

CXO板块2020年报及2021Q1季报总结

行业景气度保持高水平，CDMO持续加速

西南证券研究发展中心
医药生物研究团队
2021年5月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：马云涛
执业证号：S1250520090001
电话：021-68416017
邮箱：myt@swsc.com.cn

投资要点

□ CXO板块股价表现较好，估值一直处于较高水平

- ✓ 2020年初至今，CXO板块公司普遍取得相对较好的股价表现，其中博腾股份、昭衍新药、康龙化成和九洲药业等股价涨幅超过200%，药石科技、药明康德、凯莱英等涨幅也都超过100%，博济医药和睿智医药表现相对一般。
- ✓ **CXO公司估值一直处于较高水平。**2021年1月底，CXO公司估值水平达到最高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升，目前仍处于相对较高水平。
- ✓ **一、二线公司估值水平逐步接近。**药明康德、凯莱英、康龙化成等公司估值相对较高，整体来看，经过2月份市场调整，目前一、二线公司估值水平逐步趋于接近。

□ 业绩继续保持高速增长，CDMO业务持续加速

- ✓ **业绩逐季恢复，整体加速增长。**10家CXO公司2020年收入（29.2%），归母净利润（69.9%），整体维持高速增长。2020Q4收入（32.1%），归母净利润（87%），四季度收入端继续加速，利润端增速提升主要与龙头企业投资收益等增长有关。10家CXO公司2021Q1收入（56.5%）、归母净利润（209.5%），受益于低基数以及充足的订单，2021年一季度CXO企业业绩仍然保持高速增长。
- ✓ **CDMO业务增长持续加速，盈利能力保持较高水平。**CDMO行业空间较大，CDMO业务整体呈现出加速增长态势。从盈利能力角度来看，大部分企业的CDMO业务毛利率均在40%以上，其中九洲药业、凯莱英毛利率较高，康龙化成进入时间较晚，毛利率仍有较大提升空间。

□ 固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高速增长

- ✓ 整体来看，我国CXO行业固定资产（15%+）和在建工程（25%+）仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。
- ✓ 从增速来看，2020年昭衍新药、康龙化成和凯莱英员工增速较快，其中凯莱英、康龙化成增速均超过40%，较快的人数增长表明企业订单充足，对未来发展充满信心。

□ 投资建议：推荐平台型CXO公司以及业绩高增长的标的

- ✓ 成本优势推动下，海外CXO产能持续向我国转移，同时国内创新药崛起进一步为CXO行业带来增量空间，预计CXO板块业绩有望保持高速增长，且确定性较高，建议关注产业链布局一体化的平台型CXO企业。**推荐实现CRO+CDMO一体化的龙头企业药明康德、小分子CDMO凯莱英、博腾股份和九洲药业，建议关注康龙化成、泰格医药和睿智医药等。**

□ 风险提示

- ✓ CXO行业产能转移不及预期风险；CXO企业订单不及预期风险；CXO企业订单波动风险；汇率波动风险；其他医药行业政策风险等。

目 录

1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

5 投资建议

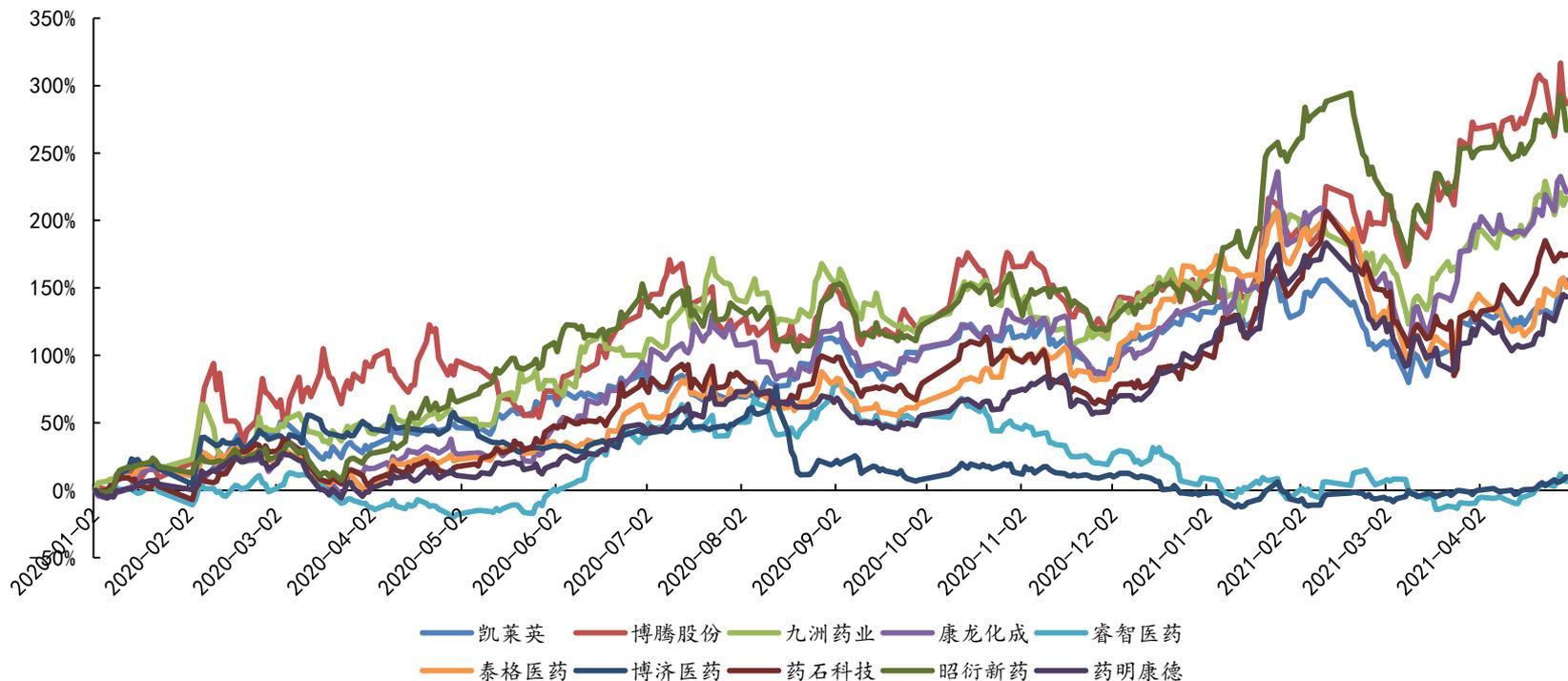
6 风险提示

1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

1.1 CXO板块大部分股价表现相对较好

CXO板块大部分股价表现相对较好，跑赢医药板块指数。2020年初至今，CXO板块公司普遍取得相对较好的股价表现，其中博腾股份、昭衍新药、康龙化成和九洲药业等股价涨幅超过200%，药石科技、药明康德、凯莱英等涨幅也都超过100%，博济医药和睿智医药表现相对一般。

CXO公司股价复盘



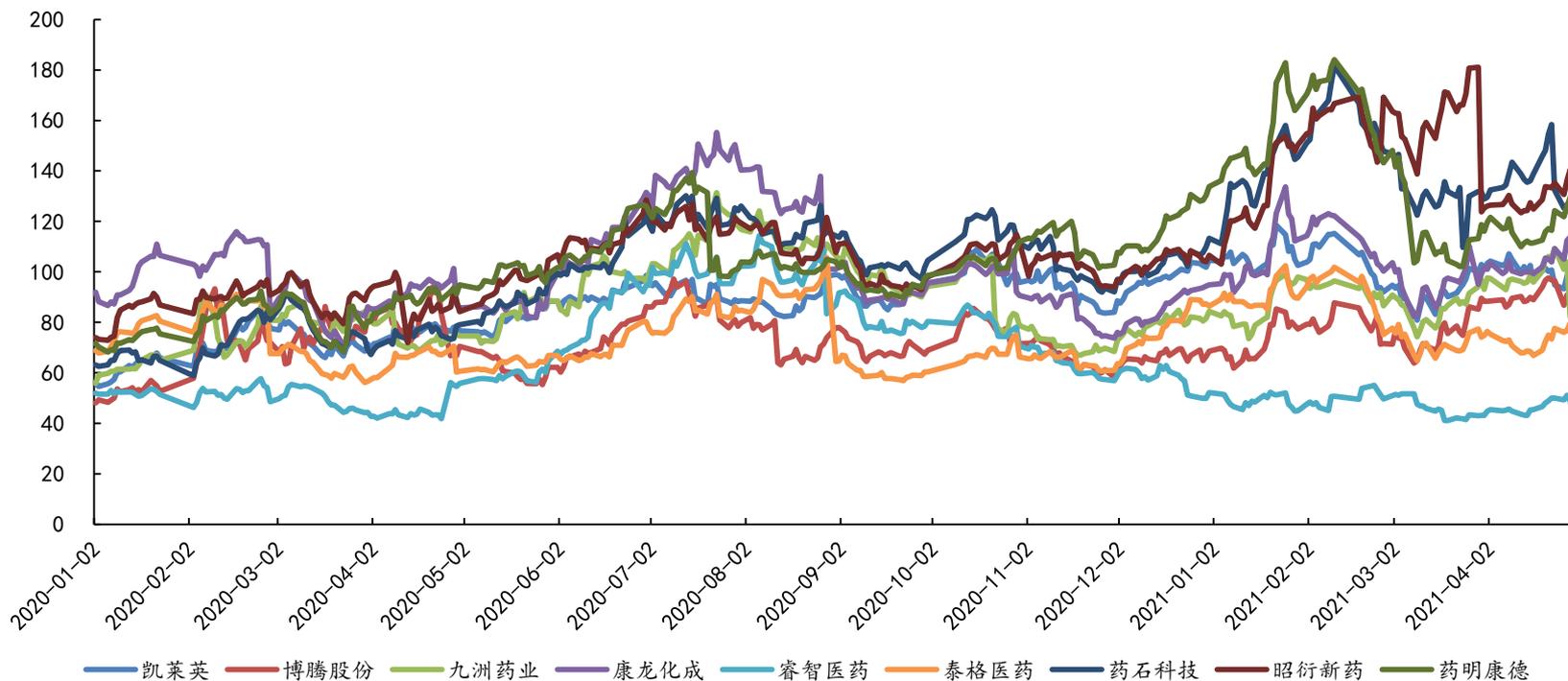
1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

1.2 CXO板块大部分公司估值一直处于较高水平，一、二线公司估值水平逐步接近

CXO公司估值一直处于较高水平。2021年1月底，CXO公司估值水平达到最高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升，目前仍处于相对较高水平。

一、二线公司估值水平逐步接近。药明康德、凯莱英、康龙化成等公司估值相对较高，整体来看，经过2月份市场调整，目前一、二线公司估值水平逐步趋于接近。

CXO公司历史估值情况



目 录

1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

5 投资建议

6 风险提示

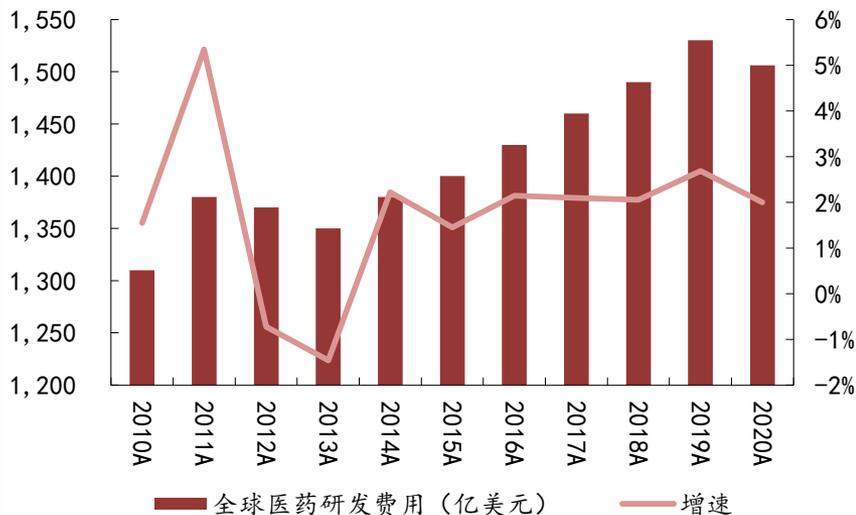
2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

2.1 全球研发投入保持稳健增长，FDA批准新药数量维持较高水平

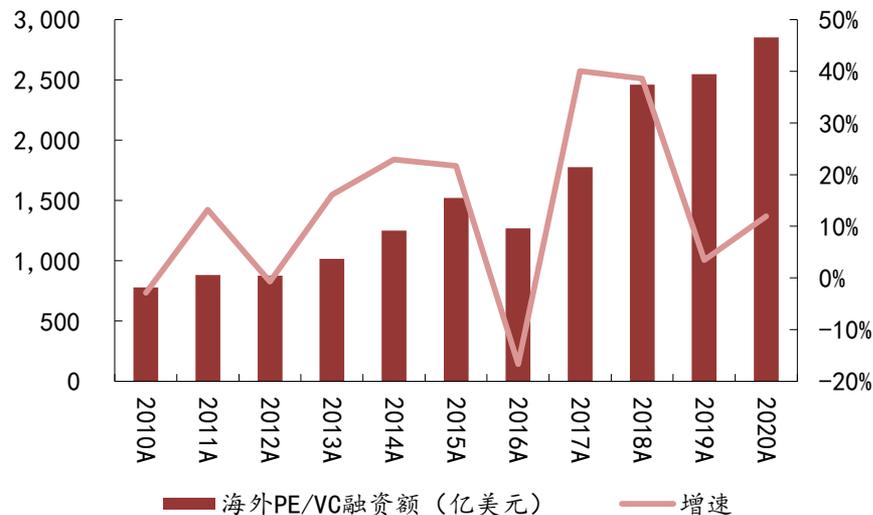
全球研发投入保持稳健增长。2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%，2011年开始，增速逐步企稳回升，2020年全球医药研发投入同比增速已经接近2%。从绝对值来看，全球医药行业研发投入从2010年的1090亿美元增长到2020年的1506亿美元，复合增长率为1.79%，预计2020-2025年全球医药研发仍将以2-4%的速度稳步增长。

海外医药生物PEVC融资额依然保持在较高水平。从一级市场来看，海外医药生物PEVC融资情况经过2016年的低谷之后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019年保持平稳，2020年融资金额达到2851亿美元，同比有所回升。

全球医药企业研发投入额



海外医药生物PEVC历年融资额



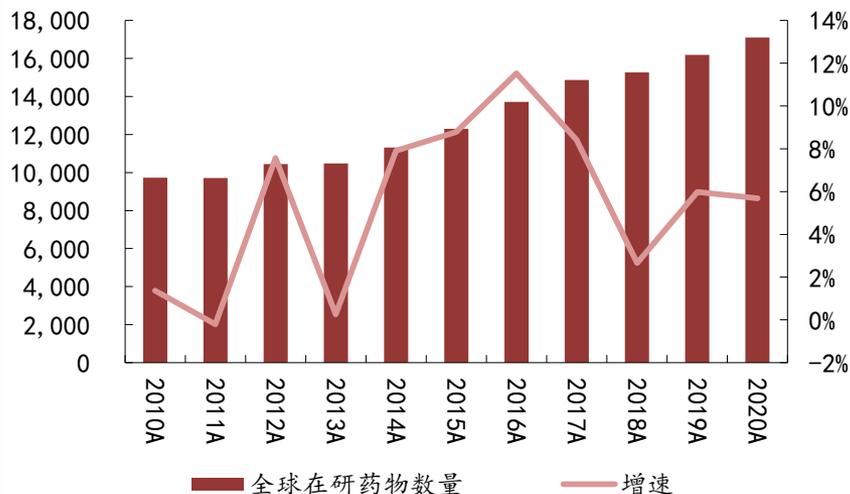
2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

2.1 全球研发投入保持稳健增长，FDA批准新药数量维持较高水平

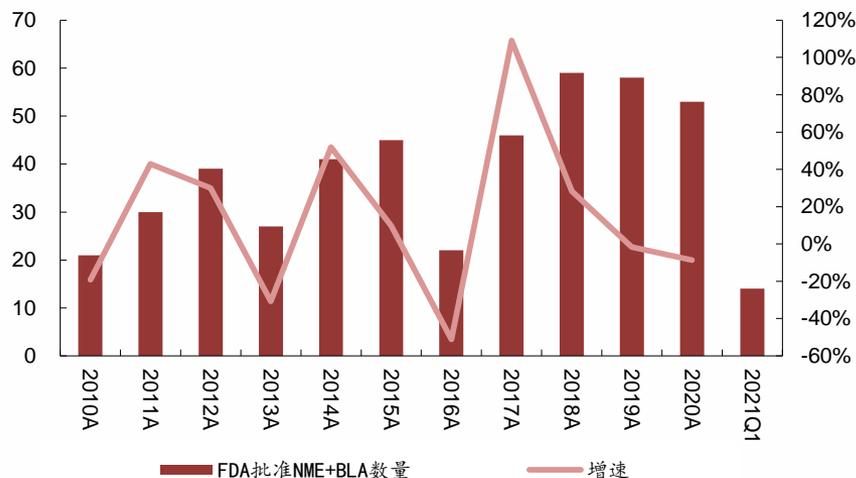
全球在研药物数量保持稳健增长。2010-2020年，全球在研药物数量从9737个增长到16181个，复合增速达到5.8%，2019年全球在研药物数量达到17101个，同比增长5.69%，预计未来仍将以3%-6%的速度增长。

FDA批准新药数量维持较高水平。从2001-2020年，全球在研新药数量保持持续增长态势，尤其是2011年以来，全球在研新药数量呈现明显增长势头，同时，上市新药也在快速增长，2020年，FDA批准新药数量达到53个，2021Q1批准新药数量达到14个，仍然保持在较高水平。

全球在研药物数量（个）



FDA批准上市药物数量（个）



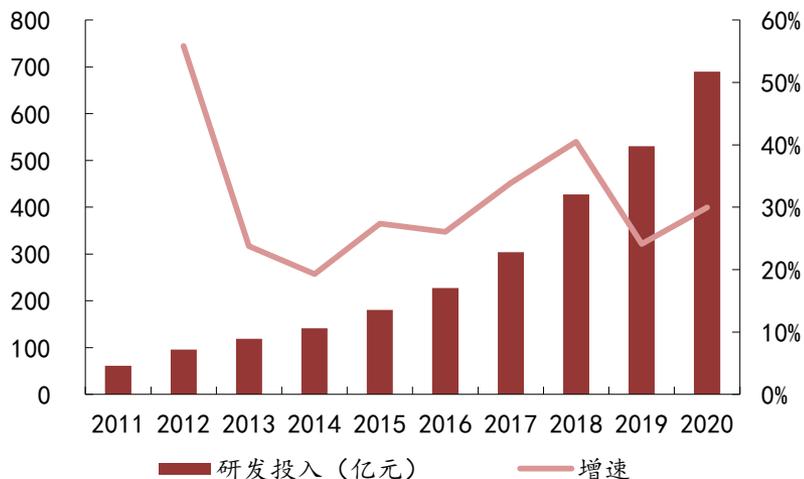
2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

2.2 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

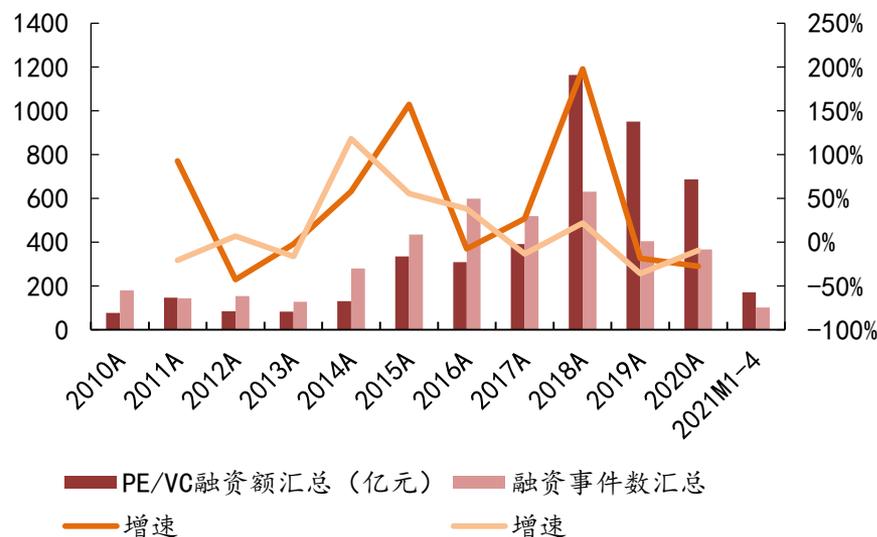
A股医药企业研发投入快速增长。我国A股医药企业研发投入保持高增长，2019年研发投入额达到530亿元，2020研发投入额达到689亿元，同比增长30%，仍然保持在较高水平，高速增长的研发投入为CXO行业的发展奠定基础。

我国一级市场创新药企业融资额和融资事件快速增加。大型药企转型研发的同时，创业型的创新药企业数量快速增加，逐步成为我国创新药研发的主力，2018年我国一级市场创新药企业融资额快速增加，2020年融资额仍然超过680亿元，融资事件数量也保持在较高水平，biotech融资额以及研发投入的快速增加，成为推动我国CDMO行业发展的重要动力。

我国医药上市企业研发投入额



我国一级市场创新药企业融资额快速增加



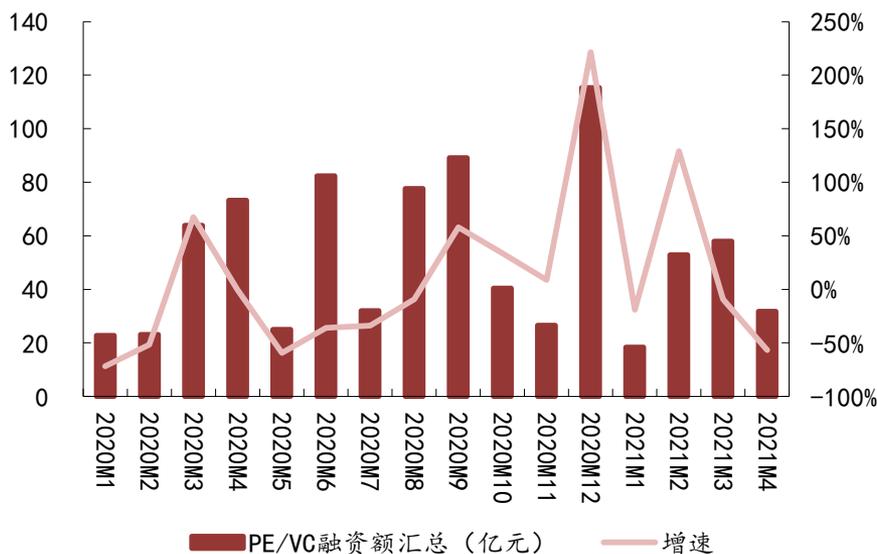
2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

2.2 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

2021年一季度融资额同比增长17.85%，恢复程度较好。整体来看，2020年因为一季度疫情影响，PEVC融资下降较多，进入三、四季度后，恢复情况整体较好，2021年一季度继续恢复，预计全年有望保持较好增长。

2021年一季度融资案例数同比下降6.94%，恢复程度较好。整体来看，2020年一季度虽然有疫情影响，PEVC融资事件数仍然保持相对较好，2021年一季度融资事件数整体保持平稳，预计全年有望保持在较高水平。

我国一级市场创新药企业融资额（月度）



我国一级市场创新药企业融资事件（月度）



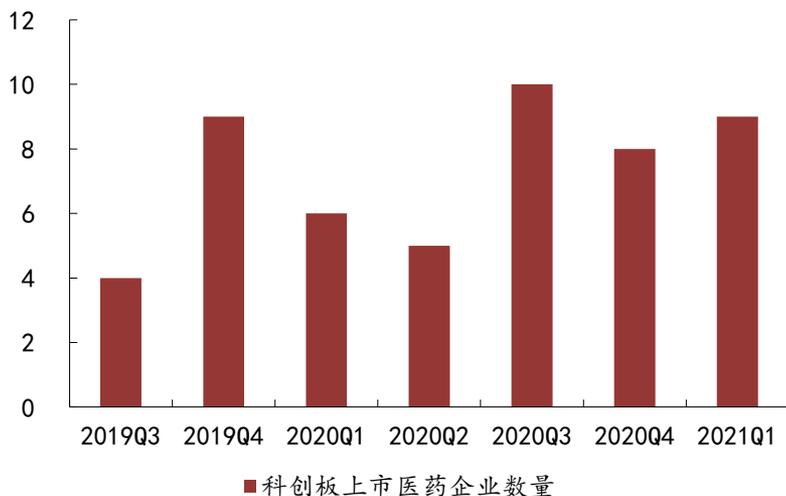
2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

2.2 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

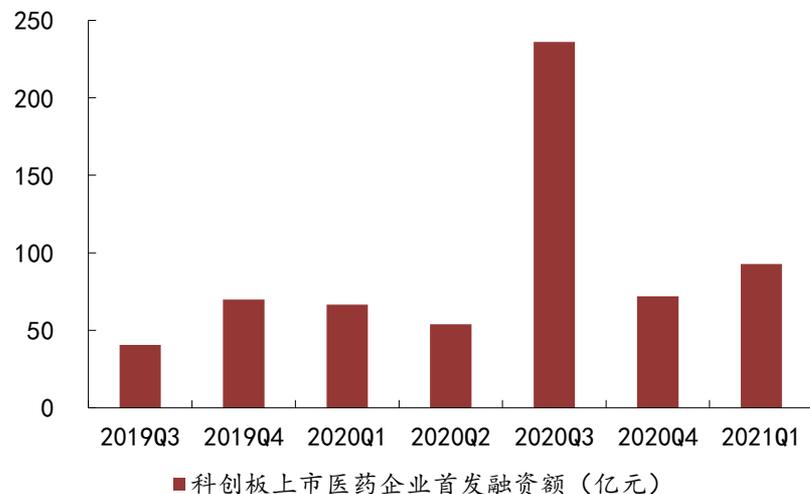
科创板医药企业上市持续加速。2019年2季度开始，逐步有医药公司在科创板实现上市，截至2020年4季度，共有42家医药行业公司在科创板完成发行，分季度来看，2020Q1、Q2、Q3、Q4分别发行6家、5家、10家和8家，发行速度持续加快。

科创板医药企业上市融资为创新研发进一步助力。2019年3季度开始，逐步有医药公司在科创板实现上市，2019年共募集资金110.5亿元，2020年共募集资金428.28亿元。分季度来看，2020Q1、Q2、Q3、Q4分别募资66.47亿元、53.74亿元、236.15亿元和71.92亿元，2020年每个季度均保持在较高的募资水平，科创板医药企业上市融资为创新研发进一步助力。

分季度科创板上市医药企业数量



分季度科创板上市医药企业融资额（亿元）



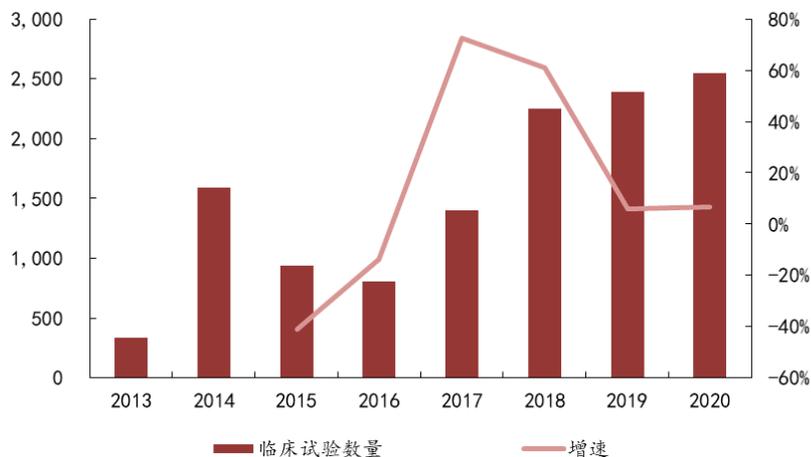
2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

2.2 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

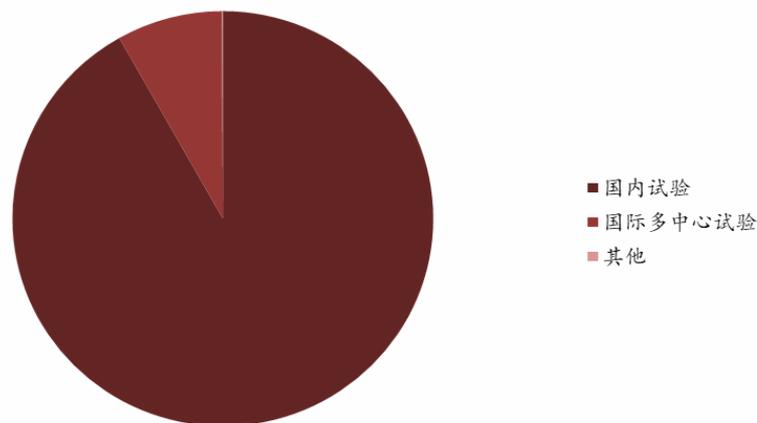
临床试验数量快速增长。自从2015年722事件后，我国临床试验数量从2016年开始走出谷底，迎来快速增长，其中2017年和2018年增速较快，2018年已经达到2253项，2019年达到2390项，2020年则继续增长到2547项，同比增长6.6%，预计我国临床试验数量未来仍将维持5%-8%的增长。

临床试验以化学药物为主，且国内试验数量占据主要市场。从临床试验分类来看，化学药物占比达到74.33%，位居第一，生物制品为18.8%，中药/天然药物为6.87%。从试验范围来看，国内试验数量以91.81%的份额占据主要市场，国际多中心临床试验数量占比为8.13%。

我国临床试验数量及增速



我国临床试验范围占比



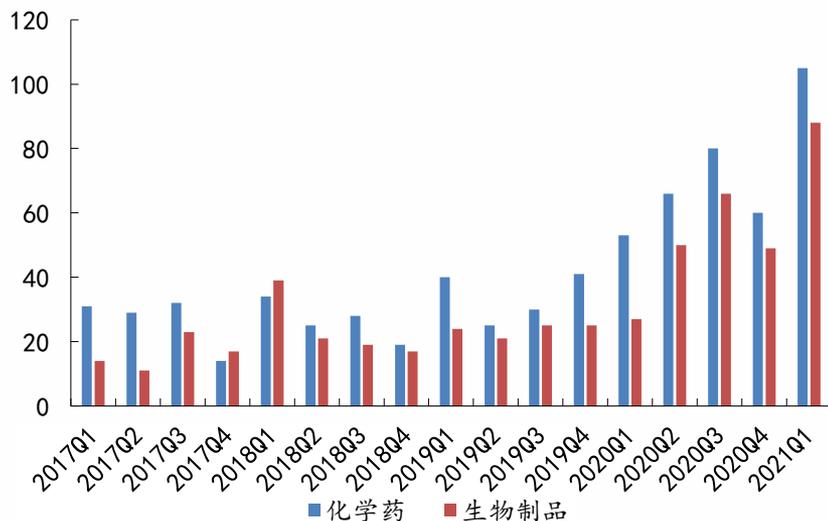
2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

2.2 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

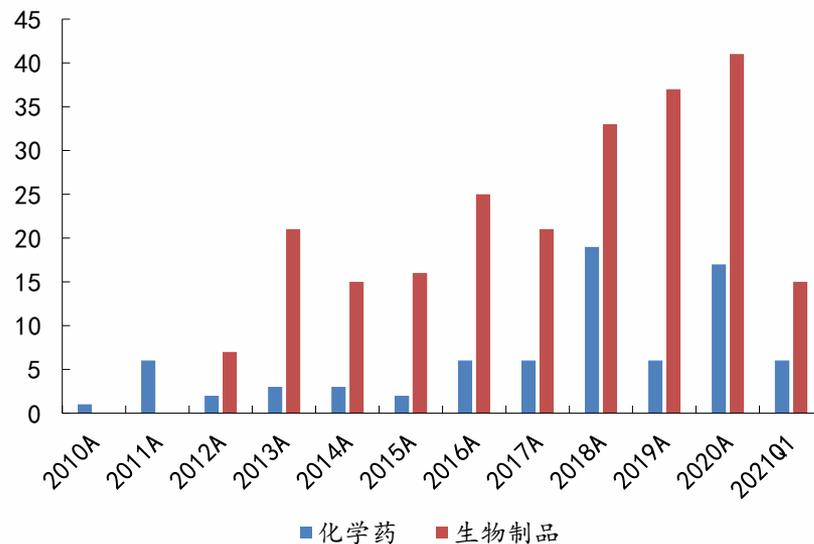
我国创新药IND数量保持快速增长。2014-2019年，我国创新药临床申报数量总体呈现增长趋势，2018年IND数量达到202个，2019年IND数量达到231个，进入2020年，IND数量逐季快速增长，Q3化药和生物药IND分别为80和66个，达到高峰，Q4分别为60和49个，也保持较高水平，2021Q1数量分别为105和88个，达到历史新高。

我国创新药NDA数量保持快速增长。2016年开始，国产化药创新药NDA数量迎来快速增长，2018年达到19个，创下历史新高，2020年为17个，继续保持较高水平。生物药NDA方面，2018年开始增长，2019年达到37个，2020为41个，国产生物创新药也开始进入上市收获期。2021Q1NDA数量分别为6个和15个，预计全年仍将保持在较高水平。

国产创新药临床实验申报（IND）受理情况



国产创新药上市申报（NDA）受理情况



目 录

1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

5 投资建议

6 风险提示

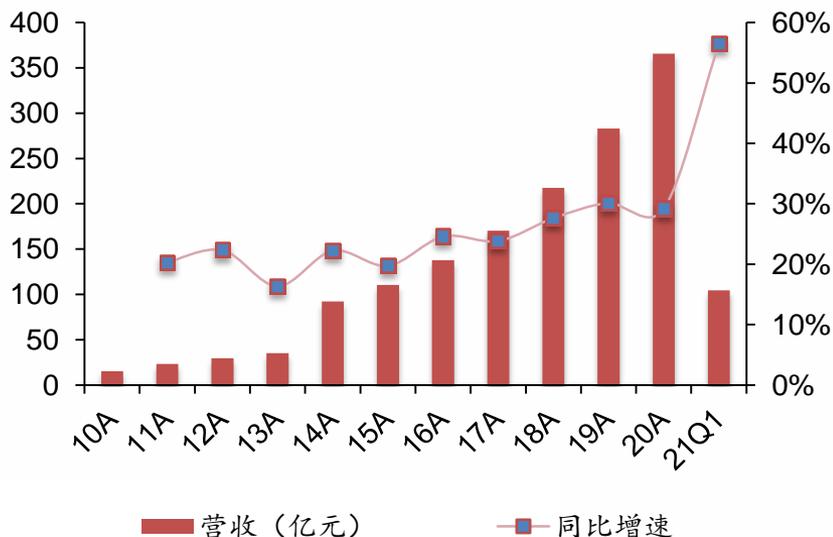
3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.1 2020Q4业绩继续高增长，利润增速显著快于收入增速

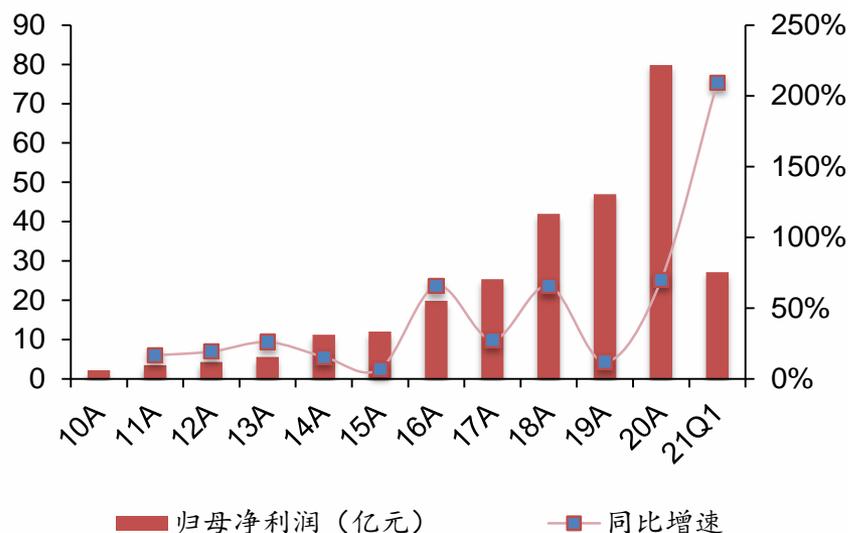
全年业绩实现高速增长，利润增速快于收入增速。10家CXO公司2020年收入总额增速为29.2%，归母净利润总额增速为69.9%，整体维持高速增长，利润增速快于收入增速主要与企业投资收益等较大有关。

业绩逐季加速，成长趋势持续向好。2020Q4收入同比增长32.1%，归母净利润同比增长87%，2020Q4业绩继续加速，2020Q1受疫情影响，二季度开始逐步恢复，三、四季度持续加速，成长趋势持续向好。

2010年-2021Q1收入及增速



2010年-2021Q1归母净利润及增速



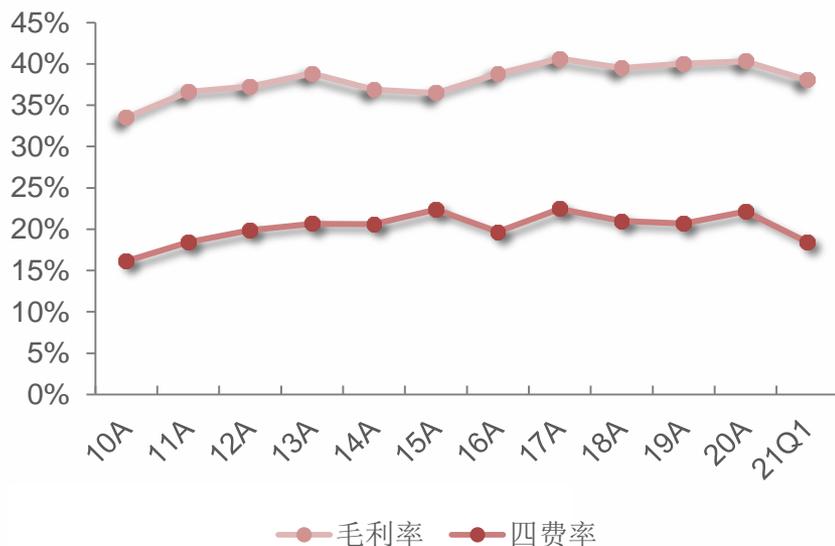
3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.1 2020年盈利能力保持稳健，财务费用率提升较大

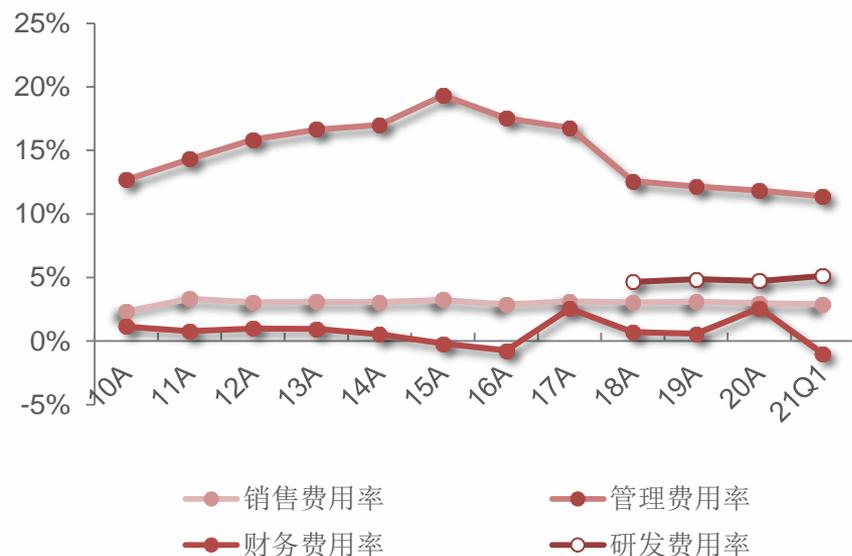
盈利能力保持稳定，期间费用管控良好。从盈利水平看，CXO板块整体盈利能力保持稳定，行业毛利率（40%）保持平稳，销售费用率（3%）和管理费用率（12%）均保持平稳，财务费用率（3%）提升较多，主要因人民币升值带来的汇兑损益有关，净利率（23%）小幅提升主要与非经常性损益较大有关。

研发投入持续加大，研发费用率持续提升。CXO公司越来越重视研发，研发费用提升显著，2020年研发费用率接近5%，预计未来仍将继续提升。

2010年-2021Q1毛利率与四费率变化趋势



2010年-2021Q1净利率变化趋势



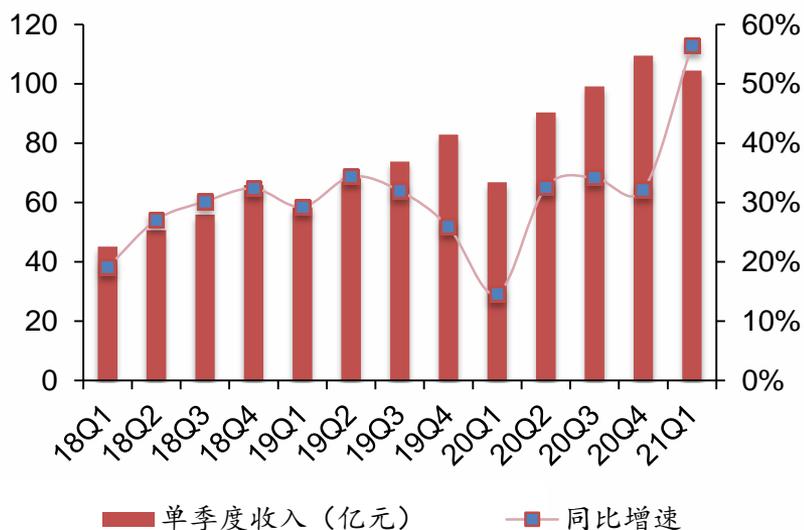
3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.2 2021Q1业绩继续保持高增长，利润增速显著快于收入增速

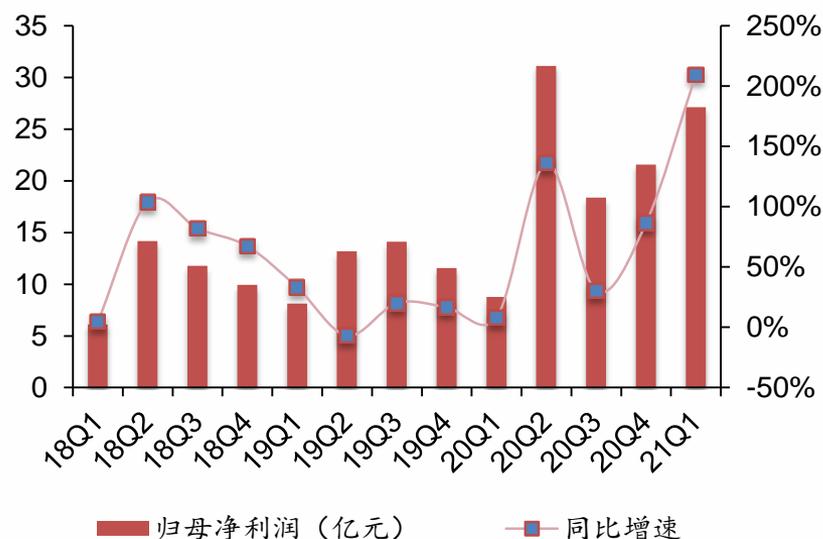
2021Q1业绩继续高增长。10家CXO公司2021Q1收入总额增速为56.5%，归母净利润总额增速为209.5%，受益于疫情导致的低基数以及持续充足的订单，2021年一季度CXO企业业绩继续保持高增长。

盈利能力提升以及投资收益等较大，带动利润增速显著快于收入增速。2021Q1CXO板块利润增速远快于收入增速，主要与CXO企业非经常性损益较大有关。

2010年-2021Q1毛利率与四费率变化趋势



2010年-2021Q1净利率变化趋势



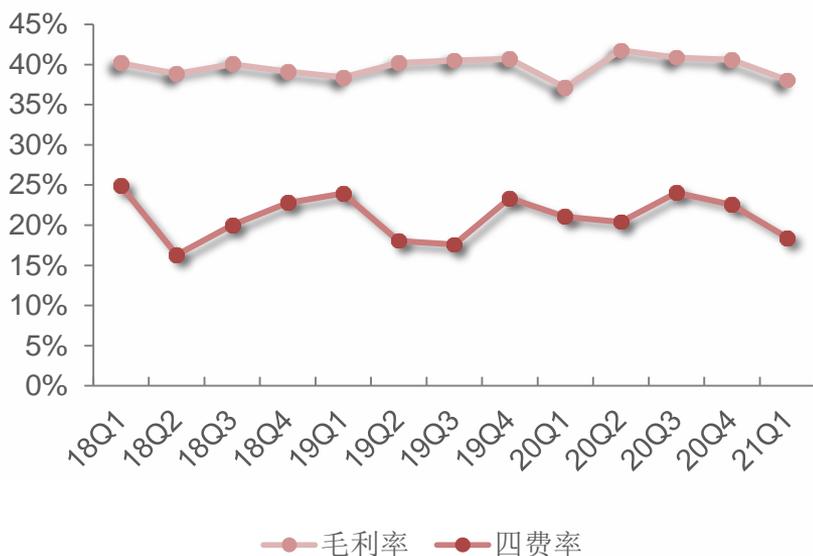
3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.2 2021Q1板块整体盈利能力保持稳定，净利率提升较大

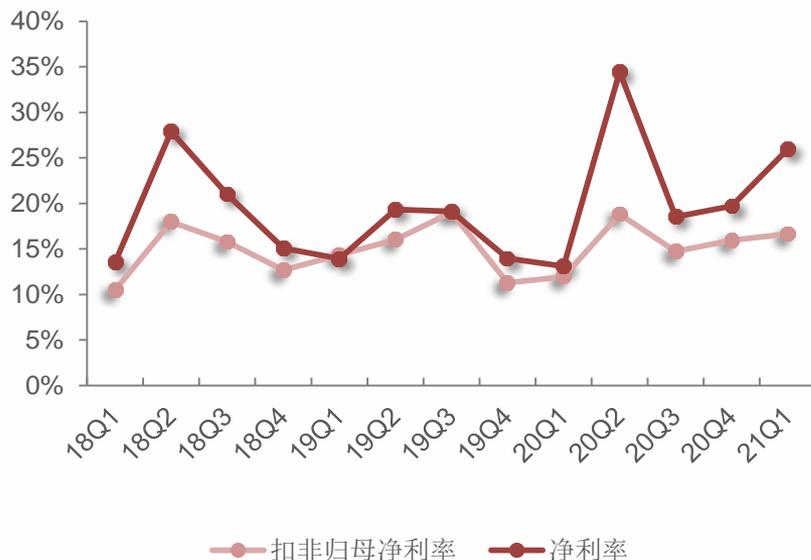
盈利能力保持稳定，期间费用管控良好。从盈利水平看，CXO板块整体盈利能力保持稳定，行业毛利率（38%）保持平稳，销售费用率（3%）和管理费用率（11%）均保持平稳，财务费用率（-1%）同比下降，主要因人民币贬值带来的汇兑损益有关，净利率（28%）大幅提升主要与非经常性损益较大有关。

研发投入持续加大，研发费用率持续提升。CXO公司越来越重视研发，研发费用提升显著，2021Q1研发费用率超过5%，预计未来仍将继续提升。

2010年-2021Q1毛利率与四费率变化趋势



2010年-2021Q1净利率变化趋势



3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.3 临床前CRO：整体呈现加速趋势，企业间业绩增速差异较大

临床前CRO业务整体呈现加速趋势。受到疫情影响，海外产能进一步加速向我国转移，从而带动我国CXO企业临床前CRO业务迎来快速增长。

企业间业绩增速差异较大。龙头药明康德的临床前CRO业务基数较高，保持稳健增长，康龙化成、昭衍新药和美迪西等因基数较低，加之产能扩建从而实现较高速增长。临床前CRO业务整体相对成熟，各家毛利率也均保持在较高的水平。

A股CXO企业临床前CRO收入及毛利率概况（亿元）

临床前CRO业务		2015	2016	2017	2018	2019	2020
药明康德	收入	25.54	32.70	41.21	51.13	64.73	85.46
	增速		28.03%	26.02%	24.07%	26.60%	32.02%
	毛利率	33.85%	42.17%	44.76%	43.17%	42.93%	42.06%
康龙化成	收入	7.82	10.69	13.95	18.96	23.80	32.63%
	增速		36.70%	30.50%	35.91%	25.53%	37.12%
	毛利率	27.61%	35.85%	42.04%	37.24%	40.26%	42.74%
昭衍新药	收入	2.07	2.42	3.01	4.09	6.39	10.76
	增速		16.91%	24.38%	35.88%	56.23%	68.27%
	毛利率	51.53%	50.46%	56.27%	53.02%	52.64%	51.38%
睿智医药	收入	6.37	7.53	8.14	8.75	8.99	9.86
	增速		18.21%	8.10%	7.49%	2.74%	9.67%
	毛利率	29.03%	35.83%	43.76%	43.35%	41.87%	42.15%
美迪西	收入	1.64	2.32	2.49	3.25	4.49	6.66
	增速		41.46%	7.33%	30.52%	38.15%	48.19%
	毛利率	36.16%	36.20%	34.30%	36.68%	35.91%	41.07%
成都先导	收入		0.16	0.53	1.51	2.64	2.44
	增速			231.25%	184.91%	74.83%	-7.80%
	毛利率		24.23%	66.62%	82.66%	81.55%	79.36%

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.4 临床CRO：逐季加速恢复，2021年有望迎来高增长

临床CRO业务短期受到一定疫情影响。受疫情影响，2020上半年临床CRO业务增速放缓，目前疫情影响逐步消除，三季度开始临床CRO业务迎来快速恢复，四季度临床CRO业务继续加速恢复。

企业间临床CRO收入体量差距较大。泰格医药作为传统的临床CRO龙头，体量位居首位，药明康德、康龙化成等企业的临床CRO发展时间较短，但发展速度很快，增速也相对较高。从毛利率角度来看，泰格医药和博济医药相对成熟，毛利率较高，药明康德和康龙化成仍处于成长阶段，毛利率仍具有一定的提升空间。

A股CXO企业临床CRO收入及毛利率情况概况（亿元）

临床CRO业务		2015	2016	2017	2018	2019	2020
药明康德	收入	3.50	2.06	3.56	5.85	10.63	11.69
	增速			-41.14%	72.82%	64.33%	9.98%
	毛利率	16.57%	20.33%	29.28%	29.29%	24.32%	14.59%
康龙化成	收入		1.48	2.25	3.48	4.56	6.29
	增速			52.03%	54.67%	31.03%	37.94%
	毛利率		8.13%	15.34%	25.33%	24.97%	18.78%
泰格医药	收入	9.57	11.75	16.87	23.01	28.03	31.92
	增速		22.78%	43.57%	36.40%	21.82%	13.88%
	毛利率	44.12%	38.03%	42.94%	43.11%	46.48%	47.43%
博济医药	收入	1.27	0.72	1.31	1.72	2.24	2.60
	增速		-43.31%	81.94%	31.30%	30.23%	16.25%
	毛利率	49.59%	48.66%	27.39%	45.60%	42.53%	43.70%

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.5 CDMO：CDMO业务增长持续加速，企业盈利能力相接近

CDMO业务增长持续加速，企业盈利能力相接近。CDMO企业间收入差距较大，药明康德依托全产业链布局的优势，增速较快，但从盈利能力角度来看，大部分企业的CDMO业务毛利率均在40%以上，其中九洲药业、凯莱英毛利率较高，康龙化成进入时间较晚，毛利率仍有较大提升空间。

A股CXO企业CDMO收入及毛利率概况（亿元）

CDMO业务		2015	2016	2017	2018	2019	2020
药明康德	收入	12.67	16.37	21.09	26.99	37.52	52.82
	增速		29.20%	28.83%	27.98%	39.01%	40.78%
	毛利率	38.07%	43.25%	43.77%	41.55%	39.94%	41.22%
康龙化成	收入	2.96	3.28	5.63	6.46	9.02	12.22
	增速		10.81%	71.65%	14.74%	39.63%	37.94%
	毛利率	34.76%	25.27%	23.59%	21.78%	27.77%	32.73%
凯莱英	收入	8.31	11.03	14.23	18.35	24.6	31.50
	增速		32.73%	29.01%	28.95%	34.06%	28.04%
	毛利率	48.22%	51.60%	51.74%	46.50%	45.50%	46.55%
博腾股份	收入	10.21	13.27	11.84	11.85	15.51	20.72
	增速		29.97%	-10.78%	0.08%	30.89%	33.56%
	毛利率	32.56%	39.66%	36.74%	33.46%	37.84%	41.68%
九洲药业	收入	4.89	4.53	4.37	5.37	7.57	12.93
	增速		-7.36%	-3.53%	22.88%	40.97%	70.82%
	毛利率	55.47%	31.48%	50.62%	45.77%	42.61%	41.34%
药石科技	收入	1.36	1.88	2.73	4.78	6.62	10.22
	增速		38.24%	45.21%	75.09%	38.49%	54.36%
	毛利率	61.13%	66.36%	62.12%	57.82%	51.59%	45.79%
睿智医药	收入	1.29	1.06	1.43	1.96	1.93	2.12
	增速		-17.83%	34.91%	37.06%	-1.53%	9.84%
	毛利率		-	-	-	-	-

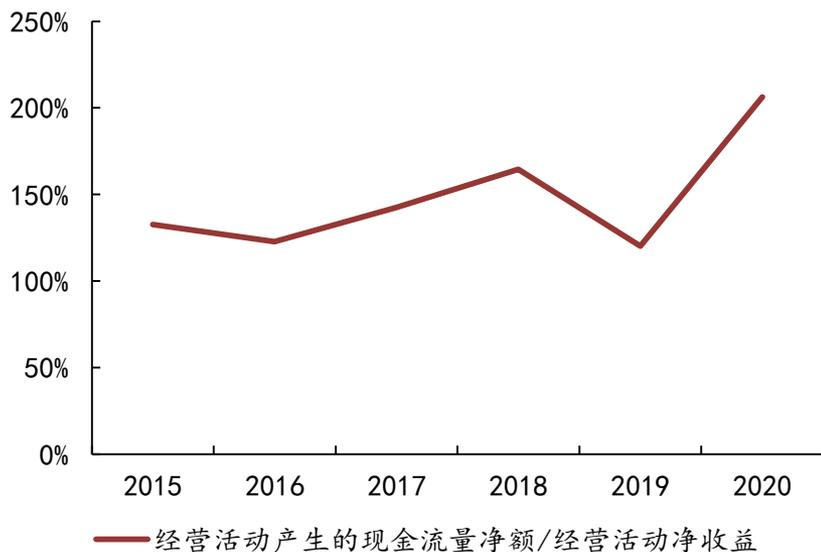
3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.6 非经常性损益占利润比重加大，CXO企业现金流充沛

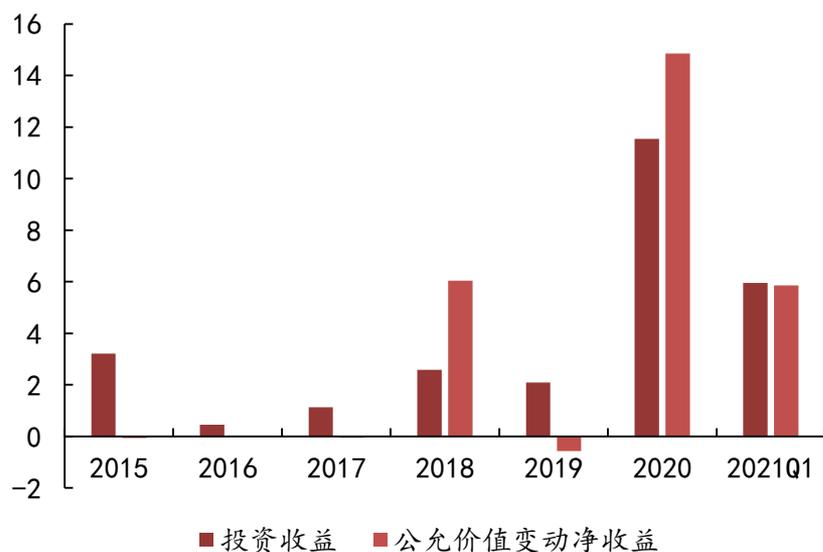
目前我国CXO企业持续打造创新生态圈，投资企业逐步增加，公允价值变动净收益和投资净收益持续上涨，随着部分投资标的的上市，公允价值变动收益快速增加，预计未来公允价值变动净收益和投资净收益对利润影响将逐步增大。

从现金流情况来看，近几年我国CXO企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益保持平稳，但2020年增长较大，达到200%，表明我国CXO企业现金流情况持续向好。

CXO企业现金流情况



CXO企业投资收益和公允价值变动收益



3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.6 非经常性损益占利润比重加大，CXO企业现金流充沛

近几年，我国CXO企业不断在创新领域布局，成立产业基金，投资创新药和创新器械等，其中龙头企业投资较多，经过几年培育，部分项目进入收获阶段，公司投资收益也随着不断增加。同时，随着公司投资公司范围的扩大，数量的增加，投资收益也体现出了逐年稳步增长的态势，如药明康德、泰格医药等龙头企业的投资收益已经成为比较稳定的利润来源，预计未来仍将贡献较大的利润。

CXO企业历年净投资收益情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
凯莱英		22.57	(94.89)	278.65	(227.85)	(26.46)	651.25	(124.27)	(998.22)	(8.79)
博腾股份				0.61	(57.53)	(25.28)	4634.06	782.57	1077.37	1824.32
九洲药业	55.74	996.56	490.63	2451.64	365.52	113.19	(1966.42)	(2300.83)	498.72	1507.62
康龙化成							(170.95)	(1869.21)	15748.92	3827.15
睿智医药		170.56	113.88	463.15	547.65	1726.02	1518.15	79.04	9425.49	431.44
泰格医药		87.44	580.13	574.77	3815.80	5335.32	11885.38	17982.80	28377.32	3236.72
博济医药				61.82	309.06	118.14	428.69	245.53	297.51	(52.52)
药石科技		5.67	25.85	13.99	41.22	(68.46)	(14.28)	90.68	261.43	285.47
昭衍新药	(0.26)	0.63	2.74	(14.85)	(9.16)	185.87	865.54	1322.82	152.37	178.71
药明康德			19537.63	28270.04	(257.26)	3979.38	7963.65	4754.73	60623.12	48377.29

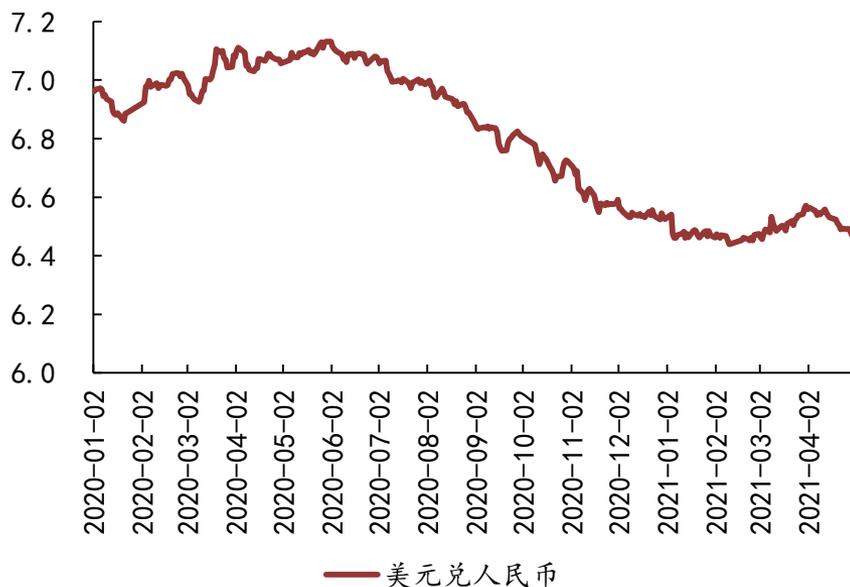
3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.7 汇兑损益总额较大，2020年CXO企业财务费用压力较大

CXO企业收入主要以美元结算，2020年5月开始到2021年3月，人民币持续升值，导致我国CXO企业汇兑损益较大，2021年3月经历短暂贬值后，又继续升值，预计后续人民币升值进一步升值空间较小，CXO企业财务费用有望缓解。

对比来看，2020年药明康德、泰格医药和康龙化成汇兑损益金额达到亿元，相对较大，其他CXO企业汇兑损益也都在千万级别，对业绩影响相对较大，后续需重点关注。

人民币持续升值



CXO企业汇兑损益汇总 (万元)

	2016	2017	2018	2019	2020
凯莱英	(3229.70)	5527.02	337.86	(330.55)	5475.62
博腾股份	(1564.89)	1779.40	(427.28)	(291.06)	3976.78
九洲药业	(1926.31)	2629.62	(1312.69)	43.76	5073.48
康龙化成	(1695.99)	3469.50	(3009.91)	(188.24)	13122.60
睿智医药	(7.24)	26.90	(588.31)	(190.56)	858.58
泰格医药	(736.82)	715.70	(474.98)	(627.18)	14707.74
博济医药		(1.13)	16.72	(0.32)	(0.62)
药石科技	(368.64)	352.07	(503.12)	(251.41)	2364.40
昭衍新药	(73.45)	76.31	(113.12)	(32.26)	337.70
药明康德	(9317.31)	13888.68	(3100.23)	(2066.78)	41111.62

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

3.8 盈利能力逐步提升，昭衍新药、药石科技等ROE较高

ROE整体呈现出增长趋势，未来仍有一定提升空间。从ROE水平来看，2020年昭衍新药、药明康德、博腾股份和九洲药业等几家企业提升显著，ROE提升主要与企业净利润率提升有关，另外如凯莱英、康龙化成和泰格医药等CXO企业ROE水平小幅下降，主要因扩产速度较快，周转率下降有关，另外泰格医药作为临床CRO龙头，疫情中受影响相对较大，ROE出现明显下降。

CXO历年ROE情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
昭衍新药	26.82%	22.10%	20.57%	17.99%	24.35%	30.78%
药石科技	17.85%	21.18%	22.84%	22.97%	22.94%	21.76%
泰格医药	17.23%	9.34%	13.89%	17.52%	23.65%	18.68%
凯莱英	18.62%	24.11%	17.93%	18.88%	19.92%	18.16%
康龙化成	26.77%	18.32%	12.28%	15.68%	16.70%	14.13%
药明康德	14.45%	29.10%	21.14%	23.98%	10.57%	12.91%
九洲药业	11.63%	4.40%	5.65%	5.74%	8.52%	12.88%
博腾股份	11.95%	14.30%	8.12%	5.79%	6.25%	10.09%
睿智医药	8.52%	8.74%	7.33%	10.75%	6.20%	6.55%
博济医药	7.19%	0.48%	-5.84%	1.80%	1.58%	3.94%

目 录

1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

5 投资建议

6 风险提示

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

4.1 项目数量快速增长，项目结构趋于合理

从项目数量来看，近几年CDMO企业项目数总量明显快速增加，最多的合全药业已经突破1300个，凯莱英2020年项目总量也达到686个，其次九洲药业为494个，博腾股份为359个，合全药业和凯莱英在项目总量上体现出了明显的龙头优势。

A股CXO企业CDMO项目情况

2017	临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	商业化	其他	总数
合全药业							
凯莱英		97		16	26	189	328
博腾股份		69		9	50		128
九洲药业		219		29	11		259
药明生物	90	62		8	1		161
2018	临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	商业化	其他	总数
合全药业		594		40	16		650
凯莱英		142		24	27	271	193
博腾股份		155		28	84		267
九洲药业		270		35	11		316
药明生物	97	68	26	13	1		205
2019	临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	商业化	其他	总数
合全药业		939		40	21		1000
凯莱英		152		39	30	328	549
博腾股份		187		34	87		308
九洲药业		330		37	11		378
药明生物	121	85	27	16	1		250
2020	临床前	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	商业化	其他	总数
合全药业		1241		45	28		1314
凯莱英		199		42	32	413	686
博腾股份		224		41	94		359
九洲药业		438		40	16		494
药明生物	141	93	32	19			285

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

4.1 合同负债快速增长，订单情况充沛

从合同负债来看，近几年CXO企业合同负债快速增加，其中康龙化成、泰格医药、昭衍新药和药明康德等公司增长显著，与公司业务模式和产业地位等有一定关系。整体来看，合同负债作为订单和业绩的先行指标之一，快速增长的趋势反映出订单情况良好。

A股CXO企业合同负债情况（亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
凯莱英	0.01	0.03	0.02	1.09	0.00	0.15	0.20	0.90
博腾股份	0.01	0.01	0.03	0.09	0.13	0.15	0.24	0.29
九洲药业	0.08	0.05	0.05	0.05	0.09	0.18	0.20	0.23
康龙化成		0.27	0.44	0.83	1.07	1.87	2.72	4.73
睿智医药	0.02	0.03	0.03	0.01	0.02	0.43	0.48	0.58
泰格医药	0.21	0.31	0.76	1.40	2.44	3.29	3.98	4.85
博济医药	0.45	0.50	0.48	0.55	0.78	0.88	0.83	1.30
药石科技	0.04	0.02	0.07	0.06	0.11	0.36	0.09	0.57
昭衍新药	0.79	1.23	1.60	2.06	2.67	3.39	3.35	5.84
药明康德		1.64	2.33	3.96	6.04	6.82	8.97	15.81

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

4.2 在建工程高速增长，反映出订单较为饱满

从在建工程增速来看，2020年睿智医药、康龙化成、博腾股份和泰格医药等几家企业增速较快，凯莱英和药明康德也都保持在30%的增速。

整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业 在建工程增速

	2016	2017	2018	2019	2020
睿智医药	-61.83%	-46.57%	341.37%	285.44%	628.94%
康龙化成	94.10%	74.30%	-87.96%	522.73%	277.68%
博腾股份	-87.19%	-12.44%	-2.43%	43.29%	198.74%
泰格医药					145.81%
凯莱英	246.62%	-49.49%	189.70%	17.43%	86.22%
药明康德	-23.91%	18.46%	80.99%	36.98%	47.54%
昭衍新药	-8.65%	-13.91%	61.90%	-55.64%	37.72%
药石科技			32.33%	1099.34%	34.70%
九洲药业	14.01%	-41.54%	32.41%	114.24%	12.84%
博济医药	1702.26%	-3.83%	-96.58%	601.69%	-80.50%

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

4.2 固定资产（原值）增速较高，反映出订单较为饱满

从固定资产（原值）增速来看，2020年药明康德、凯莱英、泰格医药和药石科技等几家企业增速较快，康龙化成和博腾股份也都保持在20%的增速。

整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业固定资产（原值）增速

	2016	2017	2018	2019	2020
药明康德			21.82%	24.01%	27.51%
凯莱英	11.05%	41.94%	21.67%	32.77%	22.45%
泰格医药	7.32%	6.35%	28.16%	7.27%	19.84%
药石科技		20.50%	36.94%	20.19%	14.86%
康龙化成			31.87%	12.04%	14.84%
博腾股份	48.89%	12.70%	-13.55%	9.77%	13.44%
昭衍新药		3.34%	23.23%	37.69%	12.51%
睿智医药	6.11%	11.90%	174.10%	18.27%	12.38%
九洲药业	8.20%	7.36%	5.20%	95.87%	5.52%
博济医药	14.01%	64.77%	57.54%	1.81%	3.16%

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

4.3 员工数量快速增长，凯莱英、康龙化成增速相对较快

员工总数来看，药明康德位居首位，其次为康龙化成、泰格医药、凯莱英等，员工总数分别为26411人、6032人和5477人，另外博腾股份、九洲药业员工总数也相对较多。从增速来看，2020年昭衍新药、康龙化成和凯莱英员工增速较快，其中凯莱英、康龙化成增速均超过40%，较快的人数增长表明企业订单充足，对未来发展充满信心。

A股CXO企业员工总数情况

企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
凯莱英	1,106	1,180	1,343	1,703	2,040	2,682	3,291	3,840	5,477
增速		6.69%	13.81%	26.81%	19.79%	31.47%	22.71%	16.68%	42.63%
博腾股份	813	991	1,248	1,587	1,727	1,784	1,642	2,077	2,635
增速		21.89%	25.93%	27.16%	8.82%	3.30%	-7.96%	26.49%	26.87%
九洲药业	2,310	2,388	2,590	3,205	3,129	3,011	2,943	2,998	3,586
增速		3.38%	8.46%	23.75%	-2.37%	-3.77%	-2.26%	1.87%	19.61%
康龙化成			2,353	3,146	4,124	5,166	6,171	7,393	11,012
增速				33.70%	31.09%	25.27%	19.45%	19.80%	48.95%
睿智医药							2,428	2,439	2,657
增速								0.45%	8.94%
泰格医药	692	913	1,444	1,845	2,422	3,214	3,898	4,959	6,032
增速		31.94%	58.16%	27.77%	31.27%	32.70%	21.28%	27.22%	21.64%
博济医药	252	264	294	420	440	501	616	651	715
增速		4.76%	11.36%	42.86%	4.76%	13.86%	22.95%	5.68%	9.83%
药石科技		153	199	267	467	427	512	652	763
增速			30.07%	34.17%	74.91%	-8.57%	19.91%	27.34%	17.02%
昭衍新药	419	490	495	552	628	672	817	1,224	1,483
增速		16.95%	1.02%	11.52%	13.77%	7.01%	21.58%	49.82%	21.16%
药明康德			8,739	9,291	11,613	14,763	17,730	21,744	26,411
增速				6.32%	24.99%	27.12%	20.10%	22.64%	21.46%

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

4.3 人均创收持续增长，药石科技、昭衍新药增长较快

人均创收持续增长，CDMO企业人均创收较高。整体来看，药石科技、昭衍新药增长较快，超过30%。横向对比来看，药石科技人均创收最高，2020年超过133万元/人/年，其次，博腾股份、九洲药业、凯莱英等CDMO企业人均创收也相对较高，药明康德、睿智医药、泰格医药、昭衍新药和博济医药等CRO业务占比较大的企业，人均创收水平则相对较低。

A股CXO企业员工人均创收对比

企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
药石科技		38.27	38.51	50.99	40.34	63.99	93.41	101.57	133.97
			0.64%	32.39%	-20.88%	58.64%	45.97%	8.74%	31.90%
博腾股份		74.10	79.11	64.35	76.82	66.37	72.16	74.69	78.63
			6.75%	-18.66%	19.38%	-13.60%	8.72%	3.51%	5.28%
九洲药业	49.50	54.84	49.66	45.07	52.83	57.04	63.28	67.27	73.82
		10.79%	-9.45%	-9.24%	17.23%	7.96%	10.94%	6.31%	9.73%
凯莱英	38.37	46.00	53.33	48.77	54.08	53.06	55.75	64.06	57.51
		19.87%	15.94%	-8.54%	10.88%	-1.89%	5.08%	14.90%	-10.23%
药明康德			47.37	52.56	52.67	52.60	54.22	59.20	62.61
				10.95%	0.20%	-0.13%	3.09%	9.18%	5.76%
泰格医药	36.75	36.86	43.25	51.87	48.49	52.49	59.02	56.53	52.92
		0.29%	17.35%	19.92%	-6.51%	8.24%	12.44%	-4.22%	-6.39%
睿智医药							41.06	54.44	55.76
								32.59%	2.42%
昭衍新药	23.24	29.35	37.34	37.43	38.50	44.83	50.04	52.24	72.55
		26.29%	27.20%	0.25%	2.87%	16.44%	11.61%	4.40%	38.89%
康龙化成			33.59	35.86	39.63	44.41	47.13	50.82	46.62
				6.74%	10.52%	12.06%	6.12%	7.84%	-8.27%
博济医药	49.84	51.67	48.94	30.15	16.40	26.10	27.93	34.42	36.43
		3.68%	-5.29%	-38.39%	-45.61%	59.15%	7.02%	23.24%	5.84%

目 录

1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

5 投资建议

6 风险提示

5 投资建议

5.1 推荐平台型CXO公司以及业绩高增长的标的

成本优势推动下，海外CXO产能持续向我国转移，同时国内创新药崛起进一步为CXO行业带来增量空间，预计CXO板块业绩有望保持高速增长，且确定性较高，建议关注产业链布局一体化的平台型CXO企业。推荐实现CRO+CDMO一体化的龙头企业药明康德，小分子CDMO凯莱英、博腾股份和九洲药业，建议关注康龙化成、泰格医药和睿智医药等。

CXO板块公司盈利预测

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）			归母净利润增速			EPS（元）			PE			评级
				2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	2021E	
603259	药明康德	3573	158.75	40.10	52.98	71.34	35.49%	32.10%	34.65%	1.63	2.15	2.89	97.39	73.84	54.93	买入
300347	泰格医药	1317	156.51	19.44	23.48	28.12	11.10%	20.78%	19.80%	2.23	2.69	3.22	70.18	58.18	48.61	持有
300759	康龙化成	1220	162.19	14.41	19.41	25.86	22.95%	34.67%	33.23%	1.81	2.44	3.26	89.61	66.47	49.75	买入
002821	凯莱英	776	328.9	9.89	13.14	17.27	37.00%	32.90%	31.40%	4.08	5.42	7.12	80.61	60.68	46.19	买入
603127	昭衍新药	390	152.55	4.25	5.66	7.41	35.08%	33.10%	30.94%	1.55	2.07	2.71	98.42	73.70	56.29	买入
603456	九洲药业	334	43.26	6.02	7.96	10.31	58.30%	32.27%	29.48%	0.72	0.96	1.24	60.08	45.06	34.89	买入
300363	博腾股份	286	55.36	4.40	5.99	8.04	35.78%	36.16%	34.09%	0.81	1.11	1.48	68.35	49.87	37.41	买入
300725	药石科技	273	144	2.85	4.08	5.54	54.79%	43.36%	35.56%	1.43	2.05	2.77	100.70	70.24	51.99	买入

目 录

1 CXO复盘：股价表现较好，估值一直处于较高水平

2 研发投入和在研药物数量持续快速增长，行业景气度保持较高水平

3 业绩延续高增长，CDMO业务显著提速

4 订单、固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

5 投资建议

6 风险提示

6 风险提示

- CXO行业产能转移不及预期风险；
- CXO企业订单不及预期风险；
- CXO企业订单波动风险；
- 汇率波动风险；
- 其他医药行业政策风险等。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn