

CXO行业5月月报：板块快速回升，关注 “药学+临床” 综合型CRO新势力

——医药新制造之CXO月报



核心观点：板块快速回升，关注“药学+临床”综合服务新势力

- **近期CXO板块整体快速反弹，关注Q2业绩主线下的高成长个股。**近期CXO板块整体反弹，尤其在2022.6.24CRO指数大涨，我们认为主要是Q2即将结束，市场逐步关注业绩高成长板块带来的投资机遇，CXO在医药行业各细分板块内，业绩高成长性和持续性仍然名列前茅，除去受益新冠药放量的几家头部公司会在Q2展现靓丽业绩外，我们预计其他非新冠受益的CXO企业也将会有不俗的业绩表现，本月我们重点推荐关注受益本土医药产业崛起的“药学+临床”综合服务新势力，如阳光诺和、百诚医药等。
- **“受托研发”+“自主研发”，深度整合本土研发产业链资源，商业模式灵活、具可持续性：**传统受托研发业务主要包括仿制药药学研究、临床试验及注册申报的外包服务支持；自主研发代表了行业升级方向，CRO企业将取得阶段成果的自研项目权利向客户转让，此类项目研发周期短、确定性高，客户公司支付溢价更高，部分项目可以取得销售权益分享进一步增厚盈利。
- **商业模式进一步延展，头部企业长期发展逻辑百花齐放：**仿创结合，拓展创新药，立足仿制药开发和一致性评价形成的技术沉淀，拓展创新药业务，代表公司为阳光诺和和太龙药业。仿制药一体化布局，布局端到端的CRO服务闭环，并进一步拓展到CDMO业务，为客户提供一站式服务，代表公司为百诚医药和海特生物。



核心观点：板块快速回升，关注“药学+临床”综合服务新势力

- CXO板块重点关注标的：康龙化成、药明康德、博腾股份、阳光诺和、百诚医药。
- 风险提示：业绩不及预期风险、国际政策变动风险、医药研发市场需求下降的风险、行业监管政策变化的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300759	康龙化成	93.01	2.10	1.85	2.48	67	50	37	暂无评级
603259	药明康德	102.67	1.72	2.94	3.56	60	35	29	推荐
300363	博腾股份	76.62	0.96	2.61	2.91	77	28	25	推荐
688621	阳光诺和	97.46	1.51	1.88	2.67	74	52	37	暂无评级
301096	百诚医药	74.10	1.03	1.72	2.81	63	38	23	推荐
603456	九洲药业	50.30	0.76	1.07	1.46	61	43	32	推荐
300725	药石科技	95.71	2.44	1.76	2.54	38	53	37	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为2022年6月24日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期）



01

月度之观：“药学+临床”综合型CRO新势力崛起

02

大事月记：全球CXO行业重大事件

03

板块跟踪：全球CXO行业股价及估值复盘

04

月度之星：立足产能优势拓展优质客户，成就全球大分子CDMO行业龙头

05

前瞻指标：产业链景气跟踪

06

风险提示

CONTENTS

目录

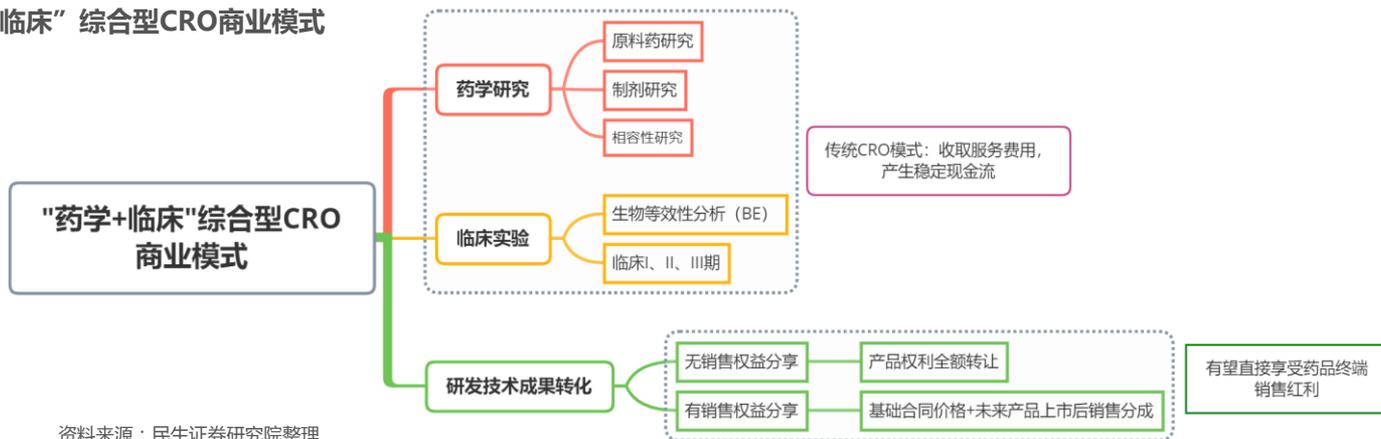


01. 月度之观：“药学+临床”综合型CRO新势力崛起

01 服务中国医药的“药学+临床”综合型CRO新势力崛起

- “受托研发” + “自主研发”，深度整合本土研发产业链资源，商业模式灵活、具可持续性：传统受托研发业务主要包括仿制药药学研究、临床试验及注册申报的外包服务支持；自主研发代表了行业升级方向，CRO企业将取得阶段成果的自研项目权利向客户转让，此类项目研发周期短、确定性高，客户公司支付溢价更高，部分项目可以取得销售权益分享进一步增厚盈利
- 商业模式进一步延展，头部企业长期发展逻辑百花齐放：仿创结合，拓展创新药，立足仿制药开发和一致性评价形成的技术沉淀，拓展创新药业务，代表公司为阳光诺和和太龙药业。仿制药一体化布局，布局端到端的CRO服务闭环，并进一步拓展到CDMO业务，为客户提供一站式服务，代表公司为百诚医药和海特生物

图表1：“药学+临床”综合型CRO商业模式



资料来源：民生证券研究院整理

02 市场景气度高，政策红利释放驱动行业持续高质量增长

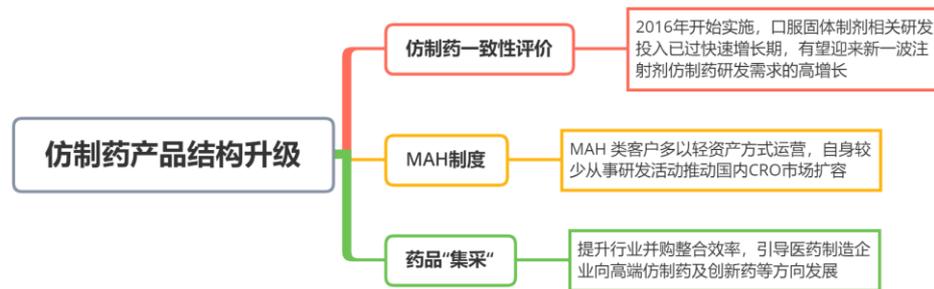
- ✓ **仿制药大国向仿制药强国的升级，我国高端仿制药研发服务仍然存在较大市场增长空间**：我国为仿制药大国，2018年中国仿制药市场规模已超千亿美元。近年产业政策密集出台，推动仿制药产业升级和结构调整，驱动仿制药行业持续增长。
- ✓ **政策推动仿制药产品结构升级并向CRO供应商传导制度红利**：结合集采制度、仿制药一致性评价制度、MAH 制度对于鼓励药品创新，提升仿制药质量，促进我国仿制药研发由低端向高端转变具有重要意义。一致性评价带来大量研发外包需求为“药学+临床”综合CRO供应商第一轮发展红利，MAH制度催生大量中小型创新药企、“集采”倒逼传统药企创新转型，下游创新升级浪潮为相关CRO供应商打开长期发展空间

图表2：2014-2023E中国仿制药市场规模及增速



资料来源：百诚医药招股书，民生证券研究院

图表3：仿制药产品结构升级



资料来源：民生证券研究院整理

行业集中化潜力大，在手订单彰显头部企业成长属性

- **从收入规模来看**，目前“药学+临床”综合型 CRO 竞争格局较为分散，尚未形成绝对细分赛道龙头，各公司体量较小，渗透率有限，后续成长空间和潜力充足。
- **从在手订单看**，仿制药CRO处于高景气度。2021年百诚医药在手订单为8.93亿元，其中，新签订单为8.08亿元，同比增长165.26%；阳光诺和2021年新签订单9.29亿元，同比增长76.42%，累计存量订单15.68亿元；和泽医药2021年上半年在手订单为5.90亿元，充足的在手订单保障了收入增长的可持续性。
- **个股方面**：我们建议优先关注主营业务较纯，业绩稳定增长的**阳光诺和**和**百诚医药**；其次关注存在预期差，CRO子公司发力带来有望高弹性的**海特生物**。

图表4：CRO公司情况

	成立时间	员工数（截止2022Q1）	上市时间	2021年收入	2021年CMC市占率	2021年临床CRO市占率
阳光诺和	2009年	429人	2021年6月	4.91亿元	2.60%	0.57%
百诚医药	2011年	495人	2021年12月	3.74亿元	1.48%	0.14%
和泽医药	2006年	481人	IPO终止	4.81亿元	1.97%	0.18%
海特生物	1999年	268人	2017年	2.81亿元	-	-
太龙药业	2005年	620人	1999年	3.24亿元	-	-
百花医药	2000年	-	1996年	2.47亿元	-	-

资料来源：各公司公告及招股书，Wind，民生证券研究院

注：海特生物、太龙药业、百花医药未公布CMC及临床CRO业务拆分数据，因此对应市占率无法计算

02. 全球CXO大事月记

02 CXO企业相继推出股权激励，并购交易活跃，行业发展向好

康龙化成推出2022年限制性股票激励计划。公司拟向403位核心管理人员、中层管理人员及技术骨干、基层管理人员及技术人员授予154.88万股限制性股票。激励计划授予的限制性股票分四期归属，各期比例均为25%，各期解锁条件为：以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于20%，2023年不低于40%，2024年不低于60%，2025年不低于80%。公司2019年及2021年限制性股票激励计划尚在实施中。

百诚医药推出2022年限制性股票激励计划。公司拟向197位董事、高级管理人员、核心技术/业务人员授予258.3261万股限制性股票。激励计划授予的限制性股票分三期归属，各期解锁条件为：以2021年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于45.78%，2023年不低于94.37%，2024年不低于142.97%。

图表5：国内5月大事记



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

02 海外CXO企业持续建厂扩产能，扩大业务范围

图表6：海外5月大事记

- **Charles River计划扩建俄亥俄州生产设施。** Charles River计划投资超2亿美元扩建其在俄亥俄州东北部的生产设施，包括实验动物设施、实验室及其他辅助设施，扩建面积达20多万平台英尺。
- **Lonza及合作伙伴共建的生产设施投产。** Lonza及长期合作伙伴Kodiak在Lonza瑞士的生产园区内共建的抗体偶联物厂房投入使用，该生产设施将主要用于支持KSI-301产品的商业化生产，年产能达到1000多万剂。KSI-301是一种针对视网膜疾病的抗体-生物聚合物偶联物(ABC)。



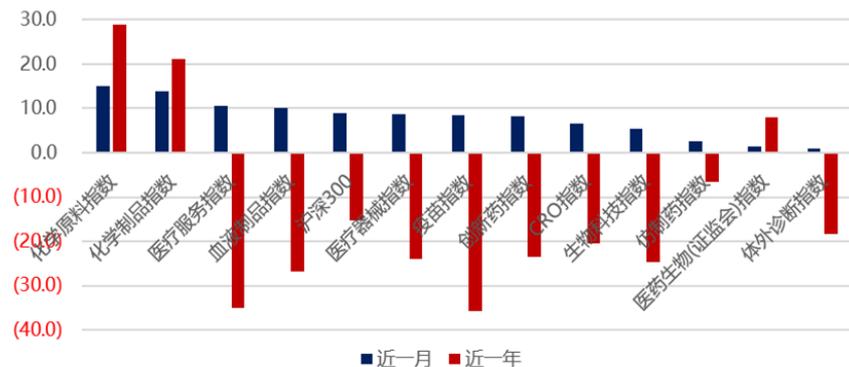
资料来源：各公司官网，新浪医药，民生证券研究院

03. 板块跟踪

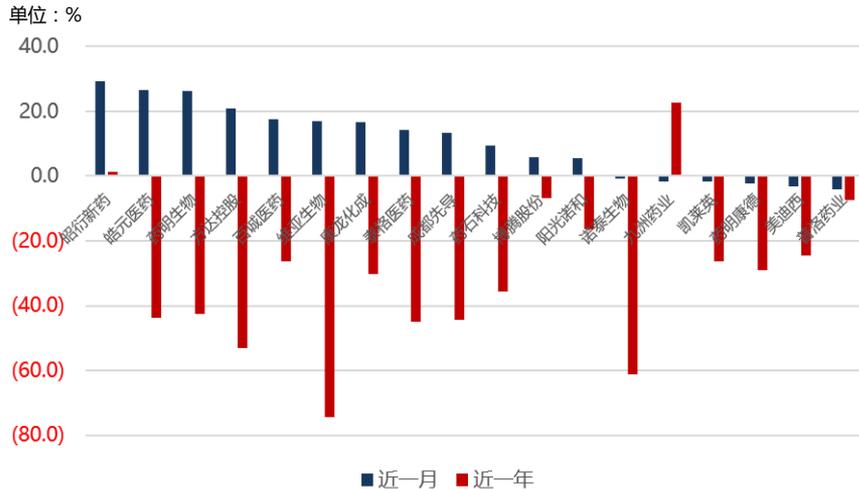
5月份CXO板块快速回升

个股表现来看，从5月17-6月17日，个股涨幅排名前3的分别是：昭衍新药（29.36%）> 皓元医药（26.48%）> 药明生物（26.30%）；近1年涨幅排名前3的分别是：九州药业（22.61%）> 昭衍新药（1.40%）> 博腾股份（-6.88%），整体看5月份CXO个股出现较快回升，12只股票上涨，其中9只涨幅超过10%。

单位：% 图表8：医药细分板块指数区间涨跌幅



单位：% 图表7：中国CXO公司5月股价区间涨跌幅



医药细分板块指数表现来看，从5月17日-6月17日，CRO指数近1月上涨6.66%，排在13个指数中的9名；近1年下跌20.52%，排在第7名。

资料来源：wind，民生证券研究院

部分重点CXO个股动态市盈率已到历史平均值之下

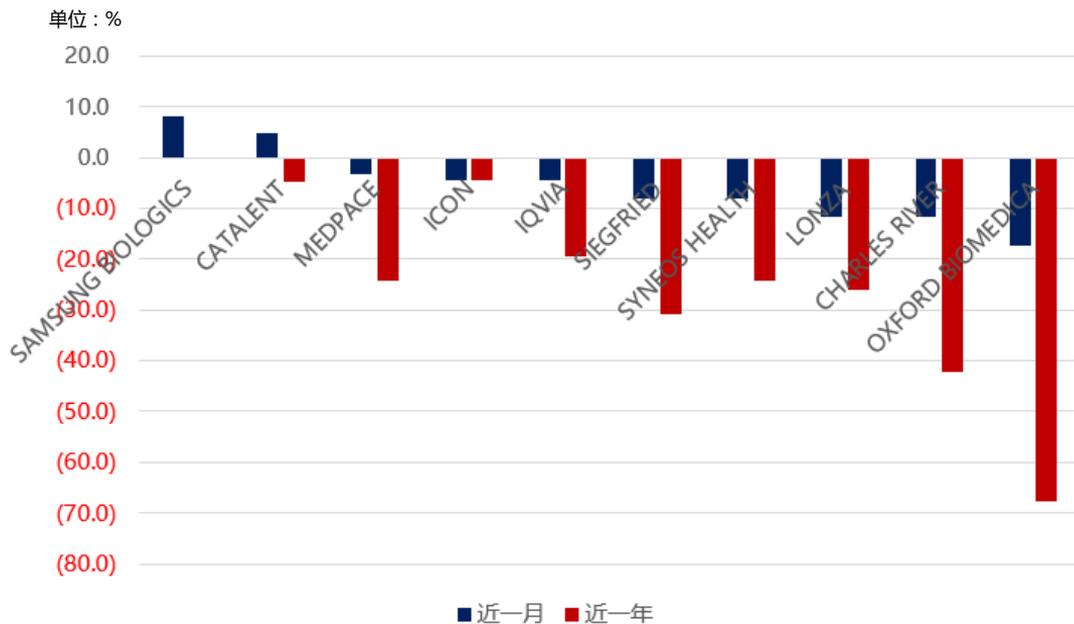
根据6月17日收盘价，部分重点CXO个股动态市盈率已到历史平均值之下。博腾股份动态PE为50x（历史平均PE 102x）> 泰格医药动态PE为29x（历史平均PE 52x）> 凯莱英动态PE为50x（历史平均PE 101x）> 药明康德动态PE为54x（历史平均PE 84x）> 康龙化成动态PE为62x（历史平均PE 90x）> 药明生物动态PE为68x（历史平均PE 135x）。我们认为，在基本面逻辑没有变化的情况下，CXO板块迎来适配区。

图表9：重点CXO公司动态PE TTM及对应历史平均PE



资料来源：wind，民生证券研究院

海外个股表现来看，近1个月涨幅排名前3的分别是：Samsung Biologics (8.05%) > Catalent (4.96%) > Medpace (-3.31%)；近1年涨幅排名前3的分别是：Samsung Biologics (-0.12%) > ICON (-4.60%) > Catalent (-4.90%)。

图表10：海外CXO公司区间股价涨跌幅


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

04. 月度之星

04 三星生物：立足产能优势拓展优质客户，成就全球大分子CDMO行业龙头

三星生物是一家韩国CDMO供应商，聚焦大分子生物药的开发和生产外包服务，建立了全球最大的生物药代工产能和先进自主的工艺技术开发平台，公司具有国际化视野，欧美地区收入贡献较高。此外公司业务也覆盖功能药效分析等CRO服务。三星生物成立仅十余年，把握生物药浪潮实现“后来居上”。公司借助雄厚的资本实力，积极拓展大分子研发和代工服务能力，与众多跨国大型药企及领先的生物科技公司建立了广泛的合作，驱动公司业绩高速增长，成长为全球首屈一指的大分子CDMO行业龙头

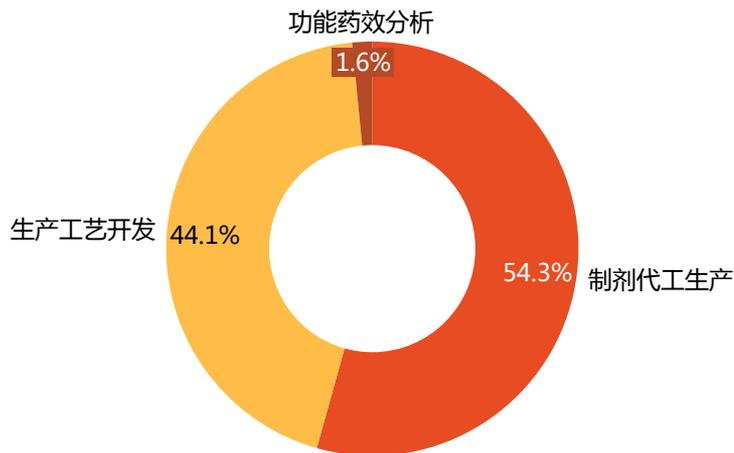
图表11：三星生物成长轨迹



资料来源：Wind，三星生物官网，民生证券研究院

04 三星生物：逐步打造覆盖新兴治疗方案、贯穿新药生命周期的一体化CDMO供应商

图表12：2021年三星生物各业务板块收入贡献比例



三星生物在产能优势、客户关系网络及技术项目沉淀方面已经形成竞争优势，驱动公司发展进入新阶段

1、产能优势和优质客户资源驱动代工业务持续发展。三星生物产能显著领先，产能优势是公司争取更多优质CMO订单从而快速释放业绩的基础

2、先进技术平台引领公司业务向前端拓展服务组合：

公司近年推出了先进的细胞系平台S-CHOice和CDO业务平台S-Cellerate，在临床前CDO项目周期、成本和质量方面具有优势。此外公司也提供功能药效测试服务，打造端到端服务闭环

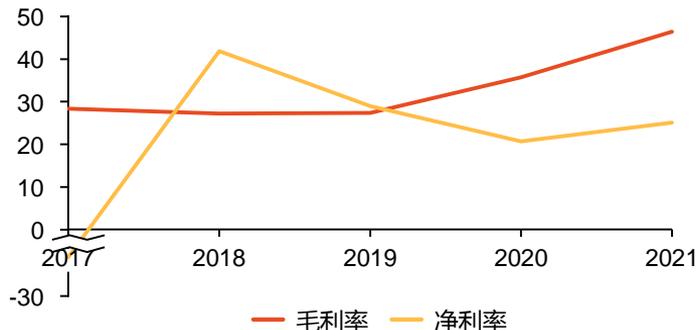
3、基于业务沉淀拓展下一个行业风口：公司长期深耕大分子CDMO领域项目经验丰富，并掌握了自主细胞系平台和上下游开发生产能力，近年凭借项目沉淀迅速开拓mRNA疫苗、GCT、pDNA和病毒载体在内的新风口

资料来源：三星生物官网，民生证券研究院

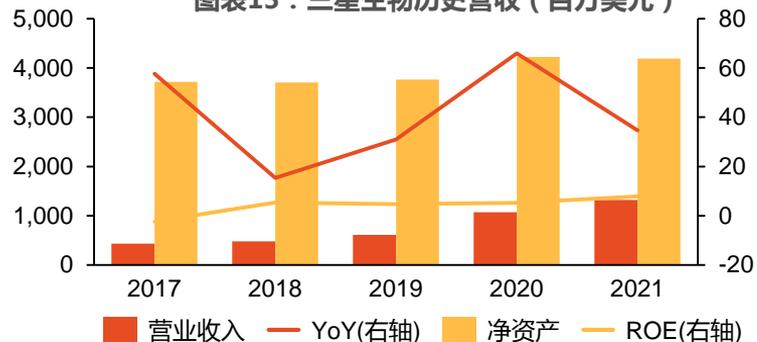
CDMO订单潜力释放驱动公司业务高速增长

三星生物营业总收入持续上升，2021年实现营业总收入达13.18亿美元，同比增长34.62%。公司收入主要由CDMO业务贡献，相关业务近年高速增长，2020年以来，公司存量订单的持续释放和公司在新冠疫苗及特效药方面的生产合作成为收入高速增长的主要驱动因素

图表14：三星生物近年毛利率（%）及净利率（%）



图表13：三星生物历史营收（百万美元）（%）



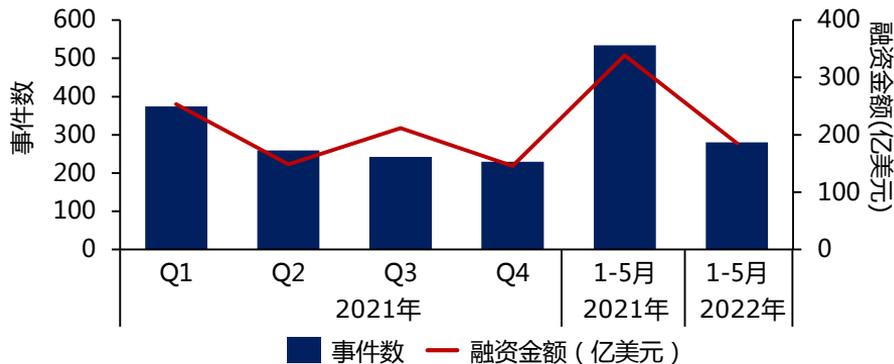
三星生物2017年扭亏，此后净利率呈现区间波动态势，毛利润率则呈现稳定的上升趋势。由于生物药CDMO业务具有鲜明的规模经济属性，我们认为公司盈利能力的改善主要受益于公司订单持续增加后产能利用率的提升，尤其在新冠疫情以来公司在mRNA疫苗生产合作方面卓有成效的业务拓展产生了显著的积极影响

资料来源：wind，民生证券研究院

05. 前瞻指标

根据医药魔方数据，2022年1-5月，海外医药融资总额约185.10亿美金，同比下滑45.31%，融资事件数达到280起；国内融资总额约56.99亿美金，同比下滑45.31%，融资事件数达到165起。

图表15：2021年1月-2022年5月海外医药融资总额及事件数



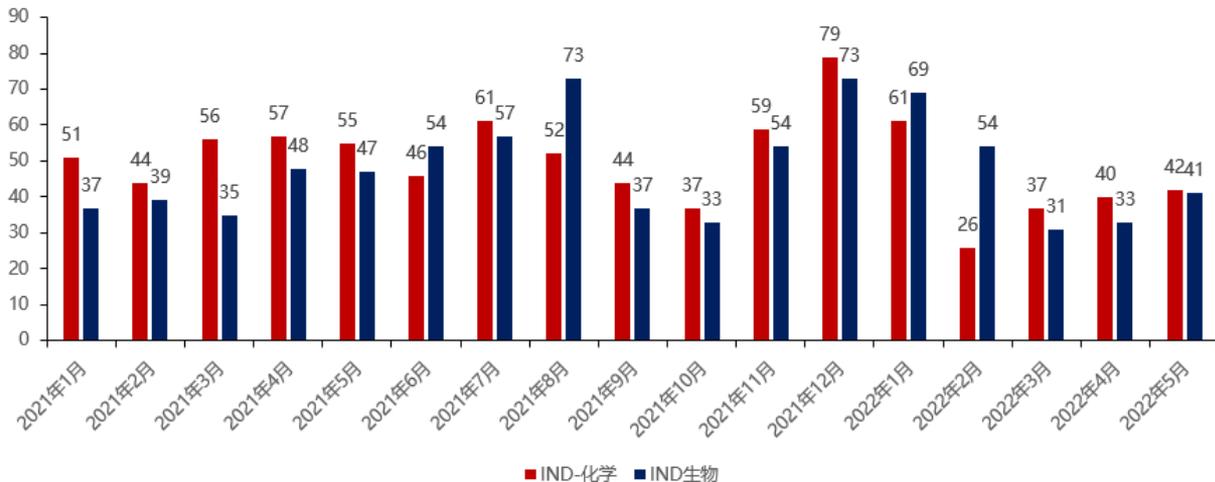
图表16：2021年1月-2022年5月中国医药融资总额及事件数



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图表17：2021年1月-2022年5月国内化学创新药和生物创新药IND数量

根据医药魔方数据，2022年1-5月化学创新药IND申请数量为206个，同比下降22%；生物创新药IND申请数量为228个，同比上升11%。



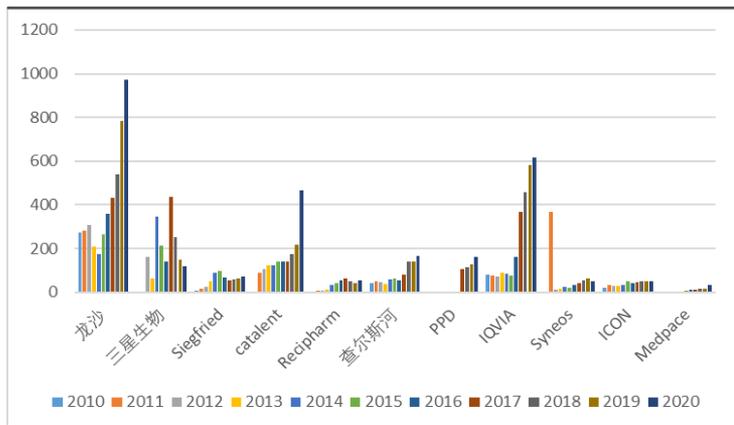
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

05

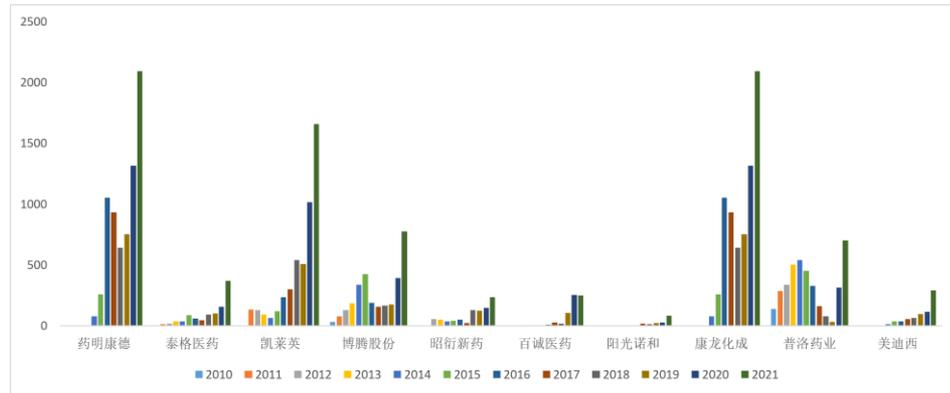
资本开支呈加速提升态势

国内CXO企业2021年资本开支加速趋势明显，按增速来看，阳光诺和同比增长214%，位居首位；之后分别是：美迪西147%、泰格医药136%、普洛药业121%和博腾股份97%。2021年大部分国内CXO企业资本开支均呈现翻倍式增长，加速趋势非常明显。

图表19：2010年-2020年海外CXO公司资本开支（单位：百万美元）

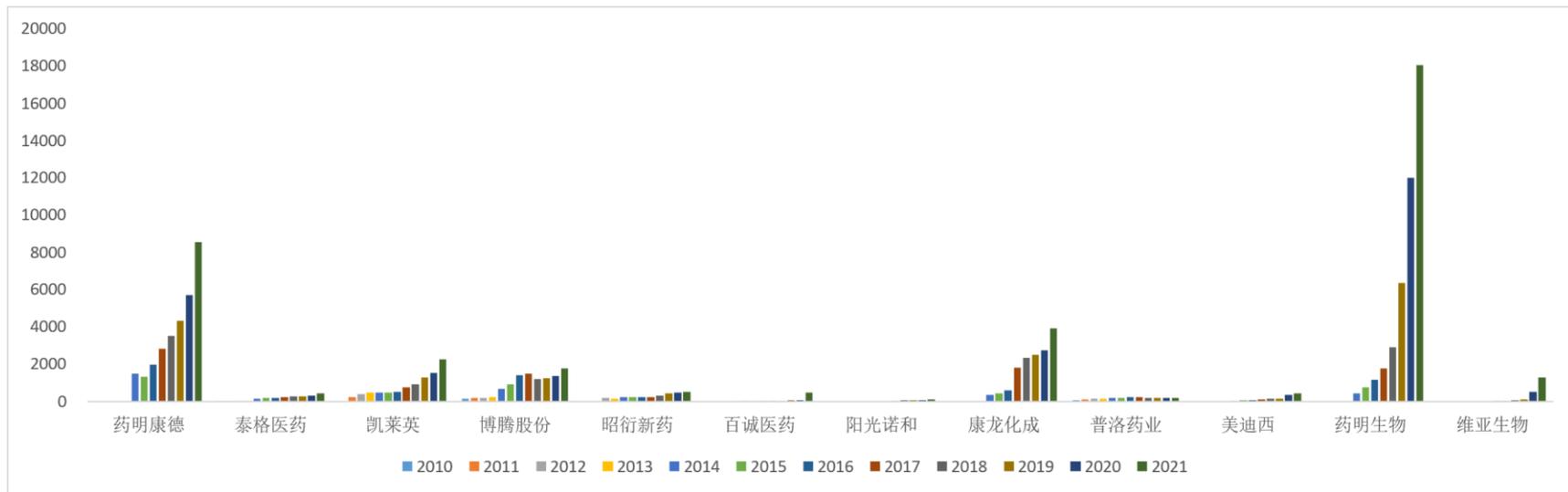


图表18：2010年-2021年中国CXO公司资本开支（单位：百万元）



海外CXO企业中，2020年，Catalent和龙沙的资本开支增速位居前两位，同比增速分别为113.57%和24.21%。

资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

图表20：2010年-2021年中国CXO企业在建工程（单位：百万元）


国内CXO企业2021年固定资产同比增速排序分别是：百城医药（568%）> 维亚生物（144%）> 药明生物（51%）> 药明康德（50%）> 泰格医药（46%）> 凯莱英（46%）> 康龙化成（44%）> 博腾股份（28%）> 阳光诺和（17%）> 昭衍新药（11%）> 普洛药业（6%）

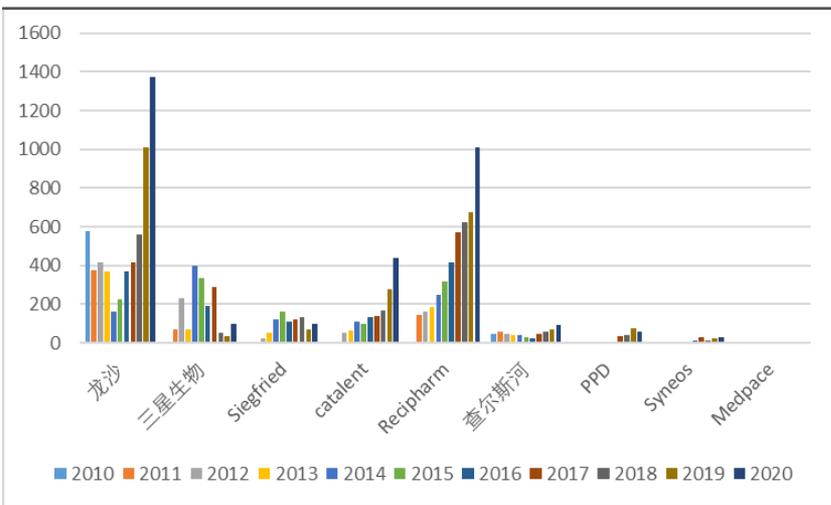
资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

05

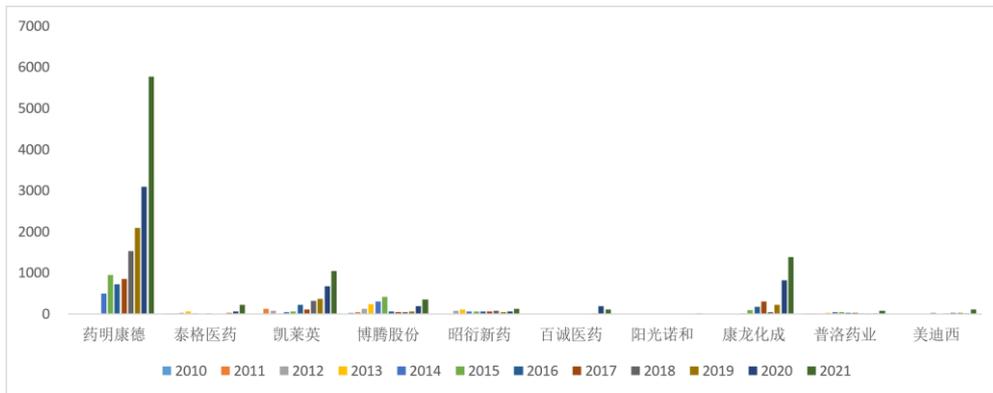
在建工程呈加速提升态势

国内CXO企业2021年在建工程同比增速排序分别是：美迪西（829%）> 普洛药业（347%）> 泰格医药（296%）> 昭衍新药（162%）> 药明康德（87%）> 康龙化成（67%）

图表22：2010年-2020年海外CXO企业在建工程（单位：百万美元）



图表21：2010年-2021中国CXO企业在建工程（单位：百万元）



海外CXO企业2020年在建工程同比增速排序分别是：三星生物（204.73%）> Catalent（57.76%）> Recipharm（49.1%）> Siegfried（38.18%）> Charles River（35.89%）> Lonza（35.85%）

资料来源：wind，Bloomberg，民生证券研究院

06. 风险提示

- ◆ 1、业绩不及预期风险
- ◆ 2、国际政策变动风险

境外业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给境外业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

- ◆ 3、医药研发市场需求下降的风险

外包服务依赖于客户在药品、细胞和基因疗法、以及医疗器械的发现、分析测试、开发、生产等外包服务方面的支出和需求。过去，受益于全球医药市场不断增长、客户研发预算增加以及客户外包比例提升，客户对外包服务需求持续上升。如果未来行业发展趋势放缓，或者外包比例下降，可能对业务造成不利影响。

- ◆ 4、行业监管政策变化的风险

医药研发服务行业是一个受监管程度较高的行业，其监管部门包括公司业务开展所在国家或地区的药品监督管理机构等，该等监管部门一般通过制订相关的政策法规对医药研发服务行业实施监管，监管范围可涵盖技术指标和跨境外包服务及生产的标准和要求等多个方面。

THANKS 致谢

民生医药研究团队：



首席分析师 周超泽

执业证号：S0100521110005



资深分析师 许春

执业证号：S0100521110007



研究助理 叶小桃

执业证号：S0100121110032



研究助理 陈欣黎

执业证号：S0100121110031



研究助理 朱凤萍

执业证号：S0100121110041



研究助理 宋丽莹

执业证号：S0100121120015



研究助理 乐妍希

执业证号：S0100121110047

民生证券研究院：上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

分析师声明：

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。