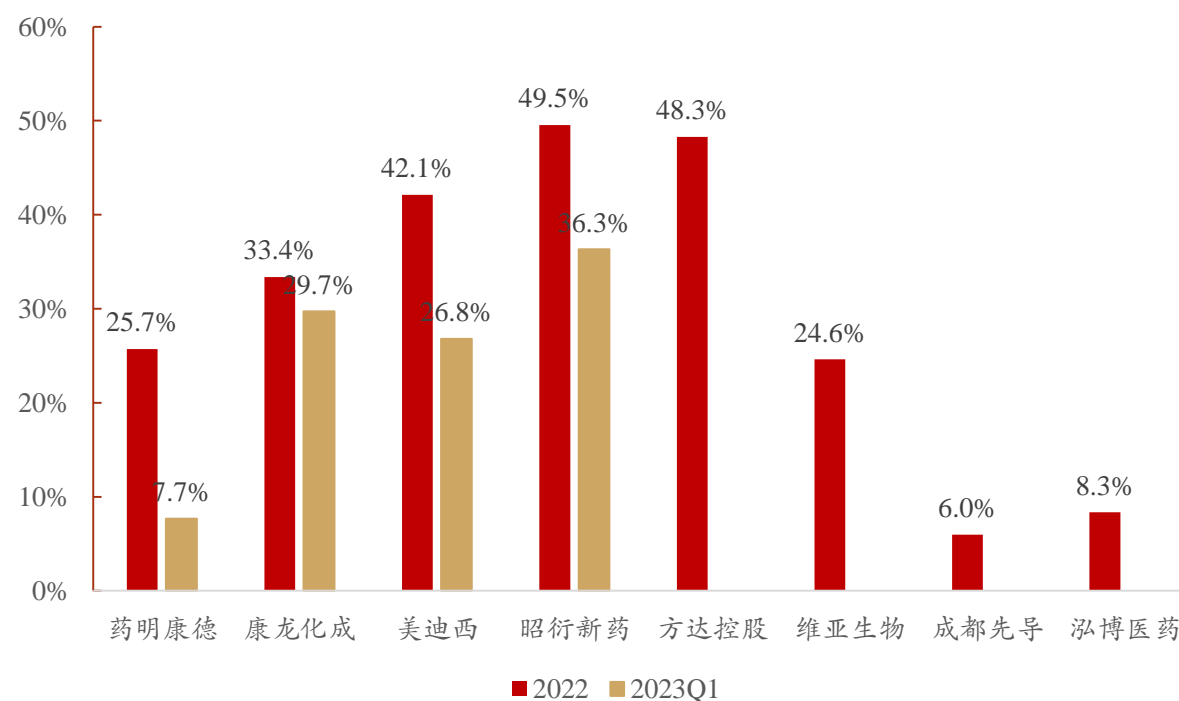
实验室CRO业务：22年维持高速增长，展望未来受投融资环境变化影响增速可能有所下降

- **实验室业务22年维持高速增长的趋势：**实验室业务2022年实现营业收入280.07亿元，同比增长28.78%，延续高速增长的趋势。其中药明康德、康龙化成22年实验室业务分别同比增长为25.7%和33.4%，另外美迪西和昭衍新药22年收入同比增长分别为42.1%和49.5%
- **展望未来受投融资环境变化影响增速可能有所下降：**根据昭衍新药23Q1报告披露，其23Q1新签订单金额为5.7亿元，同比下降约43%，另外药明康德23Q1实验室业务增速下降到7.7%，其主要受到国内外投融资环境变化影响，展望未来实验室业务增速可能会有所下行、但考虑到国内工程师产业红利以及在手订单情况，收入端有望继续保持快速增长。

图：核心CXO公司实验室业务收入增长情况



图：核心CXO公司实验室业务2022年和2023Q1收入增长情况



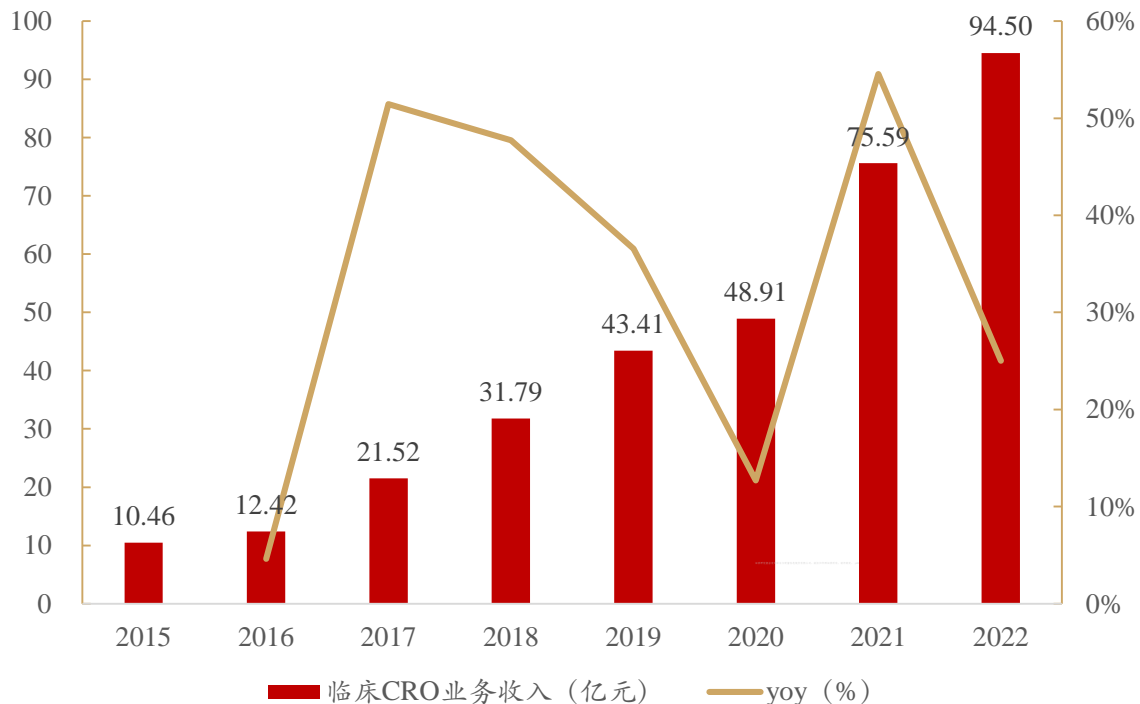
资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：主要包括药明康德、康龙化成、睿智医药、美迪西、昭衍新药、维亚生物、成都先导、方达控股、泓博医药等）

资料来源：Wind，华西证券研究所

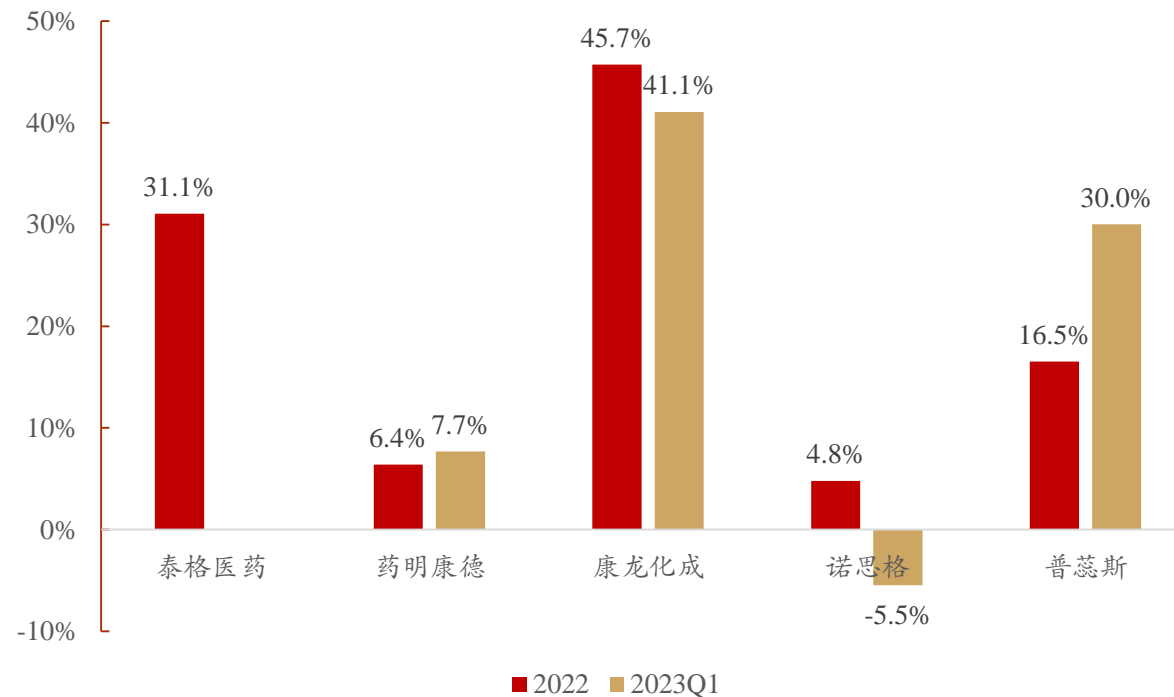
临床CRO业务：23年有望陆续恢复快速增长的趋势

- **22年临床CRO业务受国内疫情防控政策变化等因素影响，增速有所放缓：**临床CRO业务22年实现收入94.50亿元，同比增长25.01%，若扣除泰格医药新冠相关收入影响，测算收入端增速为10%~20%，我们判断主要受到新冠疫情防控政策变化影响以及国内投融资环境变化等影响。
- **23Q1临床CRO整体延续较弱趋势：**考虑到泰格医药23Q1未披露分业务数据，统计药明康德、康龙化成、诺思格、普蕊斯4家公司合计临床CRO收入为10.91亿元，同比增长17.75%，我们判断业务继续受到23年1月继续受到新冠疫情因素影响和国内投融资环境变化等因素影响。

图：核心CXO公司临床CRO业务收入增长情况



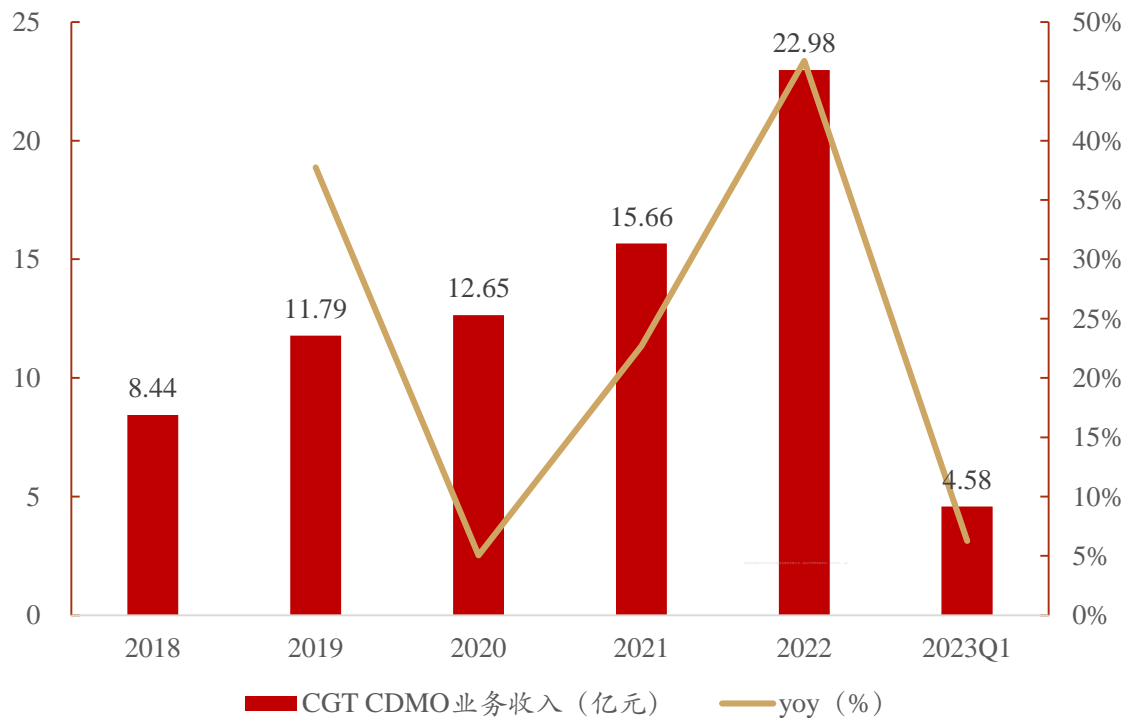
图：核心CXO公司临床CRO业务2022年和2023Q1收入增长情况



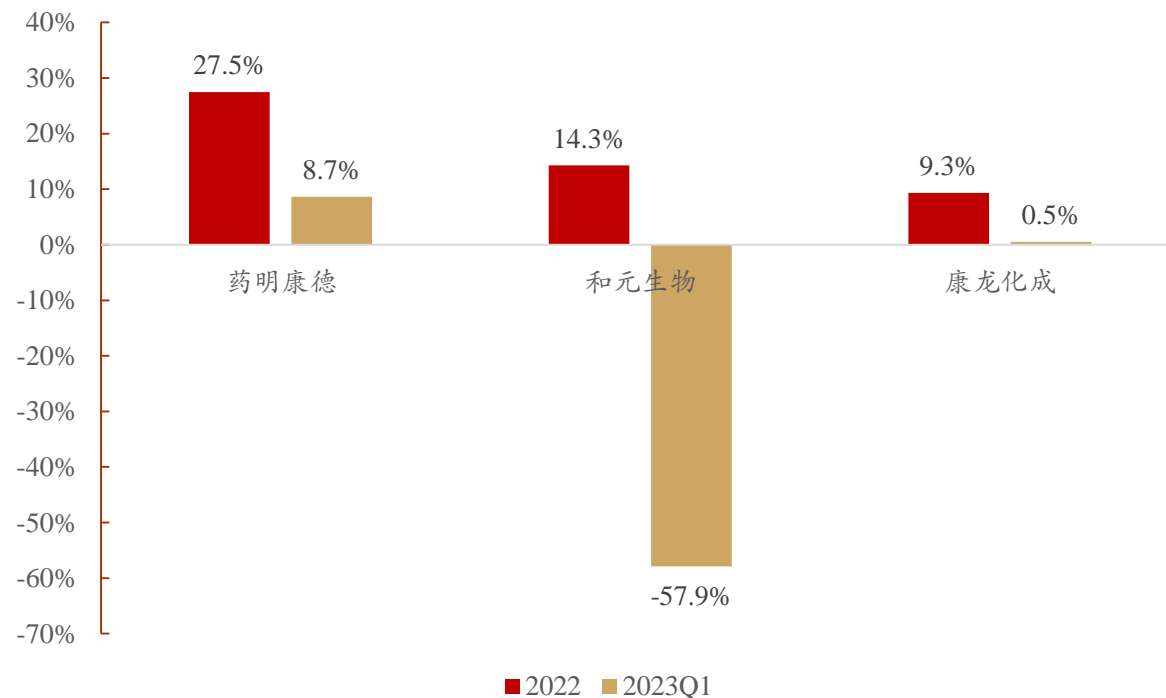
CGT CDMO业务：短期受投融资环境影响，中长期就看好

- **CGT CDMO业务**：CGT CDMO业务主要包括细胞治疗、基因治疗、溶瘤病毒等新治疗方式的研发、生产等服务，其2022年营业收入分别为22.98亿元，同比增长46.91%。和元生物于2022年3月上市，成为A股第一个纯粹的CGT CDMO标的，其2022年和2023Q1营业收入分别同比增长14.26%和-57.89%，我们判断核心受到新冠疫情和国内投融资环境变化影响。
- **展望未来**，伴随新一代治疗技术CGT的蓬勃发展，以及国内CGT CDMO技术平台和能力的持续完善，我们判断未来几年CGT CDMO赛道依然是市场重点关注和发展的方向。

图：核心CXO公司CGT CDMO业务收入增长情况



图：核心CXO公司CGT CDMO业务2022年和2023Q1收入增长情况



一、CXO行业股价表现及基金持仓情况更新：CXO整体跑输CS医药指数，医药基金CXO持仓已连续6个季度下降

二、CXO行业景气度跟踪：维持前期判断，全球药品研发活动继续处于高位

⑩海外景气度跟踪：跨国药企依然处于高强度研发投入，投融资情况依然处于收敛中

⑩国内景气度跟踪：国内研发投入增速处于放缓中，投融资处于筑底过程中

三、22年报和23Q1财务数据：CDMO继续贡献业绩弹性，另外仿制药CRO处于高度增长中

⑩CXO业绩复盘：整体继续呈现高速增长，其中CDMO业务贡献业绩弹性

⑩分子行业（CDMO、实验室业务、临床CRO业务、CGT CDMO业务、仿制药CRO）业绩复盘

四、投资策略及建议

五、风险提示

中长期继续看好国内CXO行业，短中期重点看好海外β个股及仿制药CRO细分

► **核心观点：**基于国内工程师红利优势依然存在以及产业区域优势，我们中长期继续看好国内CXO行业，重点看好海外β个股（其中尤其是CDMO个股）出现拐点机会和仿制药CRO持续高业绩增长，继续推荐药明康德、凯莱英、九洲药业、博腾股份、阳光诺和、百诚医药、普蕊斯、美迪西、昭衍新药、和元生物等。

表：CXO公司盈利预测及估值情况（2023/6/8）

		市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			YOY (%)			对应PE			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603259	药明康德	1877	88.14	100.63	126.32	72.9%	14.2%	25.5%	21	19	15	买入
603127	昭衍新药	219	10.74	11.94	14.42	92.7%	11.1%	20.8%	20	18	15	买入
688202	美迪西	108	3.38	5.18	7.02	19.8%	53.2%	35.5%	32	21	15	买入
300363	博腾股份	161	20.05	9.68	8.37	282.8%	-51.7%	-13.5%	8	17	19	买入
603456	九洲药业	243	9.21	12.42	16.69	45.3%	34.9%	34.4%	26	20	15	买入
002821	凯莱英	467	33.02	22.29	22.27	208.9%	-32.5%	-0.1%	14	21	21	买入
301096	百诚医药	66	1.94	2.84	3.89	74.6%	46.4%	37.0%	34	23	17	买入
688621	阳光诺和	66	1.56	2.29	3.27	47.2%	46.8%	42.8%	43	29	20	买入
688238	和元生物	76	0.39	0.37	0.45	-28.1%	-5.1%	21.6%	194	205	168	买入
301257	普蕊斯	36	0.72	1.12	1.55	24.1%	55.6%	38.4%	50	32	23	买入

资料来源：Wind，华西证券研究所

- 创新药研发行业景气度下降；
- 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；
- 中美科技竞争下对CXO影响具有不确定性；
- 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。