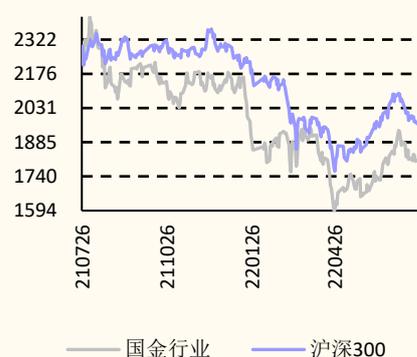


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医药健康指数	1809
沪深 300 指数	4213
上证指数	3250
深证成指	12292
中小板综指	12622



## 相关报告

- 1.《医药配置比例处于底部，拐点已现应加大布局-医疗板块行业周报》，2022.7.25
- 2.《基金医药持仓低位，关注三季度医药成长机遇-医药行业周报》，2022.7.24
- 3.《专业化和多元化趋势提升行业确定性-药店行业深度报告》，2022.7.24
- 4.《基层医疗标准提升，有望拉动院内设备需求-乡镇卫生院服务能力标...》，2022.7.21
- 5.《六合宁远招股书梳理-六合宁远招股书梳理》，2022.7.18

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002

## 全球医药创新常青，外包需求高景气持续不断

## 投资逻辑

■ 2000-2021 年全球 Biotech Funding 呈现持续攀升趋势，特别是 2015 年以来大幅提升。22H1 投融资总额有所下降，但仍处于历史较高水平，Biotech 企业经营状况向好；同时 2022H2-2023 年有望逐渐进入 Big Pharma 并购的活跃周期，总体来看，全球医药创新需求持续、快速增长，CXO 行业持续高景气。2019 年至 2021 年，全球 Biotech Funding 规模逐年攀升，从 667.98 亿美元增长至 1470.18 亿美元，2022 上半年规模约 589 亿美元，同比降低 22%。虽 2021 年同比增速略有放缓，但我们认为短期波动不会影响 CXO 行业的长期高景气。连续投融资，累计 8 个季度投融资金额保持平稳上升。另一方面，以纳斯达克生物科技指数(NBI)中成分企业为例，我们对其经营性现金流及投资活动现金流进行分析发现，1) Biotech 企业经营情况有所好转，存在融资需求的 Biotech 企业数量呈下降趋势；2) 多数企业在没有融资支持的极端情况下，仍可持续经营一年以上。同时，结合对 Biotech Funding 的分析，我们进一步探究了全球生物制药 M&A 趋势，我们认为自 2016 年起，生物制药相关并购进入相对不活跃周期，以及通过对影响交易决策的本质因素，即买方的需求、买方的资金量和标的估值水平进行分析，根据结果我们预计 2022H2 Big Pharma 的并购逐渐进入活跃周期。结合对 Biotech 估值分析，我们认为后市将持续保持创新，Biotech 估值回暖，有望进一步带动创新产业链估值回升。

■ 从全球新药研发趋势看，仍有大量临床为满足需求，创新需求常青，有望进一步带动医药外包产业发展。医药行业发展至今，每年有许多新研究、新发现、新疗法，但仍有大量未被满足的临床需求。从过去五年及未来五年看，全球的新药研发投入也主要集中于有较高未满足需求的疾病领域，如自身免疫、肿瘤等。同时，临床阶段新药研发风险持续升高，有望进一步带动医药外包产业发展。

■ 疫情对海外研发的影响：通过海外 CXO 行业龙头企业的业绩复盘能够发现，各公司业绩整体表现较为平稳，因主营业务不同所受疫情影响略有差异。1) CDMO 公司，在受到疫情冲击后 2020 与 2021 年业绩增速不降反增，所受影响最小；2) 临床前 CRO 公司，2020 年受疫情冲击较小，业绩波动不大，2021 年实现加速增长；3) 临床 CRO 公司则相对受疫情影响最大，但 2021 年业绩也呈现回稳趋势。

■ 对海外 CXO 公司业务端进行梳理发现，许多公司纷纷关注并布局新兴技术领域。如 CDMO 龙头企业 Catalent 开始将业务聚焦于生物药，并将 CGT CDMO 作为发展主线；如 CRO 龙头企业 ICON 收购 PRA Health 以增强公司在远程 CRO 领域的服务能力。

## 投资建议

■ 我们认为全球新药研发热情持续，继续看好具备全球竞争力的国内头部 CXO 企业，建议重点关注药明生物、药明康德、康龙化成、昭衍新药、九洲药业等。

## 风险提示

■ 新冠疫情反复风险，市场竞争加剧风险，汇率波动风险，订单交付不及预期风险，研发失败风险等。

## 内容目录

报告框架与核心逻辑.....	5
全球医药创新分析 .....	6
CXO 景气度研究方法论概述 .....	6
Biotech Funding 分析: 流动性因素带来投融资的短期波动, 不会对 CXO 行业高景气产生影响 .....	7
Big Pharma M&A: 预计 2022H2-2023 年将逐渐进入医药交易活跃期 .....	9
医药创新后市观点: 创新不断, Biotech 估值回暖, 有望进一步带动创新产业链估值回升 .....	14
全球新药研发趋势分析: 大量临床未满足需求, 创新需求常青 .....	16
复盘疫情对海外 CXO 影响: 20H2 已常态化, 新需求催化持续加速 .....	21
海外 CXO 重点公司介绍 .....	23
查尔斯河实验室 (Charles River Laboratories,CRL.N) .....	23
龙沙(LONZA,LONN.SW) .....	27
康泰伦特(CATALENT, CTLT.).....	31
赛纽仕(Syneos Health, SYNH) .....	34
艾昆玮(IQVIA Holdings Inc,IQV) .....	38
ICON(ICLR) .....	41
MEDPACE(MED) .....	44
投资逻辑 .....	46
投资建议 .....	46
风险提示 .....	46

## 图表目录

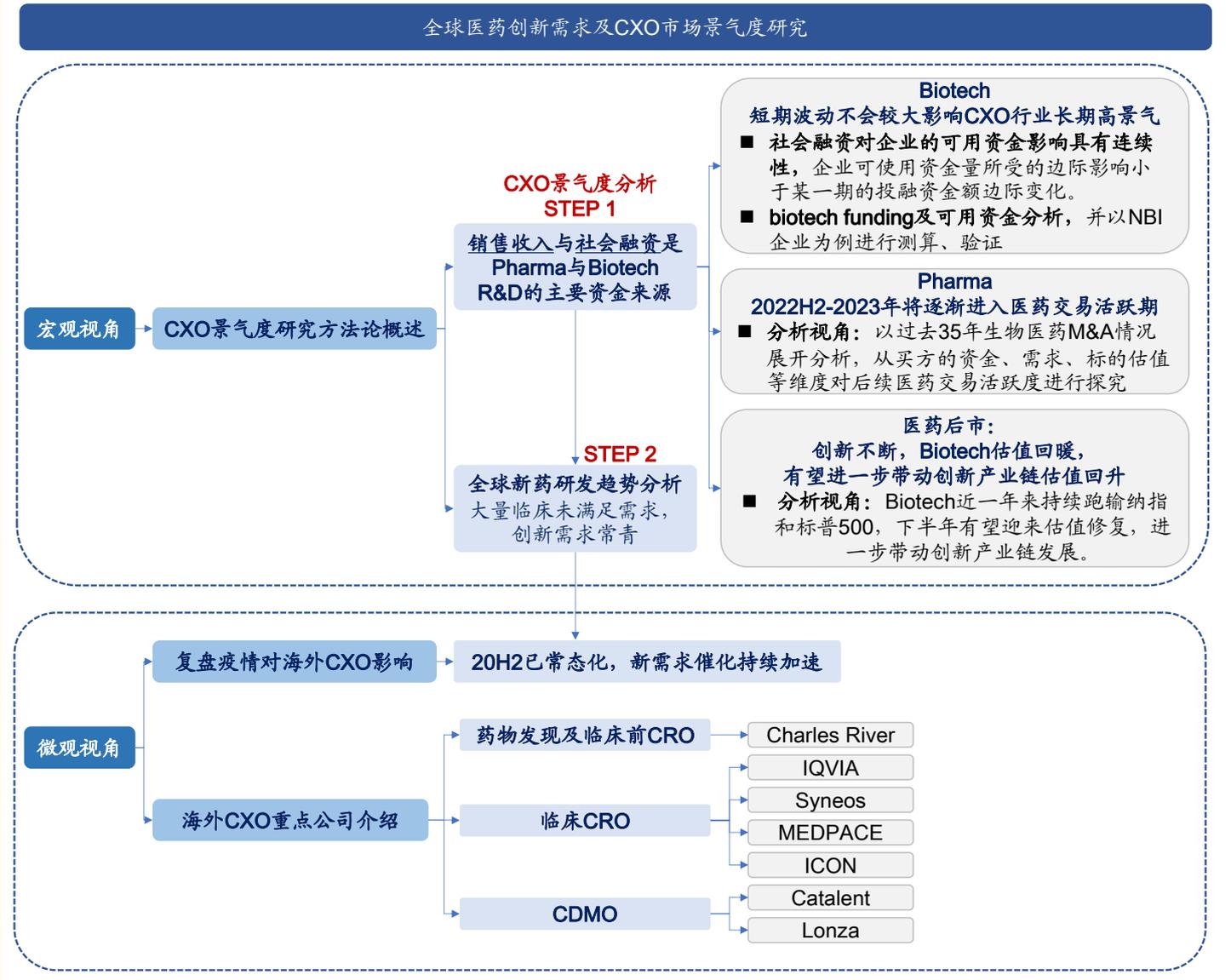
图表 1: 报告框架与核心逻辑.....	5
图表 2: 药企现金流主要流向分析.....	6
图表 3: 生物制药企业社融资金量累积示意图 (假设仅将社会融资作为企业资金来源) .....	6
图表 4: 2000-2021 全球分季度 Biotech Funding .....	7
图表 5: 2000-2021 全球八季度累积 Biotech Funding .....	7
图表 6: 2000-2022H1 全球 Biotech Funding 情况 .....	7
图表 7: “经营+投资现金流”计 NBI 指数中融资需求 .....	8
图表 8: “经营活动现金流”计 NBI 指数中融资需求 .....	8
图表 9: 经营+投资活动现金流测算企业可持续经营时长 .....	8
图表 10: 根据经营活动现金流测算企业可持续经营时长 .....	8
图表 11: 1985-2020 年全球生物医药领域 M&A 金额与数量情况 .....	9
图表 12: 生物医药 M&A 交易金额 (\$bn) 及数量情况 .....	10
图表 13: 11 家 Big Pharma 各类别支出 (十亿) .....	10

图表 14: 2019-2022H1 年医疗领域全球 TOP10 投资并购事件梳理 .....	11
图表 15: 全球研发管线规模 TOP25 对比 .....	12
图表 16: TOP20 药企经营性现金流情况 (亿美元) .....	13
图表 17: TOP20 药企现金及现金等价物情况 (亿美元) .....	13
图表 18: NBI 中成分股现价与发行价比较情况 .....	13
图表 19: 2018-2022Q1 分季度已 IPO 定价的 biotech 数量 .....	13
图表 20: 全球医药研发支出情况 (十亿美元) .....	14
图表 21: 全球 TOP20 Pharma 研发支出 (亿美元) .....	14
图表 22: NBI、纳斯达克指数及标普 500 涨跌幅对比 .....	14
图表 23: NBI vs. Nasdaq、NBI vs. 标普 500 相对收益率 .....	15
图表 24: 全球 TOP 20 疾病领域的过去五年及未来五年研发投入增长 .....	16
图表 25: 按公司类型分各地区产品管线结构 .....	16
图表 26: 分领域全球获批 NAS 情况 .....	17
图表 27: 按治疗领域分全球在研管线情况 .....	17
图表 28: 2010-2022E 研发管线中肿瘤药物占比 .....	18
图表 29: 临床一期肿瘤产品各类型分布 .....	18
图表 30: 全球 TOP 10 靶点 .....	19
图表 31: 2011-2021 年新一代生物疗法产品管线数量 .....	19
图表 32: 2010-2021 年各阶段临床试验数量 .....	20
图表 33: 全球历年各阶段产品管线数量 .....	20
图表 34: 2019-2022Q1 海外龙头 CXO 公司业绩增速 .....	21
图表 35: 海外 CXO 龙头公司 2021 年报与 2022 一季报业绩指引变化对比 ..	22
图表 36: 查尔斯河实验室业务范围 .....	23
图表 37: 公司历年收入及 M&A 情况 .....	24
图表 38: 公司分业务收入情况 (百万,USD) .....	24
图表 39: 2021 年公司分业务收入占比情况 .....	24
图表 40: 发现服务全球市场竞争格局 .....	25
图表 41: 安全评估服务全球市场竞争格局 .....	25
图表 42: RMS 业务内容 .....	25
图表 43: RMS 全球市场竞争格局 .....	26
图表 44: 2022&2024 公司业绩指引 .....	26
图表 45: Lonza 业务布局 .....	27
图表 46: 公司历年收入情况 (百万, CHF) .....	27
图表 47: 公司历年 CORE EBITDA (百万, CHF) .....	27
图表 48: 公司分业务收入情况 (百万,CHF) .....	28
图表 49: 2021 年公司各业务占比情况 .....	28
图表 50: 生物大分子板块业务范围 .....	28
图表 51: 生物大分子业务现有产能及扩张计划 .....	29
图表 52: 公司 CGT 产能分布 .....	30

图表 53: 2022&2024 公司业绩指引 .....	30
图表 54: 公司主营产品发展历程 .....	31
图表 55: 公司历年净收入情况 (百万, USD) .....	31
图表 56: 公司历年经调 EBITDA 情况 (百万, USD) .....	31
图表 57: 公司分业务收入情况 (百万,USD) .....	32
图表 58: 2021 年公司各业务占比情况 .....	32
图表 59: 公司业绩指引 .....	33
图表 60: Syneos 业务范围 .....	34
图表 61: 集 INC 与 inVentiv 业务能力协同发展.....	35
图表 62: 公司历年净收入情况 (百万, USD) .....	35
图表 63: 公司经调整 EBITDA 情况 (百万, USD) .....	35
图表 64: 公司分业务收入情况 (百万,USD) .....	36
图表 65: 2021 年公司各业务收入占比 .....	36
图表 66: 公司 BAM 模型 .....	36
图表 67: 公司 Dynamic Assembly <sup>®</sup> 结构及优势.....	37
图表 68: Syneos Health 业绩指引.....	37
图表 69: 公司历年收入情况 (百万, USD) .....	38
图表 70: 公司历年净利润情况 (百万, USD) .....	38
图表 71: 公司分业务收入情况 (百万,USD) .....	38
图表 72: 2021 年公司各业务收入占比 .....	38
图表 73: IQVIA 真实世界证据研究服务.....	39
图表 74: IQVIA 药物研究与开发业务范围及涉及疾病领域.....	40
图表 75: IQVIA 业绩指引.....	40
图表 76: ICON 服务范畴 .....	41
图表 77: ICON 与 PRA 合并后收入 (亿, USD) .....	42
图表 78: 合并后经调 EBITDA (亿, USD) .....	42
图表 79: 2021 年 ICON 客户占比.....	42
图表 80: 2021 年 ICON 治疗领域占比 .....	42
图表 81: ICON 远程 CRO 服务 .....	43
图表 82: ICON 业绩指引 .....	43
图表 83: 公司历年收入情况 (百万, USD) .....	44
图表 84: 公司历年 EBITDA 情况 (百万, USD) .....	44
图表 85: Medpace 关注治疗领域.....	44
图表 86: 2021 年公司各疾病领域收入占比 .....	44
图表 87: 生物分析实验室业务.....	45
图表 88: Medpace 业绩指引 .....	45

报告框架与核心逻辑

图表 1: 报告框架与核心逻辑



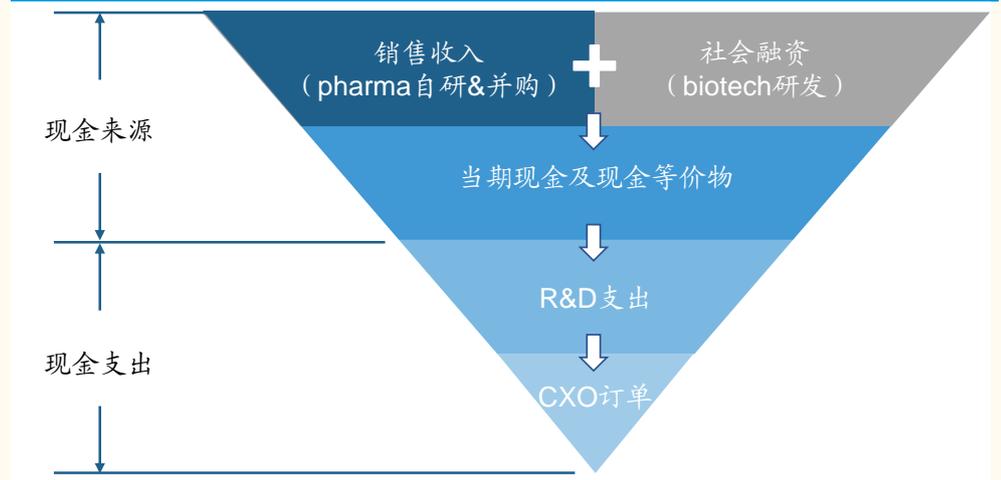
来源：国金证券研究所

## 全球医药创新分析

### CXO 景气度研究方法论概述

为研究 CXO 行业的景气度，分析 Pharma 现金流及 Biotech 的投融资情况为第一步。自上而下看，Pharma 与 Biotech 的资金主要来源于产品销售收入及社会融资，后逐步形成可用于 R&D 的现金及现金等价物。企业 R&D 热情决定了下游 CXO 行业的景气度，因此，分析 Pharma 现金流及 Biotech 的投融资情况为探究 CXO 行业景气度的第一步。

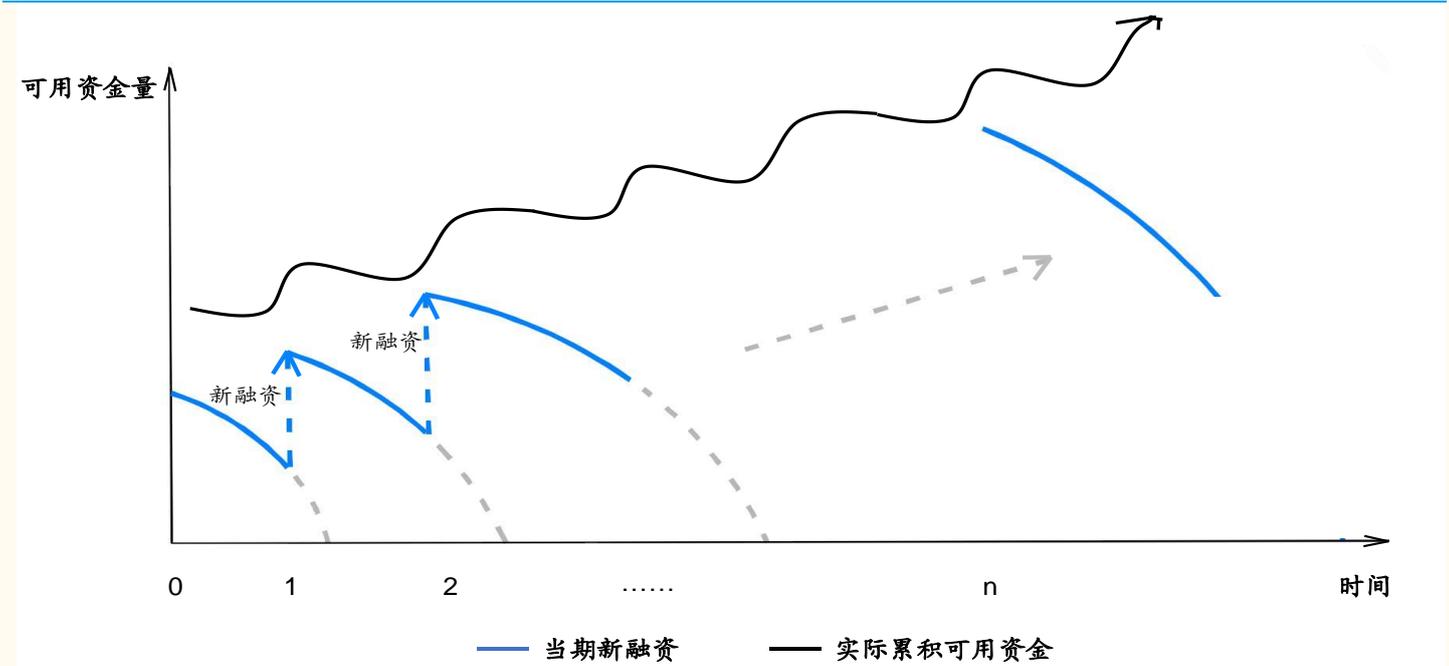
图表 2：药企现金流主要流向分析



来源：国金证券研究所

- 我们认为社会融资对企业的可用资金影响具有连续性，即多重融资周期累加才会真正对企业资金存量产生影响。我们假设企业运营均需依赖社会融资（即剔除企业销售收入这一资金来源），企业的可用资金变化情况如下图所示，我们能够发现企业的可用资金量并非取决于某一期的融资情况，而是多重融资周期共同作用的结果。

图表 3：生物制药企业社融资金量累积示意图（假设仅将社会融资作为企业资金来源）

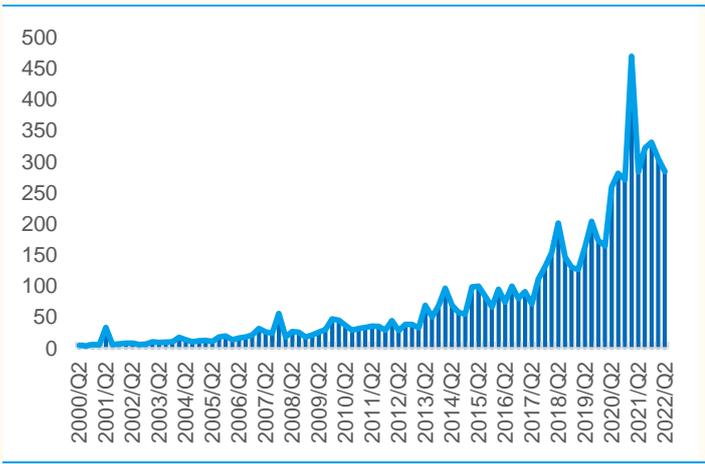


来源：国金证券研究所

**Biotech Funding 分析：流动性因素带来投融资的短期波动，不会对 CXO 行业高景气产生影响**

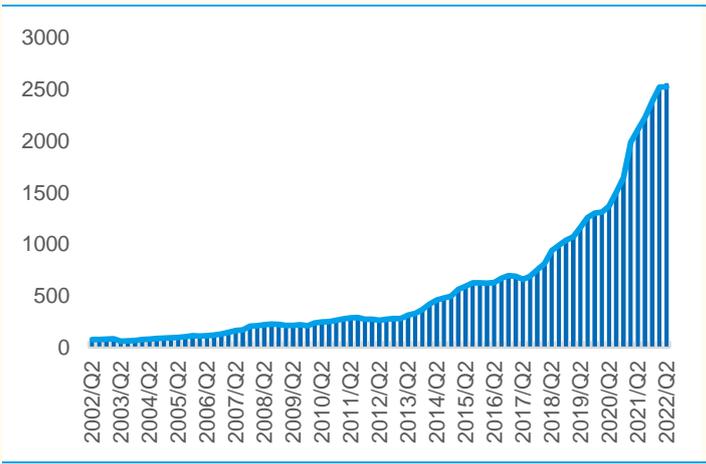
- 基于上述分析，我们同样可以得到结论：企业可使用资金量所受的边际影响小于某一期的投融资金额边际变化。我们对 Biotech 在过去 22 年间融资情况进行分析，以 Biotech 过去八个季度所获的融资金额作为企业当期积累的可使用资金，将所得结果与 biotech 分季度所获融资金额情况进行对比，能够发现可使用资金数据的变化曲线更加平滑，相较于单季度融资数据曲线边际更小。

图表 4：2000-2021 全球分季度 Biotech Funding



来源：crunchbase, 国金证券研究所

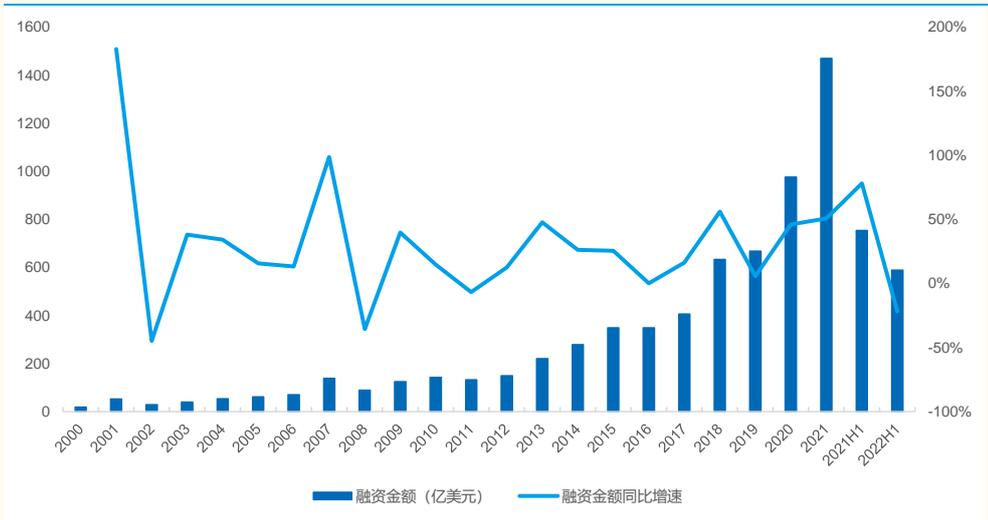
图表 5：2000-2021 全球八季度累积 Biotech Funding



来源：crunchbase, 国金证券研究所

- 全球 Biotech Funding 金额持续攀升，22H1 有所下降，但仍处于历史较高水平。根据 crunchbase 统计数据，2019 年至 2021 年全球 Biotech Funding 规模逐年攀升，从 667.98 亿美元增长至 1470.18 亿美元，2021 年 Biotech Funding 金额同比增速为 50%，相较于 2020 年增速有所放缓。2022 上半年规模约 589 亿美元，同比降低 22%，但仍处于历史较高水平。

图表 6：2000-2022H1 全球 Biotech Funding 情况



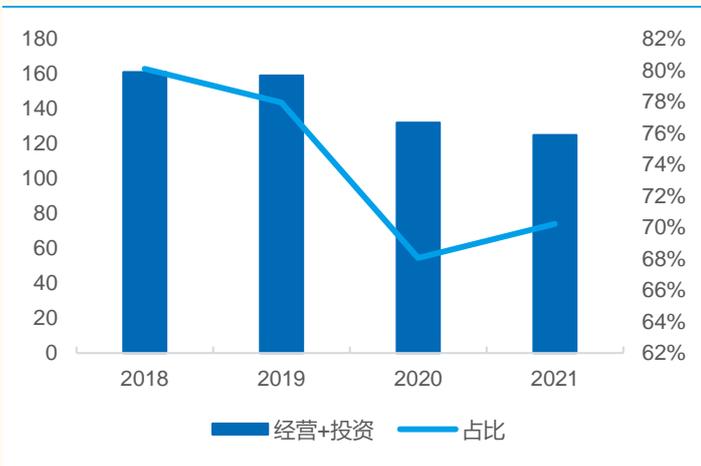
来源：crunchbase, 国金证券研究所

- 全球 biotech Funding 增速放缓及其他短期波动因素引发了部分投资者对于中国 CXO 行业海外需求的关注，我们认为短期波动不会较大影响 CXO 行业的长期高景气。我们针对性地选择纳斯达克生物科技指数 (Nasdaq Biotechnology Index, NBI) 的成分股进行分析，因为该指数中大部分企业的经营与投资现金流为负，是典型的 Biotech 企业。NBI 指数中共包含 203 家企业，在进行测算时，我们剔除了退市、无法获取财务数据等企业后，对剩余超 120 家符合条件的企业进行分析。

分析发现 NBI 成分股中 50%+的企业手头的现金能够支撑一年以上的运营。

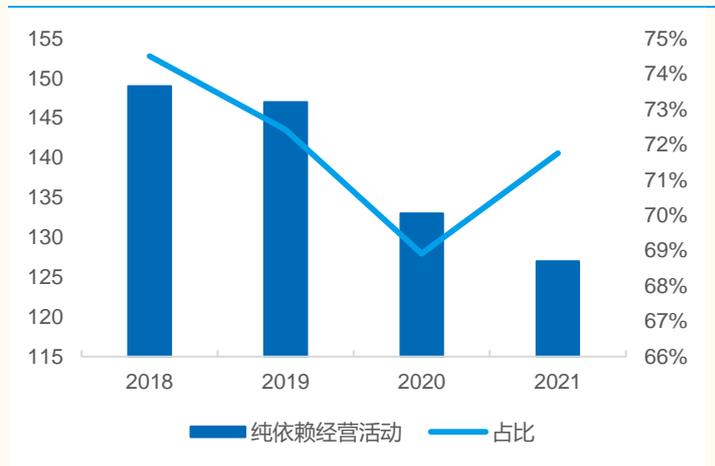
Biotech 企业经营情况有所好转，存在融资需求的 Biotech 企业数量呈下降趋势。我们对 NBI 指数中企业 2018-2021 年的“经营活动现金流净额”及“经营活动现金流+投资活动现金流净额”情况进行分析，若两项指标为负，即视为有融资需求。通过分析发现有融资需求的企业数量逐渐减少，表面企业经营性资金运作较前期有所好转。

图表 7：“经营+投资现金流”计 NBI 指数中融资需求



来源：WIND，国金证券研究所

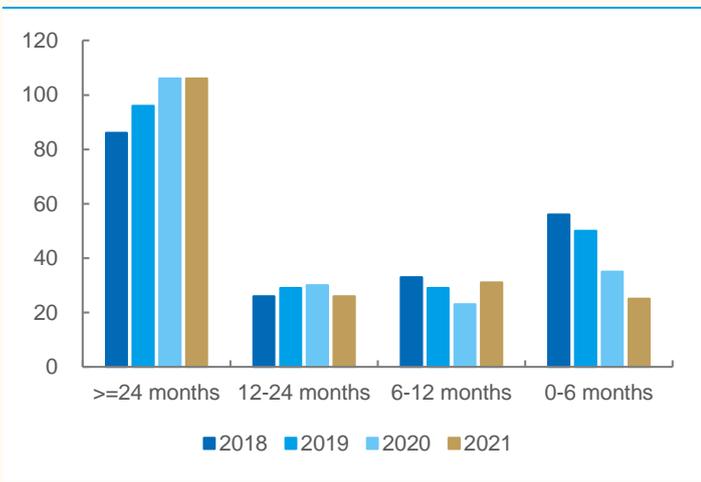
图表 8：“经营活动现金流”计 NBI 指数中融资需求



来源：WIND，国金证券研究所

约 34%的企业可以支持 24 个月以上，超 55%的企业在没有融资支持的极端情况下，仍可持续经营一年以上。我们通过企业的“现金及现金等价物”指标分别除以“经营活动现金流净额”及“经营活动现金流+投资活动现金流净额”进行分析，发现每年约 34%的企业（剔除退市、无法获取财务数据等企业）均可在假设没有融资支持的极端情况下，仍可持续经营两年以上；55%以上的企业可持续经营一年以上。

图表 9：经营+投资活动现金流测算企业可持续经营时长



来源：WIND，国金证券研究所

图表 10：根据经营活动现金流测算企业可持续经营时长

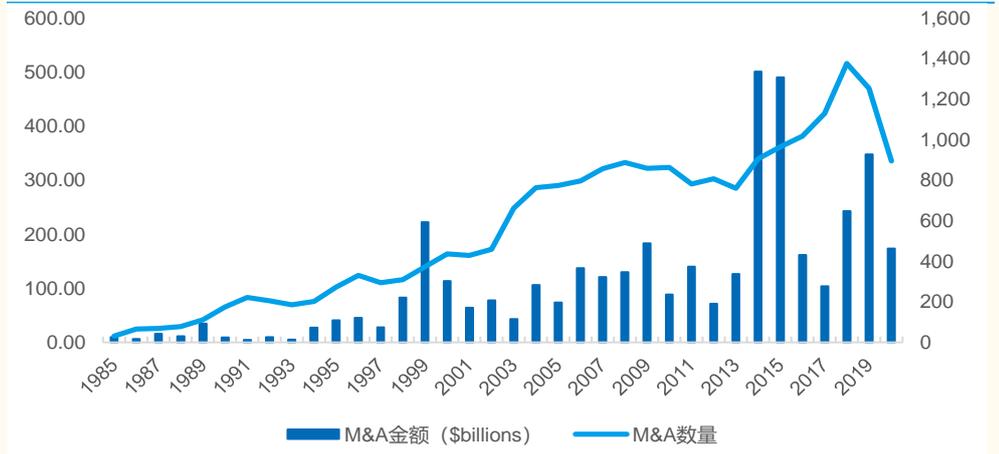


来源：WIND，国金证券研究所

### Big Pharma M&A: 预计 2022H2-2023 年将逐渐进入医药交易活跃期

- 结合上述对 Funding 的分析，我们进一步探究了全球生物制药 M&A 趋势，以过去 35 年、近五年及近两年的时间维度依次展开，我们认为自 2016 年起，生物制药相关并购进入相对不活跃周期。随着 Biotech 企业估值的回落，预计 22H2 Big Pharma 的并购逐渐进入活跃周期。
- 根据过去 35 年的生物医药 M&A 情况，我们能够发现自 2016 年起，M&A 便已出现明显降温。

图表 11: 1985-2020 年全球生物医药领域 M&A 金额与数量情况



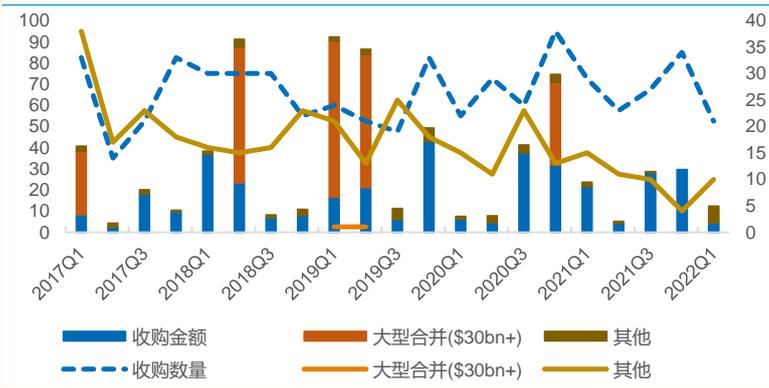
来源: Statistic, 国金证券研究所

- 选取 11 家 Big Pharma 分析其过去五年间的 licensing 交易、研发和并购交易支出，能够发现 licensing 交易成本较为稳定，研发费用持续提升，并购交易支出 2021 显著下降。根据 Evaluate 对 11 家 Big Pharma 的三项主要支出成本（研发、licensing 交易、并购交易）分析，能够发现过去五年间 licensing 交易成本较为稳定，每年保持在 50 亿美元左右；疫情爆发后研发支出也略有提升；而并购交易支出在 2020 年略有下降，2021 年显著下降，仅 727.7 亿美元支出（2019 年 M&A 支出共计 1200.6 亿美元）。

11 家 Big Pharma 分别为: BMS、Johnson & Johnson、AbbVie、Sanofi、Merck&Co、Novartis、Pfizer、AstraZeneca、Roche、GSK、Eli Lilly。

从整个 Biotech 领域投融资情况来看，2021 年的季度交易额和交易数量均处于较低水平。根据 Evaluate 数据，生物医药领域 2021 年 M&A 中全资收购（takeouts）交易金额已接近五年来的最低水平，2022Q1 也未出现较为明显的改善。

图表 12: 生物医药 M&A 交易金额 (\$bn) 及数量情况



来源: Evaluate, 国金证券研究所

图表 13: 11 家 Big Pharma 各类别支出 (十亿)



来源: Evaluate, 国金证券研究所

- 2020 与 2021 年全球生物制药的投融资并购处于冷淡期，交易金额有较大幅度下降。以全球前十大投资并购为例，2021 年排名前十的生物制药投资并购的交易价值 530 亿美元，仅两笔并购交易过百亿美元。远低于 2020 年的 970 亿美元，更是仅占 2019 年 2070 亿美元交易价值的约 26%。

图表 14: 2019-2022H1 年医疗领域全球 TOP10 投资并购事件梳理

年度	排名	宣布时间/ 状态	收购方	被收购方	关注内容	交易价值 1亿美元	合计 1亿美元
2019	1	2019.01.03	BMS	celgene	CAR-T细胞治疗等	740	2070
	2	2019.06.25	AbbVie	Allergan	肉毒素制造商	630	
	3	2019.08.26	Amgen	Celgene 的 Otezla	银屑病药物	134	
	4	2019.07.29	Pfizer	Mylan	仿制药巨头	120	
	5	2019.06.17	Pfizer	Array BioPharma	小分子药物	114	
	6	2019.11.24	Novartis	The Medicines Company	心血管疾病	97	
	7	2019.01.07	Eli Lilly	Loxo Oncology	肿瘤领域	80	
	8	2019.08.20	Elanco	Bayer animal health	动物保健	76	
	9	2019.02.25	Roche	Spark Therapeutics	CGT	43	
	10	2019.05.08	Novartis	Takeda's Xiidra	干眼症药物	34	
2020	1	2020.12.12	AstraZeneca	Alexion	罕见疾病组合	390	970
	2	2020.09.13	Gilead	Immunomedics	抗癌药物Trodelvy	210	
	3	2020.10.05	BMS	MyoKardia	心脑血管疾病	131	
	4	2020.08.19	Johnson & Johnson	Momenta	FcRn抑制剂	65	
	5	2020.03.02	Gilead	Forty Seven	CD47免疫肿瘤学	49	
	6	2020.08.17	Sanofi	Principia Biopharma	BTK抑制剂	36.8	
	7	2020.11.05	Merck	VelosBio	ADC	27.5	
	8	2020.10.26	Bayer	AskBio	CGT	20(预付款)	
	9	2020.08.31	Nestlé	Aimmune Therapeutics	花生过敏药物	20	
	10	2020.12.21	Servier	Agios Pharma	肿瘤领域	18(预付款)	
2021	1	2021.12.14	CSL	Vifor Pharma	肾病和缺铁疾病	117	530
	2	2021.09.30	Merck	Acceleron	PAH疗法	115	
	3	2021.02.03	Jazz	GW	大麻衍生药物	72	
	4	2021.12.13	Pfizer	Arena制药	抗炎症领域	67	
	5	2021.11.18	Novo Nordisk	Dicerna制药	RNAi 候选药物	33	
	6	2021.08.03	Sanofi	Translate Bio	mRNA疫苗	32	
	7	2021.02.01	Horizon Therapeutics	Viela Bio	罕见病药物	30.5	
	8	2021.08.23	Pfizer	Trillium Therapeutics	免疫肿瘤	22.6	
	9	2021.09.08	Perrigo	HRA制药	避孕药等产品	21	
	10	2021.03.04	Amgen	Five Prime Therapeutics	肿瘤领域	19	
2022H1	1	公布	Pfizer	Biohaven	偏头痛	122	303
	2	公布	BMS	Turning Poin	精准肿瘤学	40	
	3	公布	GSK	Affinivax	疫苗	33	
	4	公布	Biocon Biologics	Viatis	生物仿制药业务	33	
	5	公布	Warburg Pincus	Pharma Intelligence	医疗信息情报供应	23	
	6	终止	Thermo Fisher	PeproTech	重组蛋白生产商	19	
	7	公布	GSK	Sierra Oncology	血液肿瘤领域	19	
	8	终止	UCB	Zogenix	罕见病药物	19	
	9	公布	Cresco Labs	Columbia Care	消遣性迷幻产品	18	
	10	公布	BDX	Parata System	药房自动化	15	

来源: FIERCE, 国金证券研究所

- 为探究后续医药交易的活跃情况，我们对影响交易决策的本质因素进行分析，根据分析结果我们预计 2022H2-2023 年将逐渐进入医药交易的活跃周期。医药交易决策的主要影响因素有三点，即买方的需求、买方的资金量以及标的估值水平。
- 虽 MNC 对超大型交易的热衷度有所降温，但技术管线的补充需求是长期存在的。从全球 TOP25 的大型药企研发管线情况来看，研发管线总量在提升，但头部 MNC 的管线数量却有所减少，这与并购活跃度及规模降低密不可分。与此同时，过去几年中 Big Pharma 纷纷出售公司的非核心资产以“精简、瘦身”，如 2021 年默沙东将其女性健康产品组合以及生物类似物和传统品牌分拆到 Organon 中，如 GSK 将其与辉瑞的消费者健康合资企业分拆。因此，在主打产品面临专利悬崖、新药研发困难加大以及产品管线资产规模萎缩、主营业务精简等背景之下，药企的并购整合需求是持续存在的。

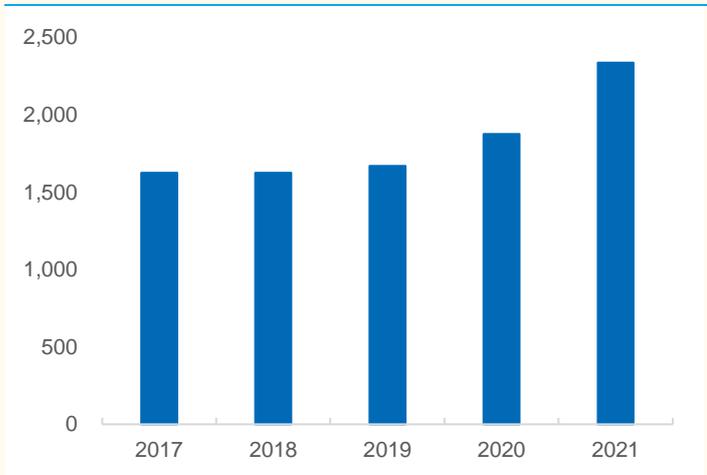
图表 15: 全球研发管线规模 TOP25 对比

排名 2022(2021)	公司	管线产品数 2022(2021)	原研药数量 2022	趋势
1(1)	Novartis	213(232)	129	↓
2(2)	Roche	200(227)	120	↓
3(3)	Takeda	184(199)	68	↓
4(4)	BMS	168(177)	98	↔
5(6)	Pfizer	168(170)	101	↔
6(9)	AstraZeneca	161(157)	89	↔
7(5)	Merck & Co	158(176)	77	↓
8(7)	Johnson & Johnson	157(162)	86	↔
9(10)	Sanofi	151(141)	87	↔
10(11)	Eli Lilly	142(126)	76	↑
11(12)	GlaxoSmithKline	131(113)	67	↑
12(8)	Abbvie	121(160)	44	↓
13(14)	Boehringer Ingelheim	108(97)	79	↔
14(13)	Bayer	105(108)	76	↔
15(15)	Otsuka Holdings	93(95)	46	↔
16(37)	江苏恒瑞	89(52)	80	↑↑
17(21)	Amgen	83(77)	64	↔
18(17)	Eisai	80(85)	41	↔
19(22)	Astellas Pharma	75(76)	43	↔
20(20)	Daiichi Sankyo	75(78)	40	↔
21(16)	Gilead Sciences	72(95)	45	↓
22(24)	Regeneron	68(64)	41	↔
23(66)	上海复星医药	68(30)	48	↑↑
24(26)	Biogen	66(64)	19	↔
25(27)	Sumitomo Dainippon Pharma	66(61)	47	↔

来源: Pharmaprojects, 国金证券研究所

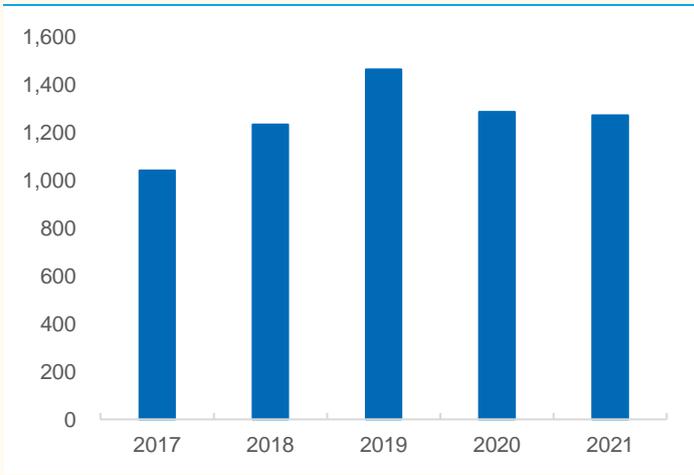
- 经过 2020-2021 年的“养精蓄锐”，Big Pharma 积累了充裕的现金。根据 TOP20 药企的财务指标可以看到，近年来经营性现金流总和在持续攀升，同时也积累了较为充裕的现金。

图表 16: TOP20 药企经营性现金流情况 (亿美元)



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 17: TOP20 药企现金及现金等价物情况 (亿美元)

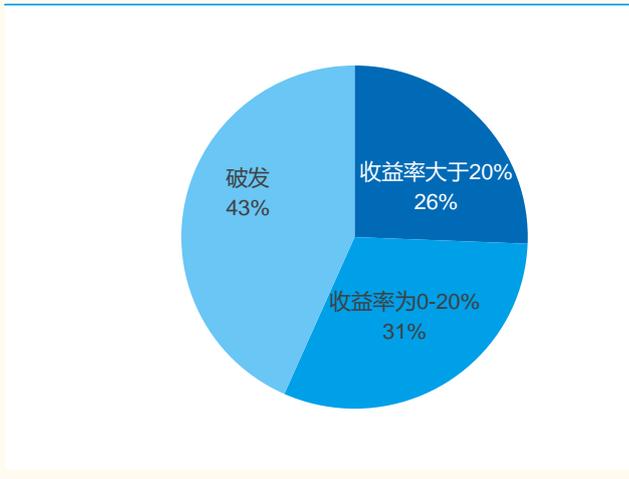


来源: WIND, 国金证券研究所

- Biotech 估值回落，NBI 中近半数企业已跌破发行价，Big pharma 渐显收购热情。我们再次以 NBI 的成分股为例，对其股价与发行价进行对比（以 2022 年 7 月 24 日收盘价进行比较），我们发现其中约 43% 的 Biotech 企业已跌破发行价。同样对于 Biotech 企业，其 IPO 之路较以往也更艰难，从 2021 年 Q1 开始已完成 IPO 定价的企业数量也在持续下降。

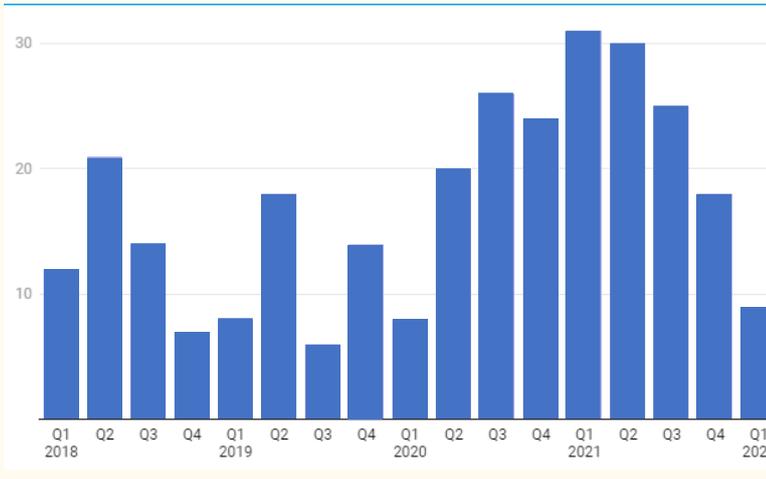
Biotech 估值泡沫逐渐破裂，估值回归理性，对于 Biopharma 则为购买资产的适宜时机。以再生元为例，2022 年 4 月以总值 2.5 亿美元的价格收购了 Checkmate，这也是公司自 1988 年成立以来的首次收购。

图表 18: NBI 中成分股现股价与发行价比较情况



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 19: 2018-2022Q1 分季度已 IPO 定价的 biotech 数量



来源: WIND, 国金证券研究所

- 从全球医药研发及 TOP20 药企的研发费用来看，全球研发投入稳步提升。根据 statista 数据及全球 TOP20 药企的研发支出统计，研发投入金额均在持续提升，但增速和研发支出占比略有下降。

图表 20: 全球医药研发支出情况 (十亿美元)



来源: statista, 国金证券研究所

图表 21: 全球 TOP20 Pharma 研发支出 (亿美元)

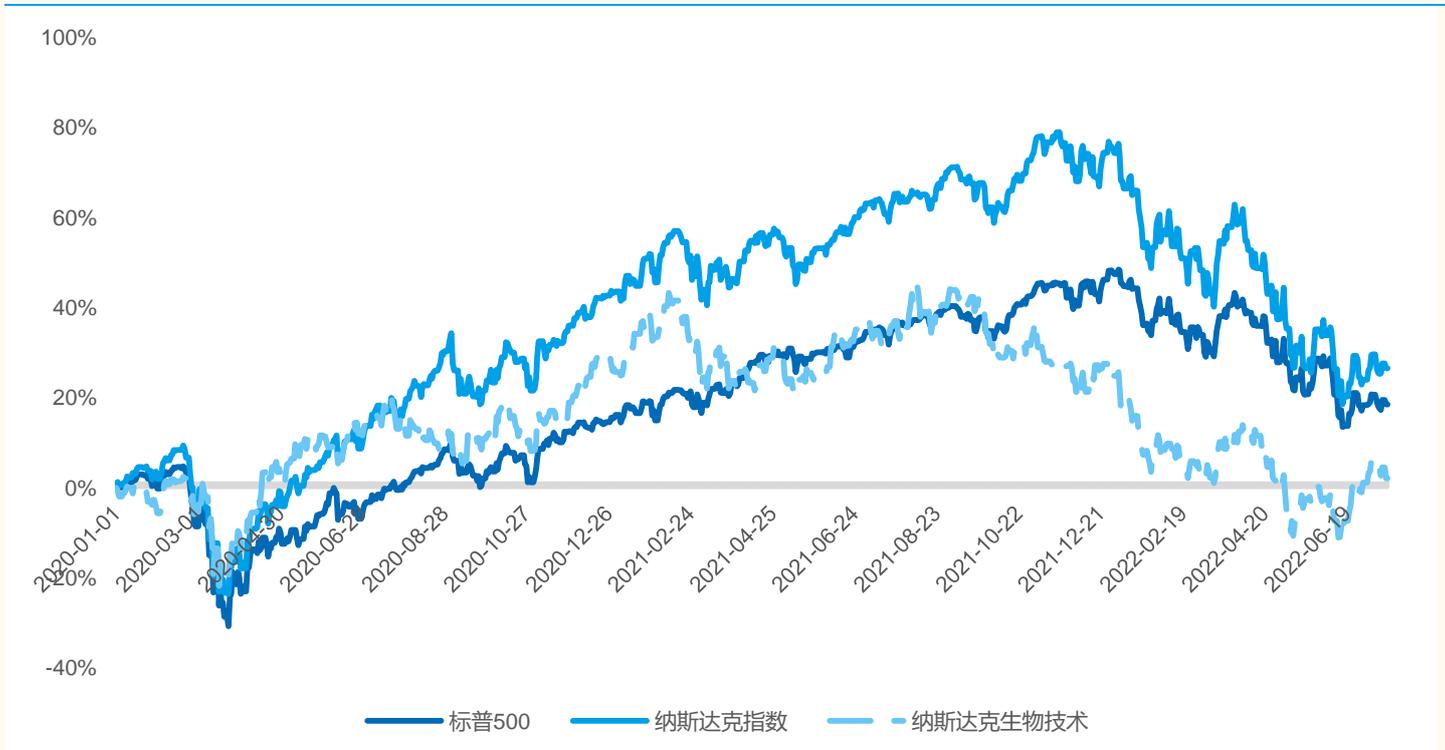


来源: WIND, 国金证券研究所

医药创新后市观点: 创新不断, Biotech 估值回暖, 有望进一步带动创新产业链估值回升

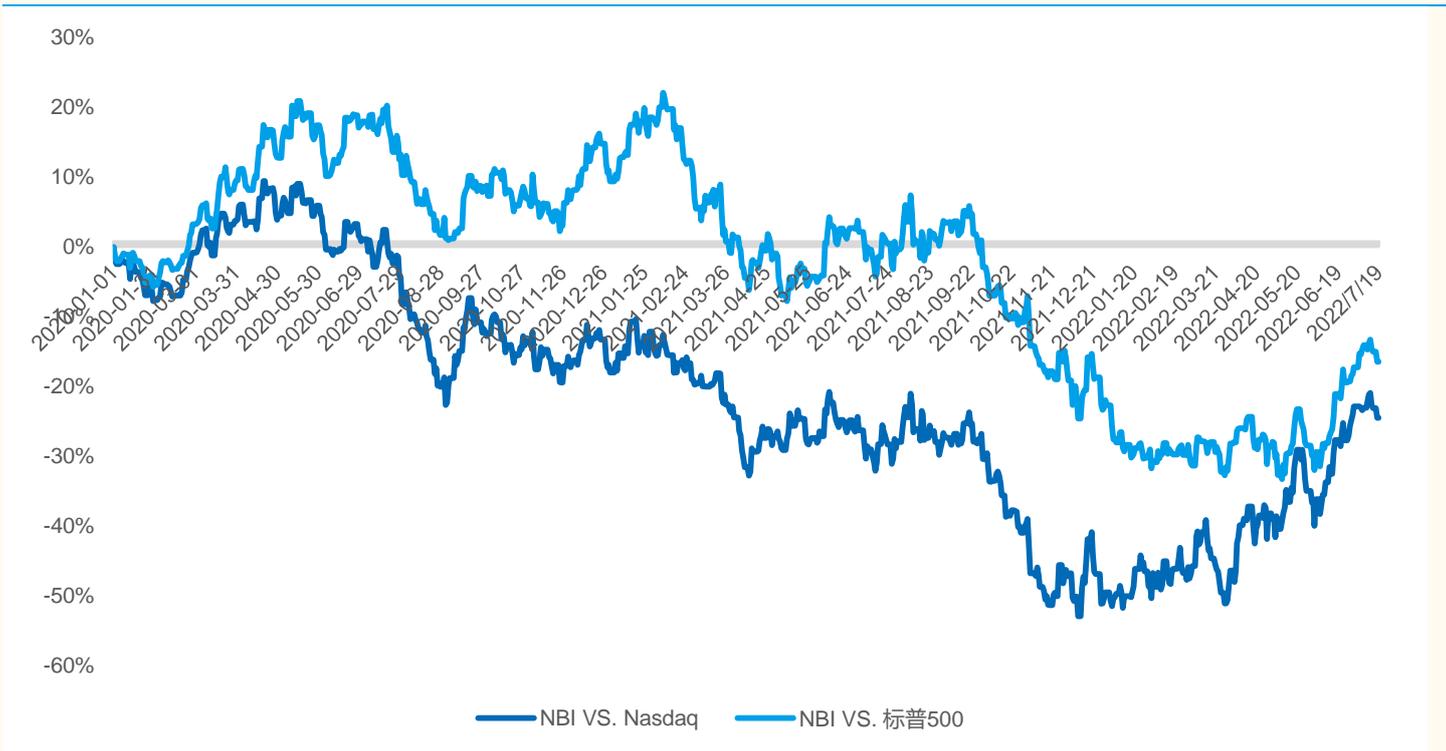
- **Biotech** 回报率近一年来持续跑输 (全行业创新成长, 纳指; 全行业价值, 标普 500), 2022-2023 年有望迎来触底反弹。截至 2022 年 6 月 12 日, 标准普尔 500 指数的总回报率上涨了 20.7% (相较于 2020 年 1 月 1 日), 纳斯达克指数的总回报率同期上涨了 26.4%, 而纳斯达克生物科技指数同期下降了 7.3%。我们认为, 自 2021 年 2 月 NBI 指数回报率触顶后一路下行, 一方面受流动性收紧等宏观因素影响, 另一方面 Biotech 也在经历估值回归理性的时期。

图表 22: NBI、纳斯达克指数及标普 500 涨跌幅对比



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 23: NBI vs. Nasdaq、NBI vs. 标普 500 相对收益率



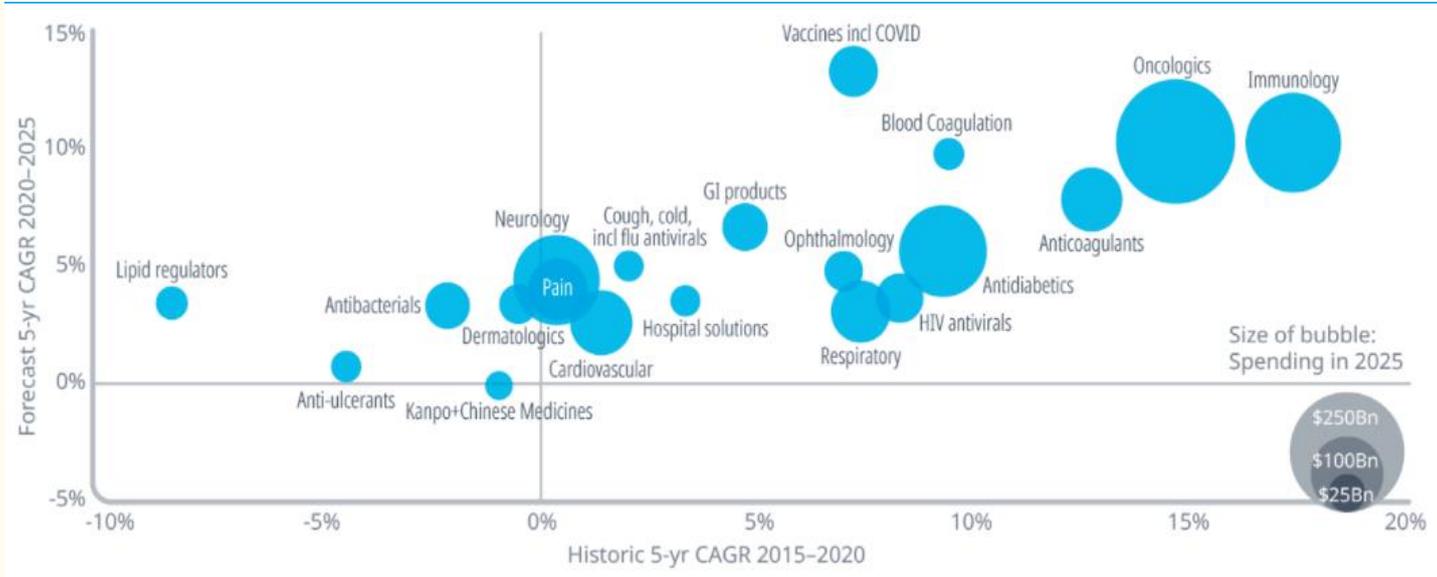
来源: WIND, 国金证券研究所

- **Biotech 板块估值下半年持续恢复, 有望进一步带动创新产业链估值回升。**对于头部 Biotech 企业, 管线持续推进, 未来仍然具有充足的催化剂。对于中小 Biotech 企业也在积极寻找方向来避免过于同质化的竞争, 也具备较为充足的创新发展空间。因此随着医药交易的逐渐复苏, 我们认为 Biotech 板块估值在下半年将逐渐开始恢复, 有望进一步带动创新产业链的发展。

### 全球新药研发趋势分析：大量临床未满足需求，创新需求常青

- 长期来看，仍存在大量未被满足的临床需求，早期创新将持续维持高景气。医药行业发展至今，虽然每年有许多新研究、新发现、新疗法，但仍有大量未被满足的临床需求。从过去五年及未来五年看，全球的新药研发投入也主要集中于有较高未满足需求的疾病领域，如自身免疫、肿瘤等。

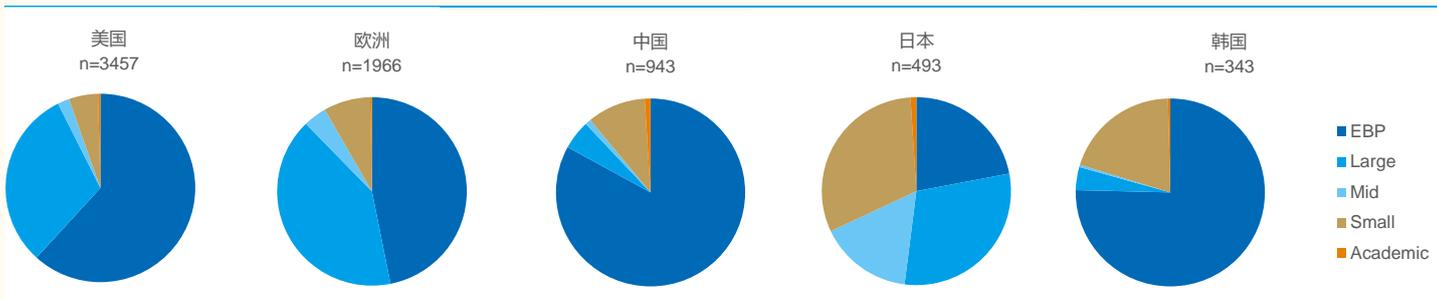
图表 24：全球 TOP 20 疾病领域的过去五年及未来五年研发投入增长



来源：IQVIA，国金证券研究所

- 新兴生物制药公司渐成研发主力。在不同国家和地区，根据公司类型划分的产品管线结构表明，相比传统制药企业，新兴生物制药公司（EBP）往往掌握更强的创新研发能力。例如，美国和中国 EBP 产品分别占该国研发管线的 62%和 83%。

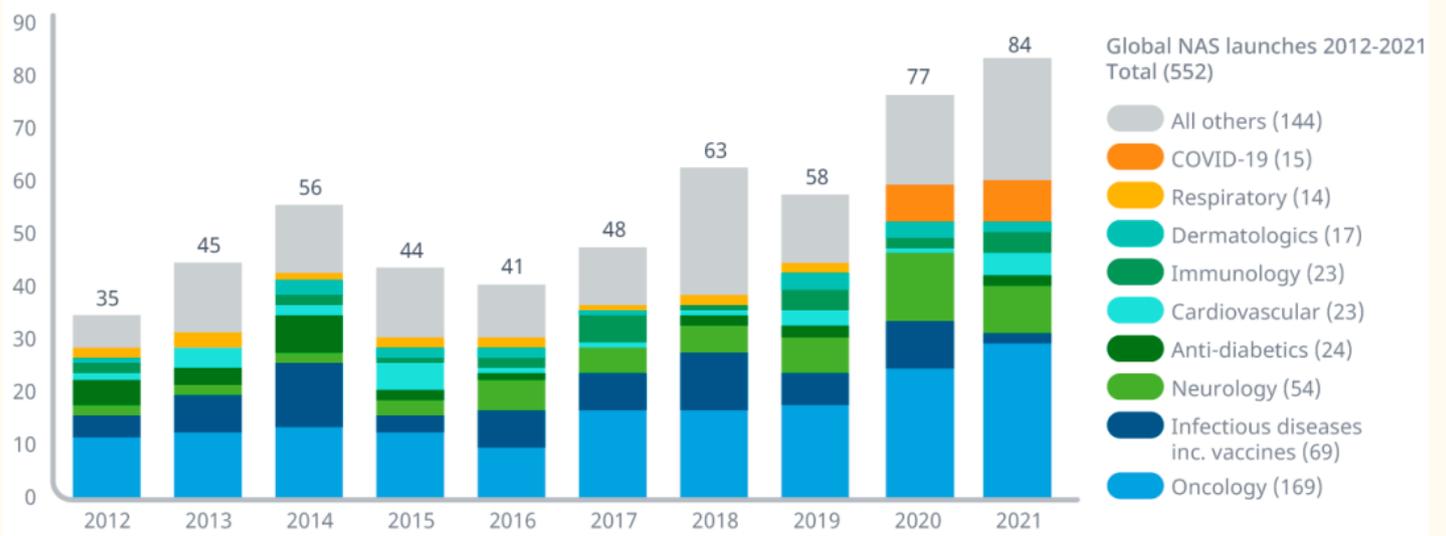
图表 25：按公司类型分各地区产品管线结构



来源：IQVIA，国金证券研究所

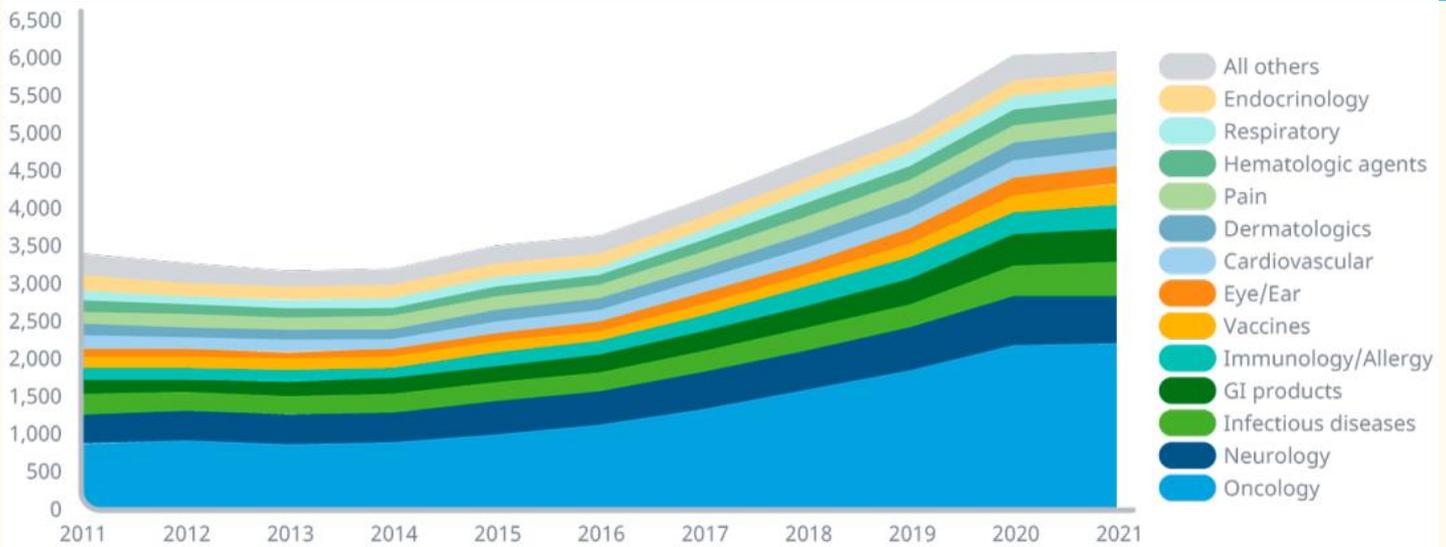
- 2021 年获批的上市的新药数量持续走高，药物研发受疫情影响略有停滞。根据 IQVIA 数据，2021 年全球共有 84 种 NAS（新活性物质）上市，创历史新高，是 2016 年的两倍。从在研管线来看，2021 年全球处于不同阶段的产品超过 6000 种，相较于 2016 年增长约 68%，但受疫情影响相较于 2020 年有所停滞。

图表 26: 分领域全球获批 NAS 情况



来源: IQVIA, 国金证券研究所

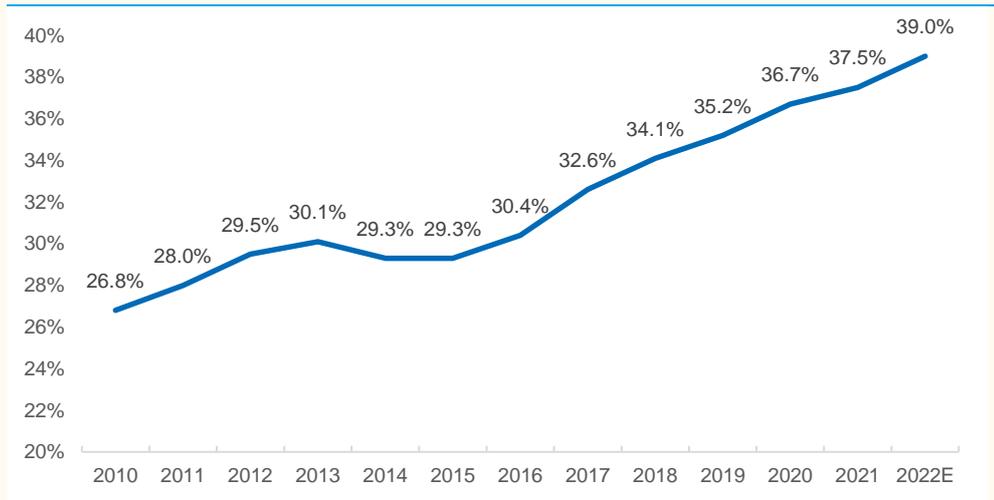
图表 27: 按治疗领域分全球在研管线情况



来源: IQVIA, 国金证券研究所

- 从治疗领域看，肿瘤依旧是当下最受关注的治疗领域之一。根据 Pharmaprojects，研发管线中肿瘤药物占比在逐年提升，已由 2010 年的 26.8% 提升至 2021 年的 37.5%，预计 2022 年将达到 39%。

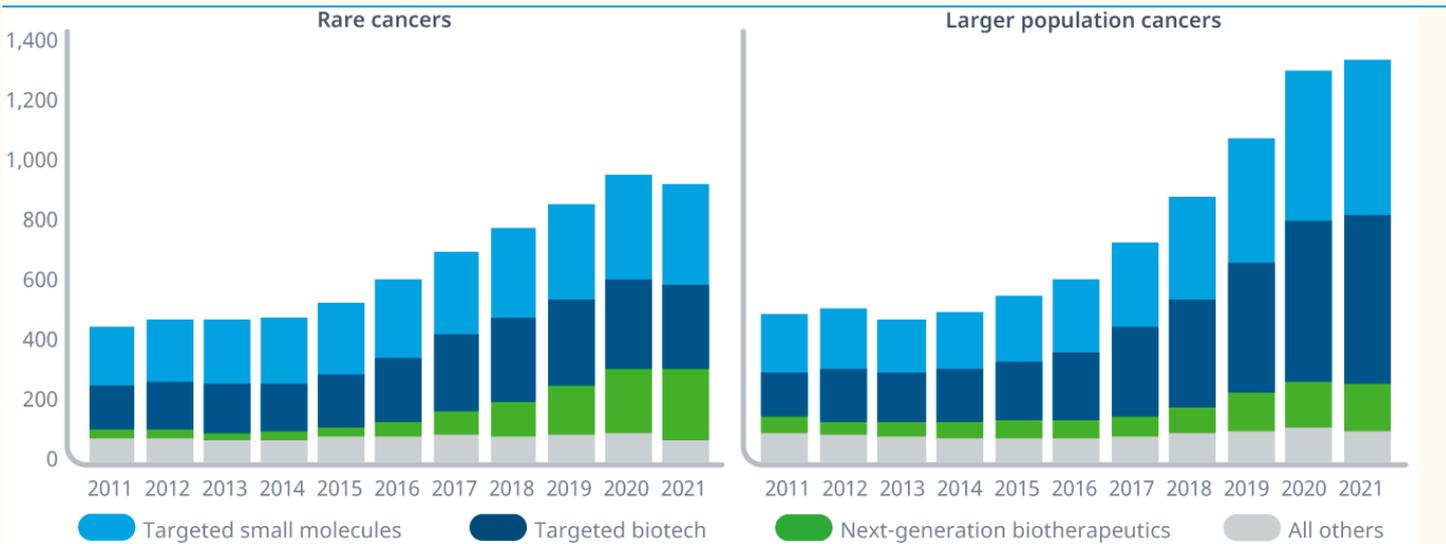
图表 28: 2010-2022E 研发管线中肿瘤药物占比



来源: Pharmaprojects, 国金证券研究所

- 肿瘤在研产品大多属于靶向疗法，超 40%肿瘤新药开发集中于罕见肿瘤。从临床一期阶段的肿瘤在研产品来看，大部分肿瘤在研产品属于靶向疗法，其中新一代生物疗法（包括细胞和基因疗法）的数量日渐升高。

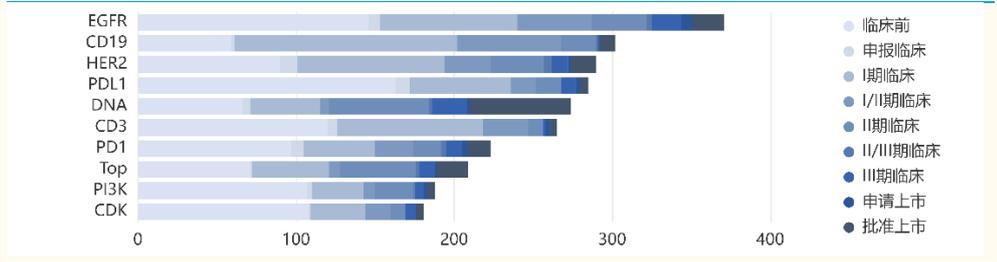
图表 29: 临床一期肿瘤产品各类型分布



来源: IQVIA, 国金证券研究所

- 肿瘤靶向疗法中，EGFR、CD19、HER2、PD-L1、DNA 是目前全球获批及在研药物数量最多的靶点。

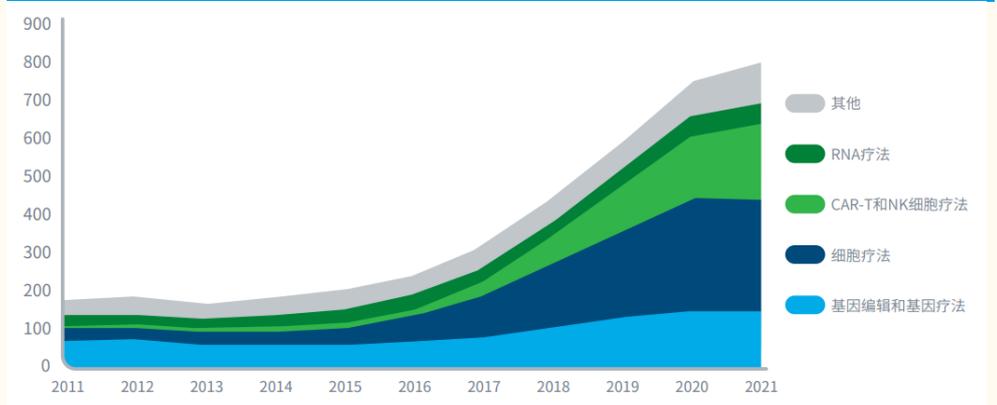
图表 30: 全球 TOP 10 靶点



来源: 医药魔方, 国金证券研究所

- 2021 年, 包含细胞疗法和基因疗法在内的新一代生物疗法在研产品达到 804 种, 在 2016-2021 年间的 CAGR 为 27%。其中, 细胞疗法占比最大, 大约 40% 被用于肿瘤领域; CAR-T 和 NK 细胞疗法同样在近几年迅速增长。

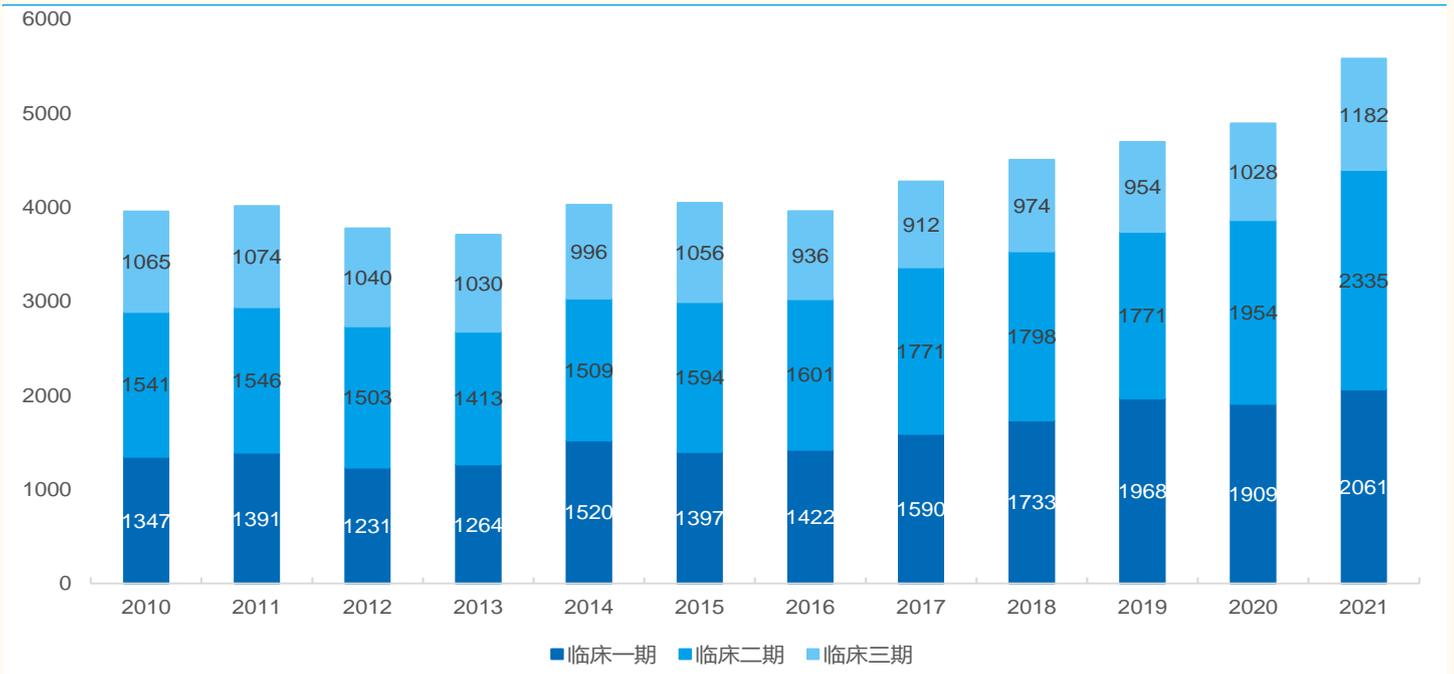
图表 31: 2011-2021 年新一代生物疗法产品管线数量



来源: IQVIA, 国金证券研究所

- 临床试验数量创历史新高, COVID-19 疫苗和药物临床试验超过 1200 项。2021 年启动的临床试验约 5500 个, 相较于 2020 年上升 14%, 从各临床阶段分别来看, 2021 年启动的一期、二期、三期临床试验相较于 2020 年分别提高 8%、19%、15%, 创历史新高。自 2020 年, 企业申办的 COVID-19 疫苗和药物临床试验超过 1200 项, 截至 2022 年 1 月底, 33 种疫苗已获批上市, 另有 136 种正处于研发中。

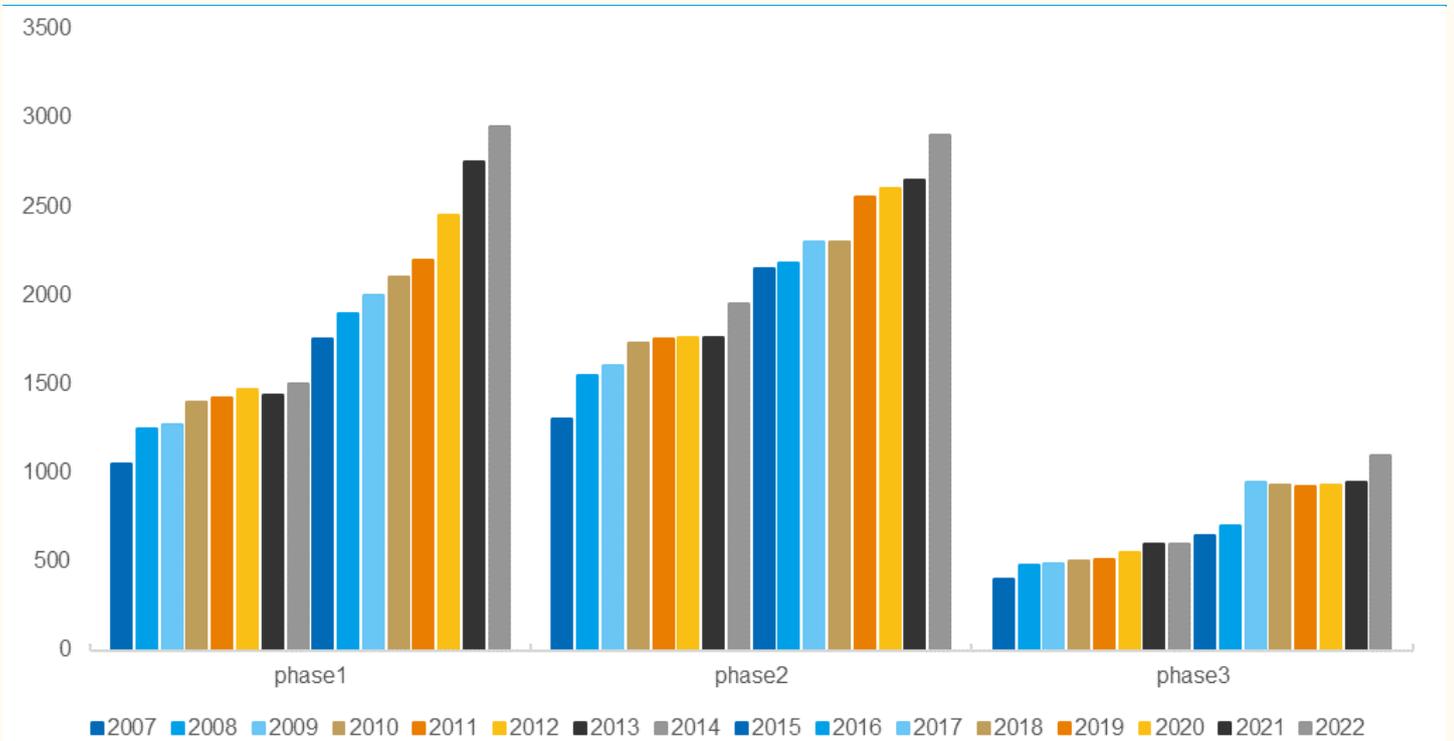
图表 32: 2010-2021 年各阶段临床试验数量



来源: IQVIA, 国金证券研究所

- 临床阶段新药研发风险持续升高，有望进一步带动医药外包产业发展。根据 Pharmaprojects 可以看到，每年临床 I-II 期的产品管线数量增长较为明显，但临床 III 期产品管线没有较为明显的提升，表明临床阶段新药研发的失败率较高，新药研发风险持续升高。造成该现象的可能原因有两点，1) 疗效和安全性标准提高，造成临床开发的风险升高；2) 由于新冠疫情导致许多产品的研发进程暂缓。

图表 33: 全球历年各阶段产品管线数量

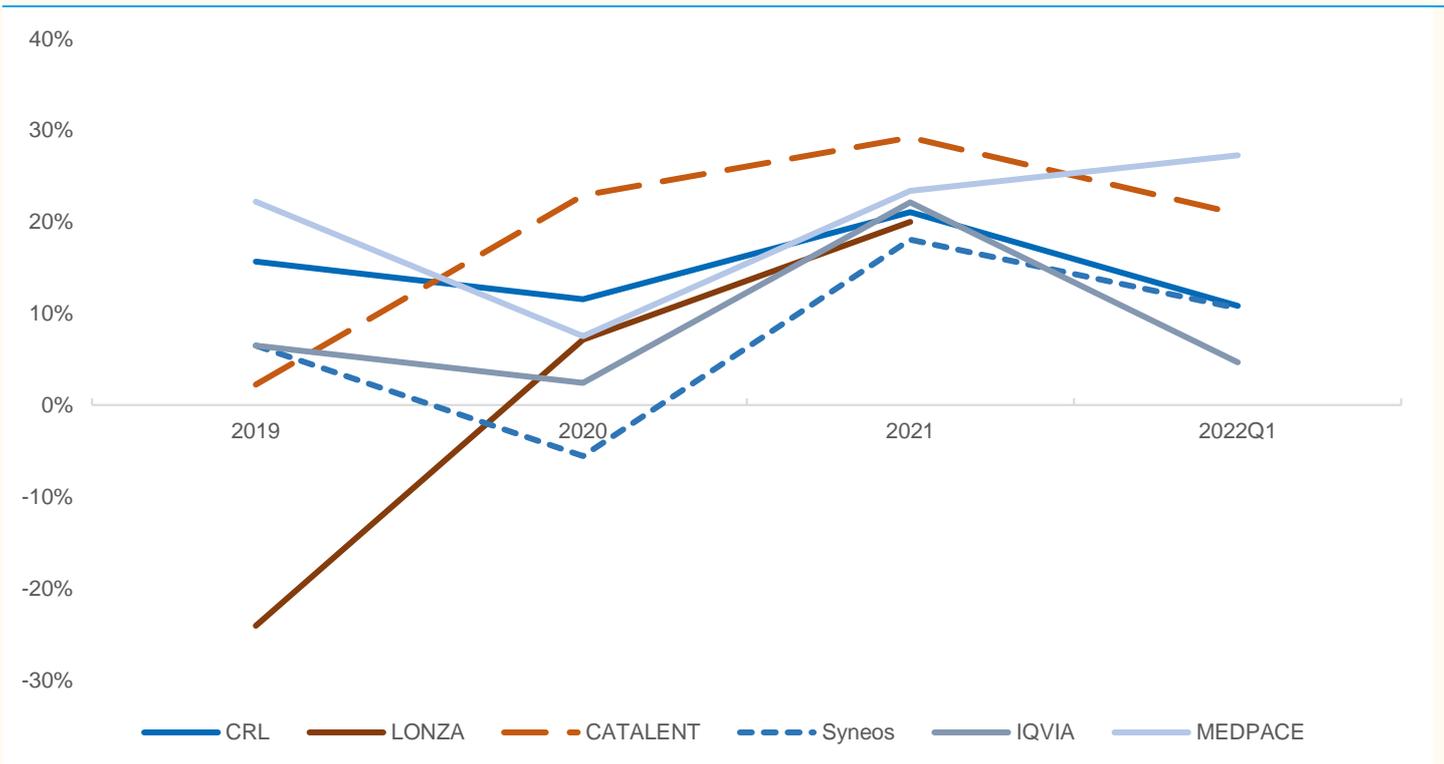


来源: Pharmaprojects, 国金证券研究所

## 复盘疫情对海外 CXO 影响：20H2 已常态化，新需求催化持续加速

- 复盘近年海外 CXO 龙头企业发现，公司业绩整体表现较为平稳，因主营业务不同所受疫情影响略有差异。分业务板块看，临床前 CRO、临床 CRO 及 CDMO 企业在疫情冲击后呈现出不同的业绩走势。我们以查尔斯河实验室（CRL）代表临床前 CRO，以 Syneos Health、IQVIA、MEDPACE 代表临床 CRO，以 Lonza、Catalent 代表 CDMO 企业。在受到疫情冲击后，CDMO 公司 2020 与 2021 年业绩增速不降反增，所受影响最小；临床前 CRO 公司 2020 年受疫情冲击较小，业绩波动不大，2021 年实现加速增长；临床 CRO 公司则相对受疫情影响最大，但 2021 年业绩也呈现回稳趋势。

图表 34：2019-2022Q1 海外龙头 CXO 公司业绩增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 部分投资者担心随着海外疫情逐渐恢复，国内 CXO 企业或将面临订单回流风险。我们认为这不会对国内 CXO 企业业绩造成较大影响。原因在于全球 CXO 产业转移浪潮中，疫情仅起到小部分催化剂作用。产业转移的根本原因在于中国独有的工程师红利、充裕的产能供应及完备的研发实力。同时疫情加速中国 CXO 企业获取海外客户，建立良好合作关系。
- 对比海外龙头 CXO 公司在 2021 年报与 2022 一季报所提出的 2022 全年业绩指引，同样因主营业务不同呈现不同调整趋势，如临床前 CRO 与 CDMO 板块公司对业绩指引予以上调，而临床 CRO 板块公司对多数指标维持不变，部分指标进行下调。同上文我们仍然选取查尔斯河实验室（CRL）代表临床前 CRO，以 Syneos Health、IQVIA、MEDPACE 代表临床 CRO，以 Catalent 代表 CDMO 企业（Lonza 未公布新业绩指引，故不予分析）。临床前 CRO 与 CDMO 板块公司在经过 2022 第一季度经营运转后，对 2022 全年业绩指引予以上调；而临床 CRO 板块公司多维持 2021 年报所提出的业绩指引，其中 Syneos 对盈利指标预期进行上调，IQVIA 对收入指标予以下调，MEDPACE 对部分盈利指标予以下调。我们认为在疫情背景下，临床前 CRO 与 CDMO 公司所受影响相对较小，并且恢复能力更强。

**图表 35: 海外 CXO 龙头公司 2021 年报与 2022 一季报业绩指引变化对比**

类型	公司	关键指标	2022FY 业绩指引		趋势	
			2021年报所示	2022一季报所修改		
药物发现及 临床前CRO	CRL	收入增速	13.0%-15.0%	13.5%-15.5%	↑	
		GAAP EPS/\$	9.20-9.45	9.70-8.95	↑	
临床CRO	Syneos	收入/\$M (增速)	5600-5750 (7.4%-10.3%)	5600-5750 (7.4%-10.3%)	↔	
		GAAP Net Income/\$M (增速)	281.1-300.7 (19.7%-28.0%)	283.9-300.5 (20.9%-28.0%)	↑	
		GAAP Diluted EPS/\$ (增速)	2.66-2.84 (18.8%-26.8%)	2.73-2.89 (21.9%-29.0%)	↑	
	IQVIA	收入/\$M (增速)	14700-15000 (6.0%-8.1%)	14450-14750 (4.2%-6.3%)	↓	
		Adjusted EBITDA/\$M (增速)	3330-3405 (10.2%-12.7%)	3330-3405 (10.2%-12.7%)	↔	
		Adjusted EPS/\$ (增速)	9.95-10.25 (10.2%-13.5%)	9.95-10.25 (10.2%-13.5%)	↔	
	MEDPACE	收入/\$M (增速)	1400-1460 (22.6%-27.8%)	1400-1460 (22.6%-27.8%)	↔	
		EBITDA/\$M (增速)	262.0-278.0 (17.4%-24.6%)	262.0-278.0 (17.4%-24.6%)	↔	
		Net Income/\$M (增速)	204.0-216.0 (12.2%-18.8%)	204.0-216.0 (12.2%-18.8%)	↔	
		Net Income per diluted share/\$ (增速)	5.72-6.06 (18.9%-26.0%)	5.35-5.67 (11.2%-17.9%)	↓	
	CDMO	Catalent	净收入/\$M (增速)	4740-4860 (19%-22%)	4800-4900 (20%-23%)	↑
			Adjusted EBITDA/\$M (增速)	1250-1300 (23%-27%)	1265-1305 (24%-28%)	↑
Adj. Net Income/\$M (增速)			650-700 (18%-28%)	665-705 (21%-28%)	↑	

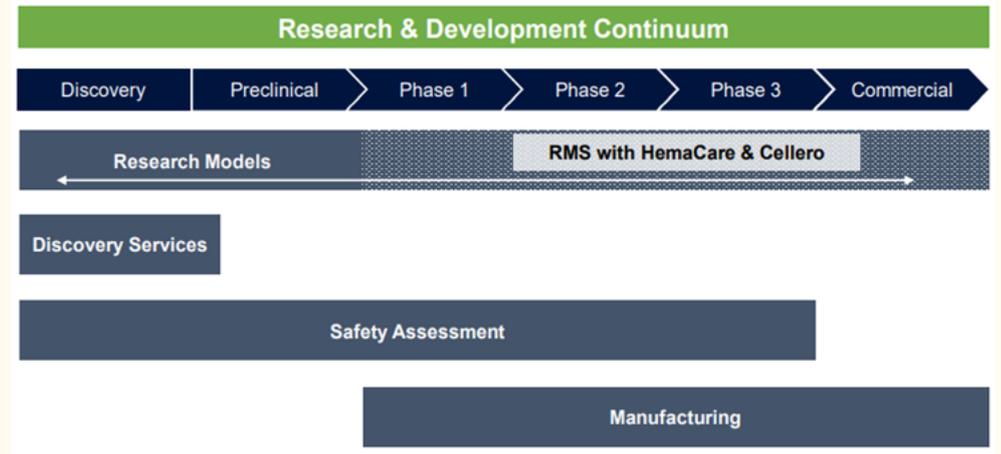
来源: 各公司年报, 国金证券研究所

## 海外 CXO 重点公司介绍

### 查尔斯河实验室 (Charles River Laboratories, CRL.N)

- 查尔斯河实验室成立于 1947 年，由兽医 Henry Foster 博士建立查尔斯河育种实验室，此后公司聚焦于实验动物繁育、动物模型及部分生物安全与分析测试业务。2000 年公司在纽交所上市，在此后的 20 余年发展中，公司持续拓展、深化业务，现已成为全球最大的药物早期阶段 CRO 企业。

图表 36: 查尔斯河实验室业务范围



来源：CRL 投资者交流演示材料，国金证券研究所

- 从收入看，公司前期业绩增长较为平缓，随后通过大量并购进行业务扩张。自 2014 年起公司围绕三大业务板块的扩张速度进一步加快，该年收购了 ArgentaBioFocus 及心脏风险评估和离子通道筛查提供商 ChanTest，专注于打造全方位服务的非临床 CRO 企业。此后几年公司陆续收购 Celsis、Oncotest GmbH、WIL Research 等企业，加强从目标发现到临床前开发的综合体外和体内的能力。2020 年收购 HemaCare 和 Cellero，扩大了公司在 CGT 这一新兴领域的业务布局。

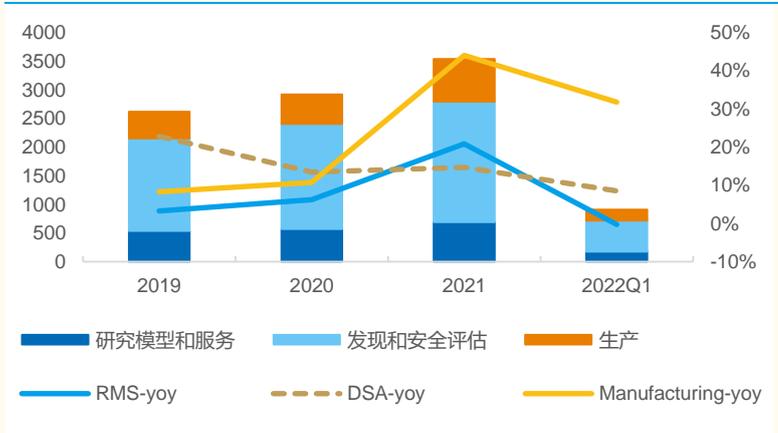
图表 37: 公司历年收入及 M&A 情况



来源: CRL 投资者交流演示材料, WIND, 国金证券研究所

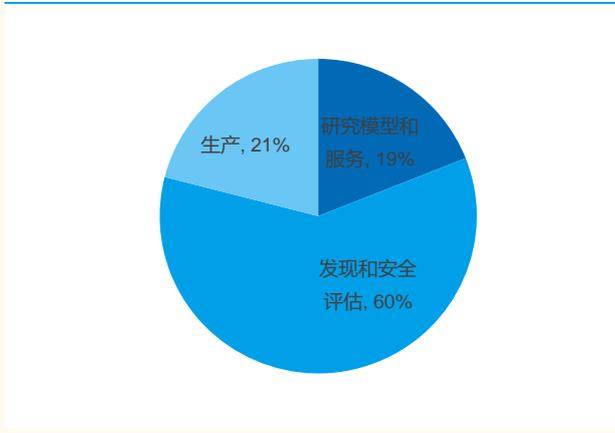
- 分业务看, DSA 为公司主要收入来源, Manufacturing 近几年收入占比呈提升趋势。公司业务主要包括发现和安全评估(DSA)、研究模型和服务(RMS)及生产支持(Manufacturing)三大板块。其中 DSA 业务占比最高, 2021 年达 60%。同时 Manufacturing 业务收入占比呈提升趋势, 2020 年及 2021 年收入占比分别为 18%、21%。

图表 38: 公司分业务收入情况 (百万,USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

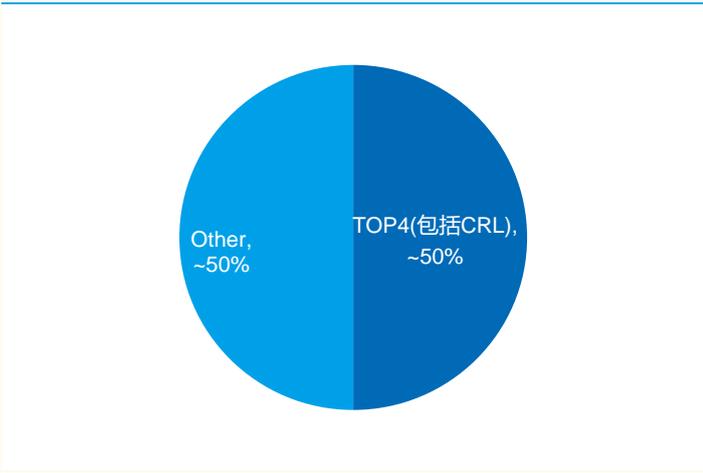
图表 39: 2021 年公司分业务收入占比情况



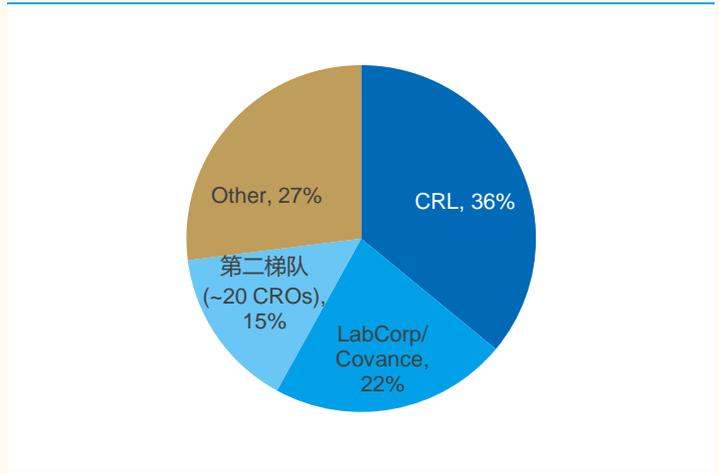
来源: 公司年报, 国金证券研究所

- DSA 为公司核心业务, 已在美国、加拿大和欧洲建立多个中心提供发现和安全评估服务。DSA 部门由两个业务部分组成: 发现服务和安全评估。发现服务包括综合药物发现、药理学研究、筛选和分析、化学、药物科学和配方、DMPK/ADME, 安全评估包括 IND-赋能研究、毒理学服务、SEND 服务、病理学服务、环境安全、临床前设施。

图表 40: 发现服务全球市场竞争格局



图表 41: 安全评估服务全球市场竞争格局

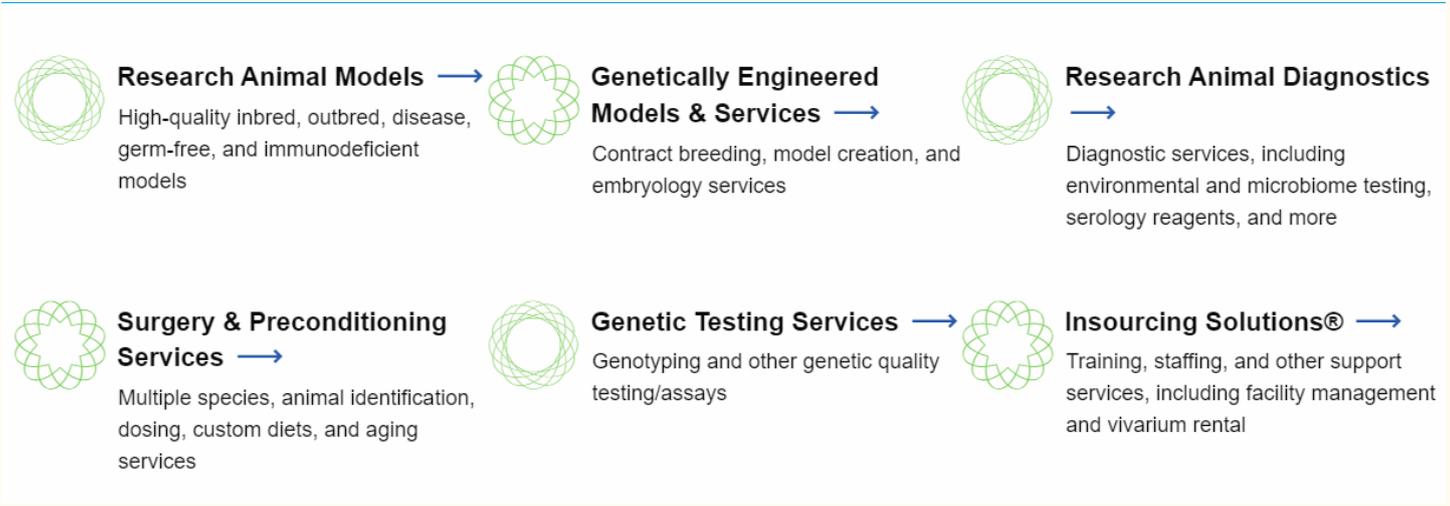


来源: CRL 投资者交流演示材料, 国金证券研究所

来源: CRL 投资者交流演示材料, 国金证券研究所

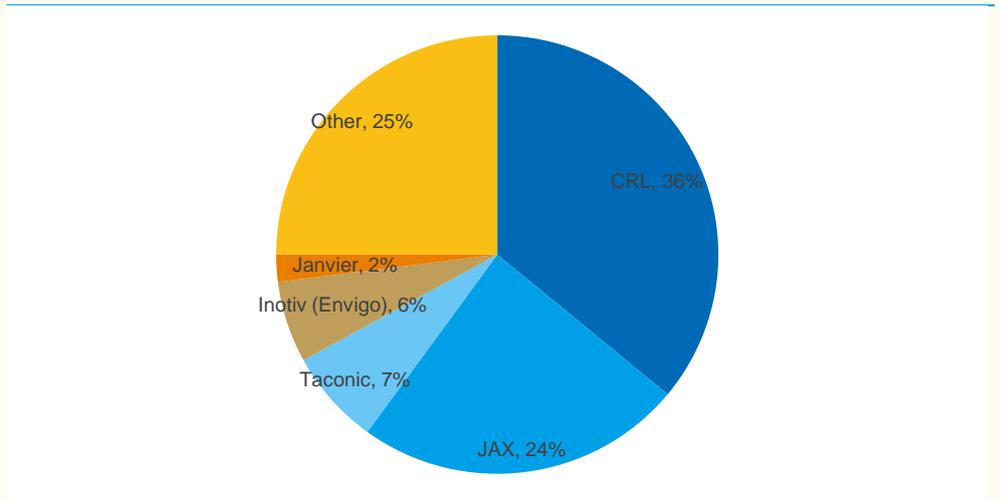
- RMS 业务居于全球领先地位, 占据全球 36% 市场份额。** RMS 部门由三个业务部分组成: 研究模型、研究模型服务及研究制备 GMP 标准细胞。公司自 1947 年成立便一直保留并持续加强该业务板块能力, 现已成为许多生物制药公司、政府机构、医院和学术机构使用的特种鼠和小鼠模型的最大供应商。所提供的动物模型包括老鼠、大鼠、仓鼠、豚鼠、兔子、沙鼠等, 这些研究模型包括近交系、自交系、自发性突变、杂交和其他基因改造的模型 (GEMs)。

图表 42: RMS 业务内容



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 43: RMS 全球市场竞争格局



来源: CRL 投资者交流演示材料, 国金证券研究所

- Manufacturing 部门由三个业务部分组成: 微生物检测, 生物制剂检测和禽流感疫苗服务。

**微生物检测服务**依靠 Endosafe®内毒素检测、Celsis®快速微生物检测以及 Accugenix®微生物鉴定和菌株分型, 为无菌和非无菌生物制药和消费品提供传统和快速的质量控制测试, 提高效率, 降低成本;

**禽流感疫苗服务**包括无病原体 (SPF) 鸡和鸡蛋的供应服务等, 作为世界上第一家 SPF 商业供应商, CRL 建立了设定全球行业标准的鸡群处理和鸡蛋生产程序;

**生物制剂检测**为公司近年重点发展的细分业务之一, 主要通过生物制品检测解决方案, 提供定制化的测试和制造服务, 以在整个生物开发周期中 (从发现到临床前和临床研究再到上市产品发布) 为客户提供支持。2021 年公司收购了 CGT CDMO 企业 Cognate 和基因治疗 CDMO 企业 Vigene, 扩大了公司的 CGT 及病毒载体和质粒 DNA 的生产范围, 进一步提升公司在全球 CDMO 市场中的地位。

- 根据公司 2022 年业绩指引, 预计 2022 年收入增速约 13.5%-15.5%, GAAP EPS 约 8.70-8.95 美元, Non-GAAP EPS 约 11.50-11.75 美元。

图表 44: 2022&2024 公司业绩指引

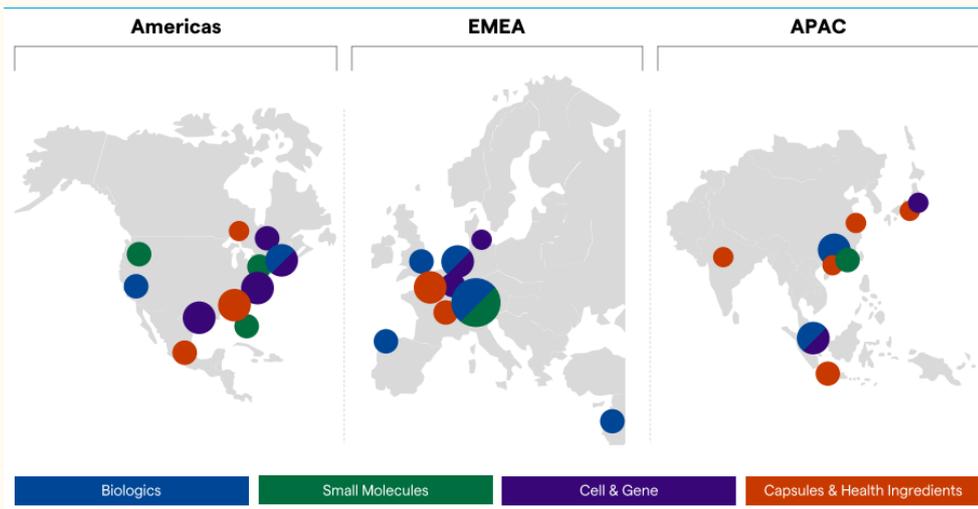
业绩指标/百万, USD	2021	2021Q1	2022E	2024E
营业收入 (YoY)	3540(+21%)	919.3(+11%)	13.5%-15.5%	/
净利润 (YoY)	391(+7%)	93(+9%)	/	/
GAAP EPS	7.60	1.81	8.70-8.95	/
Non-GAAP EPS	10.32	2.75	11.50-11.75	/
Organic growth	+15%	+9.4%	+12.5%-14.5%	Low-double digits
M&A	+5%	/	/	/
分板块				
RMS, 研究模型和服务	690 (+21%)	177(-0.2%)	High-single digits	Mid- to high-single digits
DSA, 发现和安全评估	2107 (+15%)	544(+8.6%)	Mid teens	~10%
Manufacturing, 生产	743(+44%)	193.1(+32%)	Mid- to high-single digits	Approaching 20%

来源: CRL 投资者交流演示材料, 公司年报, 国金证券研究所

### 龙沙(LONZA, LONN.SW)

- Lonza 于 1897 年在瑞士成立，以水力发电及用氮、氨和电石制造合成肥料业务起家。1965 年公司开始进军医药、农药、染料、颜料、粘合剂等的中间体和添加剂业务，成为精细化工产品生产企业。从 20 世纪 80 年代开始，公司进一步加大在医药领域投入，并将业务拓展至全球范围，如 1969 年公司以特种化学产品开始其在美国业务，1996 年于中国广州建立合资公司开始生产烟酰胺。同时公司也积极布局前沿新兴技术，2010 年前后加速布局大分子及 CGT 领域，通过大量收购及自建拓展业务范围并提升技术水平。发展至今，公司业务已遍及全球五大洲，成为 CDMO 行业绝对龙头。

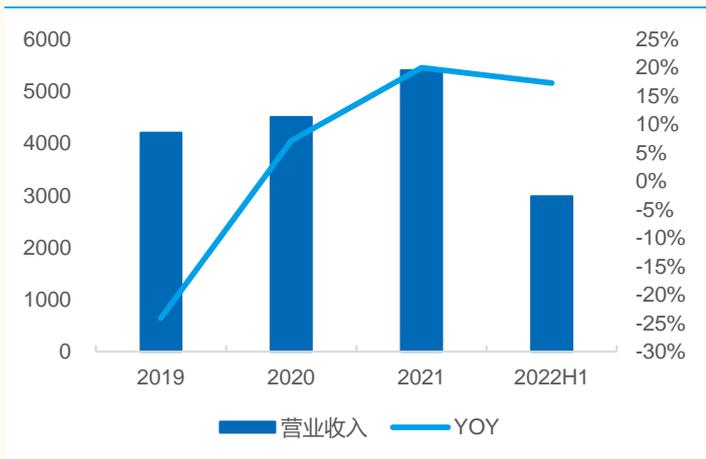
图表 45: Lonza 业务布局



来源: Lonza 投资者交流演示材料, 国金证券研究所

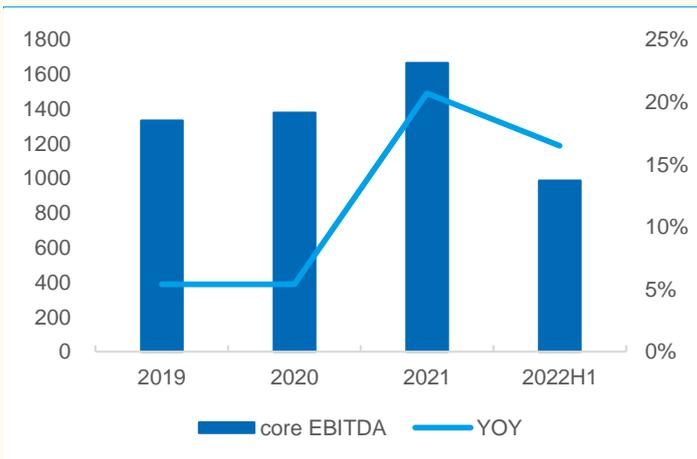
- 公司业绩持续提升，收入端，公司收入从 2019 年的 42.07 亿瑞士法郎增长至 2021 年的 54.09 亿瑞士法郎，CAGR 为 8.74%。2022H1 收入 29.82 亿瑞士法郎，同比增长 17.3%。利润端，公司 Core EBITDA 从 2019 年的 13.34 亿瑞士法郎增长至 2021 年的 16.65 亿瑞士法郎，CAGR 为 7.67%。2022H1 公司 Core EBITDA 为 9.87 亿瑞士法郎，同比增长 16.5%。

图表 46: 公司历年收入情况 (百万, CHF)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

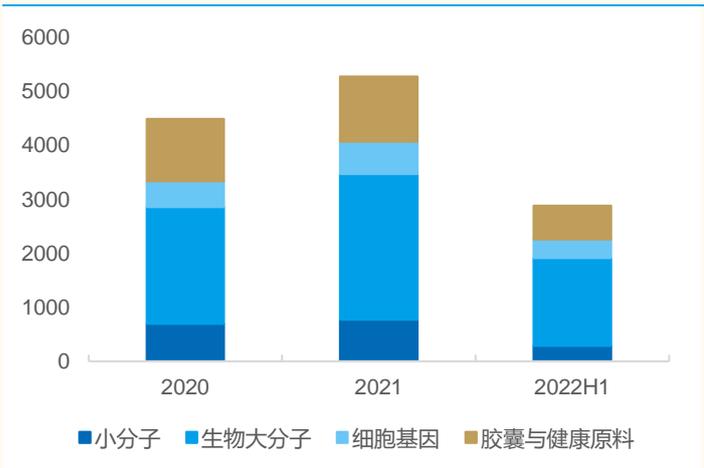
图表 47: 公司历年 CORE EBITDA (百万, CHF)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

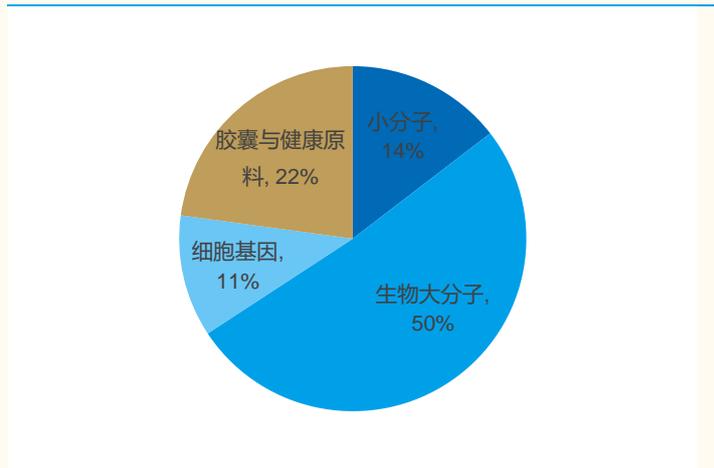
- 分业务看，生物大分子为公司核心业务，占比较高。公司业务由生物大分子，胶囊与健康原料，细胞与基因和小分子四大板块组成。其中生物大分子业务板块收入占比最高，2021 年达 49.9%，2022H1 为 54.5%，占比持续提升。

图表 48: 公司分业务收入情况 (百万,CHF)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 49: 2021 年公司各业务占比情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **生物大分子业务已覆盖产品生产全周期服务。**生物大分子业务包括哺乳动物和微生物表达系统, 涵盖原液和非肠道药物产品服务, 以及生物药中的 ADC 药物和 mRNA。其中哺乳动物细胞培养衍生分子是 Biologics 中最大的部分, 它们占全球生物制品总销售额的三分之二以上。Lonza 拥有强大的全球哺乳动物网络, 在哺乳动物细胞培养方面有 30 多年的技术积累, 这些技术包括 Epibase®、免疫原性筛选以及抗体人源化和去免疫服务。

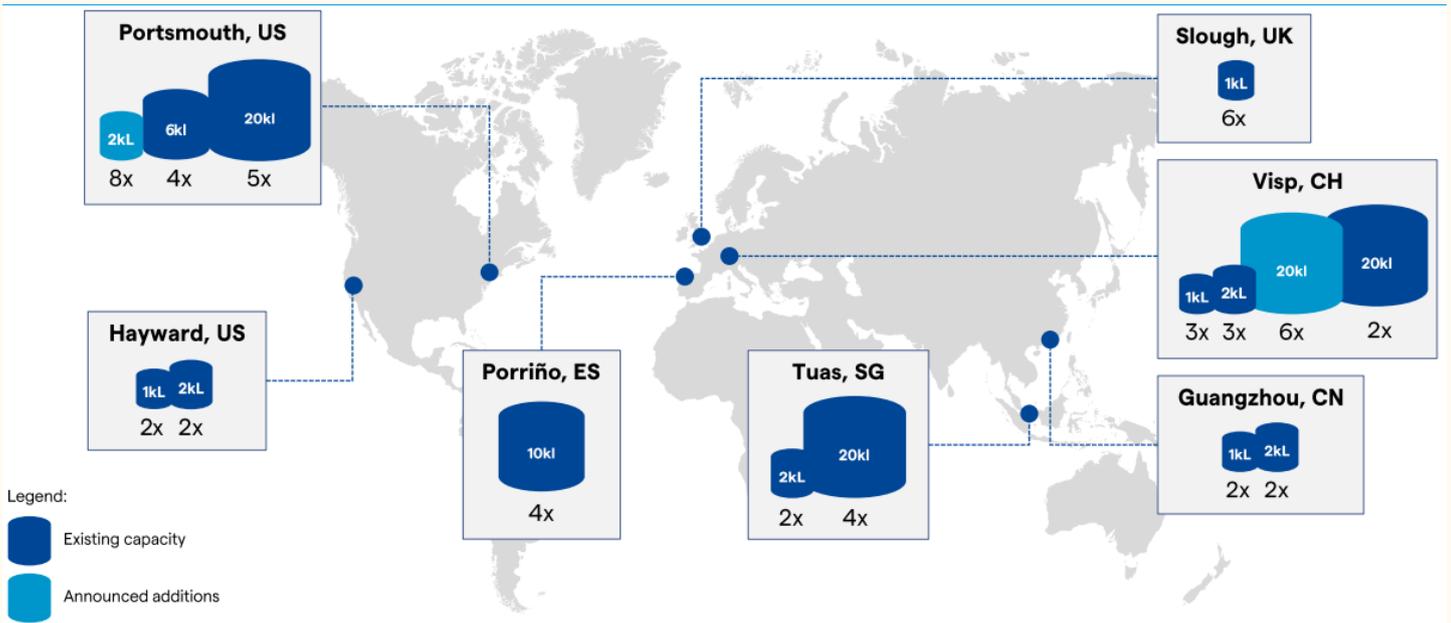
图表 50: 生物大分子板块业务范围

		Late Discovery	Pre-clinical development	Clinical development & supply	Commercial
Regulatory consulting to support IND and BLA					
Drug Substance	Mammalian	●	●	●	●
	Microbial	◐	◐	●	●
	Bioconjugates	◐	◐	mAb, Linker, payload ●	mAb, Linker, payload ●
	mRNA			◐	●
	DPS		formulation ◐	●	Capabilities build-up

来源: Lonza 投资者交流演示材料, 国金证券研究所

从产能情况看, Lonza 生产工厂已遍布全球, 同时新产能仍在大规模扩张中。公司在全球六个国家七个城市设有研发生产基地, 为客户提供小规模(1000-2000L)、中等规模(6000L)到大规模(1W、1.5W、2W)产能。为满足持续扩大的市场需求, 公司仍在全球投资建设新的工厂与设施, 如计划在美国 Portsmouth 建设小规模哺乳动物细胞产品的临床开发与生产基地, 在瑞士 Visp 建设大规模哺乳动物细胞产品的临床开发与生产及商业化生产基地等。

图表 51: 生物大分子业务现有产能及扩张计划



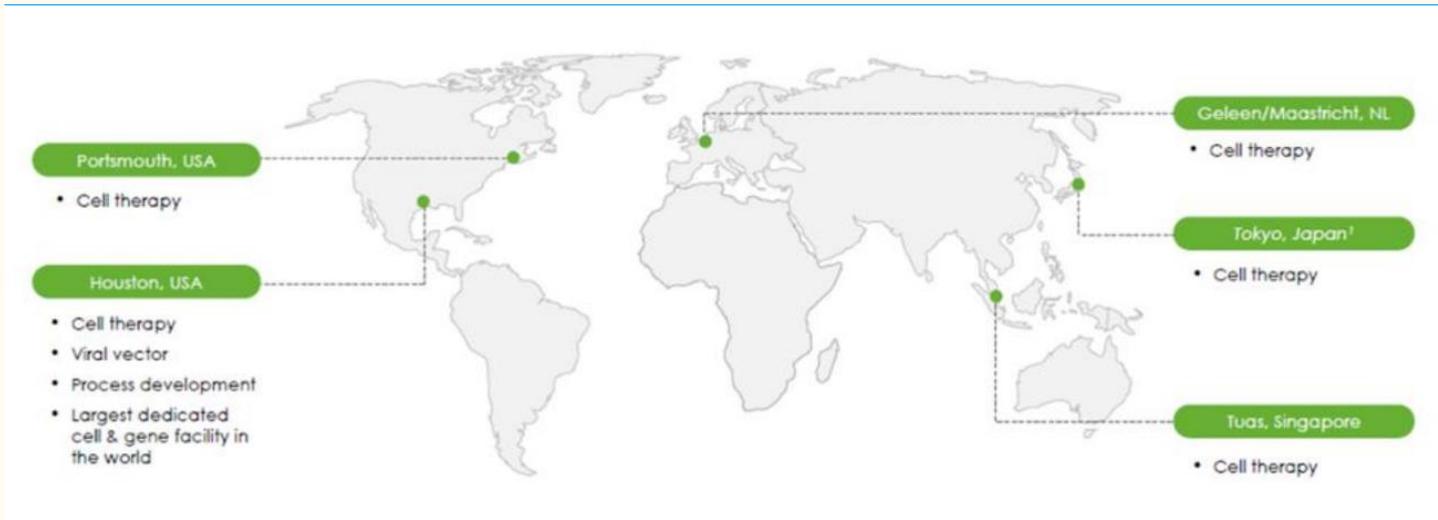
来源: Lonza 投资者交流演示材料, 国金证券研究所

- **细胞与基因业务全球领导者**, 2021 年服务超 150 个项目, 提供临床前、临床和商业化开发和生产端到端的一体化服务。公司的细胞基因业务包括细胞与基因技术、生物科学两大分支。

**细胞与基因业务**在全球共有 4 个生产基地, 其中位于美国的 Lonza Houston 是全球最大的 CGT 生产基地, 面积达 28000m<sup>2</sup>, 于 2018 年正式投产, 现已获 FDA 批准可进行商业化生产。此外, 公司具有领先的细胞生产技术平台 Cocoon<sup>®</sup>, 可为客户提供自动化和封闭式自体细胞治疗服务, 具有有效降低生产成本, 提高生产效率, 减少生产安全事故的特点。

**生物科学**在全球共有 7 个生产基地, 能够提供 285 中主要的细胞类型, 生产技术全球领先。公司能够提供 AAV、慢病毒和溶瘤病毒的生产, 最高单批次产能可达到 2000L, 居于行业领先地位。2020 年公司推出了全球第一种由化学合成、非动物来源的培养基, 可以增强和加速斑点夜蛾昆虫细胞中 AAV 的生成。

图表 52: 公司 CGT 产能分布



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **小分子稳定成长, 与生物大分子业务协调发展。**公司小分子业务主要涵盖了原料药、颗粒工程和制剂研发生产, 在欧洲、美国和中国 6 个城市设有生产基地。2021 年位于瑞士 Visp 的工厂投产, 提供客户提供 HPAPI 与 ADC 产品的商业化生产服务。同时, 产能扩建计划持续进行, 预计 2022 年美国 Bend 的早期药品生产工厂和中国南沙的 HPAPI 生产车间将陆续投入使用, 有望进一步提升公司小分子业务服务能力。
- **胶囊与健康原料业务需求稳定, 形成优质胶囊品牌力。**公司在全球共设有 10 个生产基地, 拥有超 5000 名客户, 全球产能大约 2500 亿粒胶囊。2021 年公司主要提升创新胶囊与剂量能力, 完成了新一代专用胶囊制造机器的设计, 全面生产时能够提升 15% 吞吐量, 降低 30% 可变量。同时, 历经半个多世纪的技术积累, Capsugel® 已成为制药市场上的首选胶囊品牌, 该品牌包含了一系列产品、技术、专业知识和基础设施, 以应对全球生物制药客户面临的不断变化的挑战。
- 根据公司 2022 年的业绩指引, 预计 2022 年营业收入将实现 13%-16% 增长, 资本支出约占总收入 30% 左右。

图表 53: 2022&2024 公司业绩指引

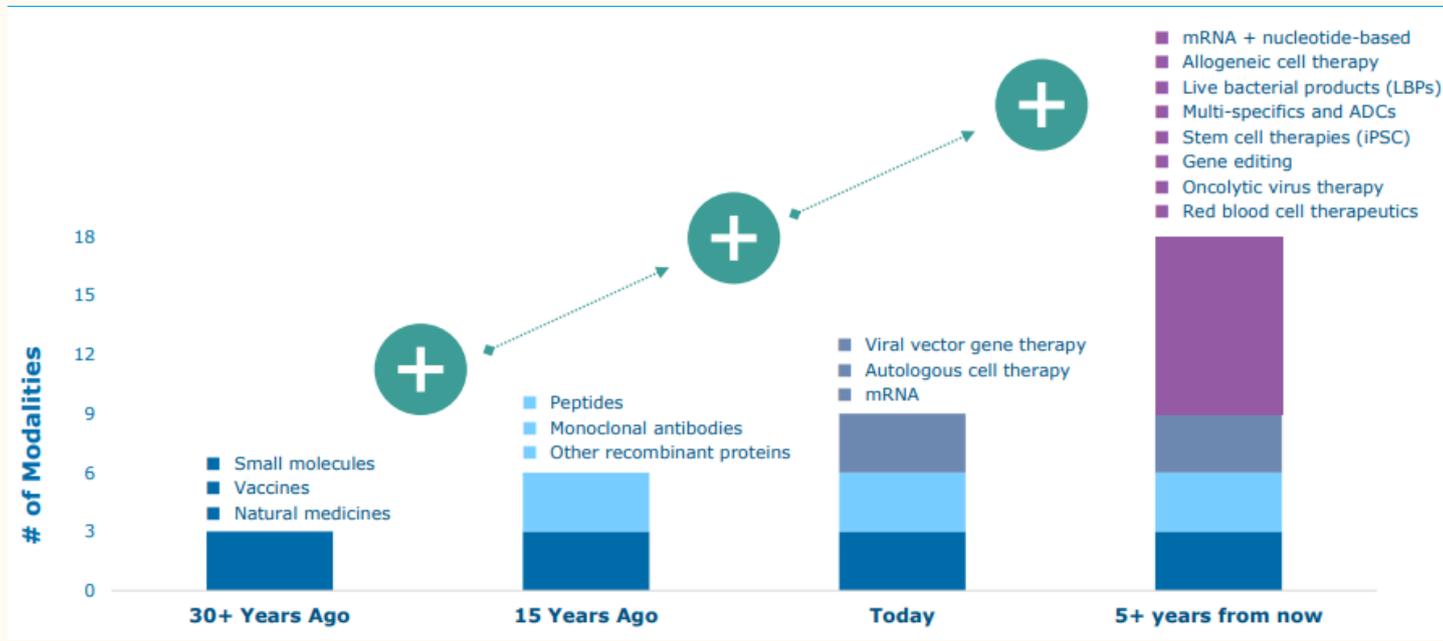
	2021	2022E	2021-2024E CAGR (CER)	2024E
营业收入/百万,CHF	5409(+20%)	Low to mid-teens(CER)	/	Low teens(CER)
CORE EBITDA margin	30.8%	线性增长	/	~33%-35%
资本支出/百万,CHF	1299	约占收入30%	/	/
分板块/百万,CHF				CORE EBITDA margin
生物大分子	2699(+25%)	/	Mid-teens	35%+
小分子	767(+12%)	/	High-single digits	30%+
细胞基因	602(+27%)	/	Mid-teens	15%+
胶囊与健康原料	1204(+6%)	/	Low- to mid-single digits	~35%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 康泰伦特(CATALENT, CTLT.)

- CATALENT 前身为 Cardinal Health 的制药技术服务部门，2007 年由黑石集团收购后正式成立，2014 年实现独立运营。公司以小分子制剂业务起步，通过收购切入递送、临床服务和蛋白质工程等大分子领域，再逐步进入 CGT 领域，并将生物药与 CGT CDMO 作为业务发展主线，提供 CGT 产品全方位开发生产服务，包括质粒 DNA、病毒载体、细胞质粒产品。

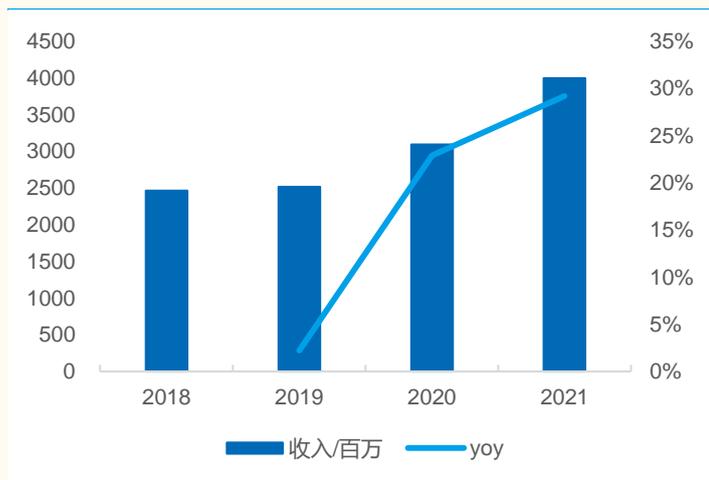
图表 54: 公司主营产品发展历程



来源: CATALENT 投资者交流演示材料, 国金证券研究所

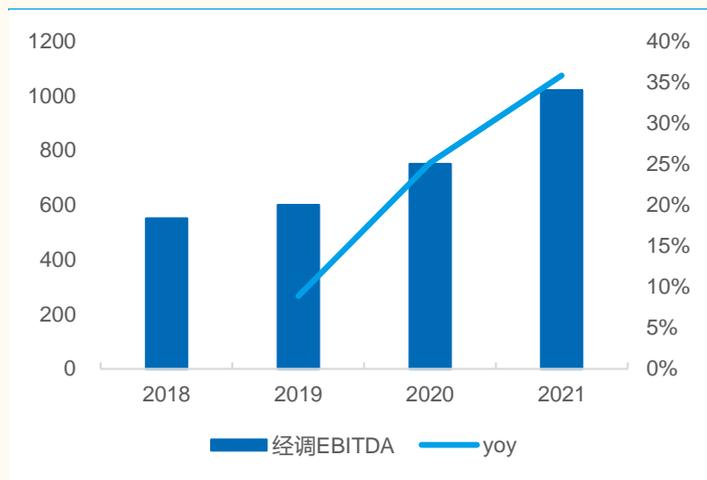
- 近年公司业绩稳健增长。从收入端看，公司净收入从 2018 年的 24.63 亿美元增长至 2021 年的 29.98 亿美元，CAGR 为 17.5%。从利润端看，公司经调 EBITDA 从 2018 年的 5.51 亿美元增长至 2021 年的 10.20 亿美元，CAGR 为 22.8%。

图表 55: 公司历年净收入情况 (百万, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 56: 公司历年经调 EBITDA 情况 (百万, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 分业务看，2021 财年与 2022Q1 公司生物制品板块收入占比最高，且保持高速增长态势。公司业务由生物制品(Biologics)、软胶囊和口服药给药技术(Softgel&Oral technologies,SOT)、口服和特殊给药系统(Oral&Specialty delivery,OSD)及临床供应服务(Clinical supply services,CSS)四大板块组成。

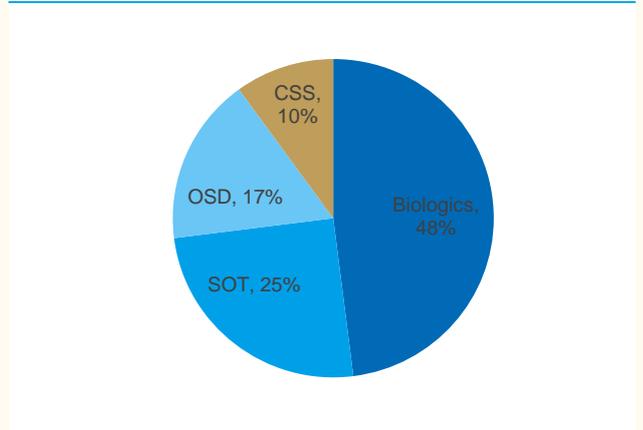
其中 2021 财年与 2022Q1 生物制品板块收入占比分别达 48%、52%，同比增速分别高达 89%、58%。

图表 57: 公司分业务收入情况 (百万,USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 58: 2021 年公司各业务占比情况



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **生物制品市场需求广泛, 公司一体化平台优势推动业绩快速成长。** 业务主要包括完整细胞系的开发、细胞基因疗法的研究与生产、注射制剂的工艺开发与生产以及大分子生物分析与测试服务等。Catalent 的 OneBio 集成套件是一种从细胞系开发到临床供应的一体化解决方案, OneBio 集成套件包括 GPEX 细胞系发育、生物分析服务、发现与开发 & 生物药制造、药品罐装和临床样品供应。一站式解决方案减少了开发的时间、风险和复杂性, 加速解决进程。

Catalent 的细胞系开发技术 GPEX 能够在多种哺乳动物宿主细胞中产生高性能、高稳定的细胞株, 该技术已在 13 种商业产品种得到验证, 并且有超过 125 项正在进行的临床试验正在使用该技术开发治疗候选药物。2021 年公司新技术 GPEX Lightning 结合了包括新型基因插入技术在内的创新技术, 可将药物开发时间进一步缩短长达三个月与之前的时间表相比。

在细胞和基因疗法上, 公司能够提供腺相关病毒载体、慢病毒载体、疫苗、溶瘤病毒和 CAR-T 细胞的工艺开发、GMP 生产和商业化等全方位服务, 包括 10 条 GMP 级别的病毒生产线。目前公司建设有约 37000 平方米的基因治疗生产基地和约 2300 平方米的工艺开发基地。

- **SOT 为公司发展最久的传统业务, 具备领先的技术与较高的市场地位。** SOT 板块业务主要包括软胶囊的工艺研发、生产及口服固体制剂的大规模生产服务。公司的软胶囊技术包括由动物提取明胶制成的软胶囊, 以及由植物提取材料制成的胶囊 OptiShell, OptiShell 是 Catalent 的独家专利, 已被证明可以大大提高难溶分子的生物利用度。公司是世界上最大的软凝胶生产商, 业务布局 80 多个国家。
- **OSD 业务核心技术历史悠久, 通过并购拓展业务范围至商业化生产。** 1986 年公司推出口服药核心技术 Zydis, 能够快速溶于口腔并且适用于多种大小分子、不同适应症, 该技术现已拓展至免疫治疗、疫苗和生物分子递送等领域的应用。后通过并购将 OSD 业务范围由早期药物发现阶段拓展至 CDMO 服务阶段, 能够承接商业化订单生产。
- **CSS 为客户提供灵活的临床用品生产解决方案, 并为多种场景的临床试验提供分销和库存管理支持。** Catalent 拥有 9 个 GMP 临床试验样品的中心, 遍布北美、欧洲和亚洲, 结合位于 6 大洲的 50 多个战略布局工厂, Catalent 通过分布全球的设施和分销网络支持世界各地的试验, 组成强大的临床网络。公司临床供应服务的代表客户有 Merck、IQVIA、Eli Lilly、AbbVie 等公司。

- 根据公司 2022 年业绩指引，预计 2022 年将实现 48.00-49.00 亿美元收入，增速约 20%-30%；经调整后 EBITDA 约 12.65-13.05 亿美元，增速约 24%-28%；经调整后净利润约 6.65-7.05 亿美元，增速约 21%-28%。

**图表 59: 公司业绩指引**

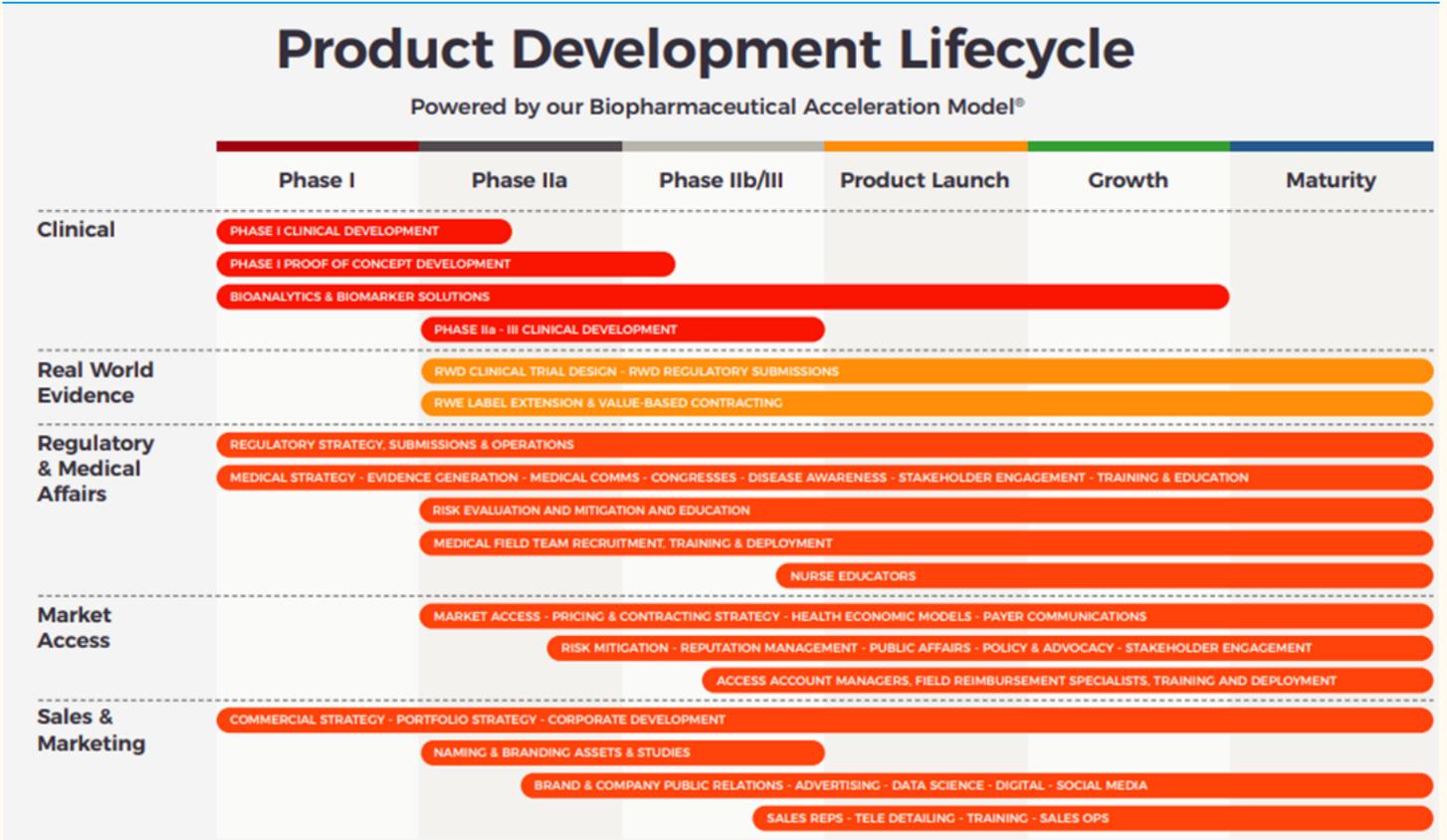
业绩指标/百万, USD	FY2020	FY2021	2022Q3	FY2022E	长期
净收入 (YoY)	3094(+23%)	3998(+29%)	1273(+21%)	4800-4900(+20%-23%)	~7500(+8%-10%)
经调EBITDA (YoY)	(+26%)	1020(+36%)	339(+24%)	1265-1305(+24%-28%)	~30%(利润率)
经调净利润 (YoY)	(+26%)	549(+57%)	188(+27%)	665-705(+21%-28%)	/
Organic growth	+12%	+25%	+20%	/	+8-10%
M&A	+14%	3%	/	/	/
分板块					
Biologics	1021(+78%)	1928(+89%)	698(+28%)	/	10%-15%
SOT	1062(+2%)	1012(-5%)	324(+33%)	/	6%-8%
OSD	676(+13%)	686(+1%)	154(-10%)	/	5%-7%
CSS	345(+7%)	391(+13%)	101(+1%)	/	6%-8%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 赛纽仕(Syneos Health, SYNH)

- Syneos Health 由 inVentiv Health 和 INC Research 于 2017 年合并成立，成为全球领先的 CRO 企业。INC Research 成立于 1985 年，专注于临床 I-IV 期的生物制药和医疗设备研发服务。inVentiv Health 是一家私人性的全球专业服务机构，主要采取 CRO 和 CCO 相结合的商业模式。目前，公司拥有超 28000 名高技能人员提供服务，已在全球 60 多个国家设立办公点，业务范围覆盖了 110 多个国家或地区。

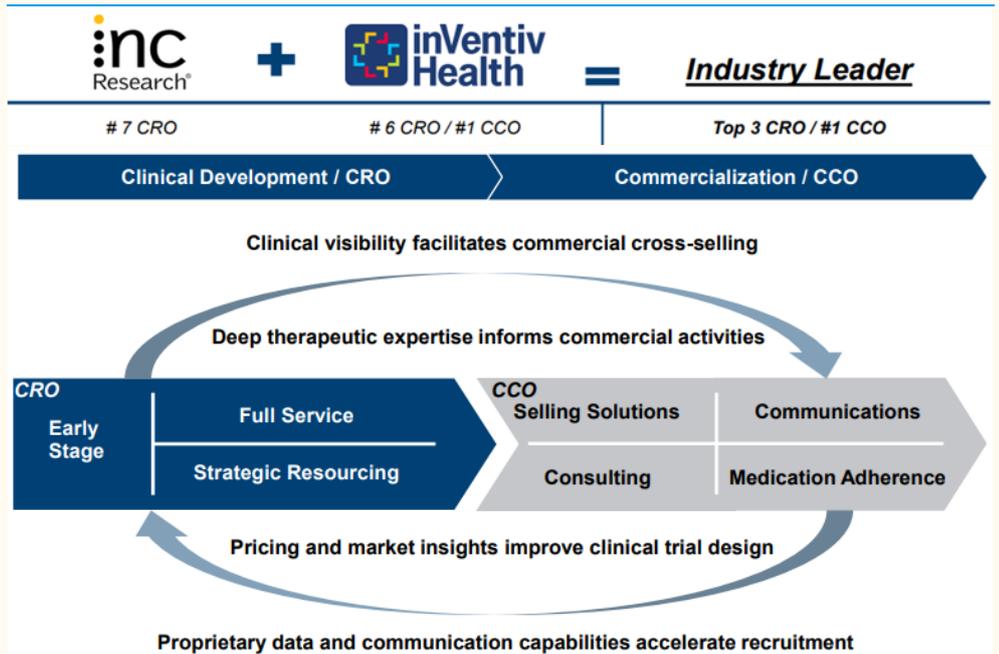
图表 60: Syneos 业务范围



来源: Syneos 公司官网, 国金证券研究所

- 合并后的 Syneos 一举成为全球第三大 CRO 企业，第一大 CCO 企业。Syneos 结合 INC 和 inVentiv 在各自领域优秀的业务能力实现协调发展，通过 INC 深入的专业治疗知识影响商业化决策，通过 inVentiv 的定价及市场洞察力优化临床阶段试验设计，从而为客户更好地提供贯穿药物研发及商业化一站式的外包服务。

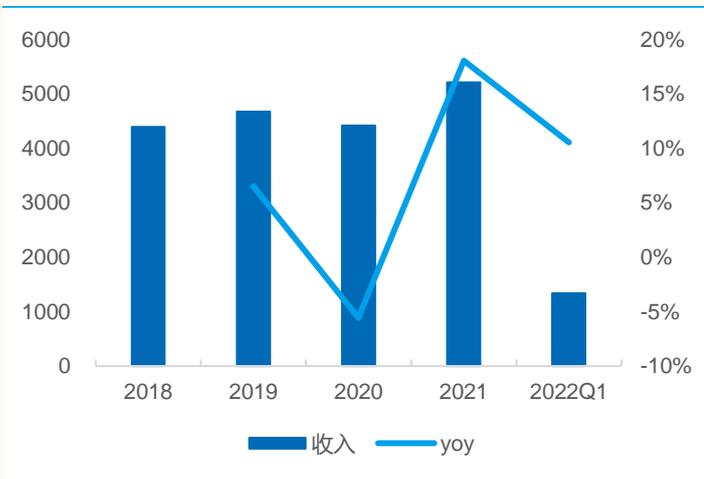
图表 61: 集 INC 与 inVentiv 业务能力协同发展



来源: Syneos 业绩演示材料, 国金证券研究所

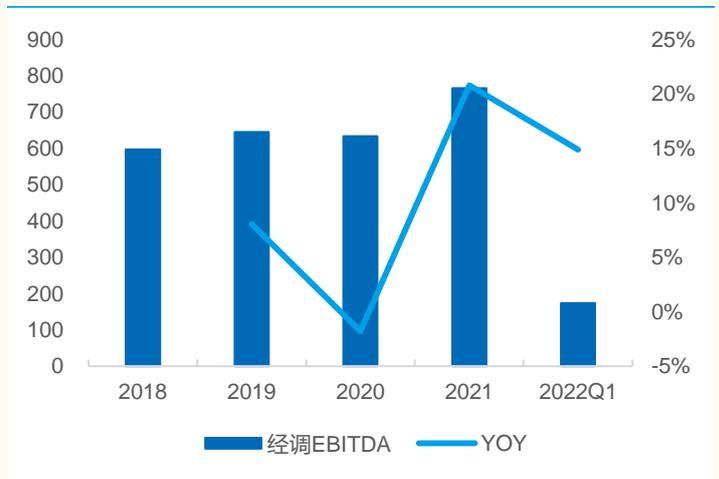
- 公司自合并后业绩增长较为稳健。从收入端看, 公司收入从 2018 年的 43.90 亿美元增长至 2021 年的 52.13 亿美元, CAGR 为 5.89%。从利润端看, 公司经调 EBITDA 从 2018 年的 5.97 亿美元增长至 2021 年的 7.65 亿美元, CAGR 为 8.62%。

图表 62: 公司历年净收入情况 (百万, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

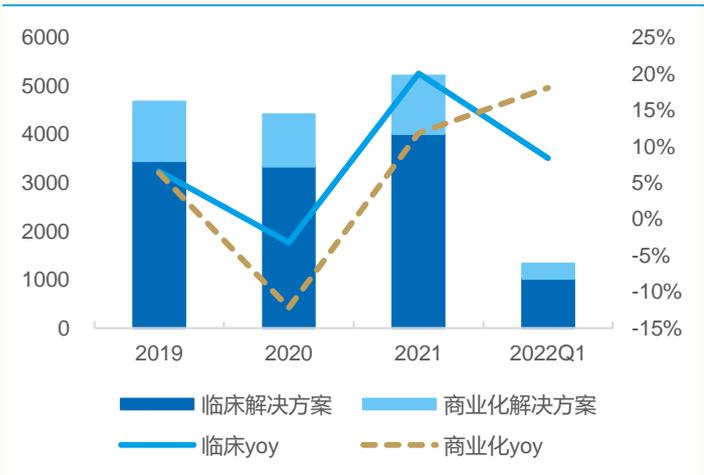
图表 63: 公司经调整 EBITDA 情况 (百万, USD)



来源: 国金证券研究所

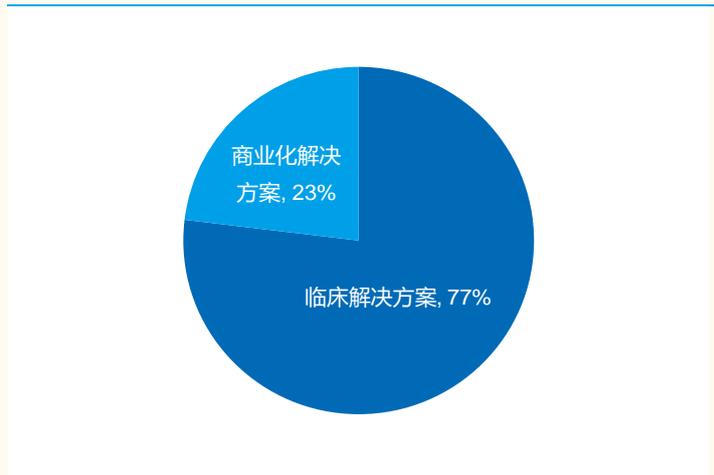
- 分业务看, 公司主要以临床解决方案为主, 且该业务板块收入占比逐年提升。公司业务由临床解决方案 (Clinical Solutions) 和商业化解方案 (Commercial Solutions) 两大板块组成。其中 2021 年临床解决方案板块收入占比达 77%, 同比增速为 20%。
  - 临床解决方案: 公司临床解决方案支持临床 I -IV 期全开发过程, 业务内容包括生物样品分析、早期临床研究、临床 II -IV 期 研究、真实世界与药品申报及医疗器械与诊断等。
  - 商业化解方案: 能够提供广泛的商业化服务, 包括提供外包销售解决方案、宣传解决方案及咨询服务等。

图表 64: 公司分业务收入情况 (百万,USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

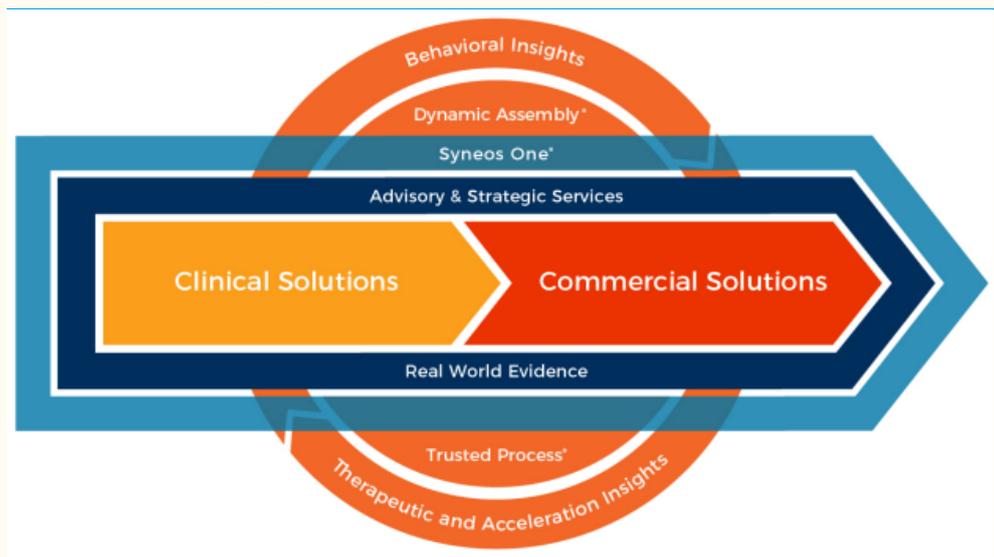
图表 65: 2021 年公司各业务收入占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **BAM® (Biopharmaceutical Acceleration Model®)** 是公司提出一种全新的合作方式, 贯穿公司的临床和商业能力, 实现端到端的服务。更为重要的是 BAM® 整合了公司许多特有的能力, 如 Trusted Process®, Syneos One®, Syneos Health 数据湖生态系统、真实世界证据及公司的深度治疗知识, 每一项服务都聚焦于患者行为和过程加速。

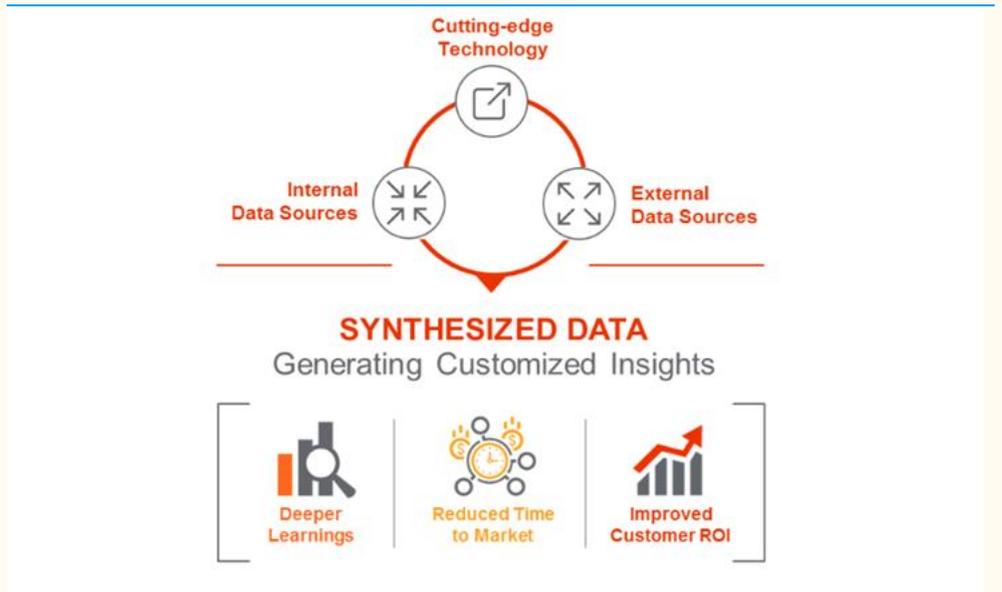
图表 66: 公司 BAM 模型



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **BAM®** 的合作方式结合 **Dynamic Assembly®** 的数据处理方法, 使得公司能够加速解决客户一系列问题, 增大产品获批可能性从而最大限度地提升商业价值。Dynamic Assembly® 成功的关键在于选择一个开放、数据源无关且高度灵活的架构, 能够快速解决每位客户、每项试验设计及产品的需求。Dynamic Assembly® 的基础是 Syneos Health 数据湖生态系统, 将不同来源 (临床和商业、内部和外部、结构化和非结构化) 的大量数据通过 Hortonworks 数据平台进行联系和协调, 能够使得公司更深入地了解患者行为。因此, Dynamic Assembly® 会影响药物开发的全过程, 使流程更加顺畅, 缩短上市时间并帮助提高客户的投资回报率。

图表 67: 公司 Dynamic Assembly<sup>®</sup> 结构及优势



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 根据公司 2022 年业绩指引, 预计 2022 年将实现 56.0-57.5 亿美元收入, 增速约 7.4%-10.3%; 经调整后 EBITDA 约 8.45-8.85 亿美元, 增速约 10.4%-15.6%; 经调整后稀释 EPS 约 5.05-5.25 美元, 增速约 13.2%-17.7%。

图表 68: Syneos Health 业绩指引

业绩指标/亿, USD	2020	2021	2022Q1	2022E
营业收入 (YoY)	44(-6%)	52(+18%)	13.36(+11%)	56.0-57.5 (+7.4%-10.3%)
GAAP Net Income	1.93(+46.9%)	2.35(+21.8%)	0.46(+19.2%)	2.84-3.01(+20.9%-28.0%)
GAAP Diluted EPS	3.41(+5.6%)	4.46(+30.8%)	1.01(+27.8%)	2.73-2.89(+21.9%-29.0%)
经调EBITDA (YoY)	6.34(-2%)	7.65(+21%)	1.74(+15%)	8.45-8.85(+10.4%-15.6%)
经调稀释EPS/美元 (YoY)	3.41(+6%)	4.46(+31%)	1.01(+28%)	5.05-5.25(+13.2%-17.7%)
分板块				
临床解决方案	33(-3%)	40(+20%)	10(+8%)	+5%-7%
商业化解决方案	11-12%)	12(+12%)	3(+18%)	~-2%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

### 艾昆玮(IQVIA Holdings Inc,IQV)

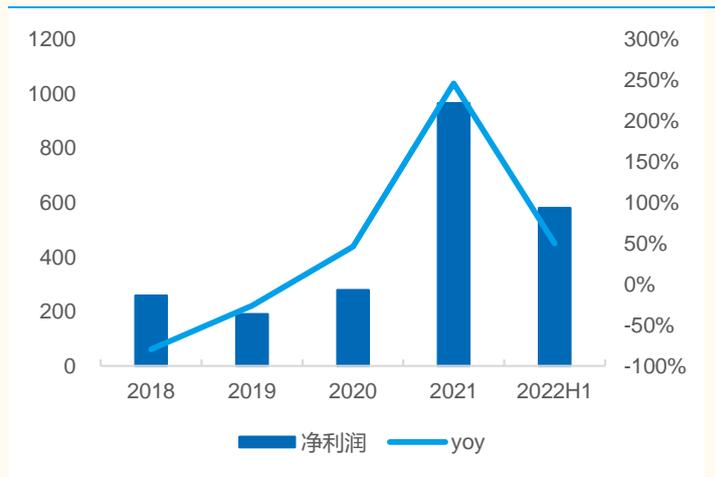
- IQVIA (艾昆玮) 由 Quintiles (昆泰) 和 IMS Health (艾美仕) 于 2016 年合并成立。Quintiles 成立于 1982 年, 是全球最大的生物制药开发服务和商业外包服务提供商之一。IMS Health 是全球医药商业咨询龙头。合并后的 IQVIA 充分利用双方在各自领域的优势, 加强业务间协同能力。目前 IQVIA 拥有 79,000 名员工, 业务范围覆盖超 100 多个国家或地区。
- 从近年业绩看, 公司整体表现较为平稳。收入端, 公司营业收入从 2018 年的 104.12 亿美元增长至 2021 年的 113.59 亿美元, CAGR 为 2.94%。2022H1 实现收入 71.09 亿美元, 同比增长 3.8%。利润端, 公司净利润从 2018 年的 2.59 亿美元增长至 2021 年的 9.66 亿美元, CAGR 为 55.08%。2022H1 实现净利润 5.81 亿美元, 同比增长 50.1%。

图表 69: 公司历年收入情况 (百万, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

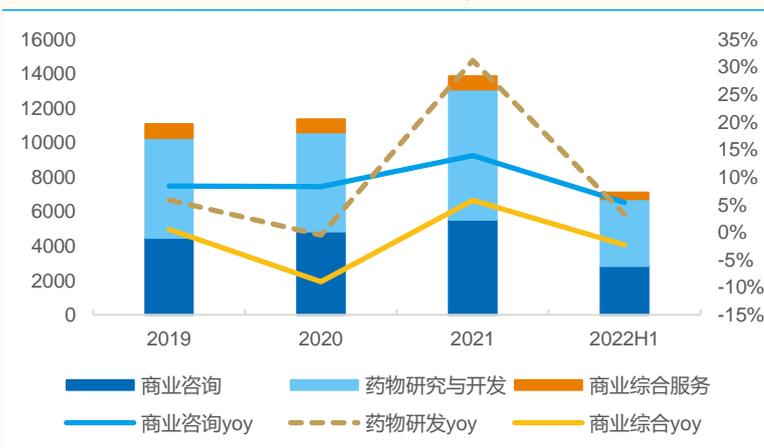
图表 70: 公司历年净利润情况 (百万, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

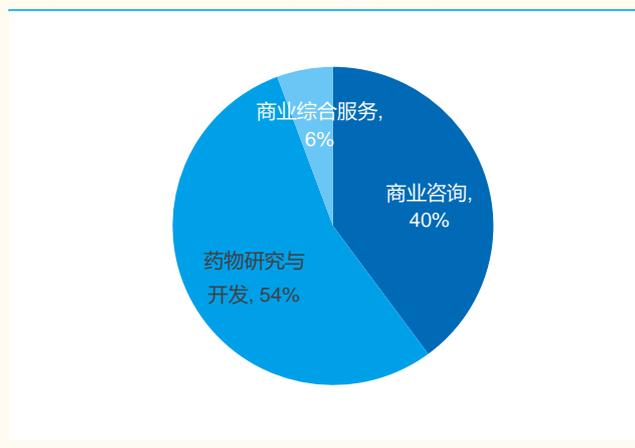
- 分业务看, 药物研究与开发和商业咨询两大板块是公司主要的收入来源。公司业务主要包括药物研究与开发、商业咨询以及商业综合服务三大板块。近年来, 三大业务板块收入占比较为稳定, 其中药物研究与开发占比最大, 2021 年为 54%, 2022H1 为 55%; 其次为商业咨询业务, 2021 年与 2022H1 收入占比 40%。

图表 71: 公司分业务收入情况 (百万,USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 72: 2021 年公司各业务收入占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- **商业综合服务业务:** 主要包括卫生保健提供者参与服务、患者参与服务及医疗事务服务。
- **商业咨询业务:** 主要包括软件技术服务、真实世界研究、分析和咨询服务及信息提供服务。

基于全球领先的数据资源和技术能力，IQVIA 成为真实世界研究领域领军企业。公司的优势主要在于：1) 拥有全球最庞大的医疗信息数据库，该数据库拥有超 100 万个数据源，代表着超 8 亿个未被识别的患者记录；2) 基于全球资源、视野的本土化解决方案供应，IQVIA 作为行业领导者，有着超过 25 年的全球及本土定价和市场准入及价值沟通的经验。公司的市场准入策略无缝结合了战略咨询、药物经济学和真实世界证据研究，帮助客户成功赢得市场准入。同时利用公司的全球网络，通过使用全面的真实世界数据，为本土化的解决方案提供全球视野；3) 世界一流的技术辅助分析，公司利用包括人工智能和机器学习、自然语言处理、SaaS 软件和数据匿名化工具在内的各类高端技术来提供高效的解决方案。

图表 73: IQVIA 真实世界证据研究服务



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **药物研究与开发业务:** 主要包括项目管理和临床监测、临床试验支持服务、临床实验室服务、战略规划和设计及分散式临床试验服务。

公司的药物研究与开发业务现已覆盖研发计划至上市后研究全流程，疾病领域方面目前在全球设有 16 个主要疾病领域的卓越中心，并在相应领域提供精专服务。

图表 74: IQVIA 药物研究与开发业务范围及涉及疾病领域



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 根据公司 2022 年业绩指引, 预计 2022 年将实现 145-148 亿美元收入, 增速约 4.2%-6.3%; 经调整后 EBITDA 约 33-34 亿美元, 增速约 10.2%-12.7%; 经调整后稀释 EPS 约 9.95-10.25 美元, 增速约 10.2%-13.5%。

图表 75: IQVIA 业绩指引

业绩指标/亿, USD	2019	2020	2021	2022H1	2022E
营业收入 (YoY)	111(+6%)	114(+2%)	139(+22%)	71.1(+4%)	144-146(+3.8-4.9%)
经调EBITDA (YoY)	24(+8%)	24(-1%)	30(+27%)	16.12(+10%)	33-34(+10.7%-12.3%)
经调稀释EPS/美元 (YoY)	6.39(+15%)	6.42(+0.5%)	9.03(+41%)	4.91(+14%)	10.00-10.20 (+10.7%-13.0%)
分板块					
商业咨询	45(+8%)	49(+8%)	55(+14%)	28.47(+5%)	+5%-7%
药物研究与开发	58(+6%)	58(+0.5%)	76(+31%)	38.84(+3%)	+8%-10%
商业综合服务	8(+1%)	7(-9%)	8(+6%)	3.78(-2.3%)	~-2%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

## ICON(ICLR)

- ICON 于 1990 年成立于爱尔兰都柏林，1998 年登陆纳斯达克。ICON 现已是全球领先的 CRO 企业，在全球 53 个国家或地区设有 159 家办事处，提供全方位的咨询、临床开发和商业化服务。2021 年 2 月 ICON 以 120 亿美元的现金和股票收购美国 CRO 企业 PRA Health，进一步拓展 ICON 的远程 CRO 服务能力。

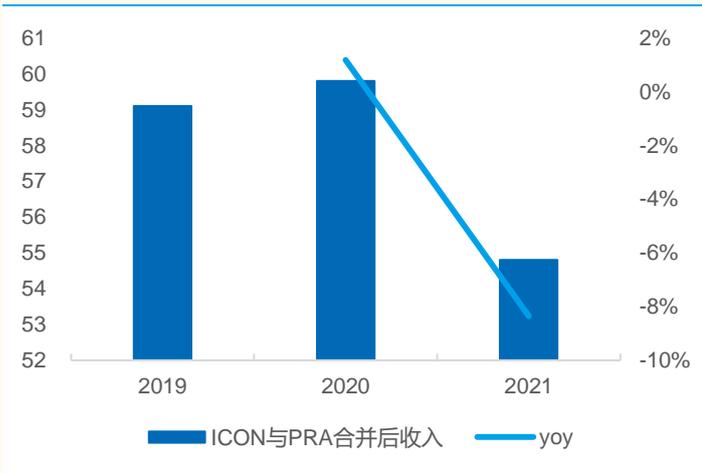
图表 76: ICON 服务范畴



来源：公司官网，国金证券研究所

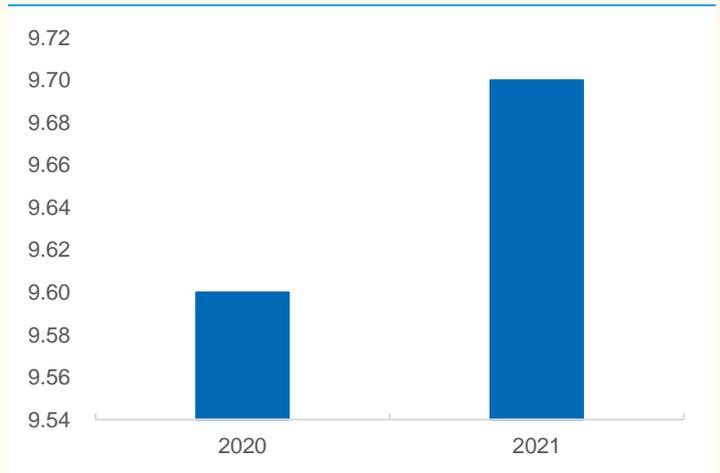
- 受疫情与收购等因素影响，短期内公司业绩略有波动。收入端，2021 年公司营业收入为 54.81 亿元，相较于 2020 年公司营业收入的 27.97 亿元提升显著，主要系 2021 年收购 PRA Health 所致。但从 ICON 与 PRA Health 两公司合并后营业收入情况看，近两年略有下滑，主要因为疫情等因素导致业务出现部分停摆及收购后需短暂过渡。

图表 77: ICON 与 PRA 合并后收入 (亿, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

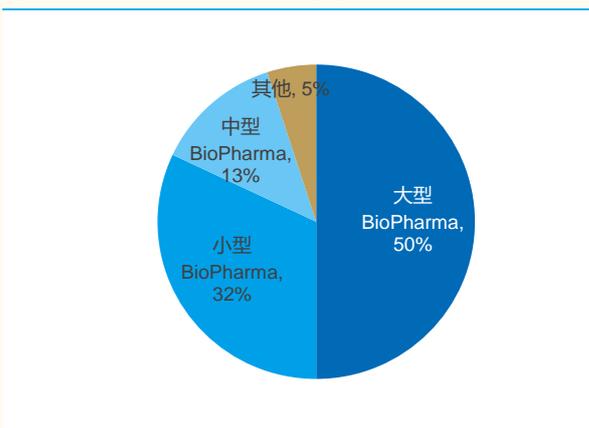
图表 78: 合并后经调 EBITDA (亿, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

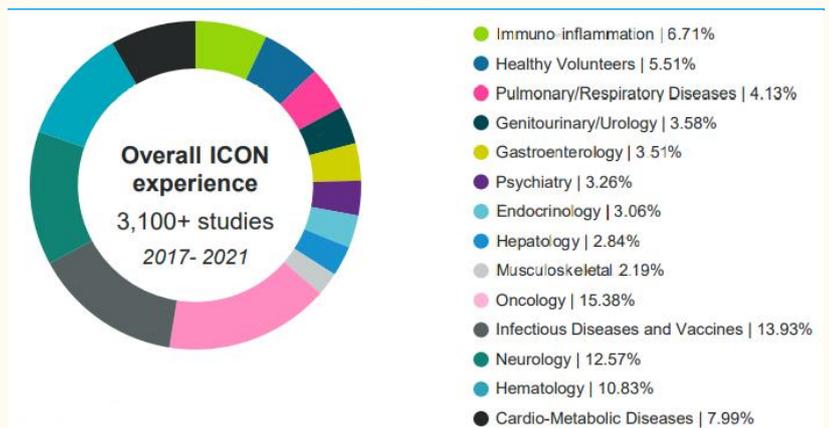
- 从客户类型看, 公司的大型 BioPharma 客户占比最高, 2021 年大型 BioPharma 客户占比达 50%, 其次为小型 BioPharma 客户, 占 32%。从治疗领域看, 公司较多地关注于肿瘤学、传染病与疫苗、神经病学等, 占比分别为 15.38%、13.93%、12.57%。

图表 79: 2021 年 ICON 客户占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 80: 2021 年 ICON 治疗领域占比



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 疫情常态化背景下, 收购 PRA Health 增强公司远程 CRO 领域能力。疫情扰乱了临床试验的招募, 并迫使制药公司采用虚拟试验, 该试验使用新的患者数据收集和监控方法, 例如视频通话, 可穿戴设备和活动跟踪器等。
- PRA Health 已于 2020 年初便开始部署远程 CRO 计划, 该计划建立在云端 Health Harmony Digital Health Platform (健康和谐数字卫生平台) 上, 由其健康科学公司 Care Cares Innovations 设计, 可在几天内完成部署, 还可以立即扩展并在指南发生变化时接收更新内容。同年 12 月聘请了前 FDA 临床研究负责人 Isaac Rodriguez-Chavez 博士来领导其全球去中心化远程 CRO 业务。

图表 81: ICON 远程 CRO 服务



来源: ICON 业绩演示材料, 国金证券研究所

- 根据公司 2022 年业绩指引, 预计 2022 年将实现 77.7-80.5 亿美元收入, 增速约 42%-47%; 经调整后 EBITDA 增速约 18%; 经调整后 EPS 约 11.55-11.95 美元, 增速约 20%-24%。

图表 82: ICON 业绩指引

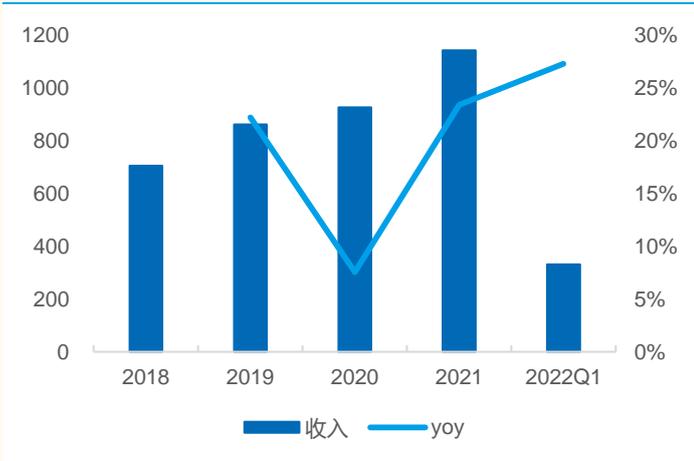
业绩指标/亿, USD	2019	2020	2021	2022Q1	2022E	2025E	2022-2025 CAGR
营业收入 (YoY)	合并后 59.1 ICON 28.1(+8%) PRA 30.6(+6.8%)	合并后 59.8(+1.2%) ICON 28.0(-0.3%)/ PRA 31.8(+3.8%)	54.8(-8%)	19.02(+122%)	77.7-80.5 (+42%-47%)	~100	7%-9%
经调EBITDA (YoY)	/	合并后 9.6	9.7(+1%)	3.41(+125%)	~18%	~21%	14-15%
经调EPS/美元 (YoY)	ICON 6.88(+13%)	ICON 6.53(-5%) / PRA 1.55	9.65	2.76(+27%)	11.55-11.95 (+20%-24%)	/	Mid-teens+

来源: 公司年报, 国金证券研究所

### MEDPACE(MED)

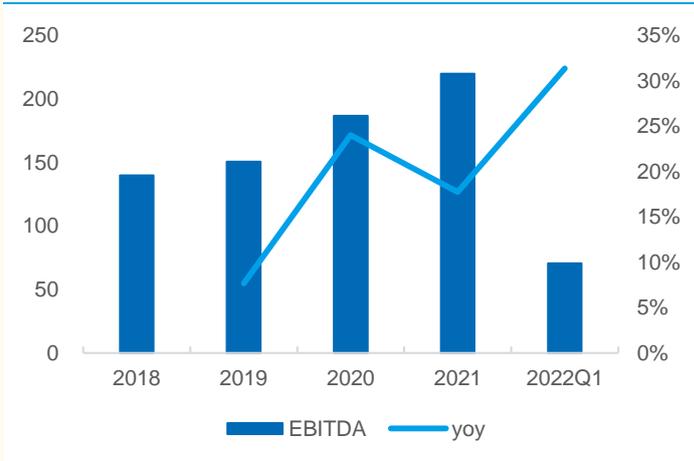
- Medpace 成立于 1992 年，总部位于美国俄亥俄州辛辛那提，是一家以学术为导向的 CRO 公司，致力于为生物技术、化学制药及医疗器械提供 I-IV 期的临床研究服务。公司业务所涉及的疾病领域有肿瘤学、心脏病学、代谢疾病、内分泌学、中枢神经系统及罕见病等。截至目前，Medpace 业务覆盖全球 41 个国家或地区，拥有约 4700 名员工。
- 公司业绩整体表现平稳，收入及利润端增速有所提升。收入端，从 2018 年的 7.05 亿元增长至 2021 年的 11.42 亿元，CAGR 为 17.48%。利润端，公司 EBITDA 从 2018 年的 1.40 亿元增长至 2021 年的 2.20 亿元，CAGR 为 16.26%。2020 年公司业绩受新冠疫情影响增速有所减缓，2021 年及 2022Q1 有所恢复，增速逐步提升。2021 年及 2022Q1 收入端同比增速分别为 23.4%、27.3%，EBITDA 同比增速分别为 17.7%、31.3%。

图表 83: 公司历年收入情况 (百万, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

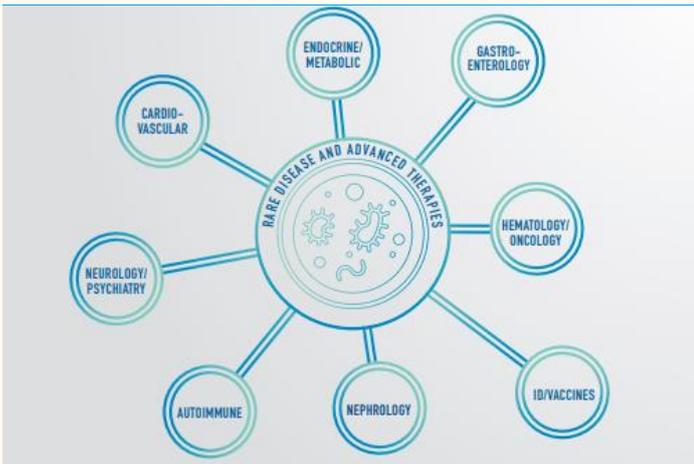
图表 84: 公司历年 EBITDA 情况 (百万, USD)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

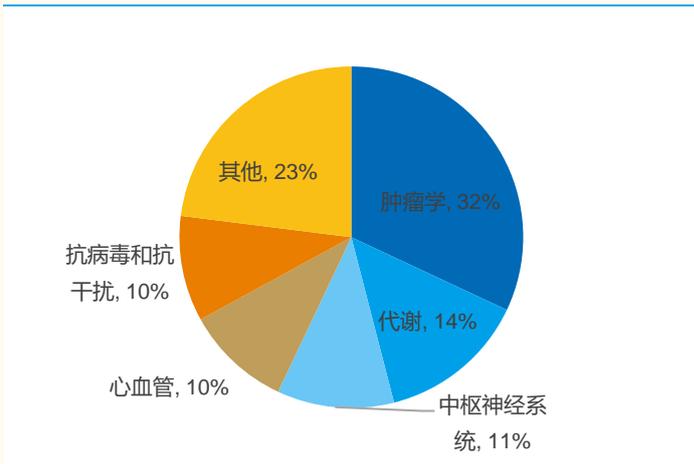
- 从公司业务所涉及治疗领域看，主要以肿瘤、代谢、中枢神经系统等领域的疾病为主，2021 年收入占比分别达 32%、14%、11%。

图表 85: Medpace 关注治疗领域



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 86: 2021 年公司各疾病领域收入占比

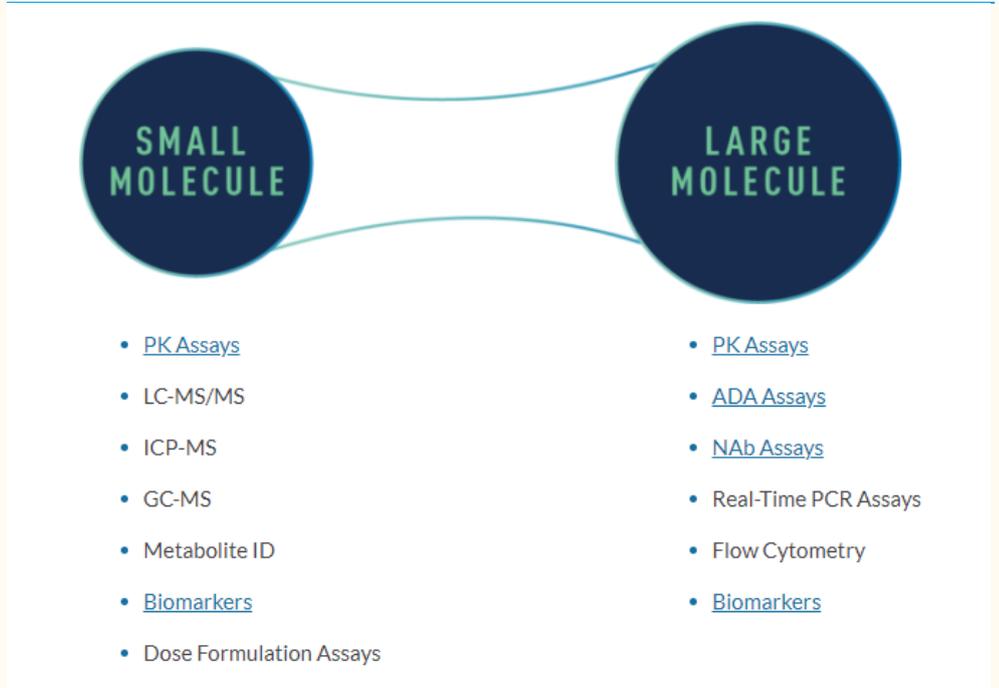


来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 公司业务主要专注于临床 I-IV 期，通过全资子公司提供临床药理学以及配套的实验室服务，包括中央实验室、生物分析、心电核磁共振实验室和成像核心实验室。其中，公司的四个全资中心实验室业务遍及六大洲，提供 I-IV 期研究服务。生物分析实验室利用最先进的仪器和设施，提供临床前和临床期的生物样本开发、转移、验证及分析服务。

- **早期临床阶段研究，公司具备最先进的设备和早期的专业知识。**设备方面，公司拥有庞大的健壮志愿者数据库，记录超 15000 名志愿者在多种疾病领域的的数据。同时 Medpace CPU (Clinical Pharmacology Unit) 能够在健康志愿者、特殊人群及患者人群中开展一系列疾病的早期临床药理学研究，4 万平方英尺的住院和门诊设施，60 张床位为受试者提供完善、舒适的服务环境。**在实践方面**，公司利用转化医学的许多方面来促进基础研究和临床研究之间的交互，以更好地设计并开展临床试验。

图表 87: 生物分析实验室业务



来源：公司官网，国金证券研究所

- 根据公司 2022 年业绩指引，预计 2022 年将实现 14.0-14.6 亿美元收入，增速约 22.6%-27.8%；EBITDA 约 2.6-2.8 亿美元，增速约 17.4%-24.6%；净利润约 2.0-2.2 亿美元，增速约 12.2%-18.8%；EPS 约 5.72-6.06 美元，增速约 18.9%-26.0%。

图表 88: Medpace 业绩指引

业绩指标/亿, USD	2019	2020	2021	2022Q1	2022E
净收入 (YoY)	8.6(+22%)	9.3(+8%)	11.4(+23%)	3.31(+27%)	14.0-14.6(+22.6%-27.8%)
EBITDA (YoY)	1.5(+8%)	1.9(+24%)	2.2(+18%)	0.70(+31%)	2.6-2.8(+17.4%-24.6%)
GAAP 净利润 (YoY)	1.0(+37%)	1.5(+45%)	1.89(+25%)	0.61(+41%)	2.0-2.2(+12.2%-18.8%)
GAAP EPS/美元 (YoY)	2.67(+36%)	3.84(+44%)	4.81(+25%)	1.75(+40%)	5.72-6.06(+18.9%-26.0%)

来源：公司年报，国金证券研究所

## 投资逻辑

- **2000-2021 年全球 Biotech Funding 呈现持续攀升趋势，特别是 2015 年以来大幅提升。22H1 投融资总额有所下降，但仍处于历史较高水平，Biotech 企业经营状况向好；同时 2022H2-2023 年有望逐渐进入 Big Pharma 并购的活跃周期，总体来看，全球医药创新需求持续、快速增长，CXO 行业持续高景气。**2019 年至 2021 年，全球 Biotech Funding 规模逐年攀升，从 667.98 亿美元增长至 1470.18 亿美元，2022 上半年规模约 589 亿美元，同比降低 22%。虽 2021 年同比增速略有放缓，但我们认为短期波动不会影响 CXO 行业的长期高景气。连续投融资，累计 8 个季度投融资金额保持平稳上升。另一方面，以纳斯达克生物科技指数(NBI)中成分企业为例，我们对其经营性现金流及投资活动现金流进行分析发现，1) Biotech 企业经营情况有所好转，存在融资需求的 Biotech 企业数量呈下降趋势；2) 多数企业在没有融资支持的极端情况下，仍可持续经营一年以上。同时，结合对 Biotech Funding 的分析，我们进一步探究了全球生物制药 M&A 趋势，我们认为自 2016 年起，生物制药相关并购进入相对不活跃周期，以及通过对影响交易决策的本质因素，即买方的需求、买方的资金量和标的估值水平进行分析，根据结果我们预计 2022H2 Big Pharma 的并购逐渐进入活跃周期。结合对 Biotech 估值分析，我们认为后市将持续保持创新，Biotech 估值回暖，有望进一步带动创新产业链估值回升。
- **从全球新药研发趋势看，仍有大量临床为满足需求，创新需求常青，有望进一步带动医药外包产业发展。**医药行业发展至今，每年有许多新研究、新发现、新疗法，但仍有大量未被满足的临床需求。从过去五年及未来五年看，全球的新药研发投入也主要集中于有较高未满足需求的疾病领域，如自身免疫、肿瘤等。同时，临床阶段新药研发风险持续升高，有望进一步带动医药外包产业发展。
- **疫情对海外研发的影响：通过海外 CXO 行业龙头企业的业绩复盘能够发现，各公司业绩整体表现较为平稳，因主营业务不同所受疫情影响略有差异。**1) CDMO 公司，在受到疫情冲击后 2020 与 2021 年业绩增速不降反增，所受影响最小；2) 临床前 CRO 公司，2020 年受疫情冲击较小，业绩波动不大，2021 年实现加速增长；3) 临床 CRO 公司则相对受疫情影响最大，但 2021 年业绩也呈现回稳趋势。
- **对海外 CXO 公司业务端进行梳理发现，许多公司纷纷关注并布局新兴技术领域。**如 CDMO 龙头企业 Catalent 开始将业务聚焦于生物药，并将 CGT CDMO 作为发展主线；如 CRO 龙头企业 ICON 收购 PRA Health 以增强公司在远程 CRO 领域的服务能力。

## 投资建议

- 我们认为全球新药研发热情持续，继续看好具备全球竞争力的国内头部 CXO 企业，建议重点关注药明生物、药明康德、康龙化成、昭衍新药、九洲药业、凯莱英等。

## 风险提示

- **新冠疫情反复风险。**若新冠反复，会对公司业务开展造成影响，影响公司业绩。
- **市场竞争加剧风险。**CXO 领域关注度逐渐升高，更多的玩家进入该领域，因此存在一定市场竞争加剧的风险。
- **汇率波动风险。**公司的海外业务收入以外币结算，汇率波动可能会对公司收入和利润产生影响。
- **订单交付不及预期风险。**CXO 行业的业务多为订单驱动型，若订单无法及时交付，会对公司品牌形象及业绩造成影响。
- **研发失败风险。**如 CGT 等前沿技术以及客户的创新药研发均存在失败风险。

**公司投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;  
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;  
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;  
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**  
电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402