

地缘博弈有待落地，Q2订单环比向好趋势已现 ——CXO行业2024Q2数据跟踪

西南证券研究发展中心

2024年8月

医药团队首席分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
邮箱：duxy@swsc.com.cn

核心观点

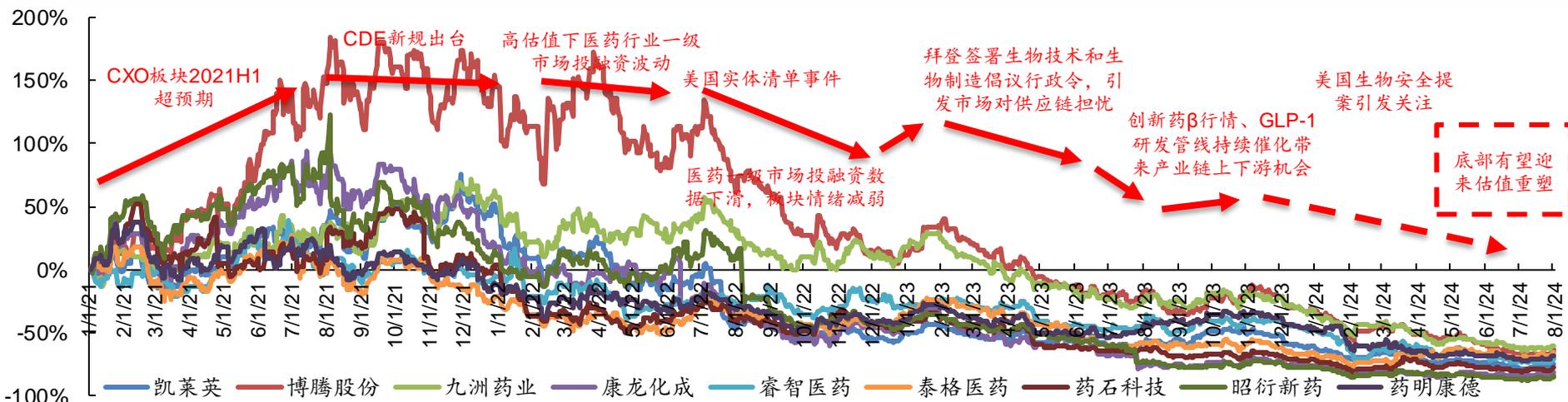
- **宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即。** 1) 基于目前经济数据，美联储年内降息预期走强，生物医药一级投融资环境或将向好，市场流动性预期恢复，创新药产业链将产生估值修复机会；2) 头部CXO新冠商业化订单已消化完全，地缘博弈有待落地；3) 板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化。
- **行业维度：全球医药研发投入稳健增长，CXO行业景气度仍有波动。** 预计2021-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长；2022年起资本市场趋于冷静，**1) 海外：**2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续向好，2023年、2024H1投融资总额分别为6083.94亿元(-0.5%)、4680.5亿元(+49.4%)，融资事件总数为3035件(+1.6%)、1416件(-5.9%)；**2) 国内：**2023年以来国内一级投融资活动强度仍有波动，2023年、2024H1中国医疗健康行业领域融资总额分别为1110.5亿元(-26.3%)、485.7亿元(-15.5%)，融资事件数分别为1015件(-8.5%)、381件(-21.3%)，创新药研发景气度静待修复。2023年我国创新药新增IND数量1561个(+26.6%)、新增NDA数量257个(+61.6%)，获批数量高速增长；2024H1我国创新药新增IND数量691个(-10.7%)、新增NDA数量113个(-4.2%)，同比略有波动。
- **企业维度：业务布局、订单、产能、人员及业绩是企业核心指标。** 1) 新冠大订单交付完毕，板块表现业绩明显承压；2) 在建工程、固定资产增速较2022年有所放缓；3) 合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓。CXO板块共选取20家公司，2023年收入908.9亿元(-1.6%)，其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入844亿元(+17.2%)；归母净利润约175.2亿元(-19%)，其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润151.7亿元(+0.4%)；扣非净利润总额为约165.8亿元(-13.8%)。从盈利水平看，2023年CXO板块整体盈利能力稳定，高附加值订单以及企业业务能力提升使毛利率水平(40.9%，+0.4pp)略有上升；销售费率(2.4%，+0.3pp)、财务费率(-0.8%，+0.4pp)、管理费率(9.7%，+0.4pp)、研发费率(5.6%，+0.4pp)均小幅提升，主要由CXO企业表现收入增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致。
- **未来展望：1) 短期维度：**商业化订单持续消化，CDMO表现业绩承压；海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复；**2) 中期维度：**多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航；国内企业小分子CDMO业务更为成熟，生物药CDMO仍在成长期；**3) 长期维度：**AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用；CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力。
- **相关标的：**产业链布局一体化平台型CXO企业，1) CRDMO/CTDMO一体化龙头药明康德、药明生物、药明合联；2) 具备业绩弹性的临床CRO泰格医药、康龙化成等；3) 估值性价比比较高的多肽及小分子CDMO诺泰生物、凯莱英、圣诺生物、九洲药业、博腾股份等；4) 经营持续稳健的仿制药CRO百诚医药、阳光诺和等；5) 有望迎来经营拐点的药石科技、皓元医药等。
- **风险提示：**CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即

1.1 宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即

- ❑ **美联储年内降息预期走强，医药一级投融资在宏观大背景下或将修复。**当地时间8月2日，美国劳工统计局发布数据显示，美国7月季后非农就业人口录得11.4万人，为2024年4月以来最小增幅，远低于预期的17.5万人；失业率攀升至4.3%，前值4.1%，显著不及市场预期。非农数据全面降温，市场对美联储利率路径预期整体大幅下移，市场定价的美联储降息次数回升，年内降息幅度从75bp走扩至100bp，9月降息50bp概率上升至60%。生物医药一级投融资环境或将向好，创新药产业链将产生估值修复机会。
- ❑ **头部CXO企业新冠商业化订单基本消化，地缘博弈有待落地。**近日美国众议院一项关于建议限制美国行政机关与若干生物技术供应商订立和约的法案草案引发关注。3月6日晚，法案S.3558以11票同意：1票反对在参议院国土安全和政府事务委员会听证会获通过，但本轮投票后预计还将进行议案整理/修改后向参议院报告。2月5日、3月8日药明康德两次公告通过集中竞价交易方式回购公司A股股份，回购资金总额均为人民币10亿元。5月15日，众议院委员会投票通过H.R.8333立法草案（此前为H.R.7085拟议《生物安全法》草案），修订内容包括但不限于移除此前针对药明康德的各种指称；及增加一项不溯及既往条款，即豁免在拟议限制性条款生效前签订的现有合同。5月16日，药明康德公告重申不会对美国或任何其他国家构成国家安全风险，且未曾受到美国政府机构的任何制裁；公司既没有人类基因组学业务，现有各类业务也不涉及在美国、中国或任何其他地区收集人类基因组数据。H.R.8333草案及S.3558草案的内容需要达成一致且仍有待进一步审议并可能变更，地缘博弈仍有待落地。

部分CXO公司股价复盘



www.swsc.com.cn

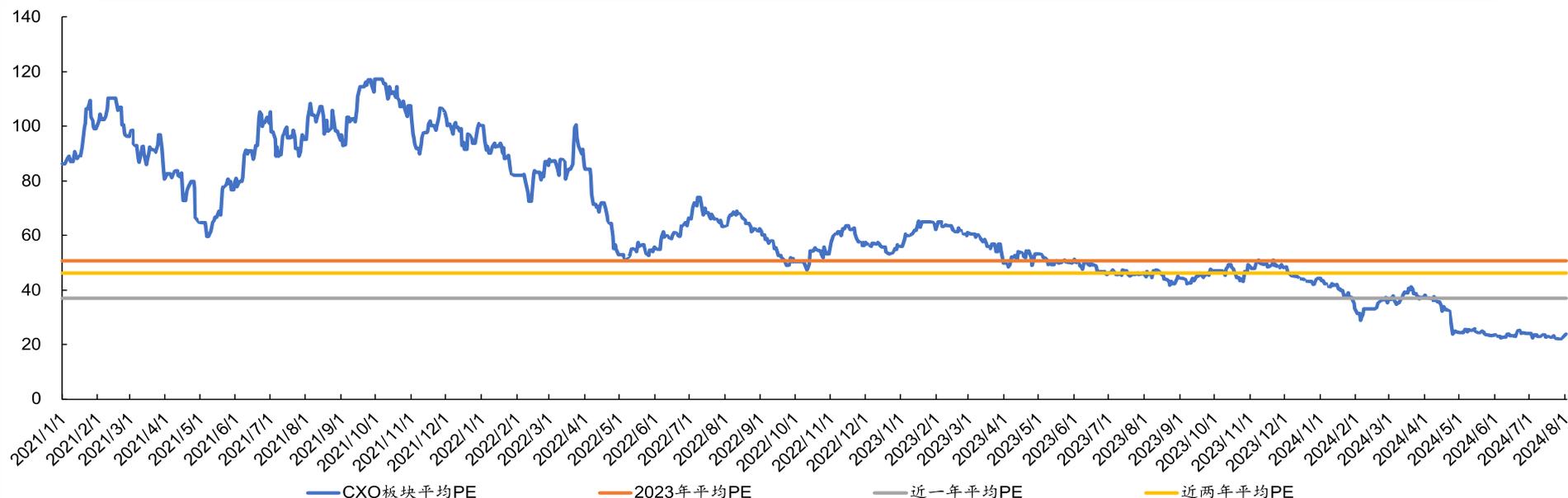
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

宏观维度：地缘博弈有待落地，板块悲观预期修复在即

1.2 宏观维度：板块估值回落至历史底部，个股估值仍呈现分化

- ❑ **CXO板块估值回落至历史底部。**2021年1月底CXO公司估值水平达到高位，随后快速回调，经过前期市场反弹，估值水平再次有所上升；2021年10月后受国际关系和短期投融资影响，板块估值大幅回调，目前主要CXO公司PE-TTM值已回落至历史底部，低于近一年平均值。
- ❑ **CXO个股估值仍处于分化。**药明康德（PE-TTM 13×）、九洲药业（PE-TTM 12×）、凯莱英（PE-TTM 12×）等公司估值均低于15X；博济医药（PE-TTM 122×）、诺泰生物（PE-TTM 90×）、泓博医药（PE-TTM 86×）等公司估值相对较高。部分CXO个股动态市盈率已达历史平均值以下，经过市场调整，目前CXO个股估值处于分化。

CXO板块历史估值情况(PE-TTM)

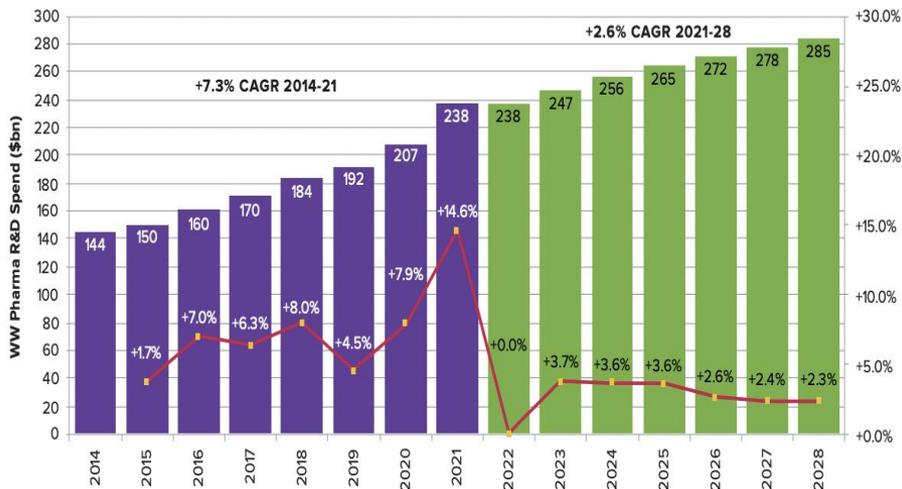


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

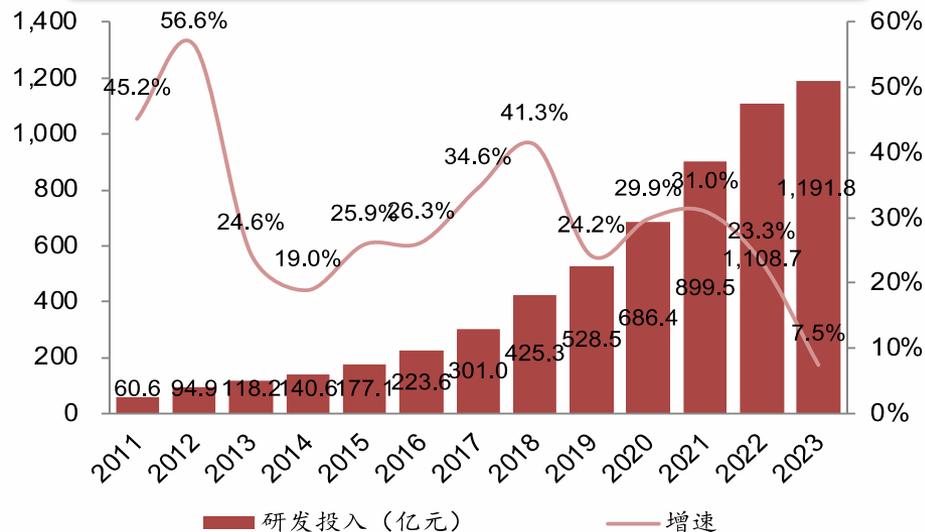
2.1.1 行业维度：全球医药研发投入稳步增长，CXO行业景气度仍有波动

- 全球医药生物企业研发投入稳步增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%；2011年开始增速逐步企稳回升，根据Evaluate Pharma统计，2021年全球医药研发投入同比增速接近14.6%。从绝对值来看，全球医药研发投入从2014年的1440亿美元增至2021年的2380亿美元，复合增长率为7.3%，预计2022-2028年全球医药研发仍将以2.6%的增速稳步增长。
- 我国医药生物企业研发开支持续高增，单季度表现仍有波动。**我国A股医药生物企业研发投入持续增长，2021年研发投入额899.5亿元（+31%），此后受投融资等因素影响增速略有放缓，2023年研发投入额达1191.8亿元（+7.5%），单Q4增速（+2.5%）较Q3（-1.4%）明显提升。

全球医药生物研发投入及预测（十亿美元）



A股医药生物上市企业研发投入

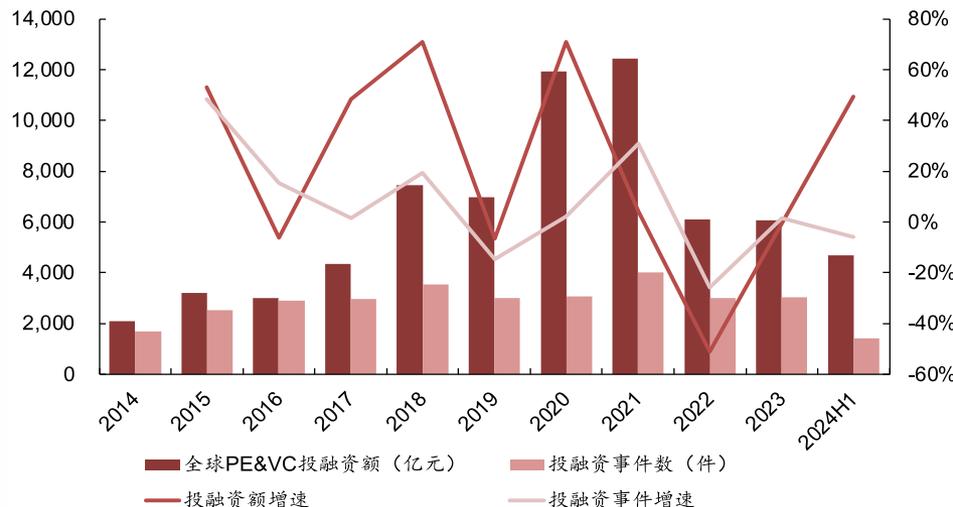


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

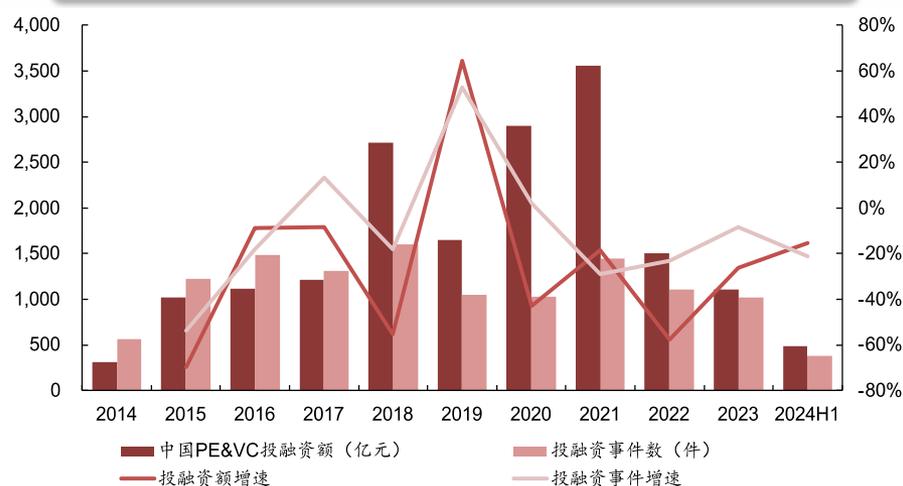
2.1.2 行业维度：一级市场投融资活动强度海外持续回暖、国内仍在波动

- **海外医药生物PEVC融资活动强度持续回暖。**从一级市场看，海外医药生物PEVC融资2016年低谷后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019年较为平稳，2020年大幅增长，2021年保持稳健增长。2022年起全球资本市场趋于冷静，投融资事件数、总额有所下降；2022年投融资总额为6114.05亿元（-50.9%），融资事件总数为2988件（-25.8%）。2023年以来全球医疗健康行业融资活动持续向好，2023年、2024H1投融资总额分别为6083.94亿元（-0.5%）、4680.5亿元(+49.4%），融资事件总数为3035件（+1.6%）、1416件（-5.9%）。
- **国内一级市场医疗健康投融资活动强度仍在波动。**2022年中国医疗健康行业领域融资总额为1458.9亿元（-58.5%）、融资事件数为1109件（-24.3%），2022Q3以来国内一级市场投融资情绪一度略有回暖；2023年以来国内一级投融资活动强度仍有波动，2023年、2024H1中国医疗健康行业领域融资总额分别为1110.5亿元（-26.3%）、485.7亿元（-15.5%），融资事件数分别为1015件（-8.5%）、381件（-21.3%），创新药研发景气度静待修复。

全球医疗健康PE&VC年度融资额及事件数



中国医疗健康PE&VC年度融资额及事件数

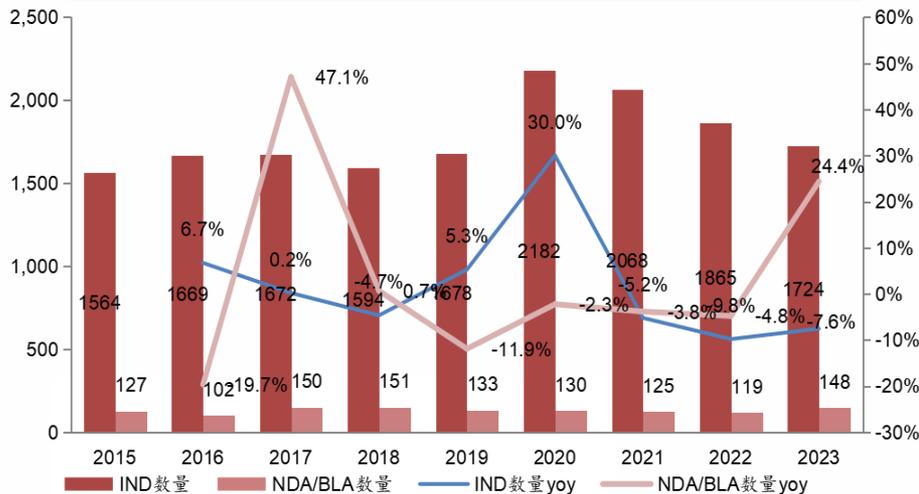


行业维度：医药创新研发需求不减，CXO行业景气度仍有波动

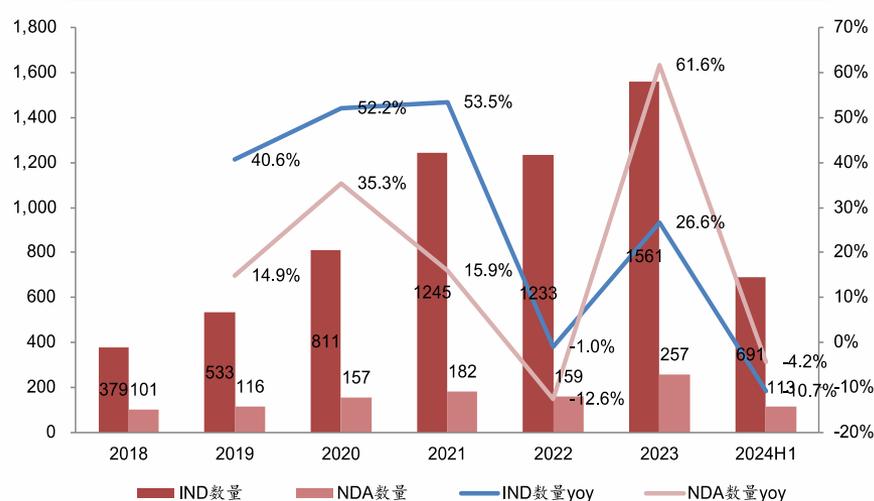
2.1.3 行业维度：创新药IND和NDA数量持续提升，创新需求仍将持续

- 美国创新药IND和NDA数量略有提升。**据FDA数据统计，2020年美国IND数量创历史新高，为2182个（同比+30%），此后数量略有下降，2023年新增1724个，同比-7.6%。我们认为主要由药企研发投入略有放缓、部分同质化靶点临床开发收紧等因素所致；2015-2021年间美国创新药NDA/BLA数量在120~150个波动，2022年新增数量略有下降（119个，-4.8%），我们认为主要由创新药物审评机制趋于严格、疫情影响下药物审批及临床试验进度放缓等因素所致；2023年新增NDA/BLA数量148个（+24.4%），获批数量持续提升。
- 我国创新药IND和NDA数量稳健增长，创新需求仍将持续。**2019年后我国创新药IND数量稳步提升，从2020年的811个增至2021年的1245个（同比+53.5%）；创新药NDA数量2019年起快速增长，从2020年的157个增至2021年的182个（同比+15.9%），国产生物创新药进入上市收获期。2023年我国创新药新增IND数量1561个（+26.6%）、新增NDA数量257个（+61.6%），获批数量高速增长；2024H1*我国创新药新增IND数量691个（-10.7%）、新增NDA数量113个（-4.2%），同比略有波动。

美国创新药IND与NDA/BLA受理情况（个）



中国创新药IND与NDA受理情况（个）



www.swsc.com.cn

数据来源：医药魔方，FDA，西南证券整理
*注：中国IND与NDA数量统计截至2024年6月27日

企业维度：新冠大订单交付完毕，板块表观业绩明显承压

2.2.1 企业维度：新冠大订单交付完毕，2023年板块表观业绩明显承压

- CXO板块共选取20家公司，2023年收入908.9亿元（-1.6%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现收入844亿元（+17.2%）；归母净利润约175.2亿元（-19%），其中剔除新冠大订单贡献后预计实现归母净利润151.7亿元（+0.4%）；扣非净利润总额为约165.8亿元（-13.8%）。分季度看，板块23Q4收入为225.5亿元（-9.1%），其中剔除新冠收入贡献后预计同比增长14.4%；归母净利润13.8亿元（-62.4%），其中剔除新冠收入贡献后预计同比下滑30.7%；扣非归母净利润增速为-51.8%。2023年板块表观收入利润均有明显承压，主要由于新冠大订单交付进入尾声，2024年关注扣除新冠订单高基数后常规业务的恢复性增长。
- 从盈利水平看，2023年CXO板块整体盈利能力稳定，高附加值订单以及企业业务能力提升使毛利率水平（40.9%，+0.4pp）略有上升；销售费率（2.4%，+0.3pp）、财务费率（-0.8%，+0.4pp）、管理费率（9.7%，+0.4pp）、研发费率（5.6%，+0.4pp）均有小幅提升，主要由于CXO企业表观收入规模增速放缓、高利润订单持续消化、经营效率持续提升及汇兑影响所致，经营效率、规模效应等有望拉动板块整体盈利能力持续提升。

CXO板块22Q1-24Q1业绩速览

(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
单季度收入	199.5	236.5	240.1	248.0	220.4	232.8	230.2	225.5	192.1
同比增速	71.5%	71.4%	60.5%	41.6%	10.5%	-1.6%	-4.1%	-9.1%	-12.8%
归母净利润	40.1	79.9	59.6	36.7	48.4	62.7	50.4	13.8	27.9
同比增速	36.2%	125.8%	101.4%	-14.3%	20.6%	-21.5%	-15.5%	-62.4%	-42.2%
扣非归母净利润	39.5	57.9	55.7	39.4	42.6	54.2	50.0	19.0	28.2
同比增速	100.9%	103.6%	110.2%	50.0%	8.0%	-6.4%	-10.2%	-51.8%	-33.9%

CXO板块22Q1-24Q1盈利能力指标概览

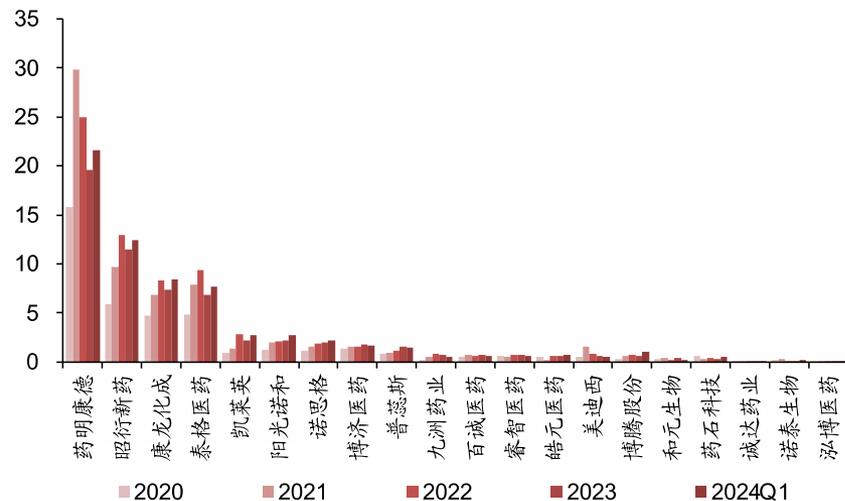
(亿元)	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
毛利率	39.1%	41.4%	41.3%	39.9%	41.2%	42.5%	42.4%	37.6%	36.8%
净利率	20.1%	33.8%	24.8%	14.8%	22.0%	26.9%	21.9%	6.1%	14.5%
销售费率	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%	2.8%
管理费率	9.1%	8.8%	9.5%	9.7%	9.7%	9.1%	9.6%	10.5%	10.5%
财务费率	0.3%	-3.3%	-2.7%	1.1%	1.1%	-4.5%	-0.8%	1.1%	-2.5%
研发费率	4.6%	4.9%	5.5%	5.8%	5.5%	5.2%	5.7%	5.9%	6.1%

企业维度：合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓

2.2.2 企业维度：合同负债与预收账款仍有增长，在手订单增速放缓

- 从合同负债与预收账款来看，2023年诚达药业 (+95.7%)、和元生物 (+79%)、泓博医药 (+66.8%)、普蕊斯 (+38.1%) 等企业增速较快；从绝对值来看，2023年药明康德、昭衍新药等企业分别达到19.6亿元和11.5亿元，合同负债与预收账款稳健增长，表明下游需求仍在持续。
- CXO企业**在手订单增速放缓，2023年百诚医药、阳光诺和、博济医药等仍增速较高，均超过30%；从绝对值来看，药明康德、药明生物 (205.9亿美元) 在手订单金额较高，凯莱英 (8.7亿美元)、昭衍新药 (33亿元)、阳光诺和 (25.7亿元) 等企业在手订单金额也相对较高，但较2022年增速明显放缓；部分CXO公司近期发布2024半年度业绩预告，药明康德、凯莱英等订单增速已呈改善趋势。

部分A股CXO企业合同负债及预收账款情况 (亿元)



部分A股CXO企业在手订单情况

公司名称	2021	2022	2023	2024H1
药明康德	291亿元 (+83%)	351亿元 (2022H1, +77%)	在手订单+18% (剔除新冠后)	431亿元 (剔除新冠后+33.2%)
药明生物	136亿美元 (+20%)	205.7亿美元 (+51%)	205.9亿美元	NA
泰格医药	114亿元 (+57%)	138亿元 (+21%)	141亿元 (+2.2%)	NA
凯莱英	19亿美元	11.5亿美元	8.74亿美元	新签+20%
昭衍新药	29亿元 (+71%)	44亿元 (+52%)	33亿元	NA
百诚医药	8.9亿元 (+78%)	10.1亿元 (新签, +25%)	15.9亿元, +18.9% (新签13.6亿元, +35.1%)	NA
阳光诺和	15.7亿元 (+39%)	19.9亿元 (+27%)	25.7亿元, +28.7% (新签15亿元, +36.5%)	NA
博济医药	12.8亿元	8.4亿元 (+53%)	11.7亿元 (+31.2%)	NA

短期展望：商业化订单持续消化，CDMO表观业绩承压

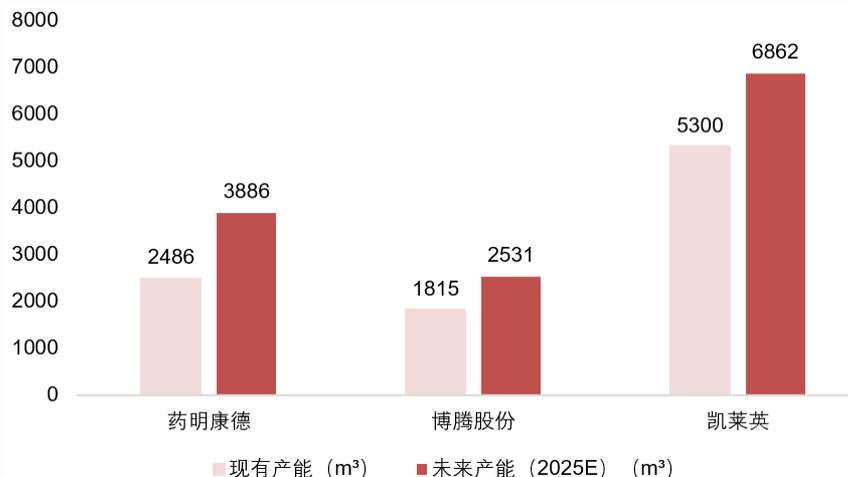
3.1.1 短期维度：国内新冠相关小分子CDMO订单带来2023年同期表观业绩高基数

□ 新冠口服小分子药物订单于2023年消化完全，2024年CDMO业务占比较高的国内企业表观业绩承压。从订单数量看，目前Paxlovid新冠商业化订单受益最充分的是小分子CDMO龙头药明康德、凯莱英、博腾股份。2021年11月17日-2022年2月21日，凯莱英先后发布三次公告，累计签订三项小分子大订单总额高达93.6亿元；2021年11月30日和2022年2月11日，博腾股份公告两次，累计收到国外大客户CDMO订单合计9亿美元（约57亿元），大体量在手订单为小分子CDMO企业2022年业绩高增提供保障，短期业绩基本兑现；随着新冠商业化订单的一次性业绩高速增长对估值扰动持续消化，市场对2023年相关企业表观增速放缓预期已充分反映，内生业务增速将重塑CXO估值体系。

部分小分子CDMO企业大订单签订情况

	药明康德	博腾股份	凯莱英
签订日期	/	2021.11.30 2022.2.11	2021.11.17 2021.12 2022.2.21
新冠订单总额	/	2.2亿美元（2021-2022年交付） 6.8亿美元（2022年交付）	4.8亿美元、27.2亿元、35.4亿元 （2022年供货）
2021年	5.8亿元	3.2亿元	12.3亿元
2022Q1	15.1亿元	~9亿元	~10.5亿元
2022Q2	26.8亿元	~19.3亿元	~19.8亿元
2022Q3	26.9亿元	~10亿元	15.96亿元
2022Q4	~30.3亿元	~9.3亿元	11.3亿元
2022年	~100亿元	~47.6亿元	59.1亿元
2023Q1	8.2亿元	~7.5亿元	7.4亿元
2023Q2	6.9亿元	~2.4亿元（0.14亿美元未交付）	12.05亿元
2023Q3	~14.7亿元	0.14亿美元	4.75亿元
2023年	29.7亿元	1.5亿美元	~25亿元

部分小分子CDMO企业产能建设情况



短期展望：海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复

3.1.2 短期维度：海外成熟CXO企业临床管线稳步推进，临床前CRO仍待修复

- 对比海外龙头CXO公司的订单情况，整体上2024年海外CXO延续2023年趋势，不同业务板块景气度仍存在分化。各细分板块的订单趋势有所不同：1) 药物发现及临床前CRO：2023-2024H1在手订单增速相比2022年明显放缓，受景气度和价格下降等因素影响，下游客户评估开支时点和水平，短期内订单量有所放缓，预计24H2需求或将趋于好转；2) 临床CRO：截至24Q2，Medpace、IQVIA、ICON在手订单仍保持Q1增长趋势、但较Q1略有放缓，仍有部分订单取消，其中Medpace在手订单增速最快；3) CDMO：Samsung Biologics受益于MNC外包需求增加及新冠后多样性供应商战略需求增加等因素维持整体强劲增长预期。

海外CXO公司2018-2024Q2在手订单情况（亿美元）

类型	公司	关键指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	2024Q2
药物发现及临床前CRO	CRL (Discovery and Safety Assessment)	DSA Backlog	9.0	10.0	14.0	24.0	31.5	24.5	23.5	NA
		yoy		11.0%	40.0%	71.4%	31.3%	-22.2%	-21.7%	NA
	Labcorp (Drug Development)	Backlog	98	113	138	150	163	82.5	79.0	79.2
		yoy		15.3%	22.1%	8.7%	8.9%	4.9%	0.2%	-0.6%
		未来12个月转化为收入	39	42	45	50	49	24.7	24.6	25.0
		Net Orders	54	59	70	73	73	28.9	28.3	28.2
	Net Book-to-Bill	1.26	1.29	1.43	1.25	1.27	1.04	1.00	1.00	
临床CRO	Syneos (Clinical Solutions)	Backlog (包括可报销费用)	75.02	82.20	102.71	105.69	92.63	/	/	NA
		yoy		9.6%	24.9%	2.9%	-12.4%	/	/	NA
		Net New Business Awards	27.48	41.83	47.42	43.73	28.42	/	/	NA
	IQVIA (R&D Solutions)	Backlog	171	190	226	248	272	297	301	306
		yoy		11.1%	18.9%	9.7%	9.7%	9.2%	7.9%	7.7%
		Ending Backlog	10.6	12.8	15.4	20	23.4	28.1	29.1	29.2
	MEDPACE	yoy		21.3%	20.1%	29.5%	17.1%	20.2%	18.2%	13.7%
		Net New Business Awards	8.99	10.94	11.75	16.10	18.30	6.15	6.16	5.51
		Net Book-to-Bill	1.28	1.27	1.27	1.41	1.25	1.23	1.20	1.04
	ICON	Backlog	77	86	97	191	207	228	234	238
		yoy		11.7%	12.8%	96.9%	8.4%	2.4%	10.1%	9.9%
	Fortrea	Backlog						73.9	74	NA
Book-to-Bill							1.30	1.11	NA	
生物药CDMO	Samsung Biologics	CMO Contract Amount	37	40	61	75	95	120	125	131
		yoy		8.1%	52.5%	23.0%	26.7%	26.3%	26.3%	24.8%
	药明生物	未完成订单	36.39	51.02	113.24	135.97	205.71	205.9		NA
		yoy		40.2%	122.0%	20.1%	51.3%	0.1%		NA
		三年内未完成订单	8.11	7.86	14.58	28.9	36.21	38.5		NA
	yoy		-3.1%	85.5%	98.2%	25.3%	6.4%		NA	

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理
*注：NA表示暂未披露业绩

短期展望：海外成熟CXO临床管线稳步推进，临床前需求仍有待修复

3.1.2 短期维度：海外成熟CXO企业临床管线稳步推进，临床前CRO仍待修复

□ **核心业绩指引维持或收窄。**对比海外龙头CXO在2024Q2所提出的2024全年业绩指引变化，可看出不同业务板块核心业绩指引分化明显。1) 药物发现及临床前CRO：Charles River较24Q1维持24年全年业绩指引、Labcorp上调并收窄全年业绩指引；2) 临床CRO：TAS业务表现超预期、R&DS持续实现稳健订单能力，IQVIA上调并收窄全年业绩指引；MEDPACE、ICON对于全年业绩指引略有下调；3) CDMO：2024年以来海外CDMO企业基本维持24年全年业绩指引暂未下修，预期24年收入端基本为低个位数增长，其中三星生物全年指引较为乐观，预计收入端10-15%增速。

海外CXO公司2024年业绩指引修正情况

类型	公司	关键指标	2023业绩	2024Q1业绩	2023FY 业绩指引		2024FY 业绩指引	
					2023Q3报表	2023Q4报表	2024Q1报表	2024Q2报表
CRO	CRL	收入/\$M(yoy)	4129.4(3.9%，内生6.5%)	1011.6(-1.7%，内生-3.3%)	2.5%-3.5%(内生5.5%-6.5%)	1%-4%(内生0%-3%)	1%-4%(内生0%-3%)	NA
		GAAP EPS/\$	9.22(-2.7%)	1.30(-35.3%)	7.3-7.5	7.9-8.4	7.6-8.1	NA
	Labcorp	收入/\$M(yoy)	12160(2.5%)	3180(4.6%)	12090-12180(1.9%-2.7%)	12773-12993(4.7%-6.6%)	12780-12981(4.8%-6.4%)	12981-13115(6.4%-7.5%)
		Adjusted EPS/\$(yoy)	13.56(-18.6%)	3.68(6.4%)	13-14	14.3-15.4	14.5-15.4(6.9%-13.6%)	14.3-14.9(5.5%-9.9%)
		Free Cash Flow/\$ M	748.7(-44.1%)	163.6(52.2%)	800-1000	1000-1150	1000-1150	850-1000
	IQVIA	收入/\$M(yoy)	14984(4%)	3737(2.3%，恒定汇率2.9%)	14885-14920(3.3%-3.5%)	15400-15650(3.4%-5%)	15325-15575(2.3%-3.9%)	15425-15525(2.9%-3.6%)
		GAAP Net Income/\$M (yoy)	1358(24.5%)	288(-0.3%)	/	/	/	/
		GAAP Diluted EPS/\$(yoy)	10.2(0.4%)	1.56(2.0%)	10.16-10.23(0-0.7%)	10.95-11.25(7.4-10.3%)	10.95-11.25(7.4-10.3%)	11.10-11.30(8.8%-10.8%)
	Medpace	收入/\$M(yoy)	1885.8(29.2%)	511(17.7%)	1870-1890(28.1%-29.5%)	2150-2200(14%-16.7%)	2150-2200(14%-16.7%)	2125-2175(12.7%-15.3%)
		EBITDA/\$M (yoy)	362.5(17.7%)	115.7(24.6%)	353-361(14.6%-17.2%)	400-430(10.3%-18.6%)	415-445(14.5%-22.8%)	430-460(18.6%-26.9%)
		Net Income/\$M(yoy)	282.8 (15%)	102.6(40.7%)	272-276(10.8%-12.5%)	326-348(15.3%-23.1%)	347-369(22.7%-30.5%)	361-380(27.7%-34.4%)
	ICON	Net Income per diluted	7.4(1.6%)	3.47(19.7%)	/	/	/	/
收入/\$M(yoy)		8120.2(4.9%)	2090.4(5.7%)	8070-8210(4.3%-6.1%)	8400-8800(3.4%-8.4%)	8480-8720(4.4%-7.4%)	8450-8550(4.1%-5.3%)	
Fortrea	Adjusted EPS/\$(yoy)	11.75(8.9%)	3.47(19.7%)	12.63-12.91(7.5%-9.9%)	14.5-15.3(13.4%-19.6%)	14.7-15.2(14.5%-18.5%)	15.0-15.2(17.3%-18.8%)	
	收入/\$M(yoy)	3109(0.4%)	662.1(-4.6%)	3075-3130	3140-3205	2785-2855	NA	
Lonza	EBITDA/\$M (yoy)	267.3(-34%)	29.5(-29.3%)	255-285	280-320	240-260	NA	
	CER sales growth	10.9%	1.8%	/	11%-13%	持平		
CDMO	Catalent	CORE EBITDA margin	0.2%	29.2%	/	32%-34%	25%-29%	
		收入/\$M(yoy)	4263(内生-12%，恒定汇率-9%，扣除新冠+4%)	982(-3.9%，恒定汇率-6%，扣除新冠+5%)	4225-4325((12.5%)-(10.5%))	4300-4500(1%-5%)	4300-4500(1%-5%)	NA
	Adjusted EBITDA/\$M(yoy)	266(恒定汇率-797%)	112(-40%，恒定汇率-41%)	700-750((45.7%)-(41.9%))	680-760((5%-6%)	680-760((5%-6%)	NA	
	收入/\$M(yoy)	2164(21%)	697.3(31.3%)	(20%+)	2993-3129(10%-15%)	2993-3129(10%-15%)	2993-3129(10%-15%)	
	EBITDA/\$M(yoy)	1074.3(27%)	268.8(24.7%)	/	/	/	NA	
FujiFilm	收入/\$M(yoy)	6654.1(5.0%)	NA(2024/8披露)	6619.3(+4.5%)	6892.2(+3.6%)	NA	NA	

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：公司公告，西南证券整理

*注：按1美元=1358.12韩元=146.54日元计；FujiFilm此处收入为Healthcare业务，FY23为2023/4-2024/3期间；NA表示暂未披露业绩

中期展望：多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航

3.2.1 中期维度：多肽合成技术不断突破，潜在CDMO需求空间广阔

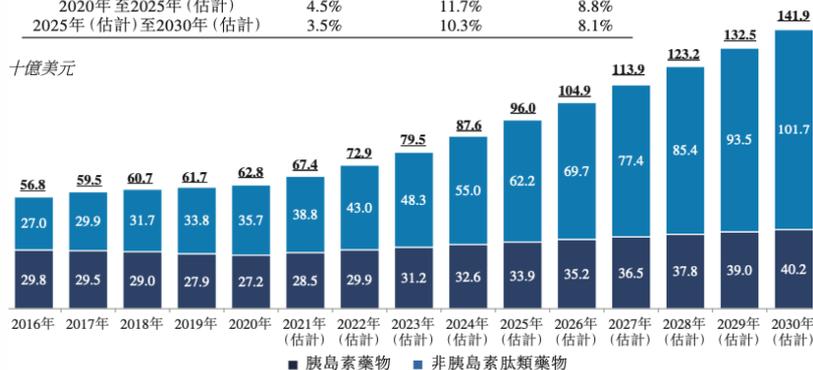
- ❑ **肽类具备优良药理特征及内在特性，是新型疗法设计的绝佳起点之一。**肽是由2-99个氨基酸通过肽键连接而成的短链，分子介于小分子与蛋白质之间，作为许多生理功能的内在信号分子，肽为密切模仿自然路径的治疗性干预提供机会，并在人体多种生理过程（包括激素、神经递质）或炎症反应中发挥主要作用。与小分子药物不同，肽类疗法因其复杂性及与蛋白质药物相似的特性，具有较高壁垒；另一方面，与生物药相比生产成本较低、产量较高，是小分子与生物药间的绝佳平衡点。
- ❑ **近年来多种多肽药物FDA获批上市，潜在CDMO需求空间广阔。**据Frost & Sullivan统计，多肽药物市场于2020年达628亿美元，预计2025年进一步增至960亿美元，2021-2025年复合增长率为8.9%；对应的全球多肽CDMO市场规模将由2020年的20亿美元增至2025年的44亿美元，2021-2025年复合增长率为17.1%。

不同类型药物特性比较

	小分子	氨基酸	肽	蛋白质	抗体
类型	非生物性	生物性	生物性	生物性	生物性
分子量 (道尔顿)	~100	~100	<10000	>10000	~150000
特异性	低		中	高	
安全性	低	高	中	高	
生产难度	中低	低	中高	高	
示例	阿司匹林、青霉素	谷氨酰胺、天冬氨酸	甲状腺素、胰岛素、胰高血糖素	非格司亭、促红细胞生成素	阿达木单抗

全球多肽药物市场规模

複合年增長率	胰島素藥物	非胰島素肽類藥物	總計
2016年至2020年	-2.3%	7.2%	2.6%
2020年至2025年(估計)	4.5%	11.7%	8.8%
2025年(估計)至2030年(估計)	3.5%	10.3%	8.1%



中期展望：多肽类药物商业化在即，GLP-1产业链乘风起航

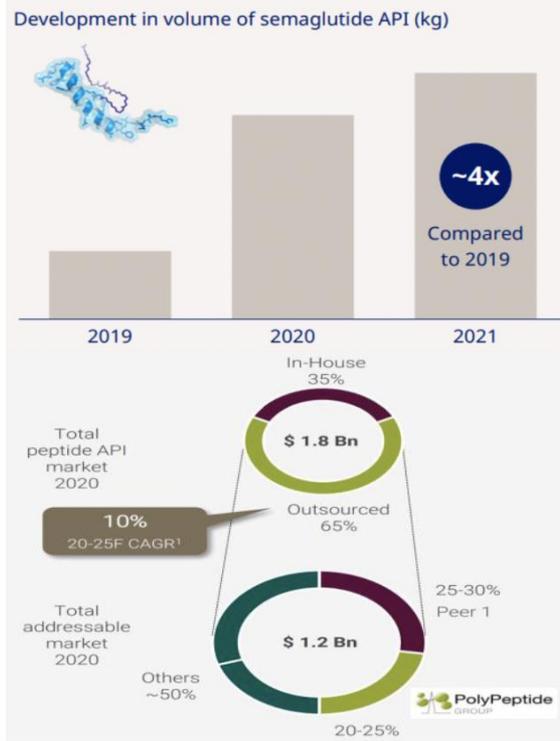
3.2.1 中期维度：GLP1-RA产业链有望受益

□ GLP-1RA药物终端销售额快速放量带动了对应原料药及中间体需求，上游多肽合成、固相合成载体及溶剂厂商、多肽CDMO等环节有望受益。根据诺和诺德年报数据，2021年司美格鲁肽的API需求量是2019年的4倍。Polypeptide公告显示，2020年全球多肽API市场规模达18亿美元，其中近65%的份额来自于外采购入，自产比例仅有35%。我们认为，GLP-1RA产业链上游拥有合规GMP产能的多肽合成原料药厂商、固相合成载体及溶剂厂商、CDMO及仿制药供应商等产业链多个环节有望持续受益。

多肽药物产业链示意图



多肽API市场规模及外包率情况

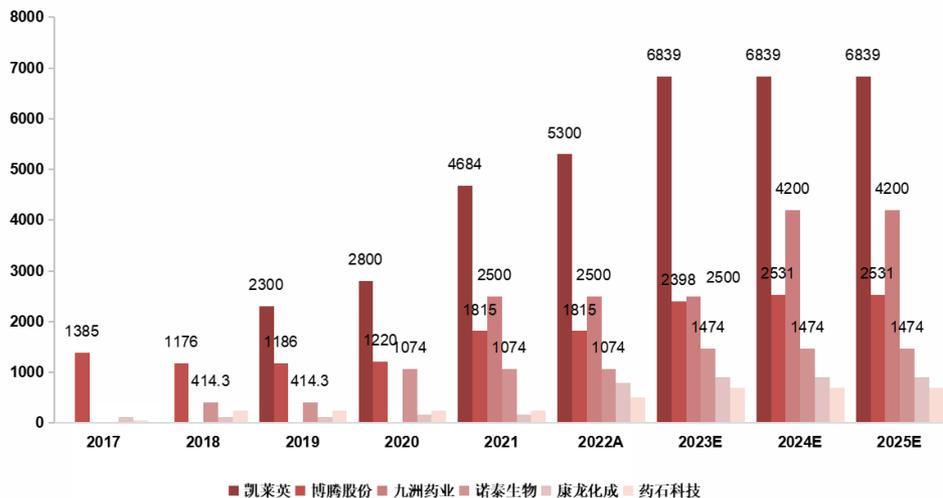


中期展望：生物药CDMO仍在成长期，产能过剩担忧为时尚早

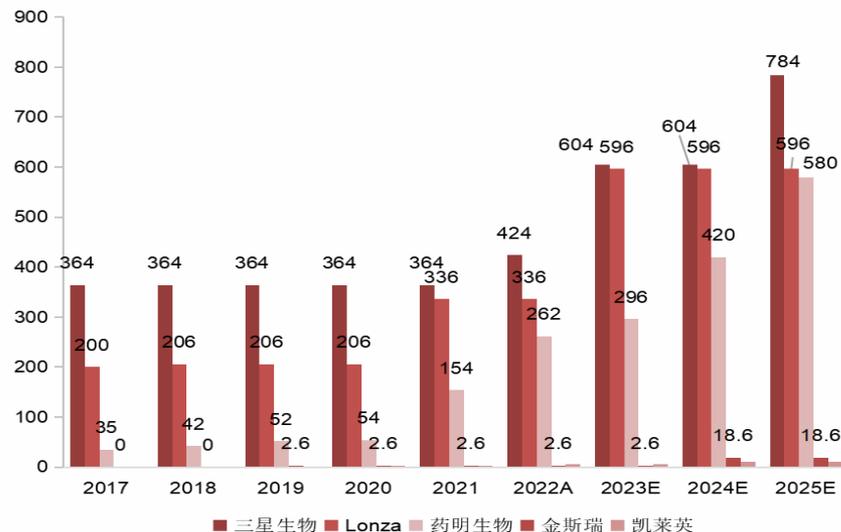
3.2.2 中期维度：国内企业小分子CDMO业务更为成熟，大分子CDMO仍在成长期

- **小分子CDMO业务相对成熟，国内多家企业深耕小分子CDMO。**选取6家具有较大规模产能的小分子CDMO企业，2022年合计拥有产能1.4万立方米，其中2家拥有超2000立方米产能，分别为凯莱英（5300立方米）、九洲药业（2500立方米）。药明康德WuXi TIDES新产能于2023年12月投入使用，多肽固相合成反应釜体积由原计划的20000L增加至32000L。
- **国内大分子CDMO起步较晚，产能较海外龙头企业仍有一定差距。**目前国内CXO企业中，药明生物具有较大生产规模，除药明生物外选取两家近年预计将有一定大分子CDMO产能的企业与海外两大龙头Lonza和三星生物比较，2022年全球拥有最大生物药产能的三星生物共有约42.4万升产能，Lonza共有约33.6万升产能（其中在广州拥有6000升产能），药明生物共有约26.2万升产能，金斯瑞共有约2600升产能。

CXO企业小分子产能（立方米）



CXO企业大分子产能（千升）



长期展望：AI技术在新药研发各阶段、多疾病领域广泛应用

3.3.1 未来展望：AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用

- ❑ **AI制药应用场景主要包括药物研发、用药安全、供应链管理、商业拓展、个性化诊疗及监管审批六方面**，其中药物研发及用药安全是AI技术在制药环节的主要内容。传统新药研发周期长、资金投入高、研发失败率高（成功率~10%）。将AI技术应用于药物研发各环节，较传统新药研发可显著缩短研发周期（平均缩短1/2~2/3）、降低研发成本（降低10%+），同时提升研发成功率（成功率~14%）和投资回报率。
- ❑ **目前，AI平台主要在临床前CRO阶段发挥效用。**礼来研究院论文统计显示，一款新药研发成本需要8.7亿美元，其中临床前研发成本占整体药物研发成本的30%左右，药物研发的效率提升面临挑战。其中，临床前包括疾病机理研究、靶点发现、化合物筛选、ADMET预测等多个环节。通过海量药化数据库针对特定靶点药物进行设计、合成和优化相对较为成熟，目前国内临床前CRO靶点发现场景有巨大的市场想象空间，但较少AI企业拥有新靶点和验证能力，技术上面临更多挑战。

AI助力高级药物研发过程



长期展望：新兴业务仍处于早期阶段，能力建设决定企业核心竞争力

3.3.2 未来展望：CGT等新兴业务仍处于早期发展阶段，订单获取+R端建设决定核心竞争力

□ **CGT CDMO仍属新兴业务，具有较大市场潜力。**选取4家国内从事CGT CDMO业务的CXO企业并与3家海外从事CGT CDMO业务的CXO企业，从市场占有率、产业链布局、客户、项目等维度比较分析目前国内CGT CDMO业务现状。目前欧美地区CGT CDMO行业已有一定生产规模，头部企业占据较大市场份额，国内行业仍处于发展初期，除药明康德具有较大生产规模外，多数企业处于起步阶段，其中和元生物处于第一梯队，2020年占国内市场份额约7.7%。

全球主要CGT CDMO企业对比

公司名称	市场占有率(2020)	产业链布局	客户构成	项目情况和执行能力
Lonza	21.1% (全球)	在美国、日本、新加坡、荷兰均布局基因和细胞治疗的基地，超过20年的GMP经验；最高达2000L悬浮培养产能	诺华、吉利德等超过160个客户	2022年新增约115个CDMO客户和约375个新的临床和商业项目。目前Lonza共为790多家CDMO客户提供服务。2022年，LONZA休斯顿(美国)公司生产的两种GCT疗法获得FDA批准，未来细胞基因治疗CDMO业务可能会成为CDMO大增量板块
Catalent	28.6% (全球)	2019年收购领先的基因治疗病毒载体开发和制造公司Paragon BioServices；2020年度收购比利时细胞和基因疗法公司MaSTherCell Global，2016至2020年基因治疗领域并购投入超过15亿美元；全球工厂超过45家	-	已经使用GPEX®系统生产了600多种不同的mAb和mAb融合体以及160多种不同的重组蛋白，其中160多项临床试验使用了GPEX®技术开发的候选治疗药物和20种产品获得商业批准/授权
Oxford BioMedica	2.8% (全球)	是诺华的CAR-T产品Kymriah生产慢病毒载体的唯一供应商。此外，还与赛诺菲、GSK等制药巨头保持着合作关系，为他们提供工艺开发和生物加工等服务。目前拥有近20万平方英尺	诺华、BMS、阿斯利康等	截止2022年底，Oxford Biomedica正在为超过30个客户提供CDMO服务，工作涵盖早期和晚期的大型药品和创新的生物技术
药明康德(无锡生基)	4.4% (2022年，全球)	2020年完成中美两地腺相关病毒(AAV)一体化悬浮培养平台和CAR-T细胞治疗一体化封闭式生产平台建设；2021年收购英国基因治疗技术公司OXGENE，大幅增强先进病毒载体平台的能力	-	2023Q1-3为68个项目提供工艺开发、检测与生产服务，其中包括52个临床前和I期临床试验项目，9个II期临床试验项目，7个III期临床试验项目(其中2个项目处于上市申请审核阶段，2个项目处于上市申请准备阶段)
金斯瑞	3.21% (国内)	2020年成立金斯瑞蓬勃生物平台开展基因治疗CDMO业务，建设中美两地临床试验所用的GMP设施及设备，目前累积拥有面积4800平方米的质粒及GMP病毒厂房	隆耀生物、香雪生命等	2022上半年新获临床前项目51个，CMC项目39个，临床阶段项目38个，IND批件9个。顺利交付第1个以自主的悬浮培养PowerS™-293T为基础的细胞治疗(质粒/慢病毒CMC)项目
博腾生物	-	在苏州建立免疫细胞治疗的工艺平台和临床期GMP生产平台，可满足质粒、病毒、细胞产品从工艺开发到临床生产的需求	截至2022年6月，服务32家CDMO客户	未达2023年初预期。2023年前三季度，引入新客户44家，新项目64个，新签订单约0.58亿元，同比下降46%。第三季度签订首个细胞治疗临床项目订单，实现了博腾生物在基因细胞治疗临床项目的零突破。
和元生物	7.65% (国内)	拥有近1000平方米的基因治疗产品中试平台，近7000平方米的基因治疗产品GMP生产平台，包括质粒生产线1条、病毒载体生产线3条、CAR-T细胞生产线2条、建库生产线3条、灌装线1条	亦诺微、复诺健、康华生物、南京吉迈等超过20家CDMO客户	截至2023年6月，为多个溶瘤病毒、腺相关病毒载体药物、CAR-T药物提供CRO/CDMO服务，累计合作CDMO项目超200个

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，公司官网，药融云，西南证券整理

投资建议及风险提示

- **相关标的**：产业链布局一体化平台型CXO企业，1) CRDMO/CTDMO一体化龙头药明康德、药明生物、药明合联；2) 具备业绩弹性的临床CRO泰格医药、康龙化成等；3) 估值性价比较高的多肽及小分子CDMO诺泰生物、凯莱英、圣诺生物、九洲药业、博腾股份等；4) 经营持续稳健的仿制药CRO百诚医药、阳光诺和等；5) 有望迎来经营拐点的药石科技、皓元医药等。
- **风险提示**：CXO行业产能转移不及预期；CXO企业订单不及预期；汇率波动风险；创新药临床试验进展不及预期；创新药上市及商业化进展不及预期；其他医药行业政策风险等。

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

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

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

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



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn