

# CXO行业继续维持高景气度，中长期继续战略性推荐

## CXO行业2021年三季度报跟踪报告

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/王帅/徐顺利/支君/王睿/陈晨/吴晟昊

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 考虑到全球研发依然处于高景气度且向中国转移趋势不变，以及叠加国内研发高 $\beta$ 爆发中，维持前期对国内CXO高景气度的判断。
  - ✓ 全球（以跟踪美国指标为例）行业跟踪指标依然处于景气度高点：跟踪前置指标（美国PEVC投融资情况及IPO情况），合计单季度融资金额在150亿美元（其中PEVC 70-110亿美元、IPO 60-80亿美元），依然处于历史高位；另外我们跟踪跨国药企研发投入及美国FDA获批新药情况，均保持高强度。
  - ✓ 国内行业跟踪指标向上趋势不变：国内创新药IND受理品种数量，自2020年以来持续保持高速增长，表征国内创新依然处于初期；另外国内PEVC投融资规模、IPO上市融资情况、以及大药企及Biotech企业的研发投入继续处于高景气度中，
- 在汇率升值的影响下，国内CXO行业2021年三季报继续保持高速增长：统计13家A+H CXO公司（不考虑药明生物、维亚生物以及九洲药业和普洛股份）合计实现营业收入353.5亿元，同比增长41.2%，继续延续超高速增长。单季度来看，合计9家CXO公司（暂不考虑睿智生物、诺泰生物、皓元医药、阳光诺和）Q1/Q2/Q3分别实现营业收入94.3/112.6/122.5亿元，分别同比增长53.7%/38.4%/37.4%。
  - ✓ 国内CDMO公司继续呈现高速增长、且景气度有上行趋势：核心公司CDMO业务2021年三季报合计实现营业收入127亿元，同比增长43.9%，呈现超高速增长，其中药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成继续呈现高速增长。展望2022年，伴随覆盖管线数量的增长以及产能投产的加速，国内核心CDMO供应商有望持续受益、业绩呈现加速趋势。
  - ✓ 国内CXO公司实验室业务继续呈现高速增长、维持高景气度：核心CXO公司实验室业务2021年三季报合计实现营业收入141亿元，同比增长41.0%，呈现超高速增长，其中药明康德实验室业务实现营业收入89.3亿元，同比增长37.5%。其中昭衍新药、美迪西2021年前三季度分别实现营业收入8.6亿元和7.9亿元，分别同比增长35.7%和81.6%，另外考虑到昭衍新药前三季度新签订单同比增长超70%，继续表征国内临床CRO需求继续呈现高 $\beta$ 。展望2022年，海外创新药产业链持续转移以及叠加国内的高景气度，我们判断未来3年将持续呈现快速增长。
  - ✓ 国内CXO公司临床CRO业务继续呈现高速增长、疫情下恢复趋势明显：核心CXO公司临床CRO业务2021年三季报合计实现营业收入50.0亿元，同比增长45.2%，呈现超高速增长，其泰格医药实现营业收入31.3亿元，同比增长41.5%。展望2022年，疫情下临床CRO业务持续恢复、且伴随国内创新逐渐传导到临床CRO业务，我们判断未来3年临床CRO业务将持续呈现快速增长、且景气度有向上的趋势。
- 投资建议：投资策略上，CXO全产业链战略性看好，继续推荐具有全球竞争力的龙头公司，CDMO、药物发现及临床前研究CRO和临床CRO的细分市场龙头，以及受益于行业高景气度的小而美的公司，持续推荐博腾股份、美迪西、药明康德、九洲药业、昭衍新药、凯莱英、康龙化成、诺泰生物、维亚生物等。
- 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。

- **CXO行业景气度跟踪框架：行业景气度依然位于高位**
  - ✓ 全球创新研发β依然处于景气度高点：PEVC投融资&美国IPO情况&跨国药企研发投入&FDA获批新药情况
  - ✓ 国内行业跟踪指标向上趋势不变：国内创新药IND情况&国内PEVC投融资情况及IPO情况&国内Biotech企业和大药企研发投入
- **核心CXO公司2021年三季度跟踪：高景气度持续，关注CDMO赛道与国内临床前CRO业务**
  - ✓ CXO行业基本情况复盘及估值情况
  - ✓ 细分行业业绩回顾
- **投资建议**
- **风险提示**

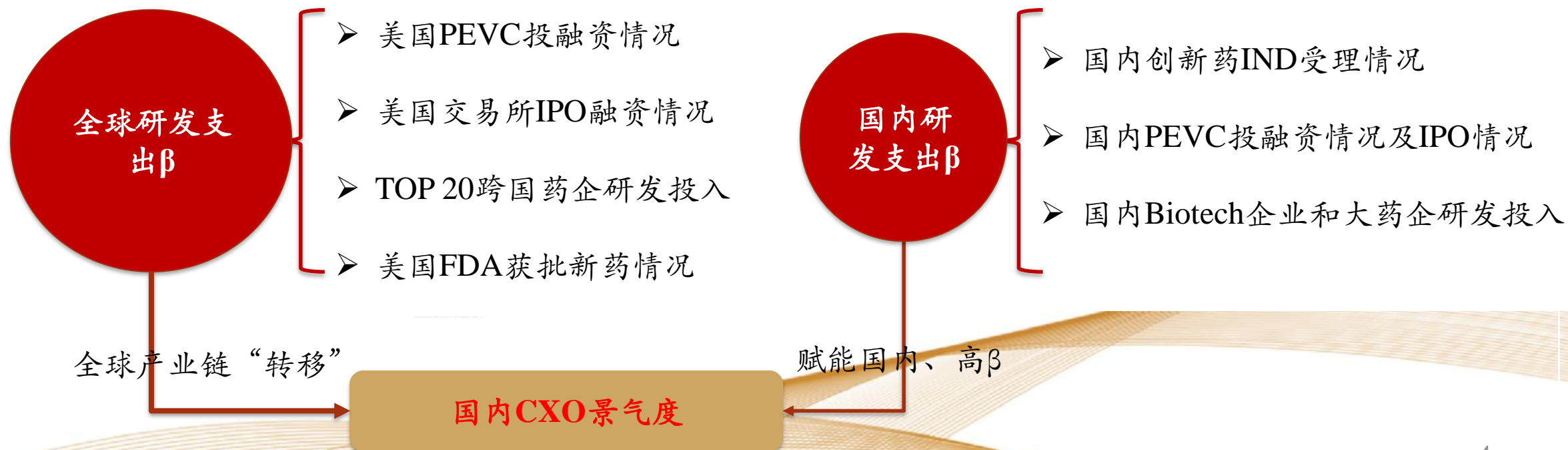


# CXO行业景气度跟踪框架：行业景气度依然位于高位

考虑到全球研发依然处于高景气度且向中国转移趋势不变，以及叠加国内研发高 $\beta$ 爆发中，维持前期对国内CXO高景气度的判断。

- 全球（以跟踪美国指标为例）行业跟踪指标依然处于景气度高点：跟踪前置指标（美国PEVC投融资情况及IPO情况），合计单季度融资金额在150亿美元（其中PEVC 70-110亿美元、IPO 60-80亿美元），依然处于历史高位；另外我们跟踪跨国药企研发投入及美国FDA获批新药情况，均保持高强度。
- 国内行业跟踪指标向上趋势不变：国内创新药IND受理品种数量，自2020年以来持续保持高速增长，表征国内创新依然处于初期；另外国内PEVC投融资规模、IPO上市融资情况、以及大药企及Biotech企业的研发投入继续处于高景气度中。

图：CXO行业景气度跟踪框架

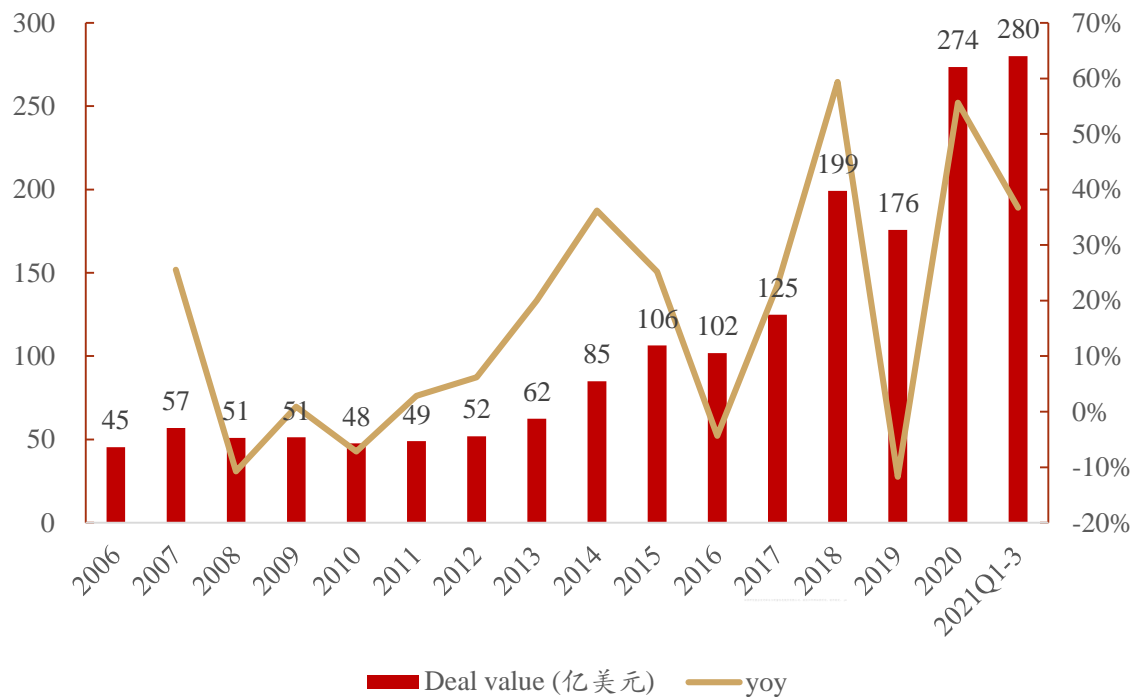


# 全球β：美国PEVC投资继续延续高景气度

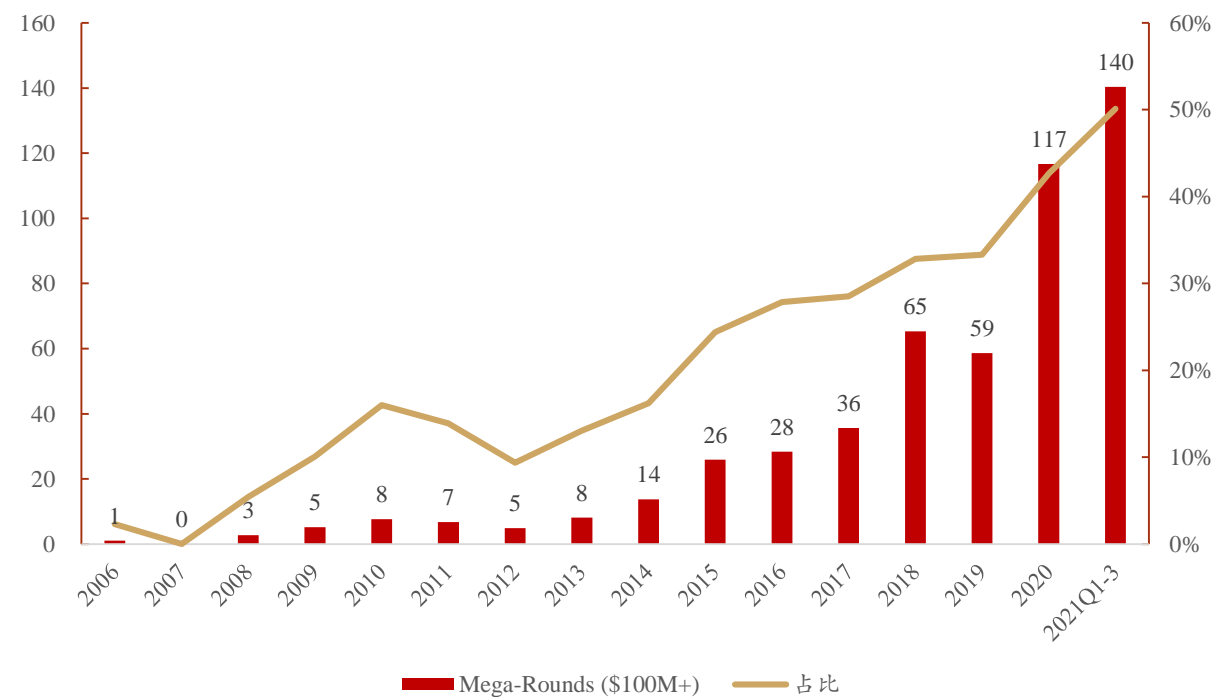
美国一级PEVC医疗健康行业投融资规模持续呈现高景气度增长，是全球医药创新的长尾客户的β

- 从美国PEVC投融资角度来看：2021年前三季度美国医疗健康行业VC投资规模达到280.0亿美元，同比增长36.7%，其中Q1/Q2/Q3投资规模分别为118亿美元、93亿美元和69亿美元，继续呈现历史高位水平、延续高景气度。
- VC投资中1亿美元以上项目占比呈现逐渐提升：2021年前三季度1亿美元以上投资项目有88个、总投资金额140.3亿美元，占整体生物医药投资项目数量的10.1%和投资金额的50.1%。

图：美国医疗健康VC投资规模（亿美元）



图：美国医疗健康VC投资1亿美元以上占比呈现提升趋势

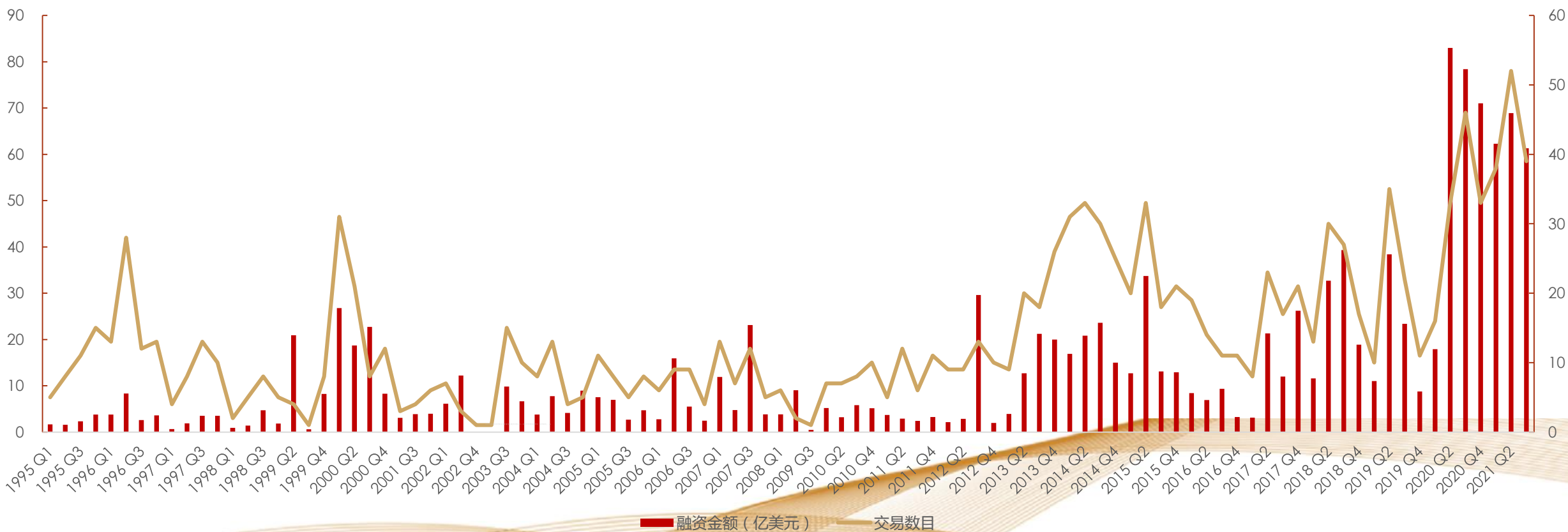


## 全球β：美国证券交易所生物科技及制药公司IPO数量和金额

美国证券交易所IPO的生物科技及制药公司IPO数量和金额，是全球医药创新的长尾客户的β

- 美国证券交易所IPO融资金额和数量处于历史高位，为全球研发支出提供弹性：自2020Q2开始，在美国证券交易所IPO单季度数量达到30-50家、金额达到60~80亿美元，处于历史以来的高点上、为美国Biotech的研发支出呈现高速增长提供支撑。

图：1990-2021年美国证券交易所上市的生物科技及制药公司IPO情况统计（亿美元、截止2021年8月31日）



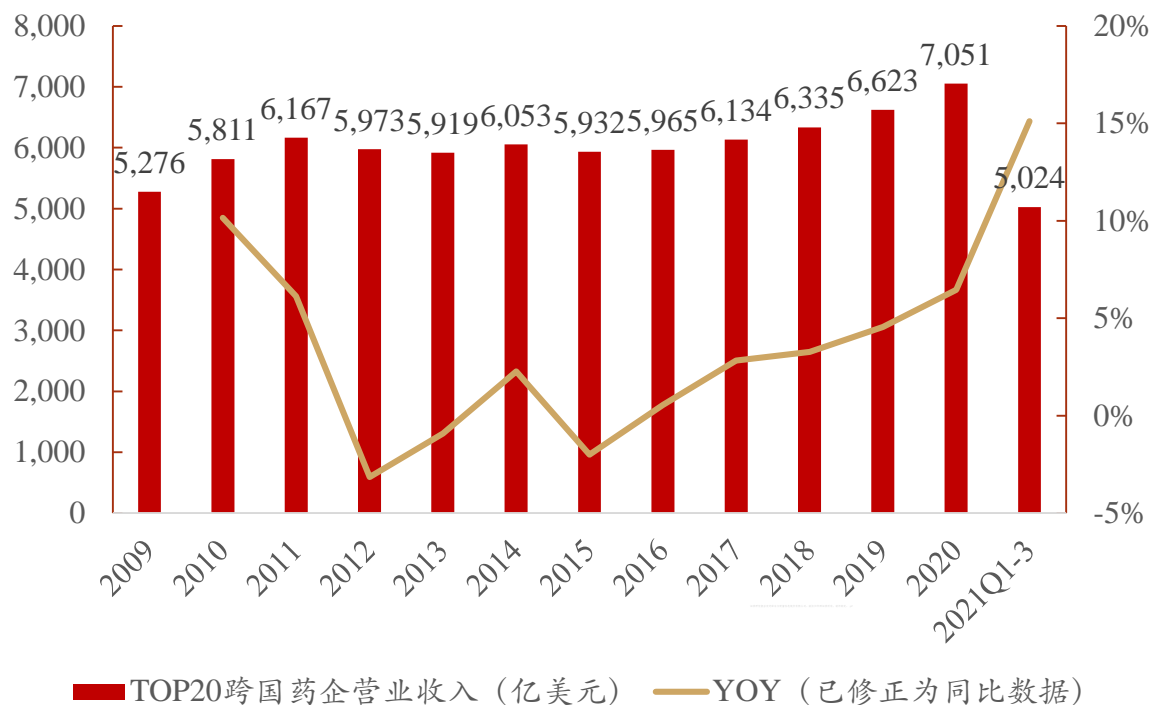
资料来源：彭博，华西证券研究所（注释：仅统计生物科技类以及制药类的企业）。

# 全球β：跨国药企研发投入

跨国药企研发投入作为全球医药创新的主力，是全球医药创新的底层β

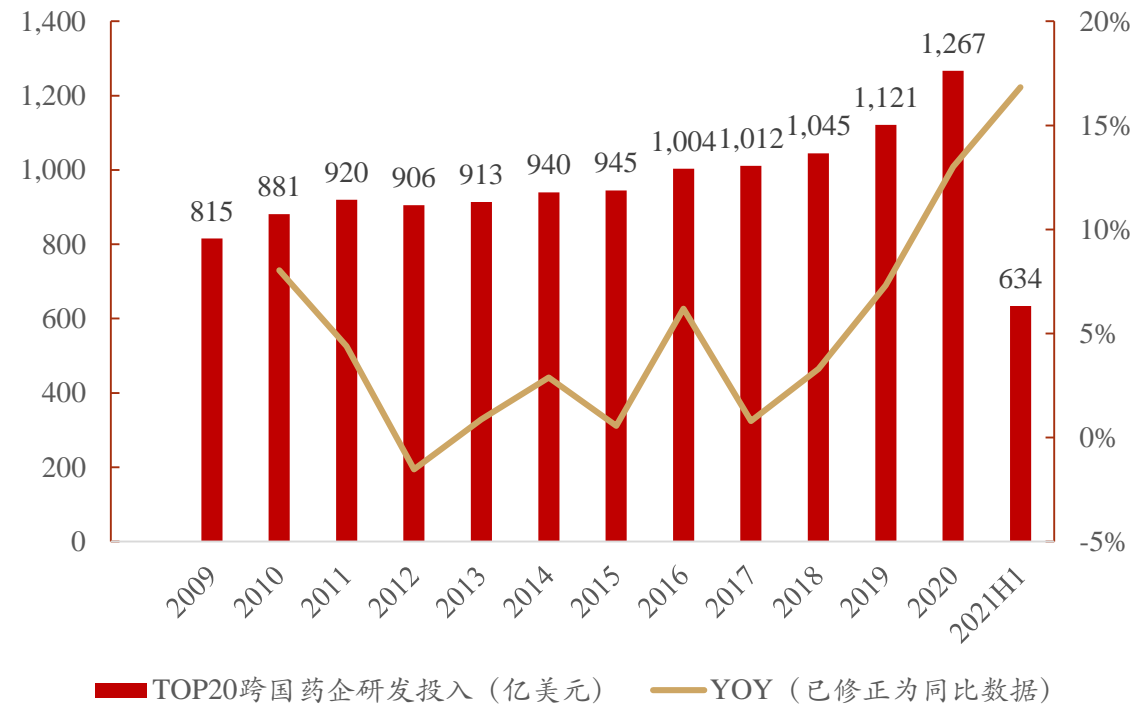
- 目前全球跨国TOP 20药企中16家已公告中报数据，统计来看其2021年前三季度合计营业收入为5024亿美元，同比增长15.1%，我们判断主要是新冠疫苗和相关治疗药物的销售爆发，以及自疫情下逐渐恢复。
- 另外从研发投入的角度，统计15家跨国药企（相对收入，无罗氏数据）2021年前三季度合计研发投入为784亿美元，同比增长12.9%，继续延续高速增长，维持高景气度。

图：全球Top 20 跨国药企营业收入（亿美元）



资料来源：Wind，彭博，华西证券研究所

图：全球Top 20 跨国药企研发投入（亿美元）



资料来源：Wind，彭博，华西证券研究所

TOP20公司：罗氏（未出三季报）、诺华、辉瑞、默沙东、百时美施贵宝、武田、阿斯利康（未出三季报）、安进、吉利德、礼来、拜耳（未出三季报）、诺和诺德、勃林格殷格翰（无中报数据）、艾尔建（2020年被艾伯维收购）、安斯泰来、渤健

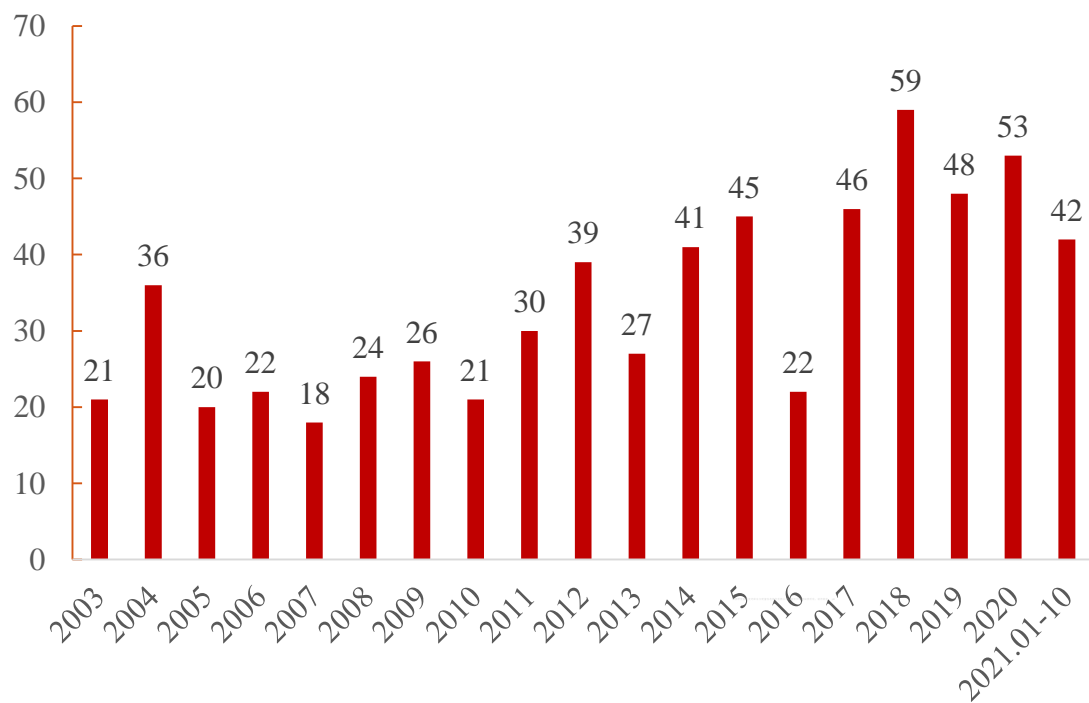


# 全球β：美国FDA获批新药情况

美国获批FDA新药也能作为全球创新β的后滞指标，也能表征全球CDMO需求的指标

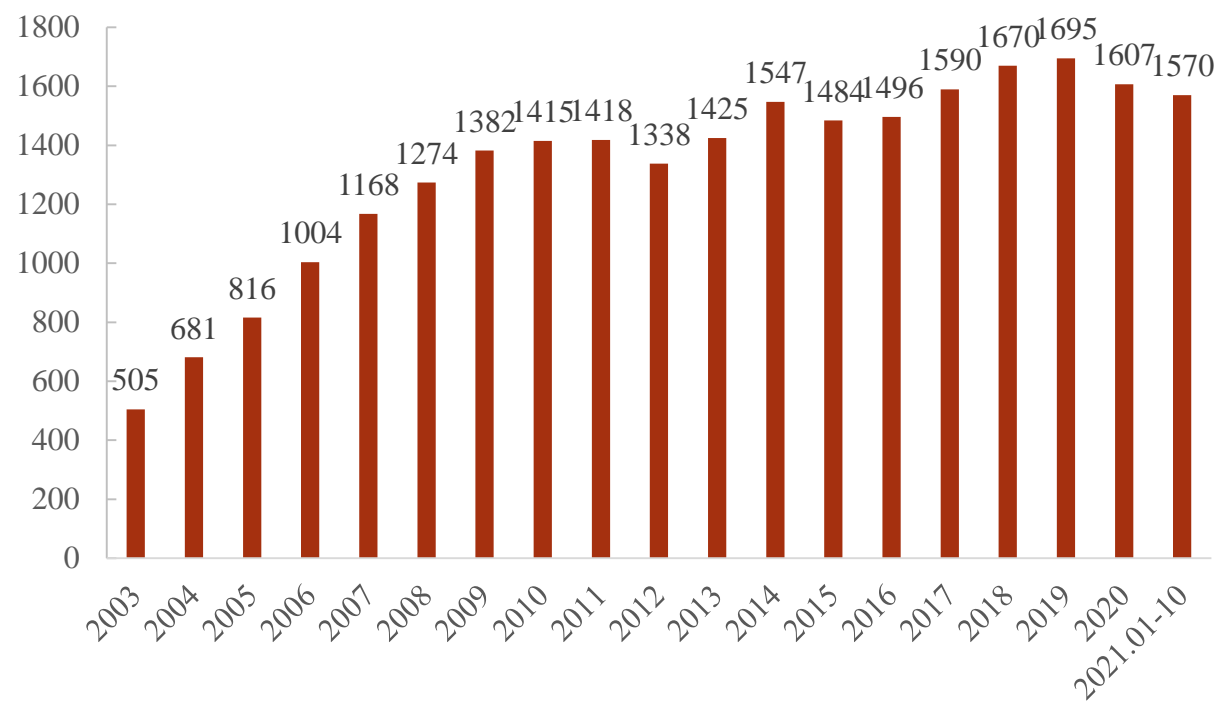
- 美国FDA新药在近几年都呈现较高强度：2020年获批新药53个品种，其中38个小分子创新药、15个生物药。另外2021年01-10月获批42个创新药，相对2019和2020年同期的33和42个继续保持高强度；
- 另外我们观察clinicaltrials上的美国新开展临床I期的数量继续保持稳健增长、且呈现自疫情下恢复趋势，此数据也表征IND申报数量，继续保持向上增长。

图：美国FDA获批新药情况、继续保持相对向上趋势



资料来源：FDA，华西证券研究所

图：美国clinicaltrials上新开展的临床I期情况



资料来源：clinicaltrials，华西证券研究所

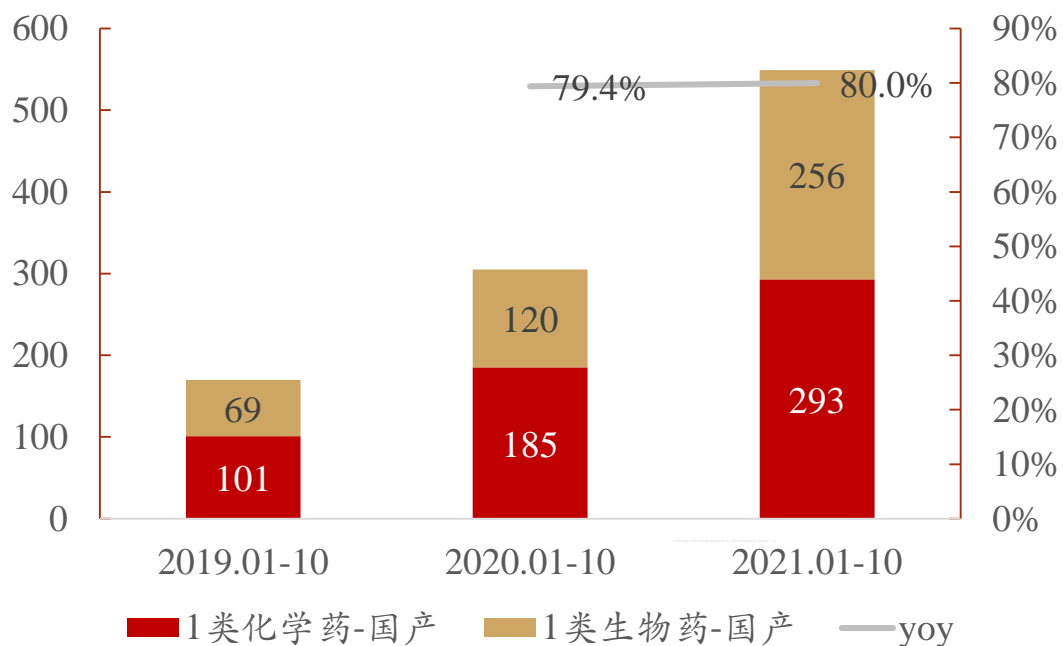


# 国内β：国内IND数量继续保持较快增长

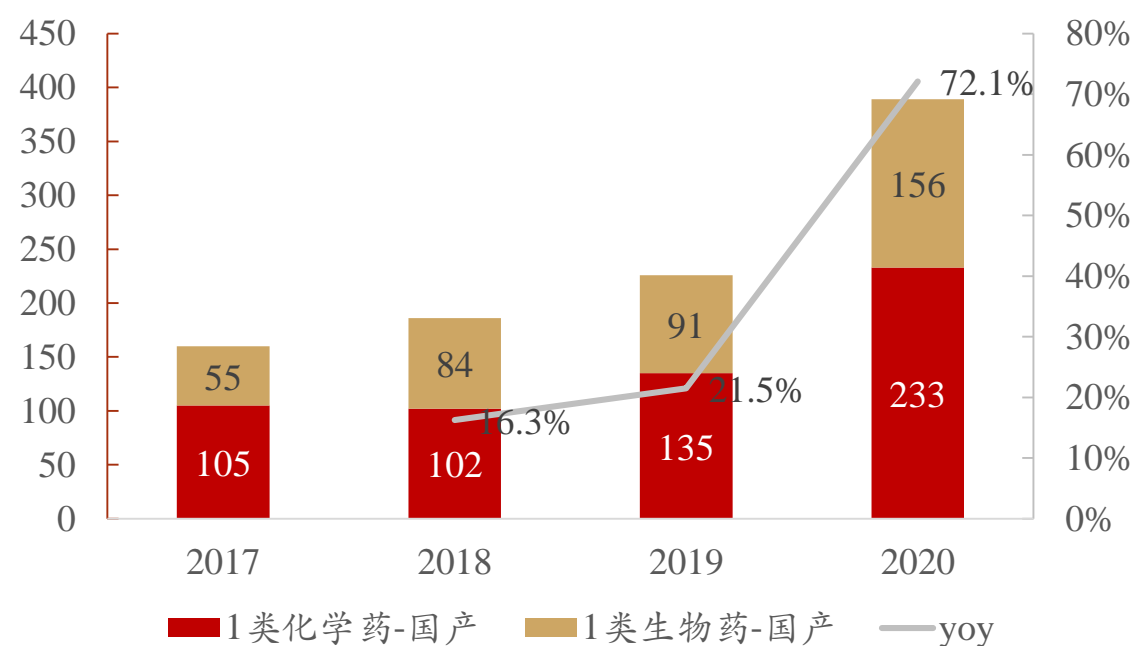
国内行业景气度指标主要跟踪：历史后验指标（A&港股上市公司研发投入）&创新药IND受理情况

- ◆ 国内CDE新药临床受理品种数量依然处于上升中、2020年呈现高速增长、凸显国内β：2020年有233个1类化学药和156个1类治疗性生物制品申报临床试验，整体相对2019年同期增长72.1%，依然处于上升趋势，尤其是生物药品种上升明显。
- ◆ 2021年01-10月 CDE的IND数量继续呈现高速增长：2021年01-10月有293个1类化学药、256个1类治疗性生物制品申报临床，整体同比增长80.0%，继续呈现高速增长。

图：CDE的IND受理情况



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

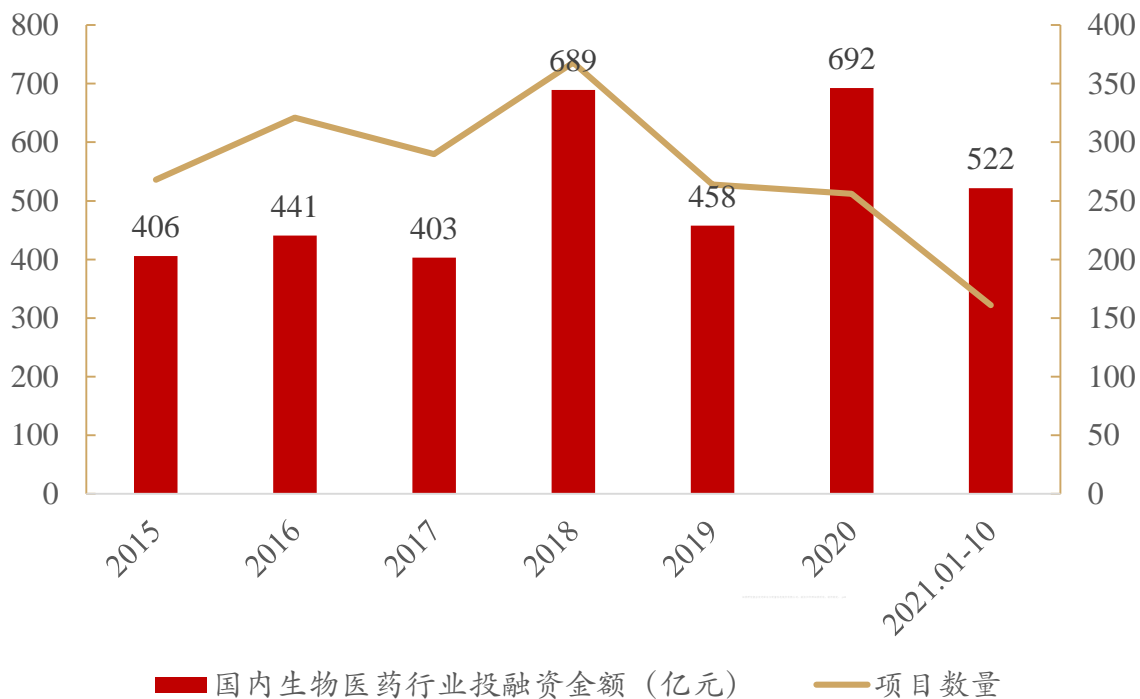
资料来源：米内网，华西证券研究所

# 国内β：国内投融资活动继续保持高景气度

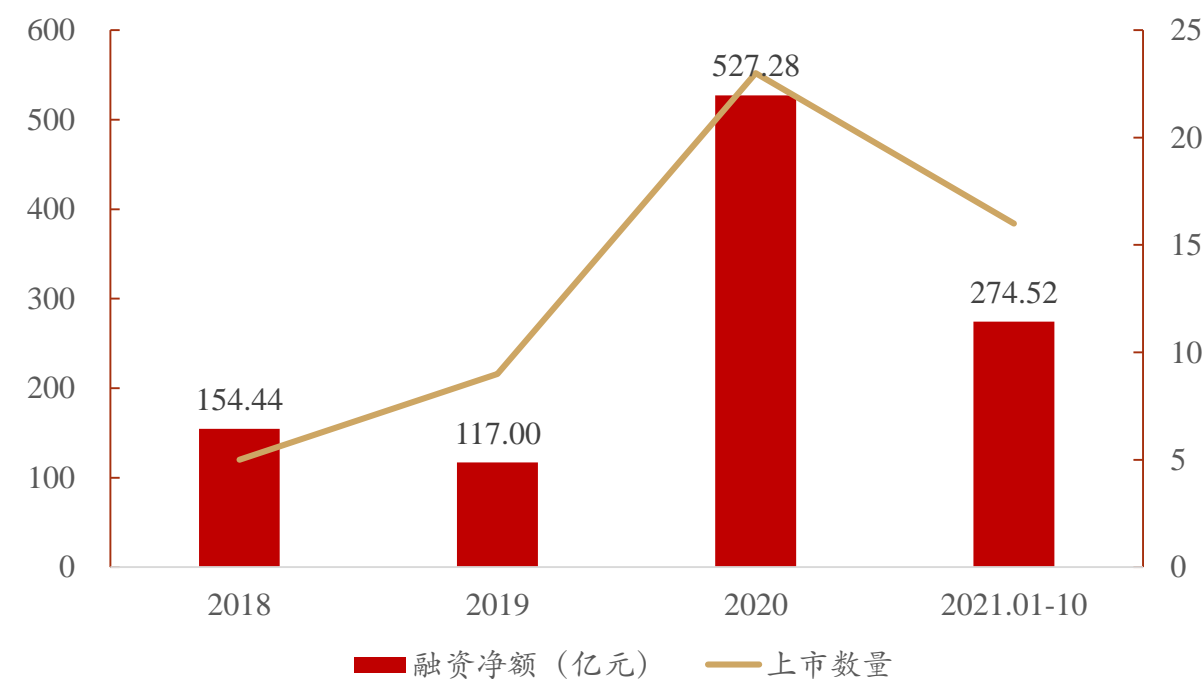
## 国内生物医药PEVC投融资活动继续保持高强度&Biotech企业上市保持高强度

- 国内生物医药PEVC投融资活动继续保持高强度：2018年以来国内生物医药投融资金额持续保持高强度，尤其是2020年达到历史高点667亿元。2021年前10月，国内发生161个PEVC投融资案例、合计融资金额达到522亿元，继续延续高强度。
- Biotech企业2021年上市继续保持高强度：继2018年香港放开非盈利生物科技企业上市政策、2019年科创板允许非盈利生物科技企业上市，2020年迎来生物科技企业融资高峰，合计融资金额达到527亿元。2021年前9月在港交所和科创板实现16家企业的IPO、合计融资金额达到275亿元，继续保持高强度。

图：国内生物医药PEVC投资规模（亿元）



图：香港及A股Biotech企业IPO融资情况



资料来源：Wind, 华西证券研究所

注释：数据源来自于wind，清理非投资国内的案例、以及仅是股东层面变动的案例，且对缺省融资金额的案例进行缺省处理。

资料来源：Wind, 华西证券研究所

注释：仅统计创新药相关的生物科技企业上市企业；目前已累计上市53家企业 10

# 国内β：国内研发投入呈现高景气度

从研发投入角度来看，国内存量制药企业继续保持较快增长，另外非盈利的长尾客户继续保持高速增长。

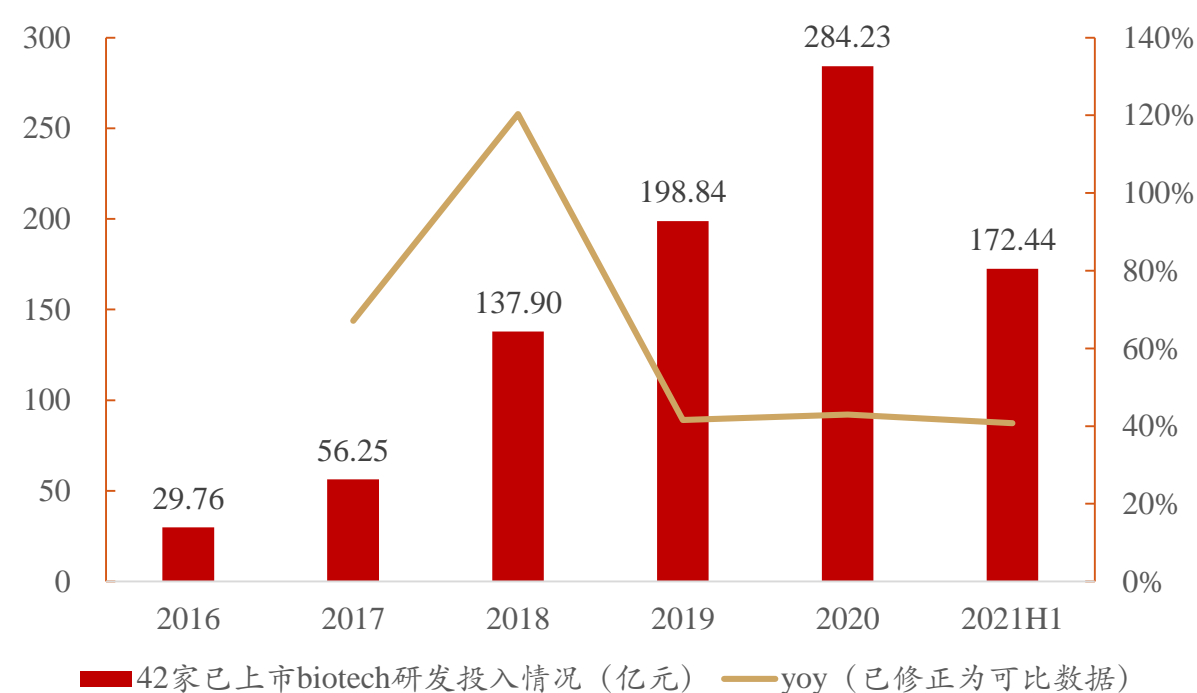
- 统计成规模的A股已上市公司研发投入：2020年合计研发投入为477亿元，同比增长14.2%，继续维持较快增长；另外2021Q1-3合计研发投入为335亿元，同比增长28.5%，其中恒瑞医药、复星医药、上海医药、健康元、白云山等保持高速增长。
- 已上市的Biotech企业研发投入继续保持高速增长：统计42家已公布财务数据的A/H Biotech企业，2021年上半年合计研发投入172亿元，同比增长40.7%，继续保持高速增长。（若扣除百济神州的扰动影响，41家Biotech合计研发投入为129亿元，同比增长59.4%）。

图：国内存量A股制药企业研发投入增长情况（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图：A/H上市的非盈利Biotech企业研发投入（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

- **CXO行业景气度跟踪框架：行业景气度依然位于高位**
  - ✓ 全球创新研发β依然处于景气度高点：PEVC投融资&美国IPO情况&跨国药企研发投入&FDA获批新药情况
  - ✓ 国内行业跟踪指标向上趋势不变：国内创新药IND情况&国内PEVC投融资情况及IPO情况&国内Biotech企业和大药企研发投入
- **核心CXO公司2021年三季度跟踪：高景气度持续，关注CDMO赛道与国内临床前CRO业务**
  - ✓ CXO行业基本情况复盘及估值情况
  - ✓ 细分行业业绩回顾
- **投资建议**
- **风险提示**

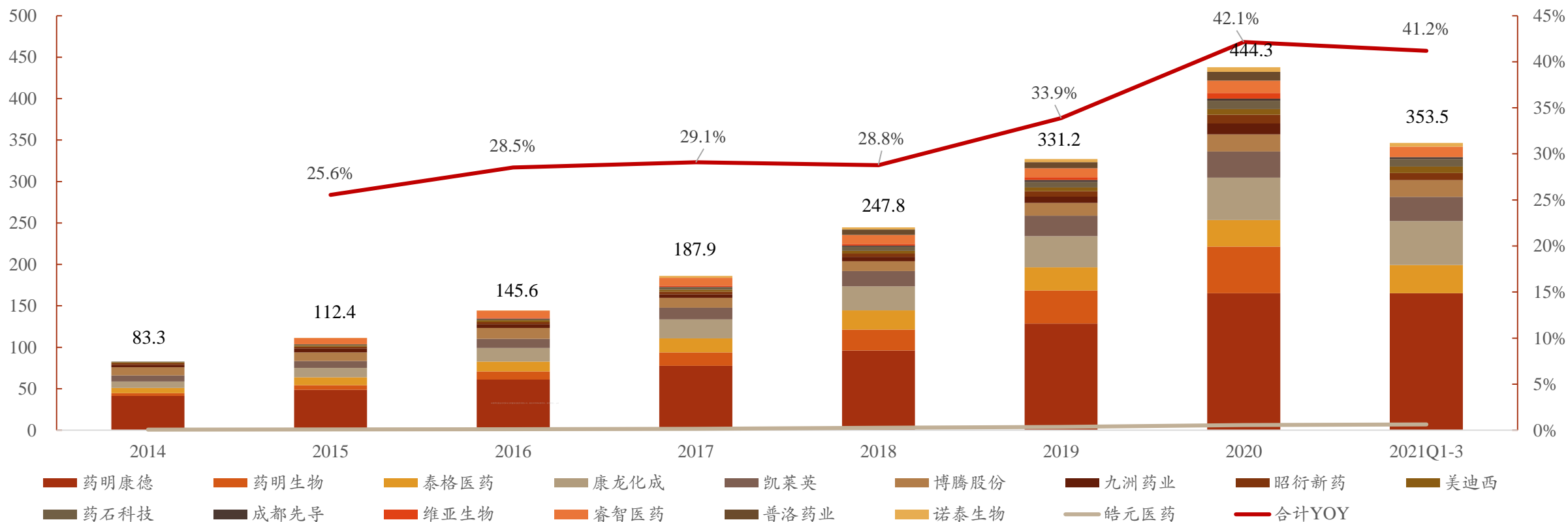


# CXO行业基本情况复盘：Q3继续维持高速增长

▶在汇率升值的影响下，国内CXO行业2021年三季报继续保持高速增长：

- ✓ 统计13家A+H CXO公司（不考虑药明生物、维亚生物以及九洲药业和普洛股份）合计实现营业收入353.5亿元，同比增长41.2%，继续延续超高速增长。
- ✓ 单季度来看，合计9家CXO公司（暂不考虑睿智生物、诺泰生物、皓元医药、阳光诺和）Q1/Q2/Q3分别实现营业收入94.3/112.6/122.5亿元，分别同比增长53.7%/38.4%/37.4%。

图：A+H股CXO公司营业收入继续呈现高速增长（亿元）

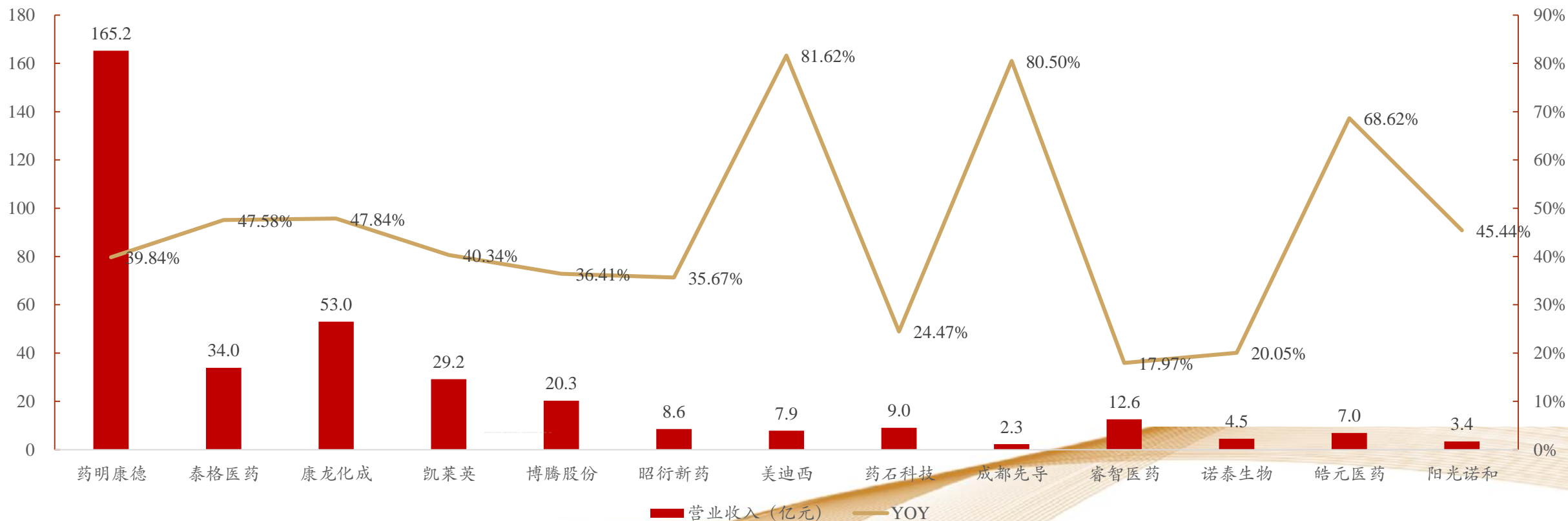


# CXO行业基本情况复盘：Q3继续维持高速增长

►核心CXO公司三季报继续呈现高速增长，基本符合市场预期：

- ✓ 整体回顾核心CXO个股三季报，我们认为基本都符合预期：一体化龙头药明康德、康龙化成均继续呈现高速增长，另外CDMO个股凯莱英、博腾股份、九洲药业、普洛药业CDMO业务均呈现高速增长；临床CRO泰格医药业绩略超预期，以及昭衍新药、美迪西、阳光诺和等业绩均符合预期。

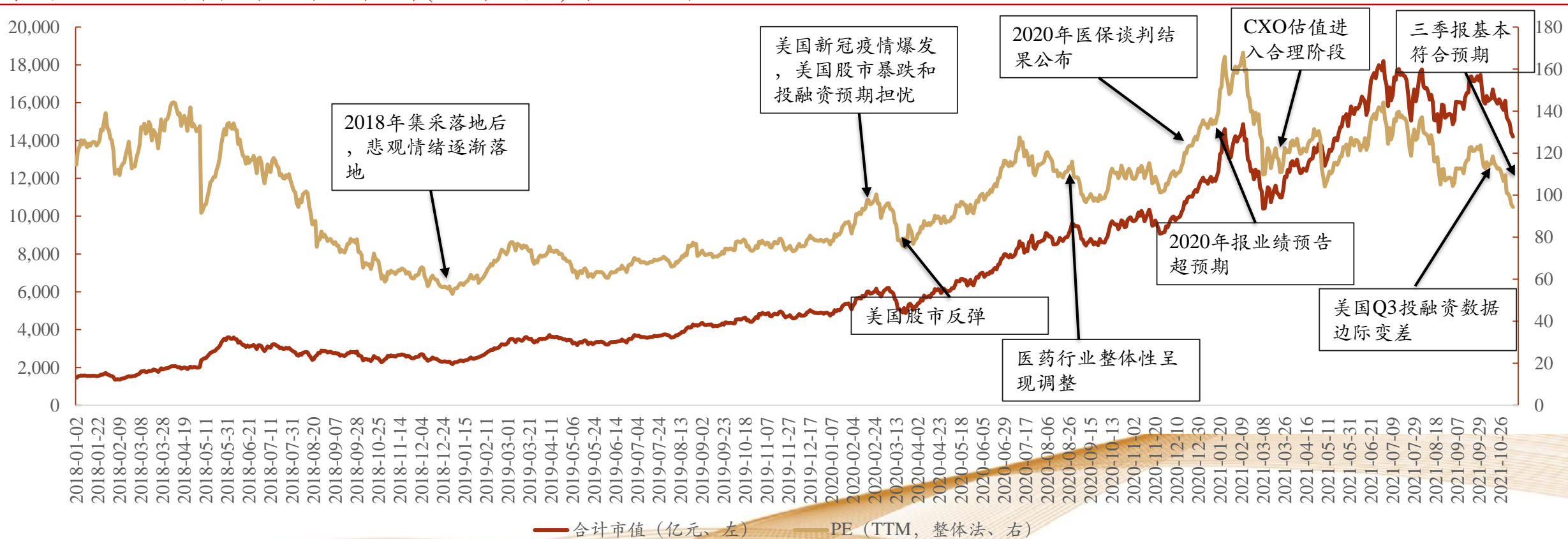
图：A+H股CXO公司2021年前三季度营业收入继续呈现高速增长（亿元）



# CXO行业基本情况复盘：短期调整中、逐渐进入相对合理估值水平

- CXO行业自2018年集采落地后、悲观情绪逐渐反转、且优秀公司逐渐上市和业绩持续超预期，驱动整体CXO估值水平呈现上升趋势。
- 近期CXO估值水平已有一定幅度的系统调整，逐渐进入相对合理的估值水平：近期受到美国Q3投融资数据边际变化以及CXO个股三季报业绩波动等因素影响，目前CXO指数已有一定程度的调整，已逐渐进入相对合理的估值水平。

图：核心CXO公司市值（亿元）&市盈率(TTM,整体法)（2021105）



资料来源：Wind，华西证券研究所。注释：本文结合药明康德、药明生物、泰格医药、康龙化成、凯莱英、博腾股份、九洲药业、美迪西、昭衍新药、药石科技、成都先导、普洛药业、睿智医药、阳光诺和、皓元医药、方达控股、金斯瑞生物科技等公司，合成的指数的市盈率(TTM,整体法)。

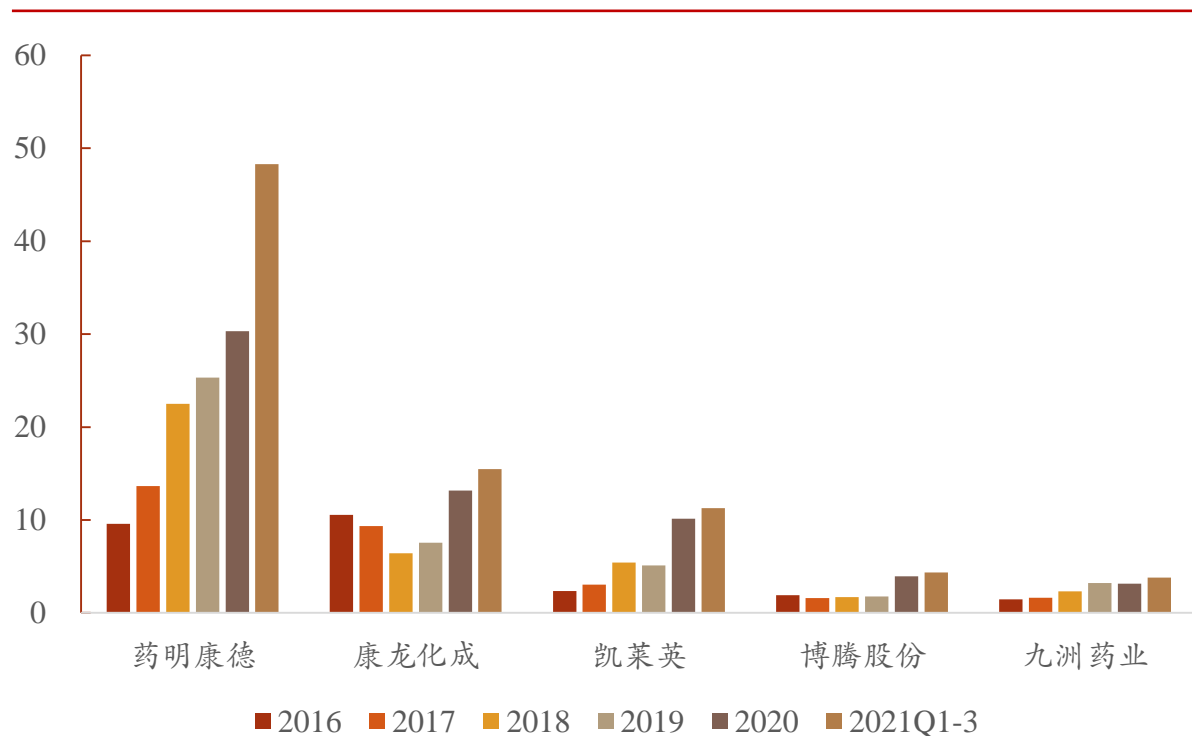
# CDMO业务：2020年以来资本开支呈现明显加速趋势

- 重点公司CDMO业务固定资产规模均呈现快速增长，且单位固定资产产值呈现提升过程中：2018-2020年药明康德的CDMO业务、药明生物、凯莱英固定资产原值规模均呈现高速增长中，且考虑到产品升级、技术平台进步以及规模效应下，其单位固定资产产值也呈现逐渐提升中；
- 核心CXO公司2020年以来呈现明显加速：2020年以来，药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份等公司资本开支呈现明显加速的趋势。展望未来3年，受益于全球产业链“转移”和国内行业的高景气度，我们判断未来资本开支将继续呈现高强度。

图：CDMO业务或公司固定资产规模（亿元）



图：核心CXO公司资本开支变化情况（亿元）

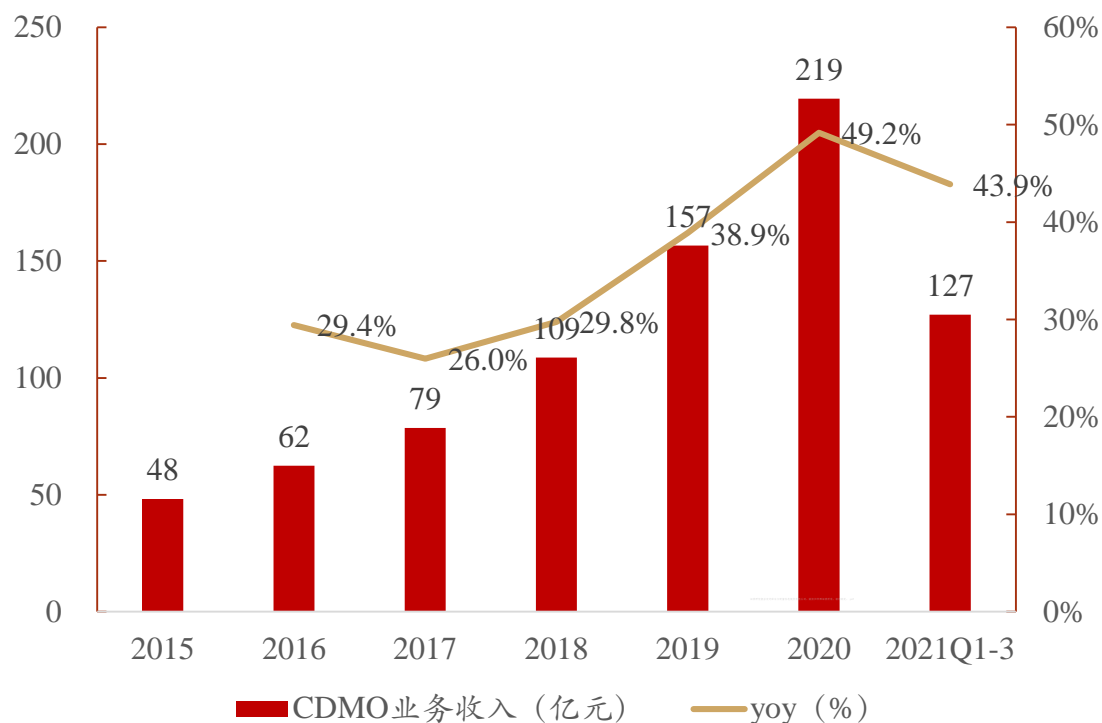




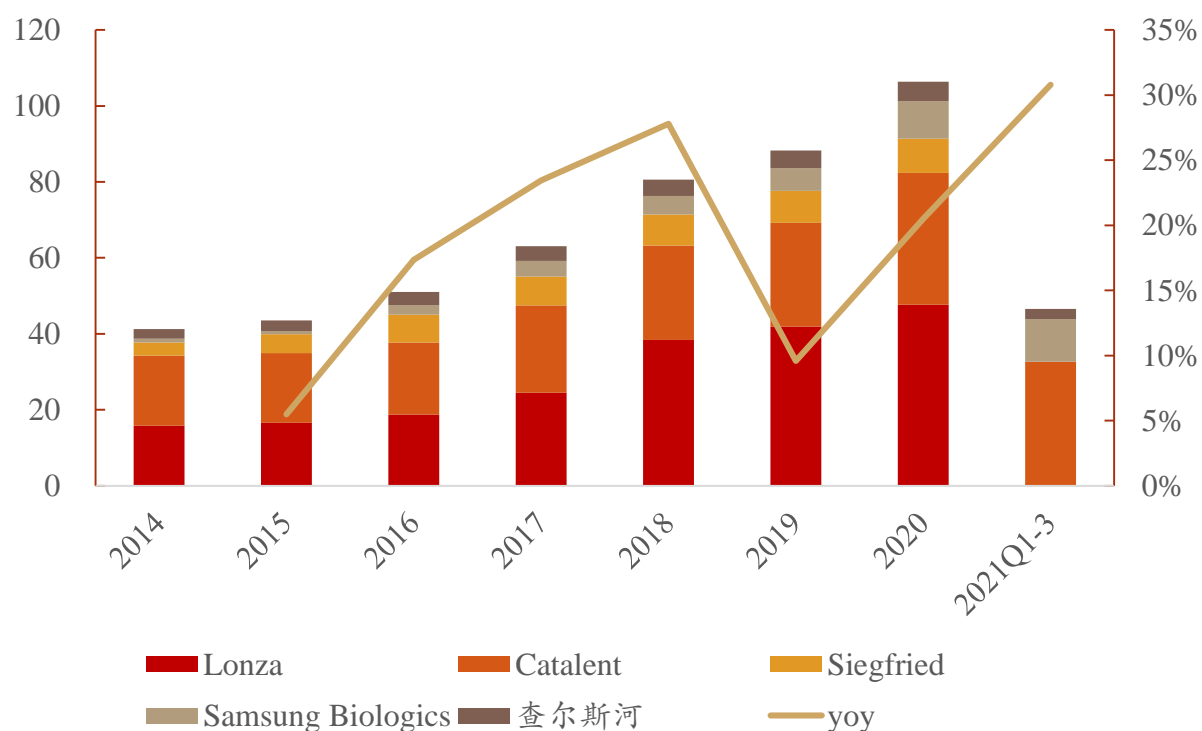
# CDMO业务复盘：国内继续呈现高景气度

- 国内CDMO公司继续呈现高速增长、且景气度有上行趋势：核心公司CDMO业务2021年三季度报合计实现营业收入127亿元，同比增长43.9%，呈现超高速增长，其中药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成继续呈现高速增长。展望2022年，伴随覆盖管线数量的增长以及产能投产的加速，国内核心CDMO供应商有望持续受益、业绩呈现加速趋势。
- 海外CDMO业务呈现快速增长，显著受益于新冠业务的增厚：3家海外CDMO公司2021年前三季度合计实现营业收入46.5亿美元，同比增长30.8%，核心供应商受益于新冠相关产品的增厚继续呈现快速增长。

图：国内核心CXO公司CDMO业务及其增速（亿元）



图：海外CXO公司CDMO业务增长情况（亿美元）



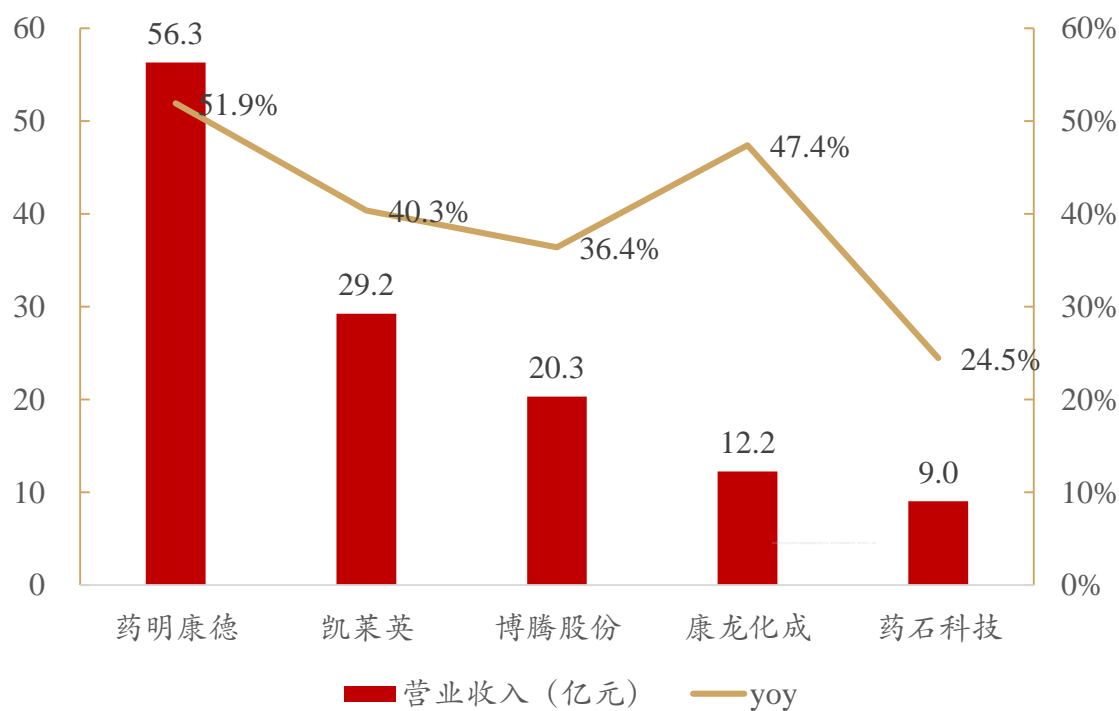
资料来源：Wind，华西证券研究所。注释：Q3仅统计药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成、药石科技。

资料来源：Wind，华西证券研究所

# CDMO业务：高速增长管线数量奠定未来业绩高增长确定性

- **核心CXO公司CDMO业务均保持高速增长：**Q3单季度，核心CDMO公司继续保持高速增长，其中药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成分别同比增长31.5%/42.3%/37.5%/42.5%。
- **核心CDMO公司管线数量继续呈现高速增长：**CDMO企业服务的管线数量在过去3年中均呈现高速增长，例如药明康德、博腾股份2021年三季度末的管线数量分别同比增长35.9%和42.1%，继续呈现高速增长的趋势。

图：2021年H1核心CDMO公司营业收入情况（亿元）



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高速增长

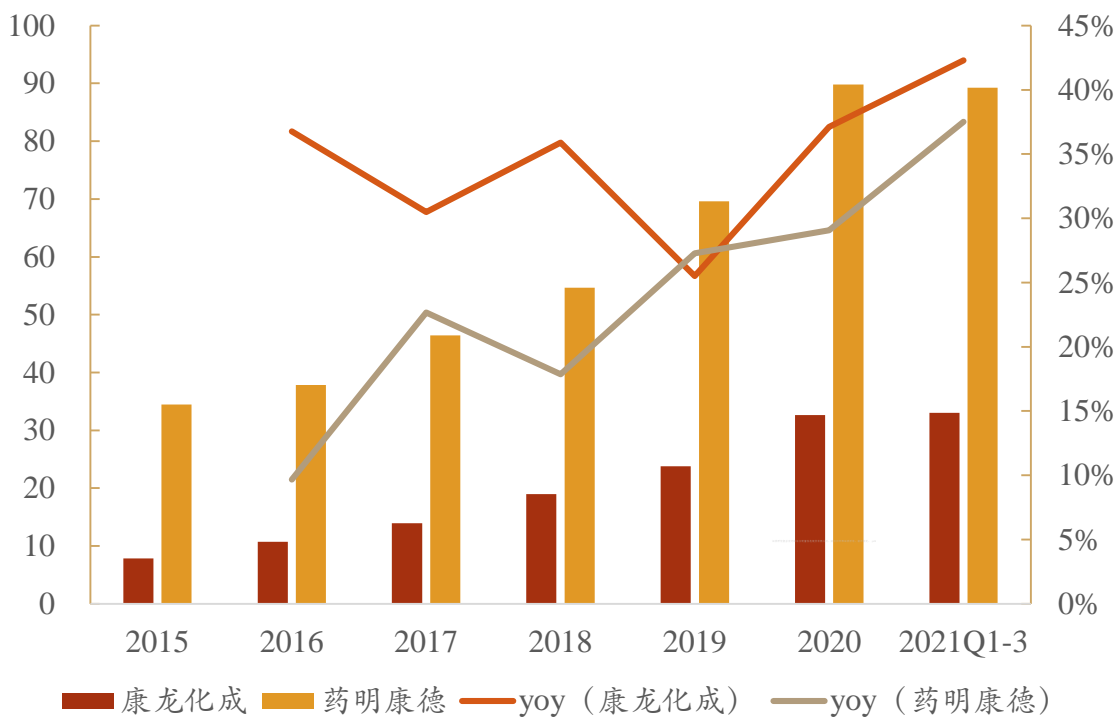
	2018	2019	2020	2021H1	2021Q3
<b>合全药业</b>					
临床前及临床I期阶段	528	756	956	1113	1229
临床II期阶段	109	177	217	220	235
临床III期阶段	40	40	45	48	47
商业化项目	16	21	28	32	37
<b>合计</b>	<b>693</b>	<b>994</b>	<b>1246</b>	<b>1413</b>	<b>1548</b>
<b>凯莱英</b>					
临床阶段I/II期	142	152	199	115	
III期	24	39	42	36	
商业化阶段	27	30	32	28	
<b>合计</b>	<b>193</b>	<b>221</b>	<b>273</b>	<b>179</b>	
<b>博腾股份</b>					
临床二期及以前	155	187	224	158	213
临床III期	28	34	41	29	36
新药申请及上市	84	87	94	69	95
<b>合计</b>	<b>267</b>	<b>308</b>	<b>359</b>	<b>256</b>	<b>344</b>
<b>九洲药业</b>					
I/II期	270	330	438	471	
III期	35	37	40	41	
商业化	11	11	16	18	
<b>合计</b>	<b>316</b>	<b>378</b>	<b>494</b>	<b>530</b>	
<b>康龙化成</b>					
临床前研究	283	485	487	467	
临床I/II期	70	74	202	197	
临床III期	11	9	47	27	
商业化			3	4	
<b>合计</b>	<b>364</b>	<b>568</b>	<b>739</b>	<b>695</b>	

资料来源：Wind，华西证券研究所

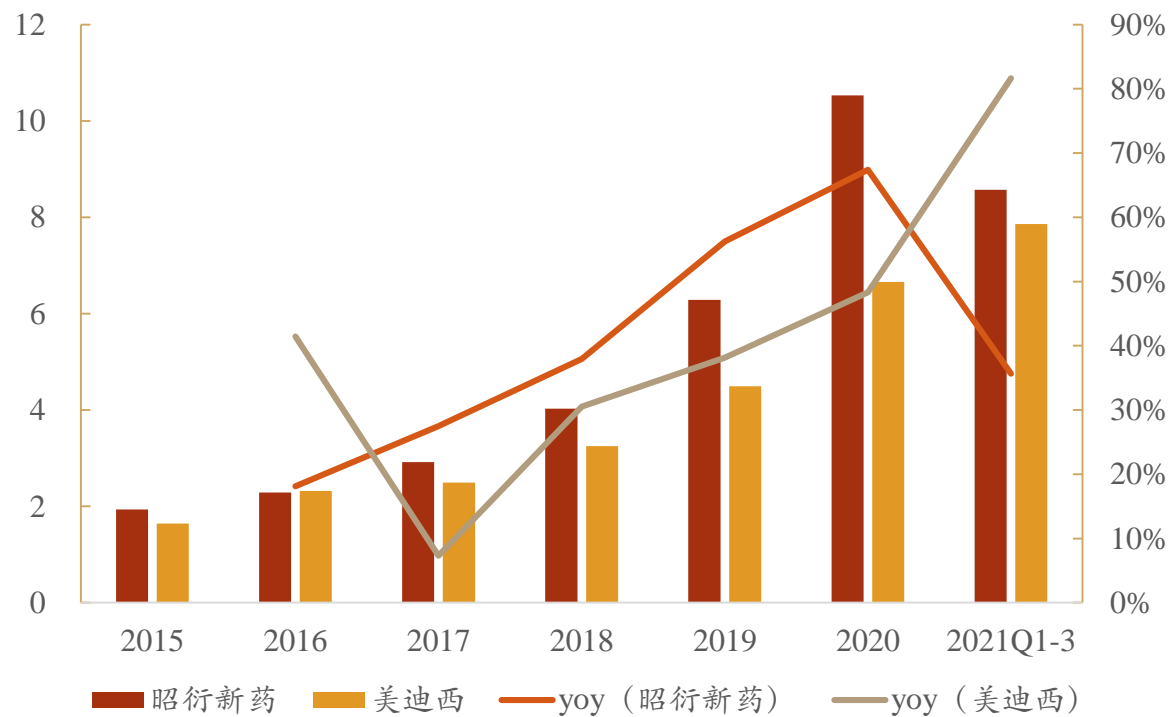
# 实验室业务复盘：国内实验室业务继续维持高景气度

- 药明康德&康龙化成实验室业务继续保持高强度增长，表征全球产业链转移下国内实验室业务继续保持高速增长：药明康德、康龙化成2021年前三季度分别实现营业收入89.3亿元和33.0亿元，分别同比增长37.5%和42.3%，延续高速增长的趋势。
- 昭衍新药&美迪西继续呈现高速增长，表征国内临床前CRO需求继续呈现高β中：昭衍新药、美迪西2021年前三季度分别实现营业收入8.6亿元和7.9亿元，分别同比增长35.7%和81.6%，另外考虑到昭衍新药前三季度新签订单同比增长超70%，继续表征国内临床CRO需求继续呈现高β。

图：药明康德&康龙化成实验室业务规模及其增速（亿元）



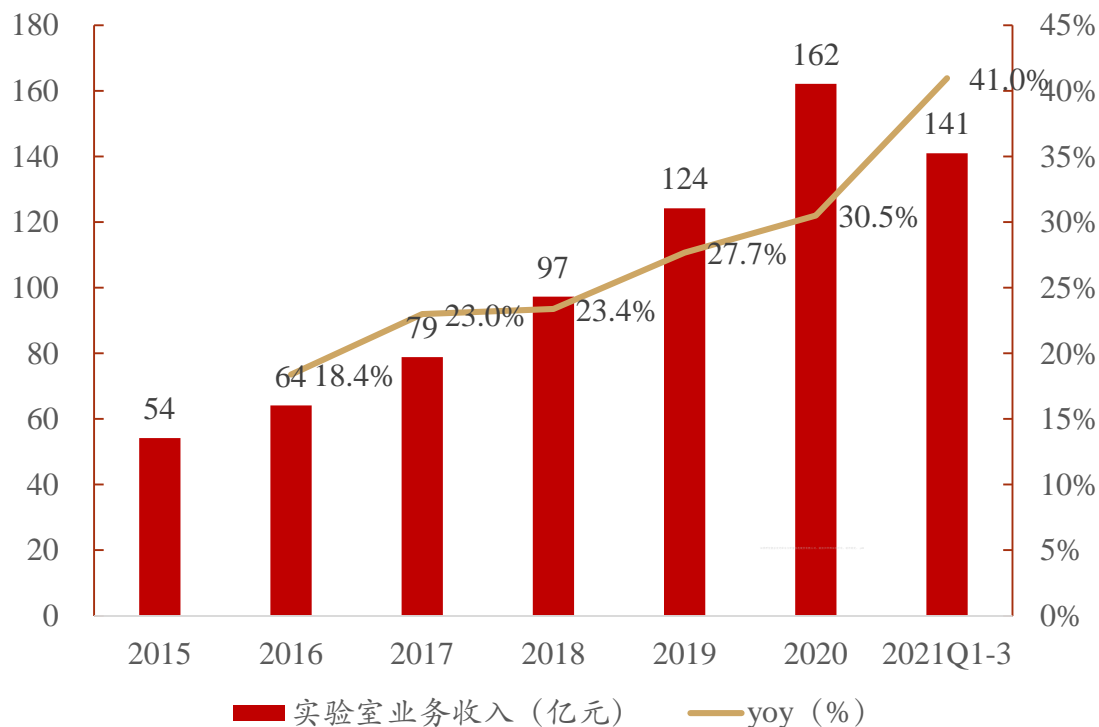
图：昭衍新药&美迪西实验室业务规模及其增速（亿元）



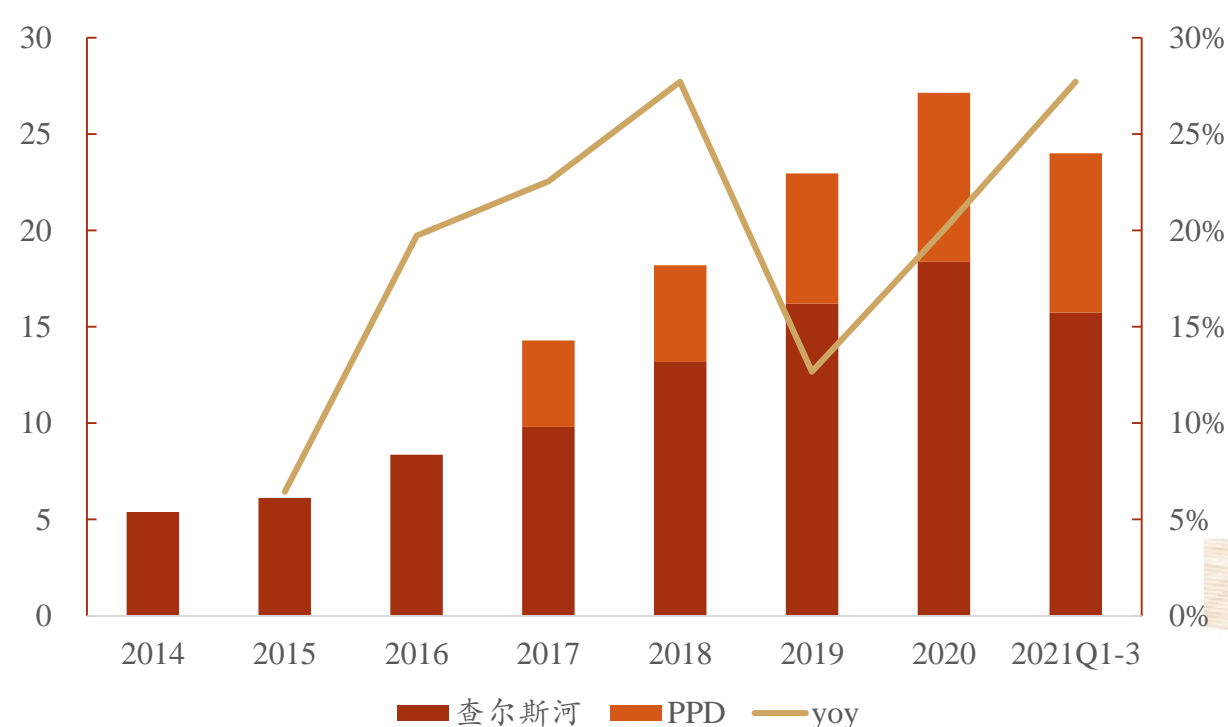
# 实验室业务复盘：国内实验室业务继续维持高景气度

- **国内CXO公司实验室业务继续呈现高速增长、维持高景气度：**核心CXO公司实验室业务2021年三季度报合计实现营业收入141亿元，同比增长41.0%，呈现超高速增长，其中药明康德实验室业务实现营业收入89.3亿元，同比增长37.5%。展望2022年，海外创新药产业链持续转移以及叠加国内的高景气度，我们判断未来3年将持续呈现快速增长。
- **海外实验室业务呈现快速增长：**查尔斯河的实验室业务（安评及药物发现等）2021年前三季度实现营业收入15.7亿美元，同比增长17.2%，伴随着新冠影响逐渐消除，公司药物发现和安评业务逐渐恢复强劲增长。

图：国内核心CXO公司实验室业务及其增速（亿元）



图：海外CXO公司实验室业务增长情况（亿美元）

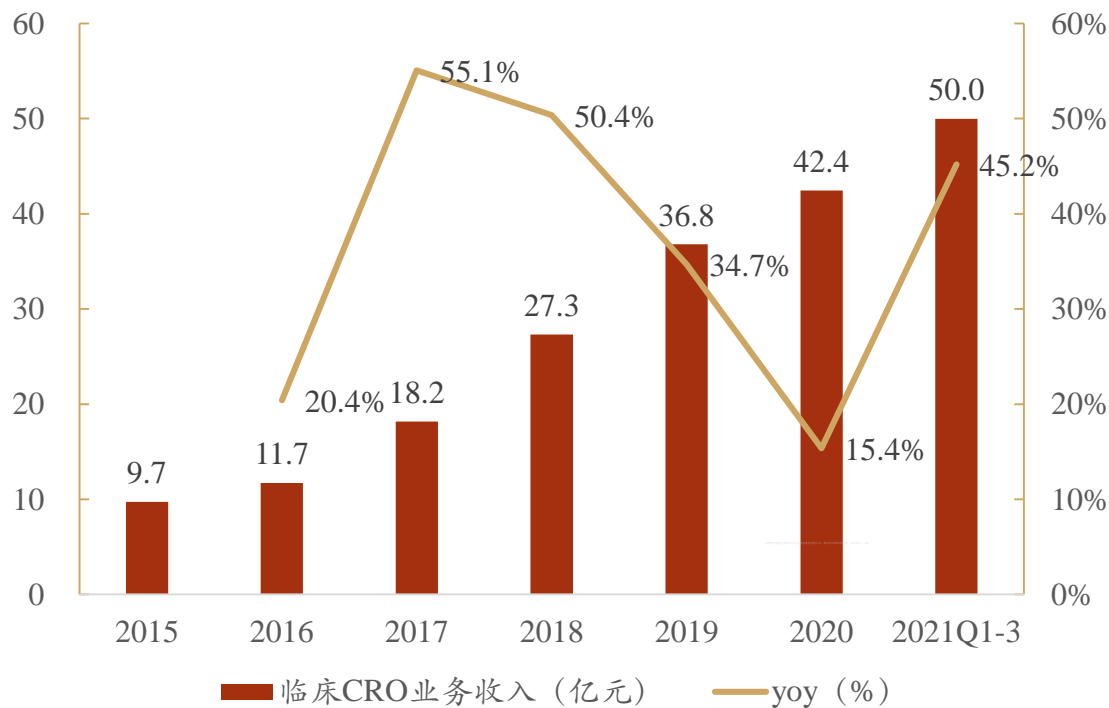




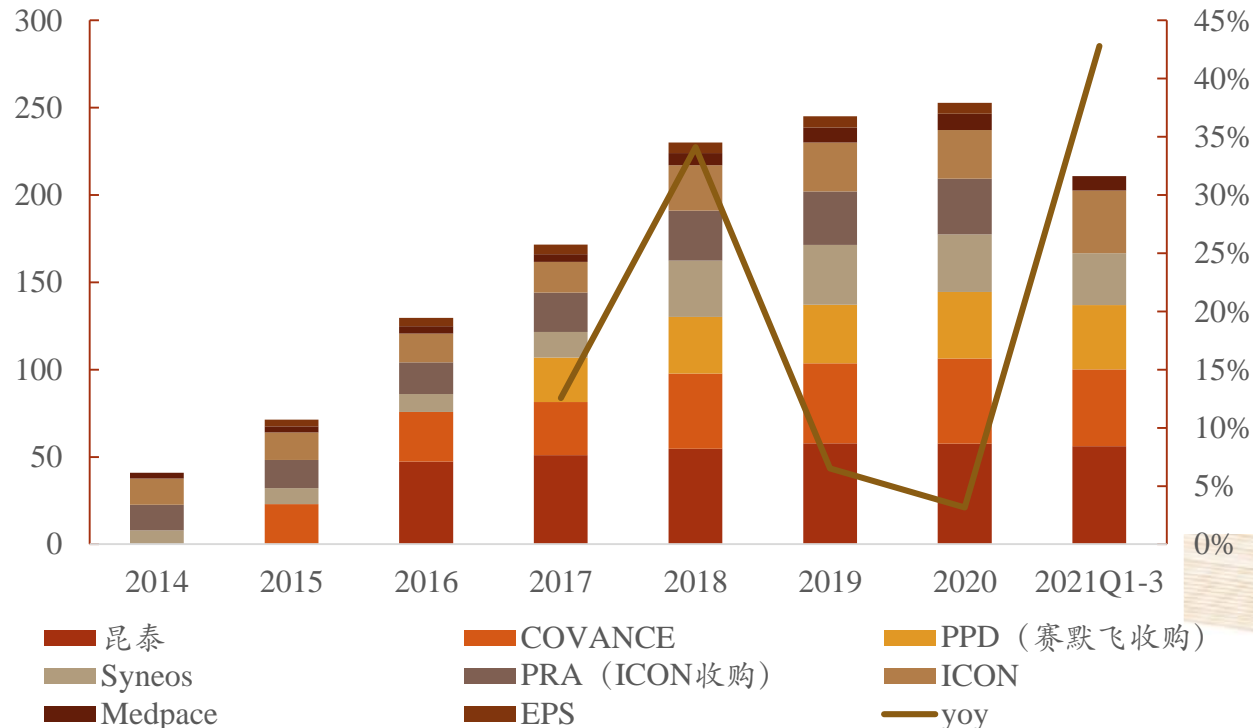
# 临床CRO业务复盘：疫情下恢复明显

- 国内CXO公司临床CRO业务继续呈现高速增长、疫情下恢复趋势明显：**核心CXO公司临床CRO业务2021年三季报合计实现营业收入50.0亿元，同比增长45.2%，呈现超高速增长，其泰格医药实现营业收入31.3亿元，同比增长41.5%。展望2022年，疫情下临床CRO业务持续恢复、且伴随国内创新逐渐传导到临床CRO业务，我们判断未来3年临床CRO业务将持续呈现快速增长、且景气度有向上的趋势。
- 海外临床CRO业务疫情下恢复明显、呈现高速增长：**6家主流临床CRO公司合计2021年前三季度实现营业收入73.96亿美元，同比增长42.8%，其中昆泰、科文斯、Syneos、PPD、ICON Q3单季度营业收入同比增长为32.4%/17.5%/20.6%/26.0%/165.9%，疫情下呈现显著恢复。

图：国内CXO公司临床CRO业务及其增速（亿元）



图：海外CXO公司临床CRO业务营业收入及增长情况（亿美元）



资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：2021年前三季度数据包括泰格医药所有收入，未进行业务拆分）

资料来源：Wind，华西证券研究所（PRA被ICON收购，EPS无三季报）

- **CXO行业景气度跟踪框架：行业景气度依然位于高位**
  - ✓ 全球创新研发β依然处于景气度高点：PEVC投融资&美国IPO情况&跨国药企研发投入&FDA获批新药情况
  - ✓ 国内行业跟踪指标向上趋势不变：国内创新药IND情况&国内PEVC投融资情况及IPO情况&国内Biotech企业和大药企研发投入
- **核心CXO公司2021年三季度跟踪：高景气度持续，关注CDMO赛道与国内临床前CRO业务**
  - ✓ CXO行业基本情况复盘及估值情况
  - ✓ 细分行业业绩回顾
- **投资建议**
- **风险提示**

- 考虑到全球研发依然处于高景气度且向中国转移趋势不变，以及叠加国内研发高 $\beta$ 爆发中，维持前期对国内CXO高景气度的判断。
  - ✓ 全球（以跟踪美国指标为例）行业跟踪指标依然处于景气度高点：跟踪前置指标（美国PEVC投融资情况及IPO情况），合计单季度融资金额在150亿美元（其中PEVC 70-110亿美元、IPO 60-80亿美元），依然处于历史高位；另外我们跟踪跨国药企研发投入及美国FDA获批新药情况，均保持高强度。
  - ✓ 国内行业跟踪指标向上趋势不变：国内创新药IND受理品种数量，自2020年以来持续保持高速增长，表征国内创新依然处于初期；另外国内PEVC投融资规模、IPO上市融资情况、以及大药企及Biotech企业的研发投入继续处于高景气度中，
- 在汇率升值的影响下，国内CXO行业2021年三季报继续保持高速增长：统计13家A+H CXO公司（不考虑药明生物、维亚生物以及九洲药业和普洛股份）合计实现营业收入353.5亿元，同比增长41.2%，继续延续超高速增长。单季度来看，合计9家CXO公司（暂不考虑睿智生物、诺泰生物、皓元医药、阳光诺和）Q1/Q2/Q3分别实现营业收入94.3/112.6/122.5亿元，分别同比增长53.7%/38.4%/37.4%。
  - ✓ 国内CDMO公司继续呈现高速增长、且景气度有上行趋势：核心公司CDMO业务2021年三季报合计实现营业收入127亿元，同比增长43.9%，呈现超高速增长，其中药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成继续呈现高速增长。展望2022年，伴随覆盖管线数量的增长以及产能投产的加速，国内核心CDMO供应商有望持续受益、业绩呈现加速趋势。
  - ✓ 国内CXO公司实验室业务继续呈现高速增长、维持高景气度：核心CXO公司实验室业务2021年三季报合计实现营业收入141亿元，同比增长41.0%，呈现超高速增长，其中药明康德实验室业务实现营业收入89.3亿元，同比增长37.5%。其中昭衍新药、美迪西2021年前三季度分别实现营业收入8.6亿元和7.9亿元，分别同比增长35.7%和81.6%，另外考虑到昭衍新药前三季度新签订单同比增长超70%，继续表征国内临床CRO需求继续呈现高 $\beta$ 。展望2022年，海外创新药产业链持续转移以及叠加国内的高景气度，我们判断未来3年将持续呈现快速增长。
  - ✓ 国内CXO公司临床CRO业务继续呈现高速增长、疫情下恢复趋势明显：核心CXO公司临床CRO业务2021年三季报合计实现营业收入50.0亿元，同比增长45.2%，呈现超高速增长，其泰格医药实现营业收入31.3亿元，同比增长41.5%。展望2022年，疫情下临床CRO业务持续恢复、且伴随国内创新逐渐传导到临床CRO业务，我们判断未来3年临床CRO业务将持续呈现快速增长、且景气度有向上的趋势。
- 投资建议：投资策略上，CXO全产业链战略性看好，继续推荐具有全球竞争力的龙头公司，CDMO、药物发现及临床前研究CRO和临床CRO的细分市场龙头，以及受益于行业高景气度的小而美的公司，持续推荐博腾股份、美迪西、药明康德、九洲药业、昭衍新药、凯莱英、康龙化成、诺泰生物、维亚生物等。
- 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。

- 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；
- 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。