

CXO行业跟踪报告： 行业维持高景气，龙头公司空间广阔

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师：周新明
执业证书编号：S0600520090002
2021年05月23日

- **2020年以来CXO板块走势较好，板块内多数个股显著跑赢大盘与行业指数**：2020年年初以来，CXO板块股价表现良好，行业受疫情影响较小，显示出强大的抗风险能力和成长潜力。板块中大部分个股相对大盘及医药指数具有超额收益。进入2021年，美迪西领涨CXO板块，药明康德、康龙化成、凯莱英等龙头同样表现出色。股价背后是CXO公司基本面的支撑：2020年A股12家CXO公司营业收入总额同比增长29.1%，扣非归母净利润总额增长33.4%。2021Q1营业收入总额增长57.2%，扣非后归母净利润总额增长117.6%，业绩喜人。
- **行业短期景气度持续向上**：CXO企业的订单直接来自上游药企与Biotech公司的研发投入。从药企研发支出看，2020年全球药物研发支出达到1878亿美元，继续稳健增长，而代表性Top10药企2021Q1研发费用总计95.4亿美元，同比增长9.7%，维持较高水平。2021Q1全球医疗健康产业融资额（天使轮至IPO前）1954亿元，同比增长132.3%，创历史新高；中国该融资额为494亿元，同比增长203.1%，同样创历史新高；若考虑Biotech公司的风投融资，2021Q1共92轮合计71.3亿美元的融资金额同样创下历史之最。我们认为全球创新药研发热情并未消退，反而因新冠药物的开发再掀热潮，带动CXO公司订单获取。
- **从国内CXO企业先行指标看，企业扩张趋势显著**：选取预收账款+合同负债、企业人员数量及硕士以上学历员工占比、在手订单金额以及在建工程和在建工程/固定资产等，我们发现国内CXO企业上述指标的2021Q1的高位提示企业仍处于快速扩张期，尤其是龙头公司扩张意愿明显。在上游订单饱满的情况下，企业人员增长、产能增加配合运营效率和能力的提升使得中国CXO企业综合竞争力不断加强。
- **长期看，我们认为未来全球最大的CXO公司大概率出现在中国**。中国具备造就全球最大的CXO的天时、地利、人和的土壤，我们测算了中国CXO领域几大细分龙头，2019-2029年各家公司有望达8~12倍的收入增幅，其中药明生物29年收入599亿（10年15倍）、药明康德29年收入1035亿（10年8倍），届时很可能成为全球最大的CXO公司。从发展阶段来看，中国CXO企业已进入产业链延伸、重资产投入、深度绑定客户需求的阶段，未来依靠对医药研发的理解、合成发酵等技术的领先不断提升自身能力，中国特色CXO成长之路明晰。
- **投资建议**：综上所述，我们推荐（1）CXO一体化龙头药明康德、凯莱英、康龙化成，关注药明生物、泰格医药；（2）各细分领域优势企业九洲药业、药石科技、昭衍新药，关注博腾股份。
- **风险提示**：逆全球化风险；竞争加剧导致盈利能力下降；行业景气度受外部冲击导致不及预期。

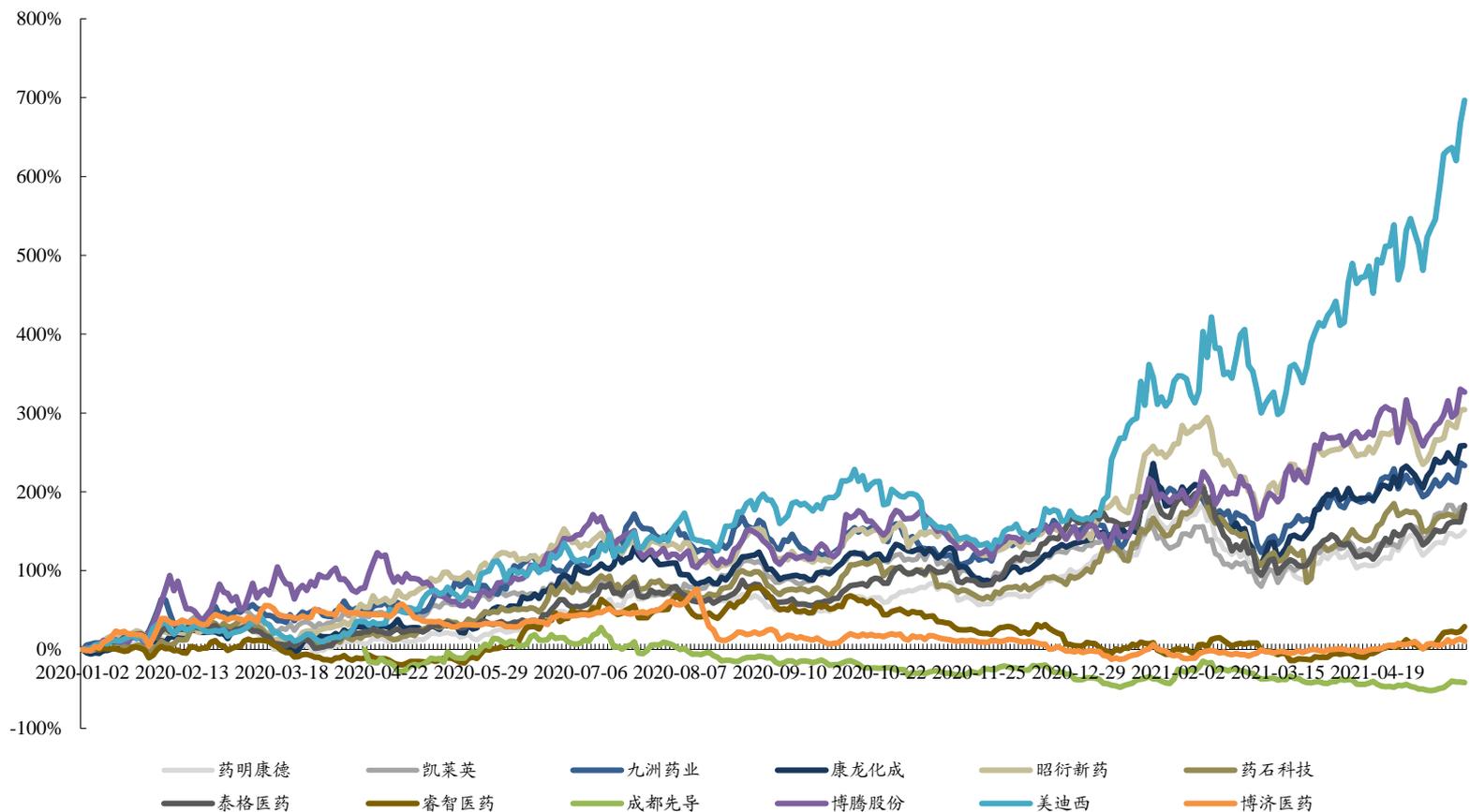
- 一、CXO行业行情与基本面回顾
- 二、2021年一季度CXO景气度持续向上
- 三、CXO企业先行指标跟踪
- 四、中国特色的CXO成长之路
- 五、重点推荐标的
- 六、风险提示

一、CXO板块行情与基本面回顾

1.1 行情回顾——CXO板块涨势不减

- **2020年以来CXO板块股价走势亮眼**：自2020年年初以来，CXO板块公司股价走势一路向好，行业受疫情影响较小，甚至受益订单转移表现出逆势上涨，显示出强大的抗风险能力和成长潜力。进入2021年后，CXO各股再次迎来涨势，龙头公司药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英等保持稳定上涨。美迪西增长势头强劲，股价相比2020年初上涨近7倍；博腾股份、昭衍新药、九洲药业等CXO公司同样表现亮眼。

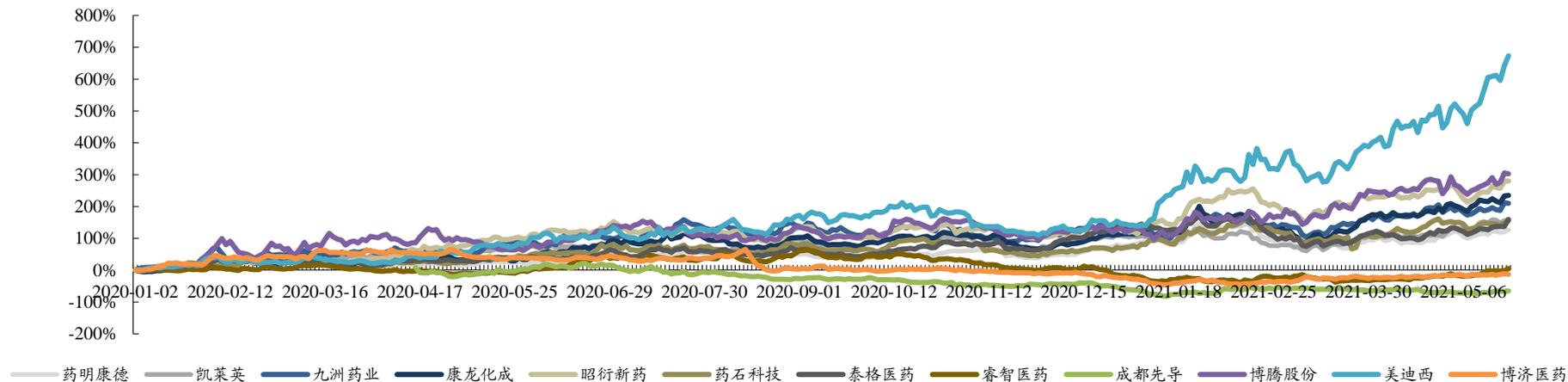
A股上市CXO公司股价涨跌幅复盘（2020.1.2-2021.5.21）



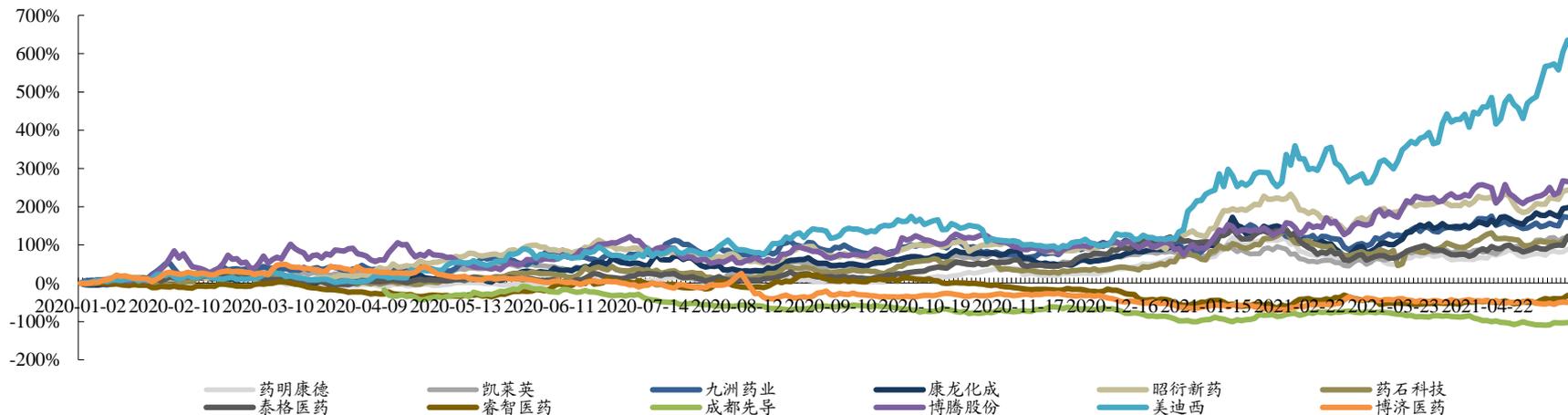
1.1 行情回顾——大部分CXO个股实现超额收益

➤ **相对沪深300指数及申万医药生物行业指数涨跌幅**：除睿智医药、成都先导、博济医药外，CXO个股相对沪深300指数与医药生物（申万）指数的超额收益率均为正，美迪西一枝独秀。

A股上市CXO公司超额收益率（个股相对于沪深300指数涨跌幅）



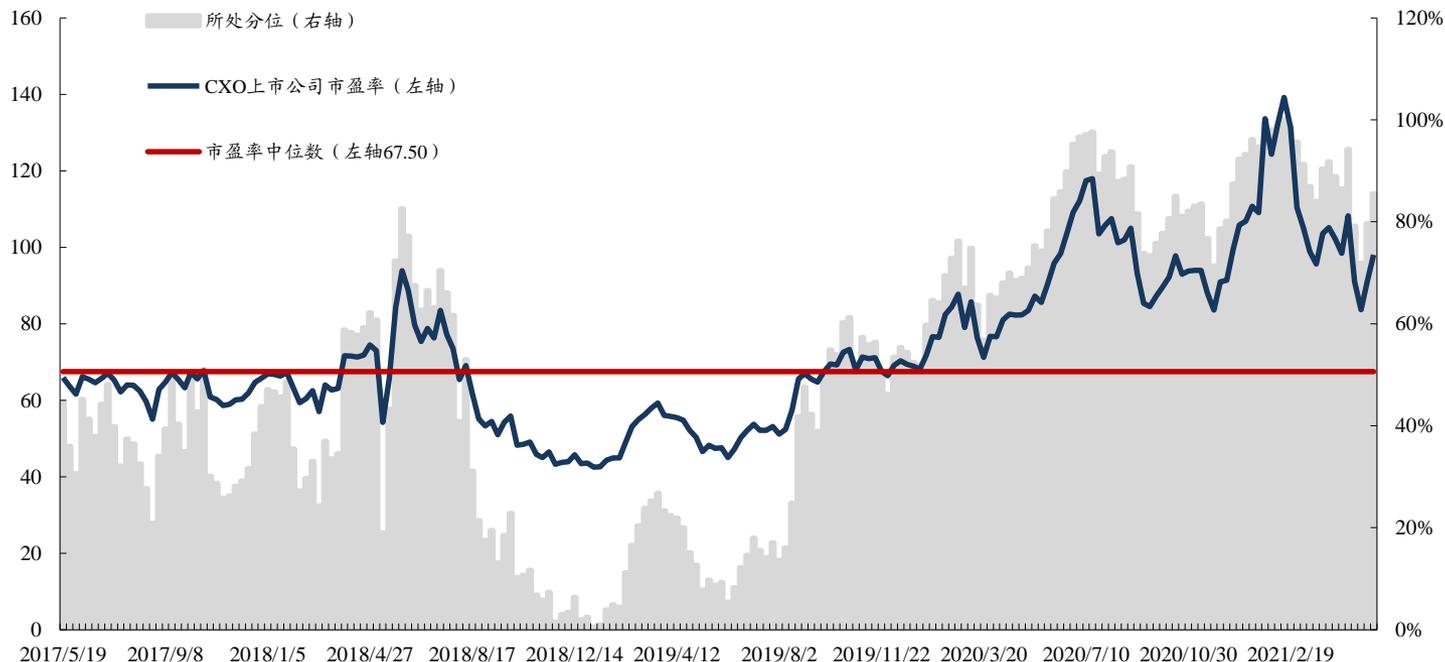
A股上市CXO公司超额收益率（个股相对于申万医药生物指数涨跌幅）



1.1 行情回顾——板块市盈率高于历史中位数，处于80%历史分位

➤ **当前估值略高于历史市盈率平均值，行业开始步入放量增长阶段**：我们定义A股CXO板块包含药明康德、凯莱英、九洲药业、康龙化成、昭衍新药、药石科技、泰格医药、睿智医药、成都先导、博腾股份、美迪西、博济医药12支个股，则回顾自2017年5月19日以来的A股CXO板块市盈率变化情况，估值高点出现在2021年2月，为139倍；最低值出现在2019年1月，为42倍。截至2021年5月21日，板块市盈率为98倍，高于67倍的历史中位数，处于85%的高历史估值分位，主要系2020年以来行业高景气度带动的估值上行。

A股CXO上市公司市盈率（倍，左轴）及所处历史分位（%，右轴）

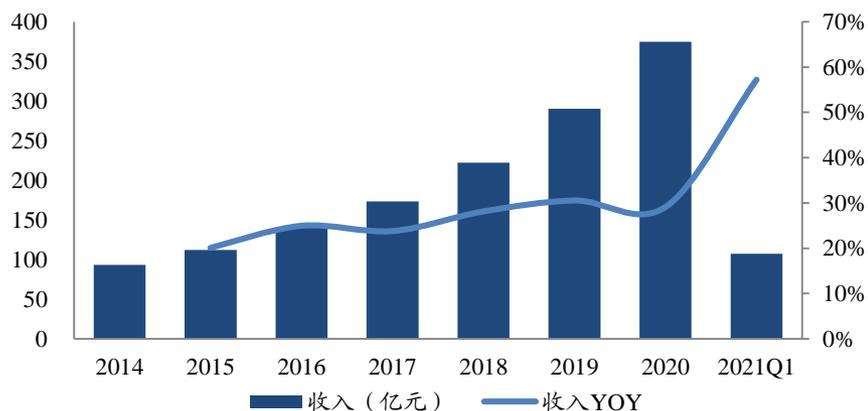


资料来源：Wind，东吴证券研究所整理，定义A股CXO板块包含药明康德、凯莱英、九洲药业、康龙化成、昭衍新药、药石科技、泰格医药、睿智医药、成都先导、博腾股份、美迪西、博济医药12支个股，PE为TTM（整体法，剔除负值），股价截止2021年5月21日

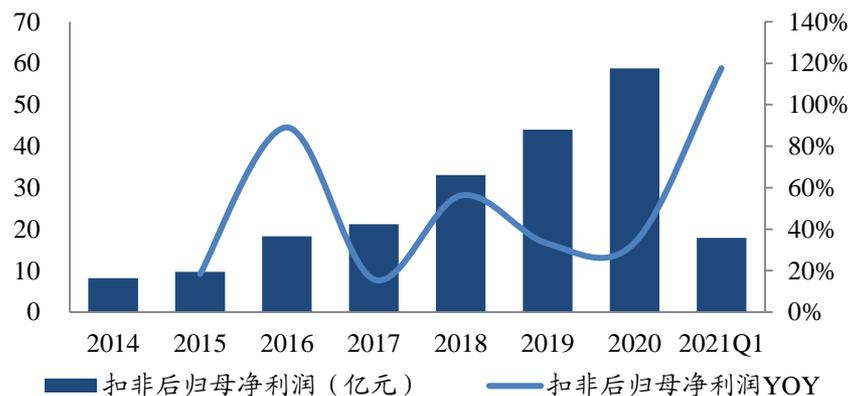
1.2 基本面良好——CXO企业2021Q1业绩亮眼

- 12家CXO公司2020年收入总额同比增速29.1%、归母净利润总额同比增速为67.4%，扣非归母净利润总额同比增速为33.4%；2021Q1收入总额同比增速57.2%、归母净利润总额增速为207.0%、扣非归母净利润总额增速为117.6%；与2019Q1比较来看，2021Q1收入增速为79.9%，归母净利润总额增速为218.5%，CAGR分别为34.1%与78.5%，行业维持较高增长速度。
- 2021Q1 CXO板块收入端显著提速，主要系行业持续高景气，且临床CRO等服务逐步从2020年疫情中恢复。若药明康德使用更能反映实际经营业绩的经调整Non-IFRS归母净利润，则其2021Q1经调整non-IFRS归母净利润同比增速为63.6%，CXO板块2021Q1净利润同比增速调整为87.9%，依然实现较高增长。

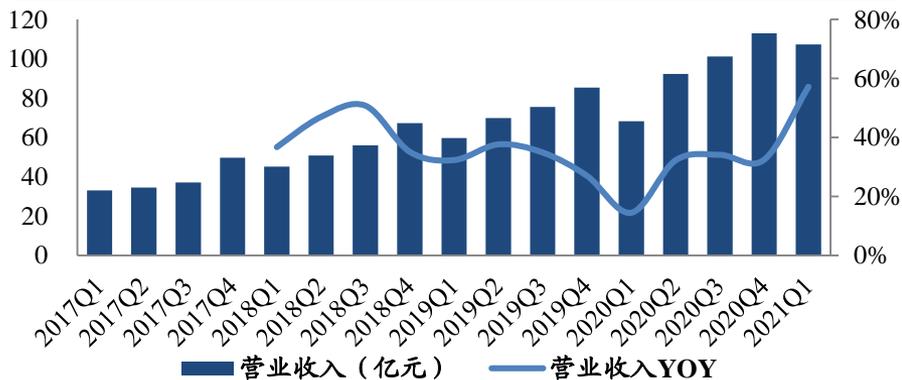
A股12家上市CXO公司营业收入（亿元）



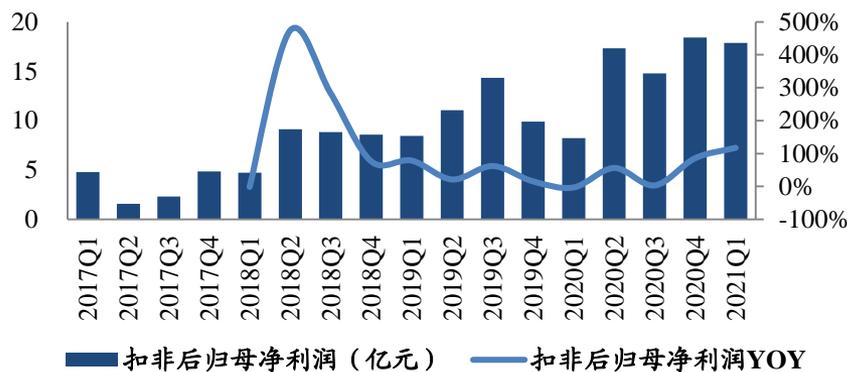
A股12家上市CXO公司扣非归母净利润（亿元）



A股12家上市CXO公司营业收入（2017Q1-2021Q1）



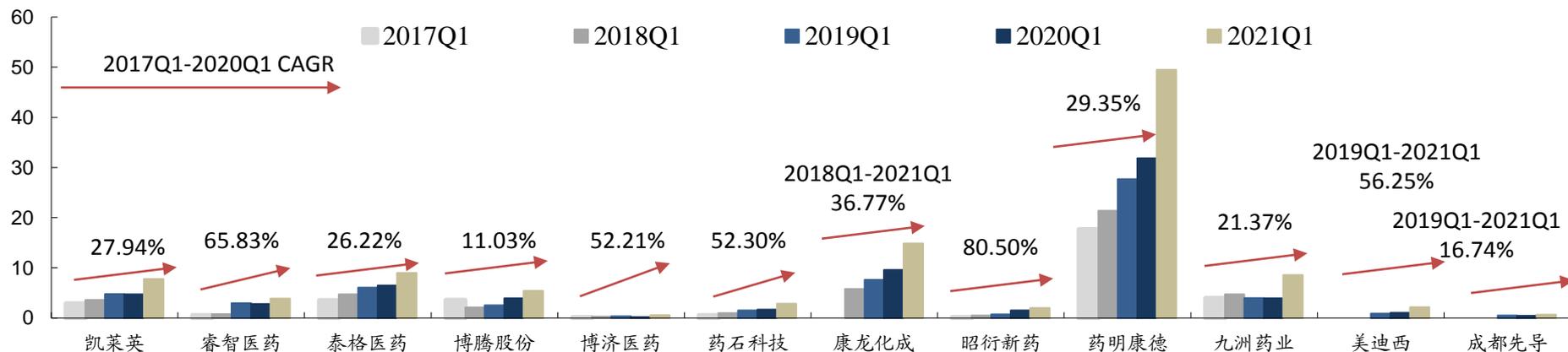
A股12家上市CXO公司归母净利润（2017Q1-2021Q1）



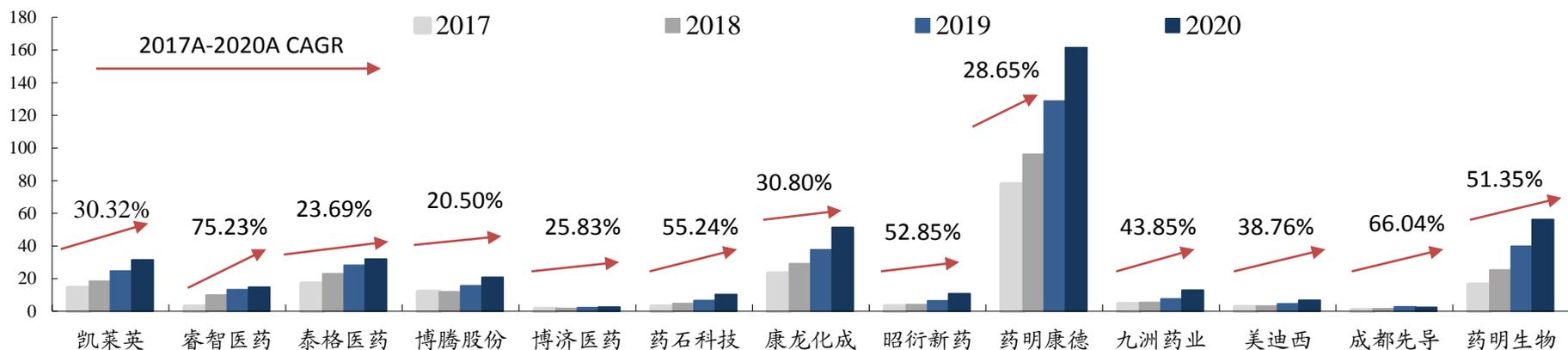
1.2 基本面良好——CXO企业2021Q1业绩亮眼

➤ **收入端，行业龙头增长势头强劲：**业绩方面，国内CXO绝对龙头药明康德收入持续增长，2021Q1业绩实现大幅增长，营收同比2020Q1增长56.25%，创2017年以来一季度同比增速新高。泰格医药、凯莱英、康龙化成等细分行业龙头行业同样实现高增长。

2017Q1-2021Q1主要CXO公司营收（亿元）及增速



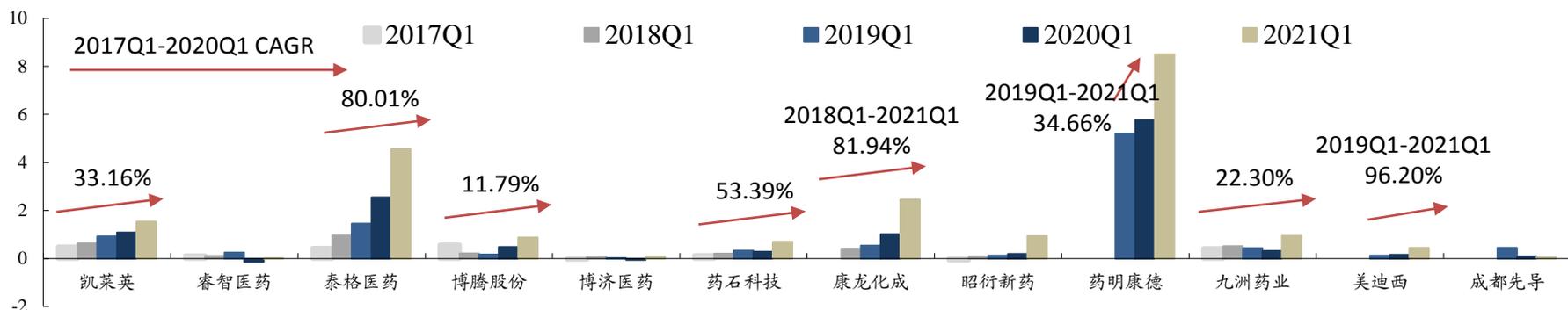
2017-2020年主要CXO公司营业收入（亿元）及增速



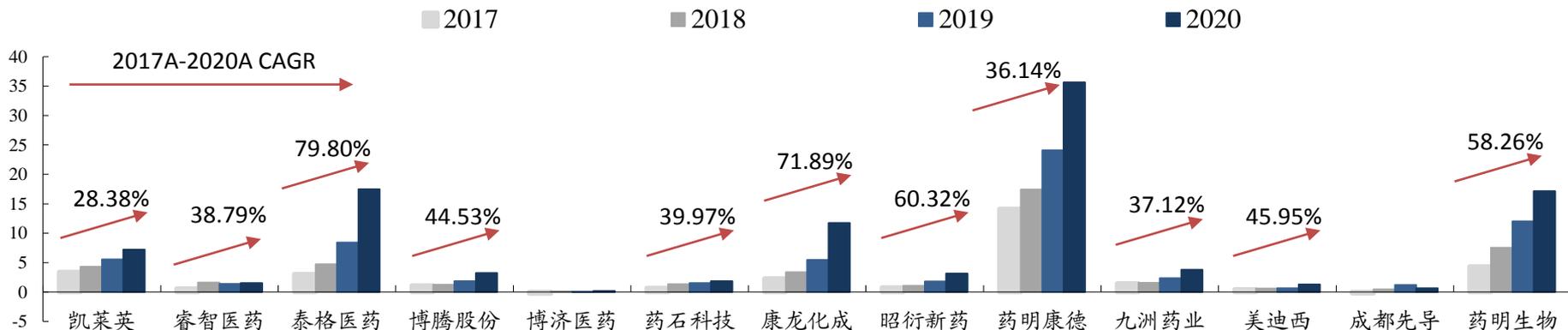
1.2 基本面良好——CXO企业2021Q1业绩亮眼

➤ **利润端，行业内公司业绩普遍提速：** CXO行业内公司归母净利润持续增长，2021Q1业绩普遍较之前年份有所提速。其中龙头公司药明康德2021Q1实现经调整Non-IFRS归母净利润9.43亿元，同比增长63.6%，创下CXO公司业绩一季度内生增长的新记录。

2017Q1-2021Q1主要CXO公司归母净利润（亿元）及增速



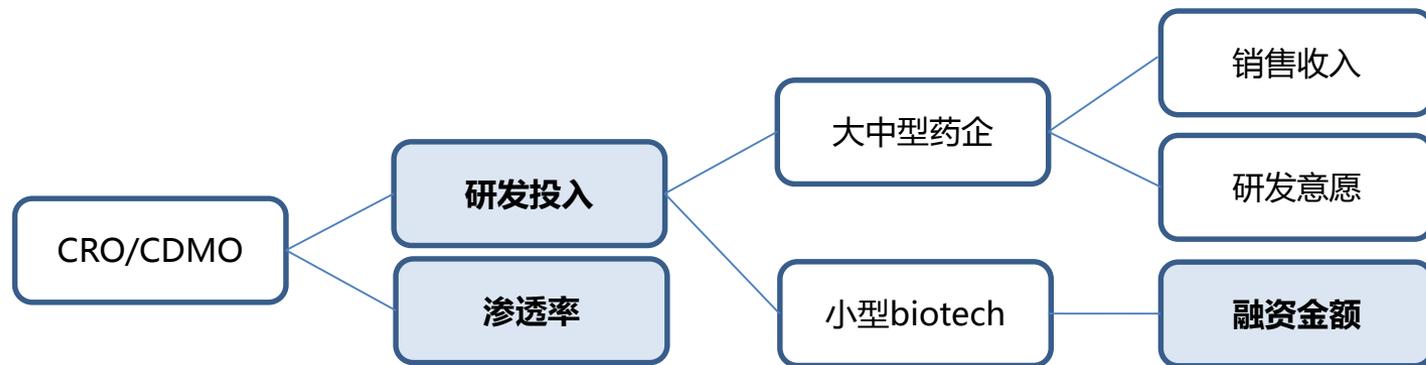
2017-2020年主要CXO公司归母净利润（亿元）及增速



二、2021年一季度CXO行业景气度仍在向上

影响CRO/CDMO行业的变量

➤ CRO市场空间取决于下游药企的研发投入和CRO的渗透率，为新药研发的强β变量（主营和投资）。



CMO/CDMO行业的影响变量

	big pharma	biotech
变量1：下游研发投入	取决于销售额和研发意愿	取决于融资金额
变量2：渗透率	渗透率相对低，临床前CRO看重技术、临床CRO和临床 CDMO看重效率，CDMO商业化环节注重效率和成本	渗透率相对较高，全流程需求

2.1 全球新药研发支出稳步向上，Big Pharma研发投入持续增加

➤ 根据EvaluatePharma统计，全球药物研发支出2020年达到1878亿美元，继续稳健增长。**2016-2020年CAGR为4.18%，而2021-2026年预计CAGR为3.55%。**

➤ **观察全球具代表性前十大药企研发费用，稳步上行。**2021Q1，我们选取全球具代表性的前十大药企，其研发费用总计192.8亿美元，同比增长9.7%。单从一季度数据来看，2017Q1-2021Q1连续5年CAGR为7.27%，增长势头强劲。

2017-2021Q1全球前十大药企研发费用（十亿美元）

	强生	辉瑞	诺华	默沙东	GSK	艾伯维	赛诺菲	吉利德	礼来	BMS
Q1 2017	2.07	1.72	2.00	1.82	1.15	1.11	1.39	0.93	1.26	1.11
Q2 2017	2.30	1.78	2.05	1.77	1.36	1.22	1.50	0.86	1.27	1.19
Q3 2017	2.59	1.86	2.07	1.79	1.19	1.20	1.58	0.79	1.34	1.19
Q4 2017	3.64	2.31	2.39	2.09	1.33	1.32	1.72	1.15	1.49	1.41
Q1 2018	2.40	1.74	1.98	1.79	1.23	1.19	1.57	0.92	1.11	1.17
Q2 2018	2.64	1.79	2.13	1.93	1.19	1.32	1.76	1.02	1.27	1.34
Q3 2018	2.51	1.99	2.15	2.07	1.27	1.21	1.70	0.94	1.28	1.26
Q4 2018	3.22	2.44	2.17	2.12	1.33	1.37	1.91	1.01	1.39	1.35
Q1 2019	2.86	1.69	2.30	1.96	1.29	1.20	1.57	1.06	1.23	1.30
Q2 2019	2.67	1.83	2.06	2.18	1.36	1.23	1.78	1.16	1.40	1.28
Q3 2019	2.60	1.94	2.20	2.22	1.45	1.23	1.51	1.03	1.38	1.38
Q4 2019	3.23	2.47	2.21	2.37	1.52	1.33	1.87	1.10	1.58	2.10
Q1 2020	2.58	1.73	2.06	2.16	1.41	1.37	1.48	1.10	1.39	2.29
Q2 2020	2.71	1.90	2.02	2.16	1.47	1.33	1.49	1.19	1.39	2.18
Q3 2020	2.84	2.36	2.16	2.27	1.38	1.51	1.54	1.16	1.47	2.50
Q4 2020	4.03	3.07	2.32	2.65	1.75	1.75	1.81	1.58	1.84	2.81
Q1 2021	3.15	2.01	2.15	2.44	1.52	1.51	1.53	1.06	1.68	2.23

资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

全球新药研发总支出（十亿美元）与增速



资料来源：EvaluatePharma，东吴证券研究所

全球前十大药企研发总费用（十亿美元）与增速

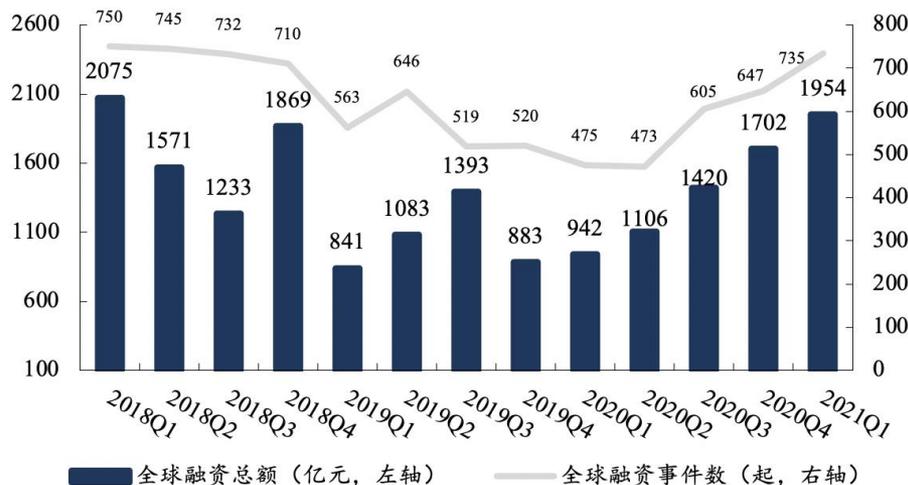


资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.2 全球医疗健康产业融资方兴未艾

- 从融资规模看，全球医疗健康产业领域投资方兴未艾，2021单Q1全球融资总额处于历史高位。根据动脉网数据，2021年Q1全球医疗健康融资额同比翻番，达1954亿元，处于历年Q1高位。
- 从融资数来看，2021Q1融资事件密集，且大额融资交易频繁。根据动脉网统计，本季度共发生735起融资事件，其中98起规模过亿美元，近5成融资为千万级美元规模。

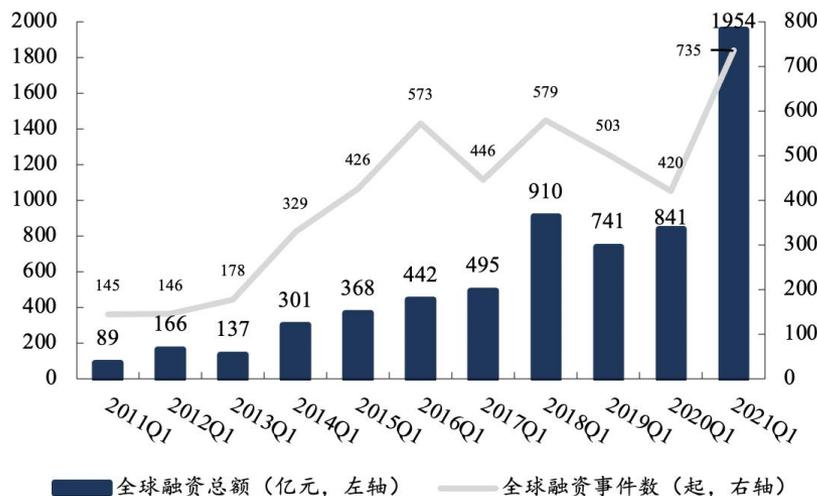
全球医疗健康产业近两年分季度融资额与融资数



全球医疗健康产业融资总额及事件数



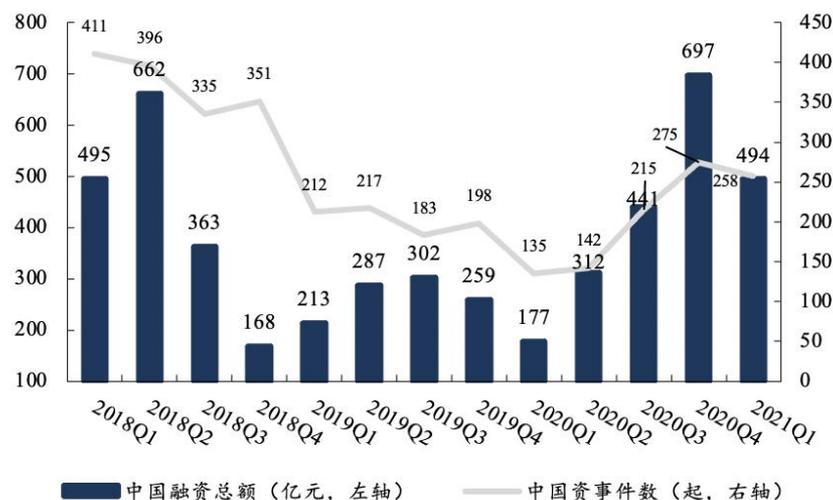
全球历年一季度医疗健康产业融资总额及事件数



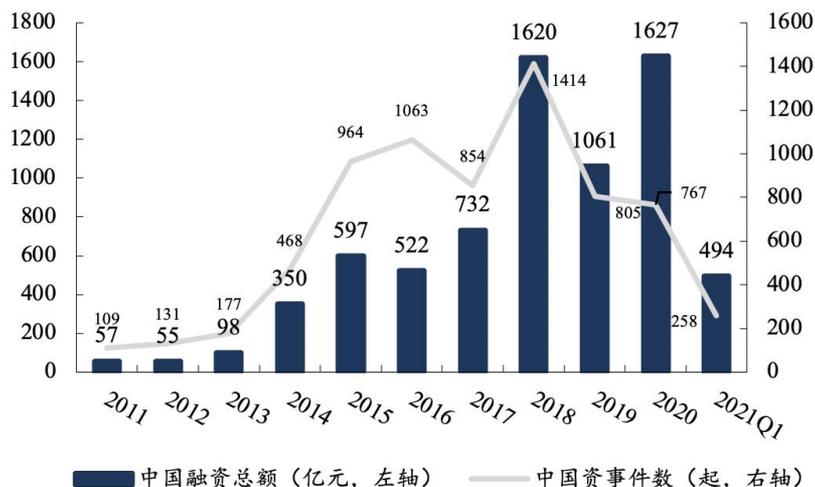
2.2 国内医疗健康产业融资同样升温

- **中国医疗健康领域投融资趋势与全球一致，2021Q1升温。**2021Q1，中国医疗健康产业融资总额达494亿元人民币，共有258起融资事件，相比2020Q1，中国医疗健康领域融资总额同比增长203%，融资事件数同比增长148%。中国医药健康融资同样升温明显，2018年后趋于严峻的融资环境有所缓解，新的医疗健康领域融资的持续增长趋势已然显现。

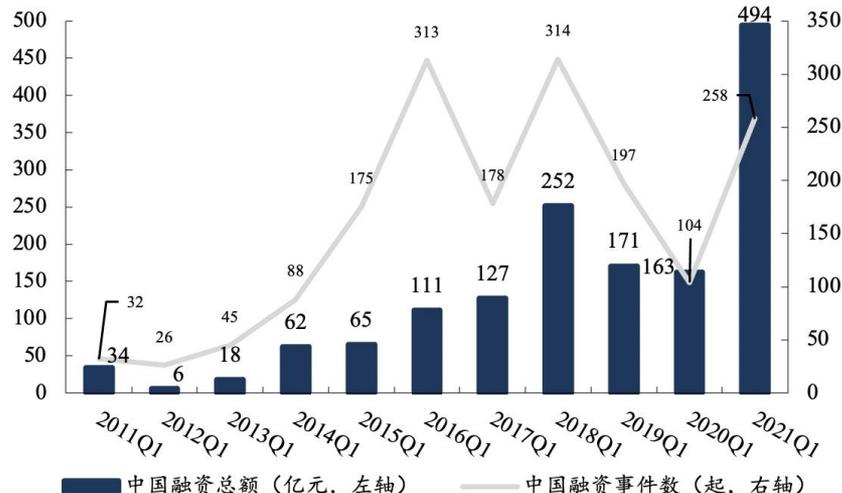
中国医疗健康产业近两年分季度融资额与融资数



中国医疗健康产业融资总额及事件数



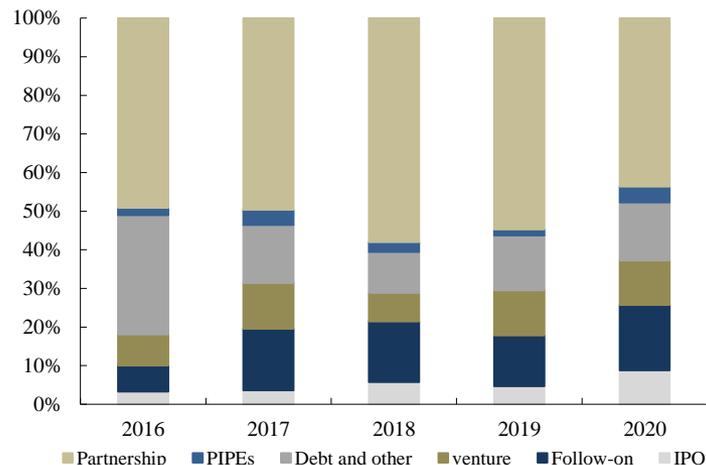
中国历年一季度医疗健康产业融资总额及事件数



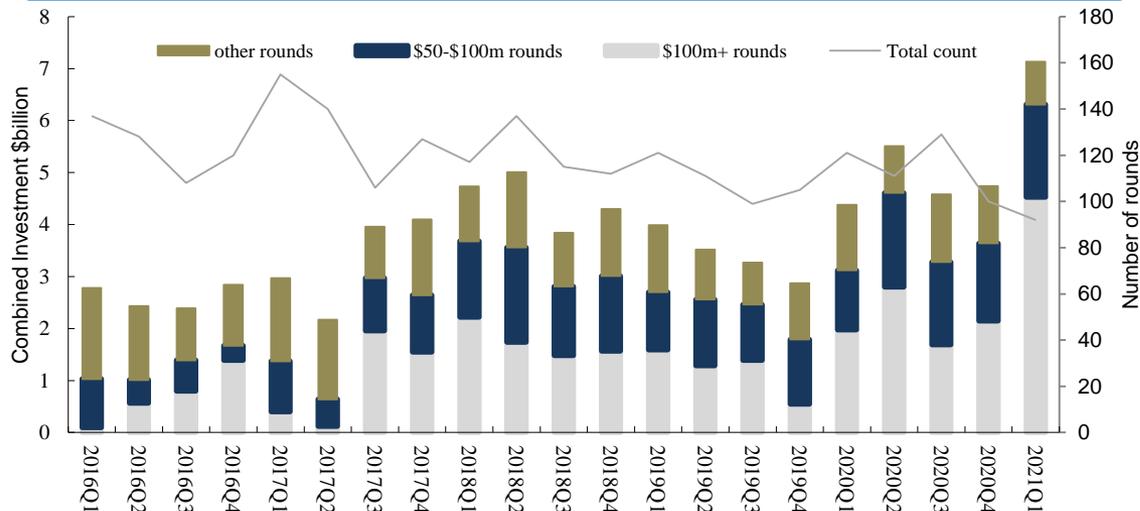
2.2 Biotech公司融资高额增长，21Q1风投创新高

- 考虑IPO及二级市场融资，2020年全球Biotech公司的融资总额高速增长。根据Nature Biotechnology统计的六种融资方式（IPO，增发，风险投资，债券融资，私募股权和合伙），2020年全球Biotech公司融资总额为2507.3亿美元，同比2019大幅增长43.38%，创历史新高。2016-2020 CAGR为13.3%，增长势头强劲。
- 在上述六种融资方式中，合伙、债权融资以及增发三种模式在2016-2020年间占比较大。一级市场风投方面，生物制药公司的融资轮数逐渐降低，但融资额（尤其是100万美元以上融资额）于2021年Q1显著增加，显示出“赢者通吃”的局面。

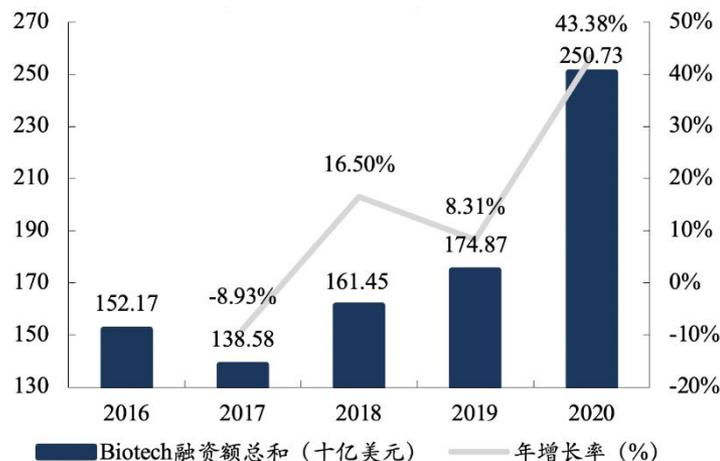
2016-2020 Biotech公司各融资方式占比



2016Q1-2021Q1 生物制药公司VC融资轮数与融资额



2016-2020 全球Biotech公司融资额



2.3 全球研发管线饱满

- **全球新药在研管线饱满。**根据世界卫生组织Springer Nature AdisInsight 数据库（数据截止2021.1），全球记录在库的研发管线共101567条，其中活跃的有42472条，还处在开发过程中的活跃管线有34148条，丰富的研发管线使得CXO公司上游的外包需求较为旺盛。

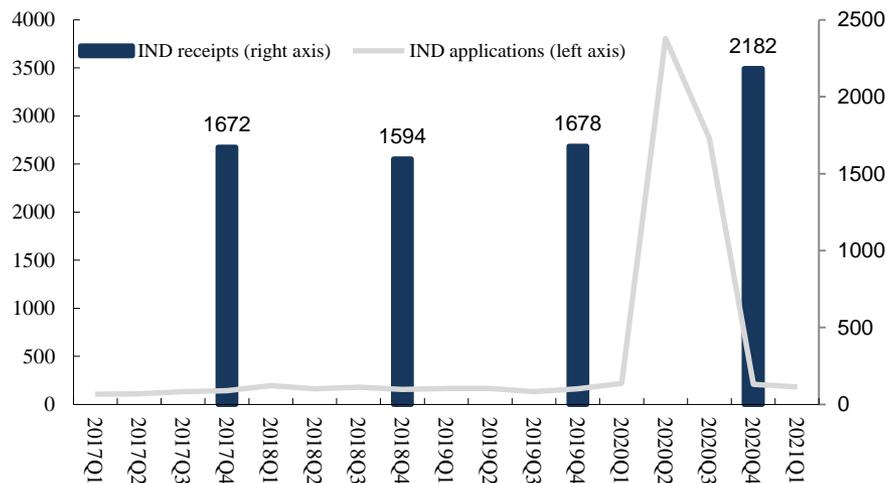
全球研发管线数量及进度

status	stage	phase	R&D phase	数量
active	developed	registration	registered	776
			marketed	7548
	Development	Clinical	Phase 0	35
			Phase I	4969
			Phase II	9524
			Phase III	2780
			clinical(unknown phase)	405
			Preregistration/ Phase IV	410
			Preclinical	10703
		Research	5000	
	unknown	unknown phase	322	
	inactive	developed	registration	market withdrawal
discontinued (registered)				75
No development				41
discontinued				15089
Development		clinical	No development	7919
			Suspended	489
			Preregistration submission withdrawal	64
			discontinued	12249
		preclinical	No development	21578
			Suspended	249
			discontinued	581
			No development	533
unknown	unknown	Suspended	6	

2.4 新药研发临床试验与最终获批数量不断增长

- 新冠疫情刺激大量新药临床试验申请。** 2020Q2与2020Q3，新冠疫情的爆发使得FDA收到的IND申请数量激增，分别为3806个与2769个，较疫情前每季度100-200左右的IND数量增长明显。2021Q1，IND申请数量为182个，已回到疫情前水平。从最终获批情况看，2020年FDA共批准2182个临床IND，同样较此前年度有所增加。
- 从最终上市药物情况看，** 2020年全年FDA批准新药申请NDA 53个，生物制品BLA 8个；中国药监局NMPA批准NDA 48个，其中大分子药物15个，与美国获批药物数量基本持平。而2021年前四个月，FDA批准新药18个，生物制品BLA 2个；中国药监局批准新药6个，大分子药物2个，国内新药获批数量逐步增加。

FDA收到的IND数量与批准的IND数量



FDA与NMPA新药批准数量

FDA	NDA	2020A	53
		2021.M1-M4	18
	BLA	2020A	8
		2021.M1-M4	2
NMPA	NDA	2020A	48
		2021M1-M4	6

三、CXO企业先行指标跟踪

3. 景气度先行指标跟踪

➤ 相对于行业先行指标，公司指标更为即时：

我们认为，CXO公司应主要关注以下指标：

- 1) 短期收入转化及产业链地位看，预收账款+合同负债；
- 2) 需求端看，在手订单数量；
- 3) 供给端看，人员扩张与扩产计划的推进。

➤ 另外结合公司产能排期、临床试验基地排期，募资情况，以及财务方面收入、净利润增速等指标，同步高位则预示高景气度，周转率/人均产出/单位固定资产产出在产能快速释放过程中可能阶段性降低，但会很快回升。

A股上市CXO公司主要指标增速

股票代码	公司名称	营业收入同比增速			归母净利润同比增速			预收账款+合同负债同比增速			人员扩张同比增速		在建工程同比增速		
		19A	20A	21Q1	19A	20A	21Q1	19A	20A	21Q1	19A	20A	19A	20A	21Q1
002821.SZ	凯莱英	34.07%	28.04%	63.45%	29.32%	30.37%	42.86%	37.69%	348.94%	367.44%	16.68%	42.63%	17.43%	86.22%	76.31%
300149.SZ	睿智医药	33.19%	11.58%	39.81%	-13.75%	11.25%	111.53%	11.06%	21.36%	14.18%	0.45%	8.94%	285.30%	628.90%	409.15%
300347.SZ	泰格医药	21.85%	13.88%	38.74%	78.24%	107.90%	78.65%	20.88%	21.70%	44.77%	27.22%	21.64%	N/A	145.82%	312.25%
300363.SZ	博腾股份	30.93%	33.56%	38.99%	49.04%	74.84%	82.90%	55.98%	20.80%	65.92%	26.49%	26.87%	43.29%	198.72%	202.34%
300404.SZ	博济医药	30.24%	16.25%	165.36%	-10.91%	157.69%	225.69%	-5.44%	56.46%	55.56%	5.68%	9.83%	601.79%	-80.49%	-79.32%
300725.SZ	药石科技	38.47%	54.36%	67.55%	14.03%	21.13%	147.31%	-74.25%	520.13%	245.95%	27.34%	17.02%	1099.38%	34.70%	50.57%
300759.SZ	康龙化成	29.20%	36.64%	55.28%	61.31%	114.25%	142.20%	45.09%	74.29%	86.42%	19.80%	48.95%	522.82%	277.67%	379.27%
603127.SH	昭衍新药	56.40%	68.27%	29.91%	64.64%	76.60%	387.58%	-1.17%	74.69%	34.14%	49.82%	21.16%	-55.64%	37.75%	27.90%
603259.SH	药明康德	33.89%	28.46%	55.31%	38.17%	48.11%	63.60%	31.57%	76.22%	55.17%	22.64%	21.46%	36.98%	47.54%	68.23%
603456.SH	九洲药业	41.03%	70.82%	118.66%	51.32%	60.05%	190.92%	14.27%	13.45%	601.94%	1.87%	19.61%	100.96%	9.61%	19.40%
688202.SH	美迪西	38.30%	48.19%	102.81%	9.54%	94.35%	195.70%	-22.46%	58.75%	55.97%	29.82%	34.70%	5.36%	-39.41%	124.65%
688222.SH	成都先导	74.74%	-7.80%	56.79%	167.49%	-46.77%	-33.85%	-8.15%	-35.17%	20.80%	37.37%	15.37%	N/A	N/A	N/A

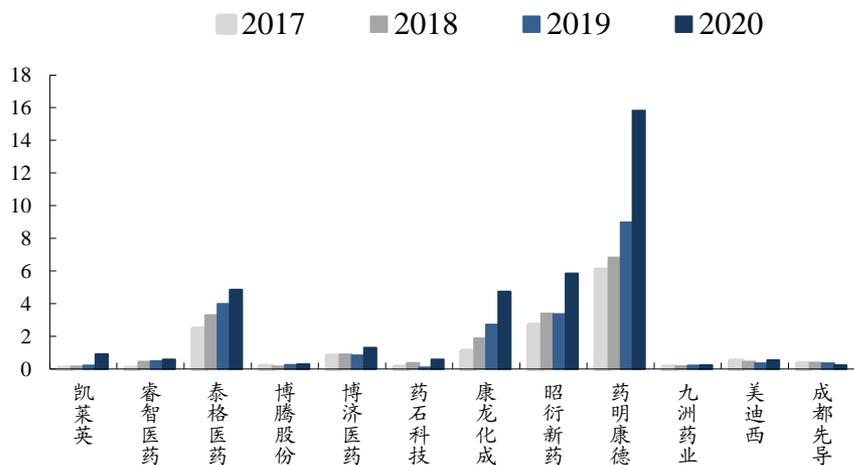
3.1 景气度先行指标跟踪——预收账款+合同负债

➤ 预收账款与合同负债反映企业占用下游客户的资金，与应收账款类似，CXO行业龙头的产业链地位更强，药明康德、泰格医药、康龙化成等预收账款+合同负债余额同样增幅显著。

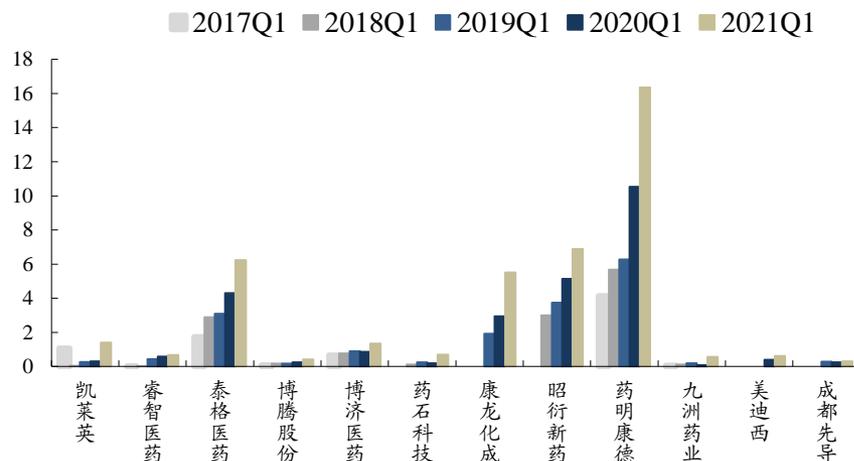
CXO板块预收账款+合同负债总额（亿元）及YOY增长率



2017-2020年A股CXO公司预收账款+合同负债（亿元）



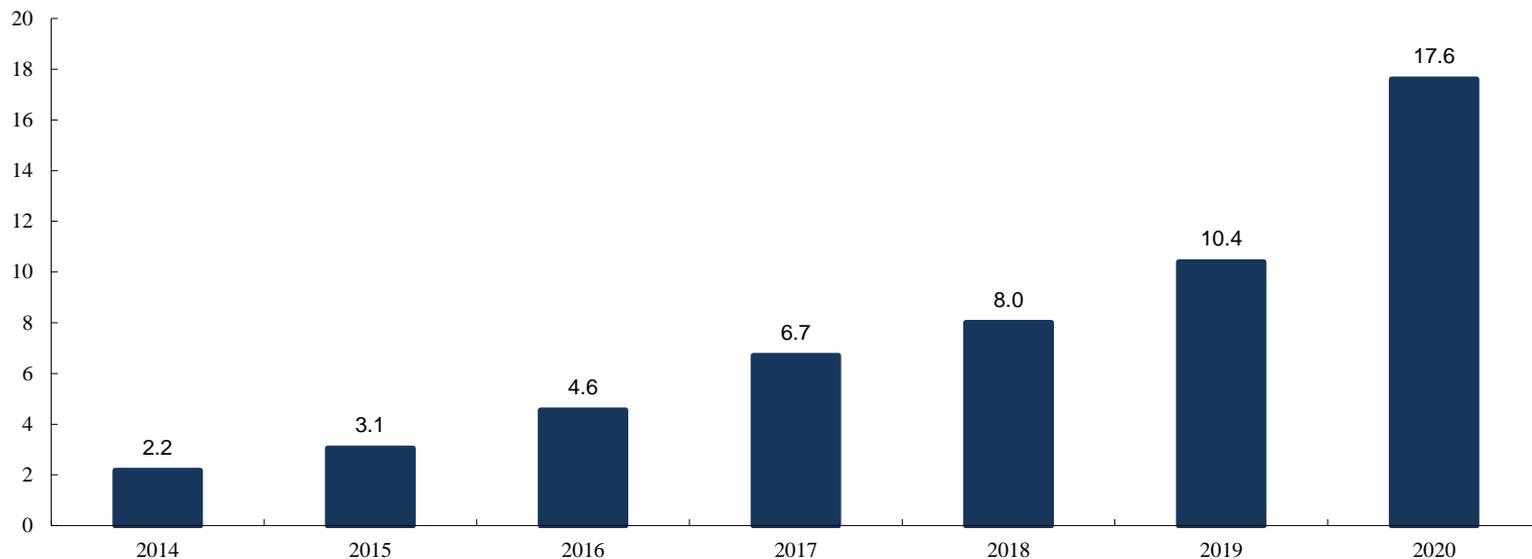
2017Q1-2021Q1A股CXO公司预收账款+合同负债（亿元）



3.2 景气度先行指标跟踪——订单金额

在手订单金额可反应企业能力与行业口碑，以昭衍新药为例，公司是国内领先的临床前CRO公司，深耕安评领域，在手订单近年来激增，反映出国内CXO企业需求端的饱和。根据公司2020年年报，截至2020年末，公司在手订单金额超17亿元，较2019年底10.4亿元大幅提升超过60%，充足的在手订单保证了公司未来业绩的稳定增长。

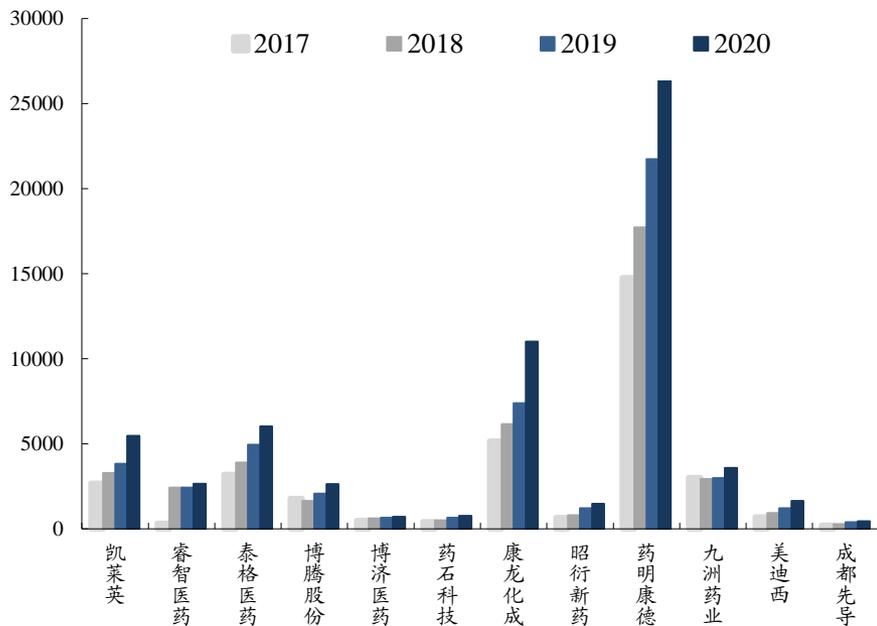
昭衍新药在手订单金额（亿元）增长迅速



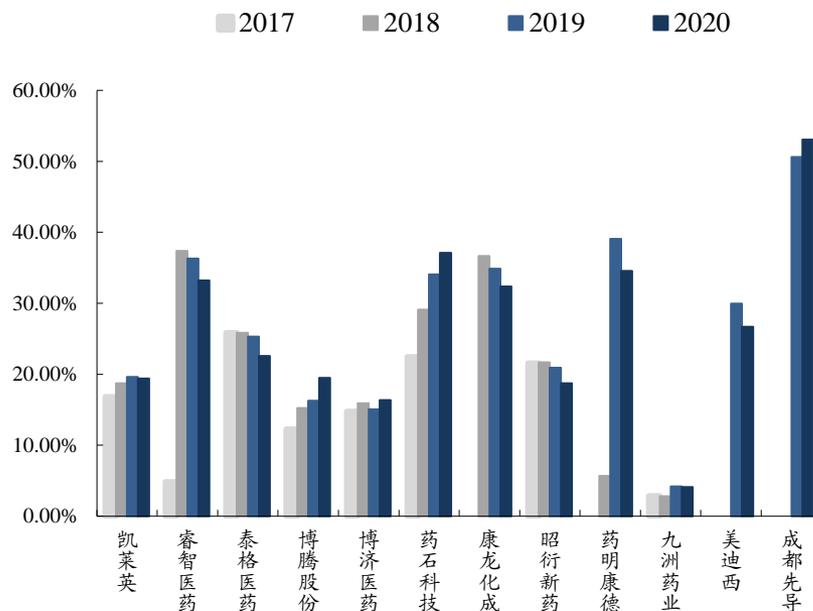
3.3 景气度先行指标跟踪——人员扩张

- **员工总数上升，硕博员工占比逐年升高，CXO企业核心研究能力增强**：CXO企业发展依赖高层次人才，近年来，各大CXO公司员工总数持续上升。同时代表企业核心科研能力的硕博士员工数量也在逐年上升。截至2020年末，硕士及以上学历占比最高的企业分别为成都先导（53.06%）、药石科技（37.09%）、药明康德（34.56%）、睿智医药（33.23%）与康龙化成（32.35%）。

A股CXO公司人员数量（人）扩张



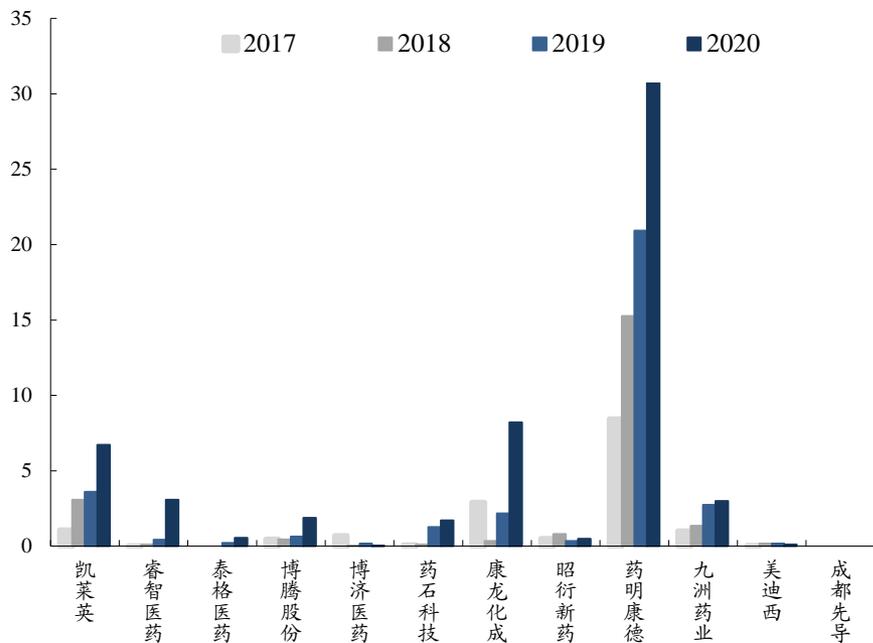
A股CXO公司硕士及以上学历占全部员工的比重



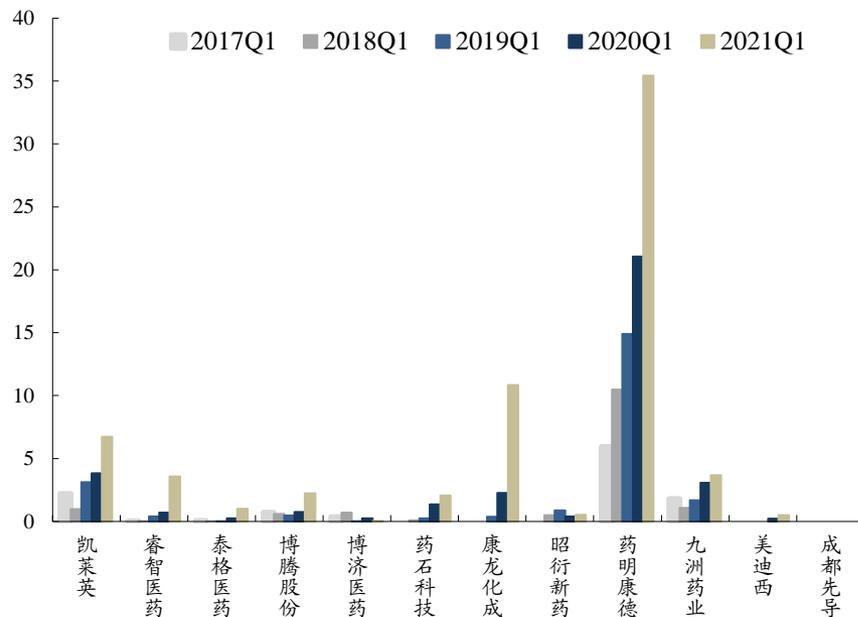
3.4 景气度先行指标跟踪——在建工程

- ▶ 在建工程描述企业扩张情况，以药明康德为例，公司自2017年起在建工程持续增长，截止2021年Q1已在建工程余额达35.43亿元。面对需求端已经积累的订单，加速布局工厂以及生产平台，提升生产能力，将会进一步促进CXO企业业绩释放。

A股上市CXO公司在建工程余额（亿元）2017-2020年度



A股上市CXO公司在建工程余额（亿元）2017Q1-2021Q1

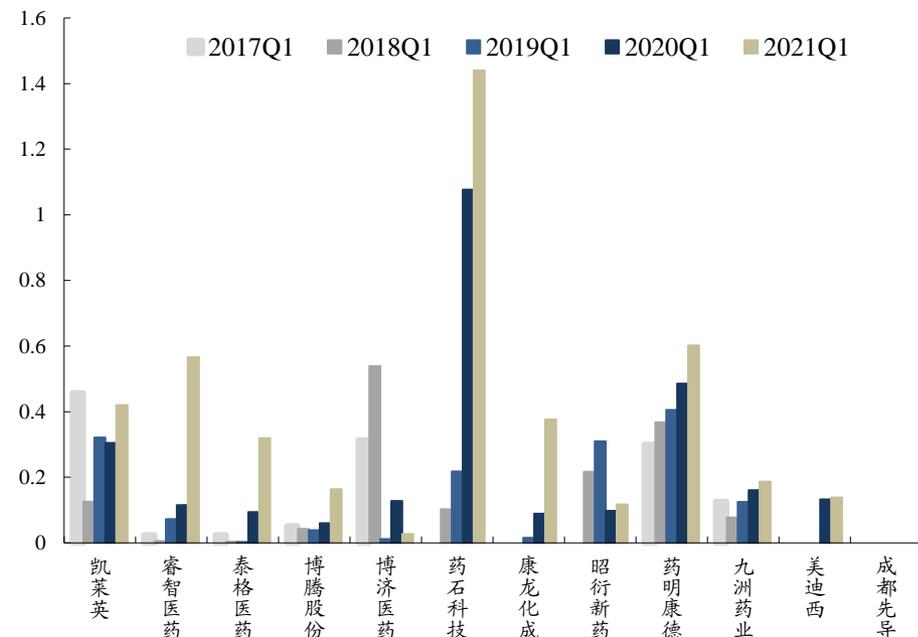
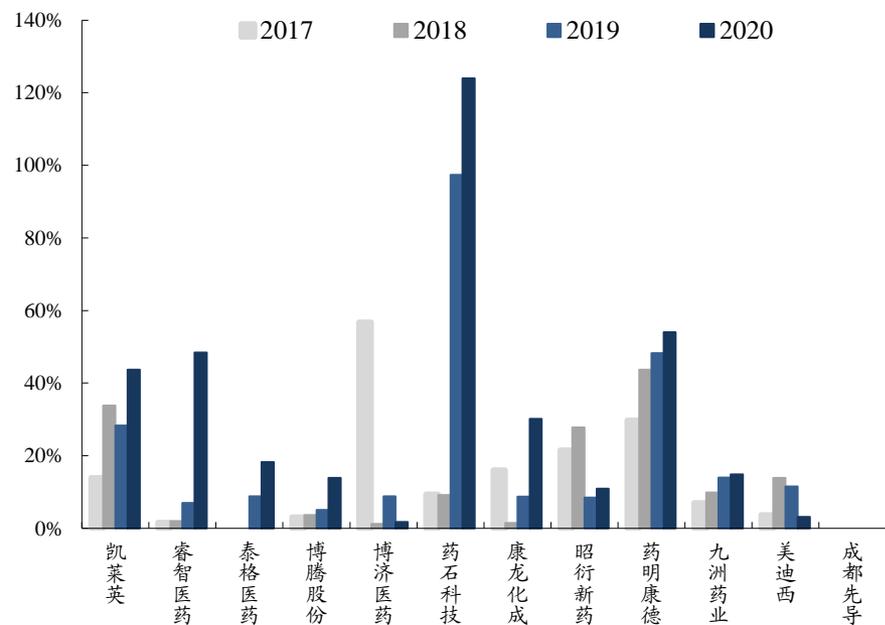


3.5 景气度先行指标跟踪——在建工程/固定资产

➤ “在建工程/固定资产”指标描述了企业扩张的能力与意愿。以药石科技、药明康德等为主要代表的CDMO公司目前都在加速布局产能，以实现高速增长。从2021Q1在建工程/固定资产看，药石科技、药明康德、睿智医药、凯莱英、康龙化成与泰格医药引领行业。

A股上市CXO公司在建工程/固定资产(%) 2017-2020

A股上市CXO公司在建工程/固定资产(%) Q1(2017-2021)



3.6 景气度先行指标跟踪——募资情况

- 从募资情况看，CXO公司近年来大量募集资金，募投项目多为研发中心建设、扩充产能等，显示出行业高涨的景气度

A股上市公司近三年IPO/定增/可转债发行情况

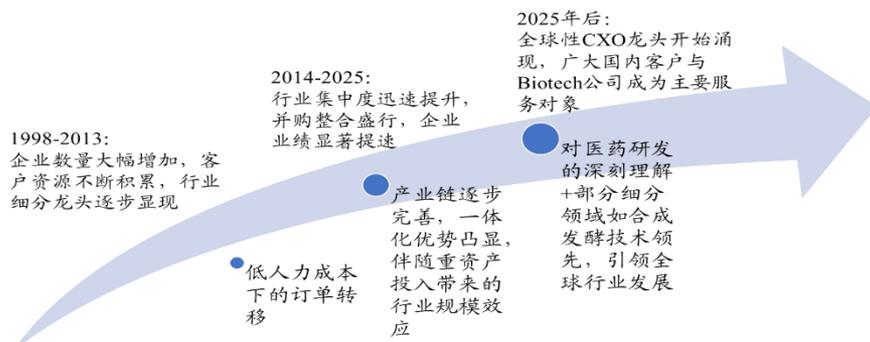
年份	公司	融资金额 (亿元)	募投项目
IPO (A+H)			
2021	皓元医药	N/A	皓元医药上海研发中心升级建设项目、安徽皓元生物医药研发中心建设项目等
2021	诺泰生物	8.30	杭州澳赛诺医药中间体建设项目、多肽类药物及高端制剂研发中心项目等
2020	成都先导	8.35	新分子设计、构建与应用平台建设项目、新药研发中心建设项目等
2019	康龙化成	5.03	杭州湾生命科技产业园——生物医药研发服务基地项目等
2019	美迪西	6.43	创新药研究及国际申报中心之药物发现和药学研究及申报平台新建项目等
2018	药明康德	22.51	苏州药物安全评价中心扩建项目、天津化学研发实验室扩建升级项目、美国细胞及基因治疗商业化 cGMP工厂建设项目等
2021	昭衍新药	59.10 (亿港元)	
2020	泰格医药	96.52 (亿港元)	
2019	方达控股	13.61 (亿港元)	
2019	康龙化成	40.65 (亿港元)	
2018	药明康德	75.31 (亿港元)	
增发			
2021	九洲药业	10.00	瑞博(苏州)制药有限公司研发中心项目、浙江四维医药科技有限公司CDMO制剂项目等
2021	药石科技	9.35	南京研发中心升级改造建设项目、药物制剂生产基地建设项目等
2020	药明康德	65.28	临床研究服务网络扩建项目、药学研究中心扩建项目等
2020	博济医药	3.43	合同研发生产组织(CDMO)平台建设项目、创新药研发服务平台建设项目等
2020	凯莱英	23.11	凯莱英生命科学技术(天津)有限公司创新药一站式服务平台扩建项目、创新药CDMO生产基地建设项目等
2018	博腾股份	14.87	生物医药CMO建设项目等
可转债			
2021	药石科技	11.5	收购浙江晖石46.07%股份、年产450吨小分子高端药物及关键中间体技改项目等
2019	药明康德	三亿美元	并购,业务扩张,营运资金及一般公司用途

四、中国特色的CXO之路

4.1 比较优势下中国CXO的成长路径

- 当今中国CXO产业正处于高速发展的黄金时期。这一过程可能会持续5-10年，而在比较优势的推动下，中国CXO产业的发展，未来空间将有望超越欧美。从发展阶段看，我们认为中国CXO企业的特色成长路径分三段：
- **第一，起步期。**此时国内CXO企业主要依靠低人力成本获取订单，完成客户资源、项目经验、企业实力的原始积累，行业内企业数量迅速增加。充足的项目需求与产业链转移趋势使得多数国内企业已渡过这一时期。
- **第二，快速扩张期。**此时国内CXO企业依靠产业链完善、一体化优势及重资产投入导致的规模效应，不断精进自身能力，进入更多高附加值领域，快速做大规模。同时行业内并购整合盛行，战略合作不断，龙头企业优势凸显，行业集中度迅速提升。
- **第三，稳步成长期。**此时一批全球性CXO龙头有望逐步涌现，它们的特征是拥有较大的企业规模与产能、良好的业界口碑、出色的技术平台、高素质的人才团队、优秀的项目管理经验、敏锐的产业与商业嗅觉，并能通过灵活的商业模式和全产业链资源赋能全球各式各样的创新型医药研发公司。拥有稳定供应能力与差异化竞争优势的细分龙头同样占有一席之地。
- 我们认为，目前我国CXO产业已步入到快速扩张的第二阶段，应当积极看待CXO企业在这过程中的横向、纵向扩张进度及服务与供应能力的升级。

中国CXO行业的成长路径

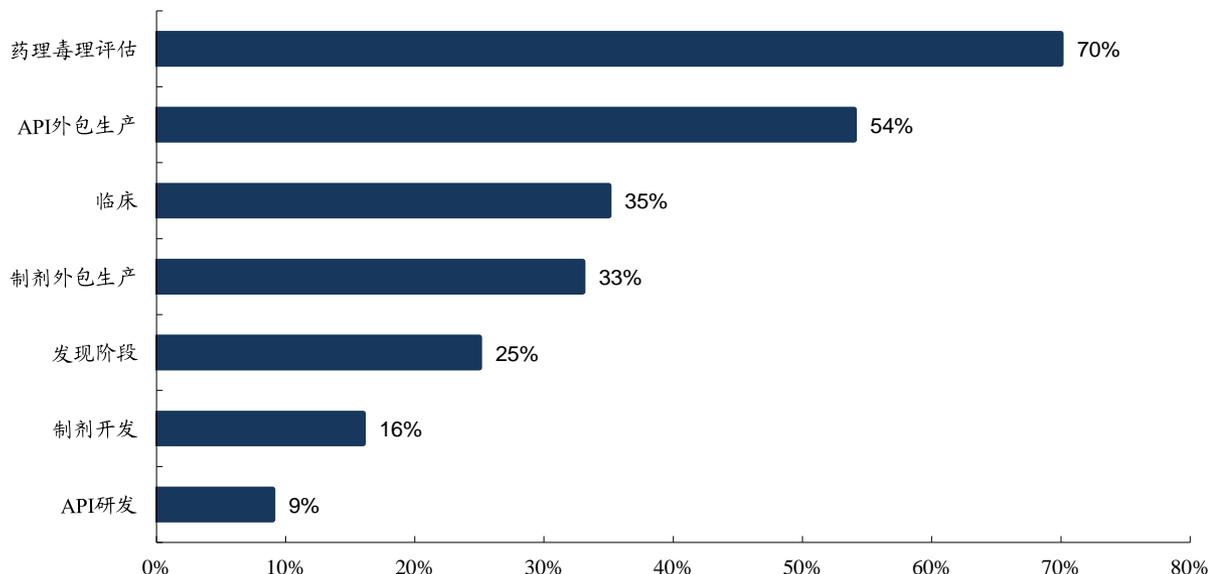


数据来源：东吴证券研究所整理

4.2 中国CXO企业的空间测算

- 如前所述，CXO产业的空间主要来自全球创新药研发投入与医药健康领域融资规模，以及外包渗透率的提升。根据当前全球新药研发产业链各环节的外包渗透率，临床前安评与小分子CDMO已具备较高渗透率，而API研发、药物发现、制剂开发等领域渗透率仍然较低，上述子领域受益双因素驱动有望实现更快增长。

创新药研发各环节渗透率（2019）



数据来源：Patheon招股书，Pharmaprojects，东吴证券研究所

4.2 中国CXO企业的空间测算

参考Frost & Sullivan的行业数据，2019年国内主要CRO公司在各自的目标市场中全球市占率都很低，除了药明生物以外，市占率均低于3%。我们认为CXO行业受益创新药高景气度，各子领域未来都将蓬勃发展。其中大分子CDMO、药物发现与临床CRO受益渗透率的提升增速将高于平均水平。至2029年各子领域增速将回落至5%-10%左右，同时我们假设至2029年各国内CXO公司的收入增速，则较2019年，中国各家CXO公司10年有8~12倍的收入提升空间。按市占率看，2029年药明康德全球市占率有望达8%，而药明生物在大分子CDMO领域市占率将达20%，中国其他各细分CXO龙头也有望在其各自细分领域占据全球5%以上的市场份额。

全球CXO细分领域空间测算及中国未来可能走出的全球性CXO龙头

单位：亿元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
药物发现CRO	805.0	903.0	994.0	1106.0	1204.0	1309.0	1428.0	1542.2	1650.2	1749.2	1845.4	1937.7
YOY		12.2%	10.1%	11.3%	8.9%	8.7%	9.1%	8.0%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%
临床前CRO	588.0	637.0	686.0	742.0	812.0	875.0	945.0	1015.9	1076.8	1136.1	1195.1	1252.5
YOY		8.3%	7.7%	8.2%	9.4%	7.8%	8.0%	7.5%	6.0%	5.5%	5.2%	4.8%
临床CRO	2653.0	2842.0	3024.0	3269.0	3598.0	3955.0	4354.0	4702.3	5031.5	5358.5	5680.0	5992.4
YOY		7.1%	6.4%	8.1%	10.1%	9.9%	10.1%	8.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%
小分子CDMO	1428.0	1575.0	1750.0	1946.0	2149.0	2373.0	2574.7	2754.9	2920.2	3080.8	3234.9	3396.6
YOY		10.3%	11.1%	11.2%	10.4%	10.4%	8.5%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
大分子CDMO	448.0	546.0	672.0	840.0	1043.0	1260.0	1486.8	1724.7	1966.1	2202.1	2444.3	2688.7
YOY		21.9%	23.1%	25.0%	24.2%	20.8%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	11.0%	10.0%

4、中国特色的CXO成长之路

4.2 中国CXO企业的空间测算（续表）

全球CXO细分领域空间测算及中国未来可能走出的全球性CXO龙头（续表）

单位：亿元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
药明生物收入	25.4	39.8	56.2	74.6	104.4	146.2	197.3	260.5	338.6	423.2	507.9	599.3
YOY	56.5%	57.0%	34.9%	43.8%	45.6%	40.0%	35.0%	32.0%	30.0%	25.0%	20.0%	18.0%
占大分子CDMO份额	4.0%	5.1%	5.9%	6.2%	7.0%	8.4%	9.8%	11.8%	13.8%	16.1%	18.3%	20.1%
合全药业收入	27.1	37.3	52.8	69.7	90.6	115.1	143.9	175.5	210.7	248.6	285.9	323.0
YOY	23.7%	37.9%	35.0%	32.0%	30.0%	27.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%	13.0%
占小分子CDMO份额	1.9%	2.4%	3.0%	3.6%	4.2%	4.9%	5.6%	6.4%	7.2%	8.1%	8.8%	9.5%
凯莱英收入	18.4	24.6	31.5	41.0	54.0	70.1	89.8	112.2	136.9	164.3	193.9	223.0
YOY	28.9%	34.1%	28.0%	30.3%	31.5%	30.0%	28.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%
占小分子CDMO份额	1.3%	1.6%	1.8%	2.1%	2.5%	3.0%	3.5%	4.1%	4.7%	5.3%	6.0%	6.6%
泰格医药收入	23.0	28.0	31.9	43.3	55.3	70.8	90.6	115.1	145.0	181.2	226.5	280.9
YOY	36.4%	21.9%	13.9%	35.7%	28.0%	28.0%	28.0%	27.0%	26.0%	25.0%	25.0%	24.0%
占临床CRO份额	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%	2.9%	3.4%	4.0%	4.7%
药明康德收入	96.1	128.7	165.4	216.0	281.9	360.8	454.6	563.8	687.8	818.5	941.2	1035.4
YOY	23.8%	33.9%	28.5%	30.6%	30.5%	28.0%	26.0%	24.0%	22.0%	19.0%	15.0%	10.0%
占总市场份额	1.8%	2.2%	2.6%	3.1%	3.6%	4.2%	4.9%	5.6%	6.4%	7.2%	7.9%	8.2%
康龙化成收入	29.1	37.6	51.3	65.2	84.2	107.7	136.8	171.0	210.3	254.5	297.8	333.5
YOY	26.8%	29.2%	36.6%	27.0%	29.1%	28.0%	27.0%	25.0%	23.0%	21.0%	17.0%	12.0%
占总市场份额	0.9%	1.0%	1.3%	1.4%	1.6%	1.9%	2.1%	2.4%	2.8%	3.1%	3.4%	3.6%
昭衍新药收入	4.1	6.4	10.8	15.1	20.7	26.9	33.9	42.3	51.6	62.0	73.1	84.1
YOY	35.7%	56.4%	68.7%	40.3%	36.7%	30.0%	26.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%
占临床前CRO份额	0.7%	1.0%	1.6%	2.0%	2.5%	3.1%	3.6%	4.2%	4.8%	5.5%	6.1%	6.7%

数据来源：wind，各公司公告，东吴证券研究所，2021年后数据为东吴医药团队预测

■ 为什么我们说未来最大的全球CXO公司大概率出现在中国？

- 中国具备造就全球最大的CXO的天时、地利、人和的土壤：天时方面，中国和全球都迎来了创新药研发热潮，中国公司CXO企业能力经过多年研发投入和重资本开支，企业能力得到较大提升，软硬实力兼备；地利方面，MAH政策激发国内Biotech公司研发投入、中国具备全球最为完善的工业产业链、旺盛的内生需求、便利的融资途径，助力国内CXO公司发展壮大；人和方面，中国具备工程师红利，国内CXO公司可以招募到大量高素质低成本的人员，过去20年的留学人员归国创业潮为中国CXO行业注入更多活力，使得企业管理体系与技术平台具有更广阔的国际化视野。**以上三大因素，是中国CXO企业发展壮大的三大基石。**
- 我们测算了中国CXO领域几大细分龙头，2019-2029年各家公司有望达到8~12倍的收入空间，药明生物、药明康德届时将成为全球最大的CXO公司。

■ 中国CXO公司和欧美、印度企业有哪些异同？中国特色的CXO成长之路在哪里？目前处于哪个阶段？

- 通过复盘海外CXO巨头，我们发现产业链延伸、重资产投入、深度绑定客户需求是CXO公司发展壮大的必然选择，这三个方面也是中国企业的优势所在。中国CXO公司目前尽管在收入规模和人员数量方面不如欧美龙头公司，但是在从盈利能力看，国内CXO公司的毛利率普遍高于海外（35%-50% vs 25%-40%）。高盈利使得中国CXO公司扩张资产负债表时候效率更高，企业的竞争优势也更为凸显。
- 从发展阶段来看，中国CXO公司依赖低人力成本发展的阶段已步入尾声，目前进入产业链完善、一体化优势、重资产投入导致的规模效应三个因素带来竞争优势的第二阶段，未来中国企业依靠对医药研发的理解、合成发酵技术的领先进入第三个阶段，中国特色CXO成长之路明晰。

■ 如何理解中国CXO公司的高估值并挖掘投资机会？

- 中国CXO企业中普遍在70X-150X的估值区间，而海外企业中除大分子CDMO公司三星生物，大多数公司估值在100倍以下，普遍处于40-60倍的估值区间。中国CXO企业的估值水平显著高于海外资本市场。我们认为，中国CXO板块的高估值是上文所讨论的产业、政策、人才三者共振下行业高景气的必然结果，其本质则是当今中国和欧美发达国家在医药产业链上的不同位置造成的。
- 长期看中国CXO企业的发展空间较大，行业天花板较高；短期看，CXO标的较高的确定性、成长性和灵活性使其仍具备投资价值，创新因素或将进一步推动行业景气度向上。

4、中国特色的CXO成长之路

■ 龙头公司的alpha来自哪里？

- **第一，专业性。**在医药研发高度分工的背景下，龙头公司有着更为深厚的客户资源和人才优势，可以更为效率地精进自身能力，帮助药企在研发过程中减少费用和加快进度。龙头公司的订单整体会比较饱和，一方面保障了企业的高增速，另一方面，CXO龙头公司可以选取承接自己利润更为丰厚的单子，提升自己的盈利性。除了行业龙头之外，CXO企业通过高研发投入可形成自身较为特色竞争领域，利用专业性服务能力构建护城河。
- **第二，规模优势。**CRO企业是人力密集型行业，在企业做大后，往往面临管理边界扩大的人员管理难题，人均创收不一定向好。相反，CDMO公司可在生产交付订单的过程中不断优化工艺，从而一方面扩大产能，另一方面获取更多高附加值的订单，体现了CDMO企业与单纯专利药合同生产企业（CMO）的区别。按照规模优势的从高到底，CXO中各细分分子板块的排序为CDMO>临床前CRO>药物发现>临床CRO。
- **第三，龙头公司在平台化下商业模式的多样性。**CXO在新药研发生产中，对服务药品和客户往往具备更深的理解，在龙头公司可以衍生出较多的商业模式。比如说，药明康德DDSU业务部门，对于新药研发的过程中除了按照里程碑方式收费外，也降低了药企的研发服务费用，转而拿到药品上市后部分权益分成。这给企业的盈利带来了更大的弹性。

- 综上所述，我们推荐（1）CXO一体化龙头药明康德、凯莱英、康龙化成，关注药明生物、泰格医药；（2）各细分领域优势企业九洲药业、药石科技、昭衍新药，关注博腾股份。

重点推荐公司估值

代码	公司	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS（元）			PE			投资评级
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
603259	药明康德	3,985.55	163.41	1.72	2.29	2.94	95.03	71.26	55.51	买入
300759	康龙化成	1,400.42	181.00	1.92	2.53	3.35	94.27	71.54	54.03	买入
002821	凯莱英	875.88	361.00	3.97	5.41	7.13	90.95	66.76	50.60	买入
603456	九洲药业	378.29	45.50	0.74	0.98	1.29	61.81	46.53	35.39	买入
300725	药石科技	291.98	146.21	1.72	2.53	3.63	85.01	57.79	40.28	买入
603127	昭衍新药	434.19	167.99	1.68	2.27	3.02	100.21	74.10	55.69	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所，注：重点推荐公司均已覆盖，EPS为东吴医药团队预测，股价截至2021年5月21日

五、重点推荐标的

- **Q1持续高增长，小分子CDMO业务拉动公司业绩。**分业务看，2021年Q1中国区实验室业务实现收入25.63亿元（+49%，括号内为同比增速，下同）；CDMO业务实现营收16.95亿元（+100%），美国区实验室业务实现营收3.29亿元（-15.3%），临床研究及其他CRO服务实现营收3.59亿元（+56.8%），CDMO业务为公司主要业绩驱动力。分海内外看，2021年Q1公司海外客户实现收入36.22亿元，同比增长49.5%，中国客户实现收入13.28亿元，同比增长73.9%，同时公司长尾客户实现收入33.66亿元，同比增长50.5%，公司客户数量与业务范围不断拓展。CDMO业务方面，公司管线分子数量增加169个，截止2021年Q1，46个项目处于III期临床试验阶段，28个为已获批上市项目，未来有望贡献较高业绩。公司各项业务增长齐头并进，龙头优势凸显。
- **坚持一体化端到端新药研发平台设计，新业务持续拓展。**小分子药物发现领域是公司传统优势领域，Hits（截至2021年Q1赋能全球600+客户）、DEL（截止2020年化合物分子约900亿个）等平台对下游进行有效导流。新药研发申请一体化服务（WIND）平台2021年Q1签约40+个服务项目，而使用公司多个业务部门服务的客户贡献收入39.44亿元，同比增长58.4%，公司一体化端到端的平台优势不断凸显。在新业务拓展方面，公司细胞和基因治疗CTDMO业务(临床阶段)截至2021年Q1共有38个项目，其中22个处于I期，16个处于临床II/III期。临床CRO方面，CDS业务在手订单同比增长约56%，SMO业务在手订单同比增长约47%，反映出公司自疫情恢复后临床业务强势的强势反弹。
- **内生增长强劲+外延收购扩张，公司天花板极高。**2020年，公司完成对明捷、BMS瑞士库威生产基地和OXGENE的收购，分别增强药物质量分析、小分子CDMO高端产能以及细胞及基因疗法领域的实力，尤其是细胞与基因疗法前景广阔，为公司打开成长空间，发展前景明朗。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司2021年Q1获得较高投资收益，且内生增长强劲，我们预计公司2021-2023年归母净利润为42.14/56.20/72.14亿元，当前市值对应2021-2023年PE分别为95/71/55倍，公司经调整non-IFRS归母净利润未来三年复合增速有望达33%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发收益低于预期，产能扩张不及预期，汇兑损益风险等

- **公司各业务板块齐头并进。**2020年公司实验室服务（实验室化学）实现营收32.63亿元，同比增长37.12%，主要增长动力来自客户订单的增长以及生物科学服务的快速发展（实验室服务中收入占比提升至41.33%）。实验室服务业务全年为国内医药及生物科技公司开展58个IND或NDA临床试验申报，其中多国同时申报项目46个；CMC服务实现营收12.22亿元，同比增长35.54%，主要增长动力来自前期积累的众多药物发现项目进入药物开发阶段，同时公司产能配合不断扩张。2020年，公司化学工艺开发及生产服务共涉及药物分子或中间体739个，其中临床前487个、临床I-II期202个、III期47个、商业化3个，制剂开发团队则完成26个GMP项目；临床研究服务业务实现营收6.29亿元，同比增长37.94%，主要业绩增长动力来自独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”平台，以及海外临床服务的稳健增长。2020年，公司完成对北京联斯达的收购，打造了临床CRO+SMO的一体化服务平台，临床服务人员增加1652人至2208人。
- **一体化平台优势凸显，毛利率不断提升，产能与人员持续扩张。**康龙化成拥有业内少有的一体化、端到端新药研发平台，业务间协同效应持续体现。2020年公司分别实现毛利率37.47%（+1.95pt）与扣非归母净利率15.6%（+2.16pt），其中实验室服务毛利率提升2.48pt至42.74%，CMC业务毛利率提升4.96pt至32.73%，体现了公司盈利能力的不断提升。同时公司产能与人员持续扩张，产能方面绍兴工厂8.1万平米一期工程、北京地区2.25万平米实验室服务设施、天津工厂4万平米工程建设及宁波园区实验室与工厂扩建均推进良好，人员方面2020年公司员工增加3619人至11012人。2020年公司服务全球超1500家客户，新增客户721家，客户资源及订单充裕配合产能人员扩张，未来业绩可期。
- **布局大分子CDMO+外延式收购扩张，打开长期成长空间。**2020年，公司加快大分子及细胞和基因疗法等研发服务能力的建设，通过收购（收购美国Absorption Systems与艾伯维旗下Allergan Biologics）的方式加速外延扩张，进入增速更快的大分子CDMO赛道，打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司毛利率的提升带动盈利能力不断加强，我们调整2021-2022年EPS至1.92(+0.30)/2.53(+0.41)，预计2023年EPS为3.35元，当前市值对应2021-2023年PE分别为94/72/54倍。考虑到公司小分子一体化平台优势持续凸显，大分子加剧布局，未来三年盈利复合增速有望超30%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单获取不及预期；新项目研发不及预期；汇兑损益风险等。

- **大客户商业化订单及国内市场发力驱动公司成长。**2020年公司临床阶段CDMO、商业化CDMO和技术服务业务分别实现收入11.8亿元(+17.82%)、16.58亿元(+35.58%)、3.1亿元(+31.61%)。其中商业化CDMO收入占比提升至52.63%(+2.92pt),同时前五大客户收入占比提升至57.99%(+6.17pt),体现出大客户商业化订单的迅速放量。截至2020年末,公司服务的海外大型制药公司收入达20.79亿元,商业化项目20个,累计服务的美国五大药企创新药项目数量占其临床中后期研发管线的比提升至27%(某客户达50%),海外来自中小型及biotech公司收入则达6.99亿元(+30.22%);国内市场方面,实现收入3.71亿元(+69.05%),首个MAH项目再鼎医药的尼拉帕利进入商业化生产及和黄医药索凡替尼获批上市等,推动业务步入收获期。
- **化学合成能力优异配合产能扩张,小分子CDMO业务有望提速。**截至2020年末,公司商业化、临床阶段和技术服务项目数分别为32、241(临床III期42个)和413个,累计服务全球客户超800家。公司深耕小分子CDMO领域20余年,合成工艺业内顶尖,反应釜体积超过2800立方米。技术方面,公司是世界上为数不多将连续性反应技术应用于大规模生产的企业之一,相关技术已实现在第三线培南类抗生素、第二代艾滋病药物、抗癌药物、丙肝药物等多个创新药品种关键中间体及原料药的商业化生产。除此以外,公司在交叉偶联、不对称合成等国际前沿化学合成领域同样掌握核心技术,实力出众。产能方面,2020年公司完成定增募资23.11亿元,同时2021年4月15日公告将10亿元募投资金由吉林凯莱英创新药CDMO项目(制剂以及单抗生物药)变更为江苏凯莱英研发生产基地项目(小分子CDMO扩产),短期将有助于公司扩充研发生产管线,尽早获得募投项目收益,小分子CDMO业务有望提速。
- **研发驱动,扩张大分子CDMO+临床CRO业务打开成长空间。**2020年,公司加速布局大分子CDMO业务,实现收入1.7亿元(+53.51%),并通过并购冠勤医药布局临床CRO,上述新业务为公司打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计随着公司小分子项目进入商业化放量及新建产能排产,公司业绩有望提速。我们调整公司2021-2022年归母净利润至9.63(-0.19)/13.12(+0.32)亿元,预计2023年归母净利润为17.31亿元,当前市值对应2021-2023年PE分别为91/67/51倍,考虑到公司是小分子CDMO龙头,享受行业高增红利,维持“买入”评级。
- **风险提示:**订单交付不及预期,新业务拓展不及预期,汇兑损益风险等。

- **2020年全年和2021年Q1业绩略超我们预期，主要系公司CDMO持续高增长及子公司江苏瑞科复产扭亏所致。**公司2020年收入端分项目来看，CDMO业务收入12.93亿元，同比大幅增长70.82%，其中全资子公司苏州瑞博实现收入5.38亿元，贡献主要收入增量；原料药及其他收入约13.57亿元，同比增长约7.7%，其中抗感染类原料药实现收入3.8亿元，同比增长50.55%。利润端来看，毛利率提升2.67个百分点到37.51%；销售费用率由2.14%下降至1.55%、管理费用率由12.69%下降至11.84%，研发费用率从4.69%下降到4.31%。综合来看，公司净利润率上升2.59个百分点到14.38%，体现盈利能力的显著提高。。
- **从技术、客户、产能来看，公司有望跻身一线CDMO企业。**技术方面，公司已建成包括手性催化技术平台、连续化反应技术应用研究平台、氟化学技术、酶催化技术研究平台在内的多个领先技术平台，小分子CDMO能力全球一流；客户方面，公司向全球创新药公司提供从创新药临床前 CMC 研究至商业化生产的全产业链一站式优质服务，服务客户覆盖诺华、罗氏、吉利德、硕腾等跨国制药巨头，以及贝达药业、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内知名创新药公司。产能方面，公司已经在台州、苏州、杭州、美国建立了多个研发和生产基地。截止20年年底，公司承接的 CDMO 项目，已上市项目 16 个，处于 III 期临床的项目 40 个，处于 I 期和 II 期临床试验的有 438 个，体现了一线 CDMO 企业能力。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司 CDMO 业务跨越式发展，2020 年业绩略超我们的预期，我们将公司 2021-2022 年归母净利润 5.99/7.81 亿元，上调至 6.12/8.13 亿元，预计 2023 年归母净利润为 10.69 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 62/46/35 倍，公司归母净利润未来三年复合增速有望超 40%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧导致盈利能力下降，汇兑损益风险等。

- **公斤级以上CDMO项目驱动公司业绩成长。**分业务看，2020年公司公斤级以上业务实现营收8.05亿元（+67.33%），公斤级以下业务实现营收1.94亿元（+17.23%），技术服务实现营收2366万元（+48.13%）。公斤级以上业务在总收入中的占比由2019年的72.63%进一步提升至2020年的78.73%，是公司业绩主要驱动力，反映了由上游分子砌块向下游CDMO开发生产项目迈进的加速，未来CDMO业务有望驱动业绩持续高增。
- **深耕分子砌块，未来业务拓展空间广阔。**公司深耕分子砌块领域，以此为核心资源组建了分子砌块、药物发现和CDMO三大事业部。2020年，公司共设计11000多个分子砌块，开发合成2500余个特色分子砌块，充分体现了公司能力。同时公司不断加强分子砌块下游中间体的中试至商业化生产，完成420多个公斤级至吨级的分子砌块生产业务。CDMO方面，公司整合多年来在连续流化学、微填充床技术等前沿技术上的积累，2020年收入增长超56%，完成476个项目。同时公司全年承接项目中，临床前至II期项目430余个，III期至商业化项目35个，另有560余个公斤级以上项目，中间体与API业务增强公司业绩确定性。药物发现方面，2020年公司碎片分子库化合物数量增至8000左右；DEL库分子数增至150亿；超大容量虚拟化合物库化合物结构超过10亿，凭借上述优势化合物库，公司2020年共完成超50个新靶点的筛选。我们认为分子砌块业务拓展性强，公司作为细分领域优势企业发展潜力大。
- **研发驱动，新技术持续开发应用。**2020年公司成立化学与工程技术中心，组建近百人团队。微填充床加氢技术平台交付50个公斤级以上项目（15个临床中晚期和商业化项目）；连续流技术平台完成37个公斤级以上项目交付，最大量级达440公斤；酶催化团队交付42个公斤级以上项目；药物晶体工程团队交付68个项目。上述新技术的持续开发与运用为公司发展持续增添活力，加速公司在前沿技术领域的探索开拓。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑转增股本摊薄，由于公司收入结构调整带来毛利率降低，我们调整2021-2022年EPS至1.72(-0.29)/2.53(-0.39)，预计2023年EPS为3.63元，当前市值对应2021-2023年PE分别为85/58/40倍。考虑到公司为分子砌块细分领域龙头，未来三年盈利复合增速有望超40%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期；订单波动影响；汇兑损益风险等。

- **安评持续发力+临床业务拓展增厚业绩。**2020年分业务看，公司药物临床前研究服务实现营收10.53亿元（+72%），为公司核心业务。新冠疫情期间，公司迅速搭建针对COVID-19疫苗的非临床评价体系，同时依靠成功构建模拟病毒评价系统及ACE2模型鼠，突破P3实验室瓶颈，在特色领域如眼科、生殖毒性评价等方面已做到行业领先，体现能力；临床服务及其他业务实现营收2098万（+327.49%）。2020年，公司共建临床中心承接多项创新药I期临床试验和仿制药BE试验，随疫情缓解及医院GCP工作陆续开放，后续临床早期项目有望持续增厚公司业绩；实验动物供应实现营收217万元（+68.63%）。2020年公司子公司苏州启辰已组建完善的技术团队，创建多个基因编辑小鼠模型支持新冠疫苗和抗体临床前研究，并搭建多个稳定的大动物研究技术平台。
- **在手订单充足，产能不断扩张，公司业绩有望持续高增。**昭衍是国内安评龙头之一，认证资质齐全，GLP实验室通量高。2020年8月和11月苏州昭衍分别通过NMPA和AAALAC检查，10月和11月北京昭衍也分别顺利通过上述检查。2020年公司新增客户231个，活动客户520个，全年非临床业务新签订单超15亿元（+70%），且截止年底在手订单金额超17亿元（+60%）。同时，公司扩产计划推进顺利，苏州昭衍10800平米动物设施及3500平米实验室2020年充分利用，2021年继续装修动物房约7400平米、实验室1500平米，并新建动物饲养及配套动力设施9000平米；广州与重庆新药评价中心2021年将动工建设；梧州基地检疫区工程已竣工，养殖区完成猴舍54栋建设，预计将于2021年下半年投产。在手订单饱和+产能持续扩张，公司业绩有望持续高增。
- **港交所上市+国际化战略不断推进，长期成长空间逐步打开。**2021年2月，公司成功于港交所IPO，同时海外子公司Biomere继续稳健经营。2020年公司海外收入2.23亿元（+477.48%）驱动业绩增长，且国内新签海外订单约7800万元（+85%），Biomere新签订单约1.6亿元（+15%）。受益规模效应，2020年公司实现净利率29.15%（+1.28pt）。未来公司借助海外投资者支持和海外业务的持续布局，有望进一步开拓海外市场，打开长期成长空间，并通过承接高附加值订单进一步增强盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**由于规模效应+高价值订单下公司盈利能力不断加强，我们将公司2021-2022年归母净利润3.84/5.25亿元，上调至4.54/6.14亿元，预计2023年归母净利润为8.17亿元，当前市值对应2021-2023年PE分别为96/71/53倍，考虑到公司是安评领域龙头之一，享受行业高增红利，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料供应风险；市场竞争加剧风险；新业务拓展风险等

六、风险提示

- 1) 逆全球化风险；
- 2) 竞争加剧导致盈利能力下降；
- 3) 行业景气度受外部冲击导致不及预期。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上；

中性：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园