



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告 | 行业专题

CXO行业2022中报总结与展望：成长加速，新兴赛道值得关注

华安证券医药团队：分析师谭国超（S0010521120002）

2022年9月4日

华安证券研究所

CXO重点标的中报表现

CXO板块业绩靓丽，加速成长：2022H1，板块整体营收体量达256亿元，同比增速71.15%；整体归母净利润为121亿元，同比增速为84.19%；扣非归母净利润为98亿元，同比增速100.26%。

营收端：高速增长，头部企业更为强劲，新冠大单推动明显。2022H1，药明康德（营收177.56亿元，+69%，上半年新冠收入41亿元，占比23%）、泰格医药（营收35.94亿元，+75%）、凯莱英（营收50.41亿元，+186%，上半年新冠收入30亿元，占比60%，大单未交付金额50亿元）、博腾股份（营收39.14亿元，+212%，上半年新冠收入28亿元，占比72%，大单未交付金额26亿元）。

利润端：疫情扰动，有所分化，扣非更为明显，高成长性公司盈利能力持续提升。2022H1，药明康德（扣非归母净利润38.50亿元，+81%）、百诚医药（扣非归母净利润0.74亿元，+85%）、昭衍新药（扣非归母净利润3.45亿元，+167%）、和元生物（扣非归母净利润0.17亿元，+64%）。部分公司产能扩充叠加疫情影响成本压力增加拖累利润端表现，但我们看好2023年疫情影响消化、产能释放后的业绩放量。如南模生物等。

订单方面：预收账款与合同负债快速增长，在手订单高速增长提示高景气持续。截至2022H1，药明康德在手订单351亿元，同比增速77%；昭衍新药在手订单41亿元，同比增长78%，凯莱英在手订单14.7亿美元，同比增长119%，百诚医药在手订单10亿元，同比增长67%。凯莱英在手新冠大单未交付金额50亿元；博腾股份在手新冠大单未交付金额26亿元。

产能方面：产能持续扩张，固定资产和在建工程稳步提升。截至2022H1，相比2021年末，固定资产增速较快的有药石科技（10亿元，+60%）、阳光诺和（1.23亿元，+42%）；在建工程增速较快的有皓元医药（3.9亿元，+237%）、药康生物（1.12亿元，+111%）、百诚医药（2.81亿元，170%），看好后续产能爬坡带来的业绩放量。

人员方面：人员快速增长，为业务发展储能。截至2022H1，相比2021年末，员工总数增速较快的有百诚医药（1185人，+55%）、皓元医药（2022人，+43%）、药康生物（1115人，+35%）。

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

CXO板块投资逻辑

- CXO行业面临持续调整，看好下半年业绩催化估值修复：当前CXO板块估值仍处在调整过程当中，中报业绩落地，板块内主要标的业绩高增长确定性加强。
- 重点关注高性价比以及新兴赛道投资机会：
 - (1) **龙头CXO**：行业龙头企业布局充分、具备一体化优势；订单能力强保障业绩高增速，能力建设充分，看好长期稳健发展；当前估值低位，也看好新冠订单消化后的长期持续增长能力。我们建议关注**药明康德、泰格医药、凯莱英和博腾股份**。
 - (2) **新兴优质赛道**：

国内创新药产业结构持续升级，细胞和基因疗法、ADC药物等创新性治疗方案逐渐从科研走向商业化，特定于此类项目的CXO公司迎来发展机遇。拥有技术护城河叠加产能释放，能够贡献业绩快速增长，**推荐和元生物、皓元医药**。

模式动物赛道：随着药物研发的不断深入，上游模式动物赛道快速发展，并不断升级创新动物模型和服务反哺新药研发，提升研发成功率和效率，因此行业具备较强的发展潜力。上游需求的刚性属性更强，动物模型资源在药物研发中的重要性愈发凸显，加上供给稀缺，推升景气度。预计随着国内实验动物外包渗透率的提升和对海外市场的开拓，业绩有望实现高速增长。**推荐药康生物、南模生物，建议关注昭衍新药**。
 - (3) **仿制药CRO**：政策引导下仿制药正迎来结构调整和产业升级，存在一定预期差，具有比较优势和自身特色的高成长性公司将会逐渐深度融入研发体系，迎来自身发展的宝贵机遇期，仿制药板块在一定程度上受一级市场投融资行情扰动较少，预计经营业绩会在未来持续呈现高速增长的趋势，具有投资价值，**推荐百诚医药、阳光诺和**。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

1

中报业绩概述

2

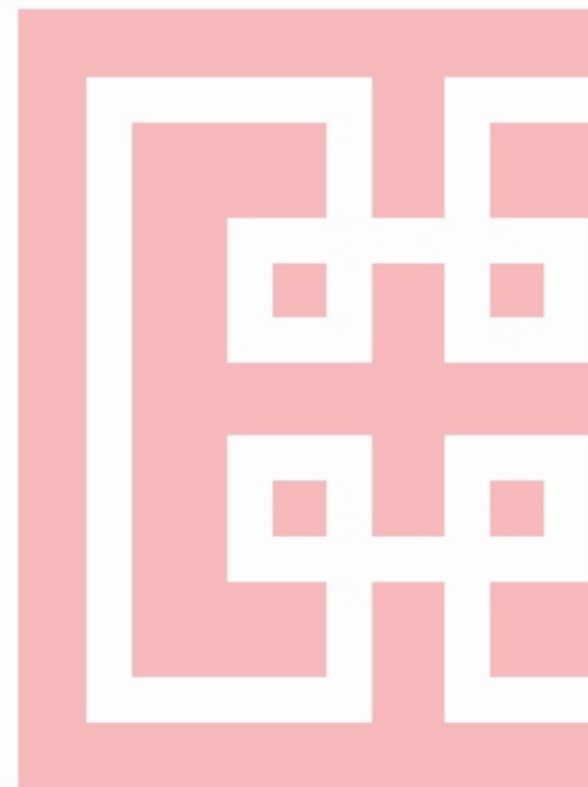
CXO 关键指标与前瞻指标

3

重点标的推荐

4

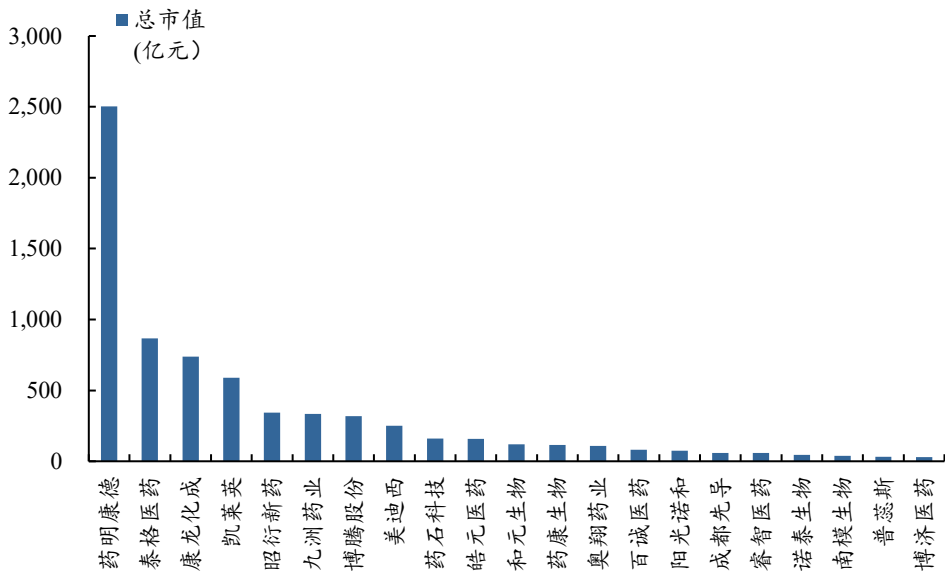
风险提示



CXO中报业绩靓丽，成长加速

- 收入端利润端均保持较快增长：2022H1，CXO板块公司整体营收体量达256亿元，同比增速71.15%；整体归母净利润为121亿元，同比增速为84.19%；扣非归母净利润为98亿元，同比增速100.26%。
- CXO板块选取标的包括：药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、昭衍新药、九洲药业、博腾股份、美迪西、药石科技、皓元医药、和元生物、药康生物、奥翔药业、百诚医药、阳光诺和、成都先导、睿智医药、诺泰生物、南模生物、普蕊斯、博济医药21家A股上市企业

2022H1 CXO板块公司市值排序



2019-2022H1 CXO板块公司收入及利润表现

单位：亿元	2019	2020	2021	2021H11	2022H1
营业总收入	7032.82	312.20	405.82	580.56	255.63
收入增速 (YOY)		29.99%	43.06%		71.15%
归母净利润	52.27	88.93	138.53	65.46	120.58
归母净利润增速 (YOY)		70.12%	55.77%		84.19%
扣非归母净利润	47.09	64.58	101.57	48.75	97.63
扣非归母净利润增速 (YOY)		37.14%	57.28%		100.26%

资料来源：Wind、华安证券研究所，市值取2022年9月2日数据



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

营收端：高速增长，头部企业更为强劲

CXO公司营业总收入情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	128.72	165.35	229.02	105.37	177.56
泰格医药	28.03	31.92	52.14	20.56	35.94
康龙化成	37.57	51.34	74.44	32.86	46.35
凯莱英	24.60	31.50	46.39	17.60	50.41
昭衍新药	6.39	10.76	15.17	5.35	7.77
九洲药业	20.17	26.47	40.63	18.68	29.54
博腾股份	15.51	20.72	31.05	12.56	39.14
美迪西	4.49	6.66	11.67	4.85	7.43
药石科技	6.62	10.22	12.02	6.21	7.35
皓元医药	4.09	6.35	9.69	4.55	6.21
和元生物	0.63	1.43	2.55	0.99	1.35
药康生物	1.93	2.62	3.94	1.78	2.50
奥翔药业	3.08	4.09	5.70	2.86	3.81
百诚医药	1.56	2.07	3.74	1.41	2.46
阳光诺和	2.34	3.47	4.94	2.24	3.24
成都先导	2.64	2.44	3.11	1.54	1.39
睿智医药	13.28	14.82	16.91	8.45	6.87
诺泰生物	3.72	5.67	6.44	3.09	2.68
南模生物	1.55	1.96	2.75	1.22	1.30
普蕊斯	3.04	3.35	5.03	2.25	2.45
博济医药	2.24	2.60	3.24	1.21	1.75

CXO公司营业总收入同比增速

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	33.89%	28.46%	38.50%	45.71%	68.52%
泰格医药	21.85%	13.88%	63.32%	41.62%	74.78%
康龙化成	29.20%	36.64%	45.00%	49.81%	41.06%
凯莱英	34.07%	28.04%	47.28%	39.04%	186.40%
昭衍新药	56.40%	68.27%	40.97%	34.53%	45.33%
九洲药业	8.30%	31.26%	53.48%	85.34%	58.15%
博腾股份	30.93%	33.56%	49.87%	35.73%	211.67%
美迪西	38.30%	48.19%	75.28%	86.26%	53.16%
药石科技	38.47%	54.36%	17.55%	35.24%	18.23%
皓元医药	36.23%	55.29%	52.61%	82.95%	36.52%
和元生物	42.31%	126.93%	78.57%	0.00%	36.24%
药康生物	261.64%	35.91%	50.35%	0.00%	40.29%
奥翔药业	26.25%	32.91%	39.21%	36.11%	33.51%
百诚医药	90.47%	32.50%	80.61%	74.11%	73.91%
阳光诺和	73.24%	48.74%	42.12%	43.94%	44.71%
成都先导	74.74%	-7.80%	27.69%	77.60%	-10.01%
睿智医药	33.19%	11.58%	14.11%	26.14%	-18.75%
诺泰生物	45.40%	52.58%	13.58%	42.87%	-13.17%
南模生物	27.47%	26.74%	40.31%	57.32%	6.73%
普蕊斯	57.41%	10.46%	50.01%	61.51%	9.09%
博济医药	30.24%	16.25%	24.47%	9.74%	44.96%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

利润端：疫情扰动，有所分化

CXO公司归母净利润情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	18.55	29.60	50.97	26.75	46.36
泰格医药	8.42	17.50	28.74	12.55	11.92
康龙化成	5.47	11.72	16.61	5.65	5.85
凯莱英	5.54	7.22	10.69	4.29	17.40
昭衍新药	1.78	3.15	5.57	1.54	3.71
九洲药业	2.38	3.81	6.34	2.75	4.68
博腾股份	1.86	3.24	5.24	2.15	12.12
美迪西	0.67	1.29	2.82	1.13	1.63
药石科技	1.52	1.84	4.87	3.81	1.53
皓元医药	0.73	1.28	1.91	0.95	1.16
和元生物	-0.37	0.94	0.54	0.15	0.20
药康生物	0.35	0.76	1.25	0.46	0.82
奥翔药业	0.56	0.87	1.46	0.83	1.23
百诚医药	0.44	0.57	1.11	0.41	0.85
阳光诺和	0.47	0.72	1.06	0.59	0.87
成都先导	1.20	0.64	0.63	0.21	-0.07
睿智医药	1.39	1.55	-4.02	0.05	9.57
诺泰生物	0.49	1.23	1.15	0.51	0.35
南模生物	0.23	0.45	0.61	0.27	0.05
普蕊斯	0.52	0.35	0.58	0.27	0.19
博济医药	0.07	0.17	0.39	0.14	0.15

CXO公司归母净利润同比增速

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	-17.96%	59.62%	72.19%	55.79%	73.29%
泰格医药	78.24%	107.90%	64.26%	25.65%	-5.02%
康龙化成	64.30%	114.25%	41.68%	17.93%	3.65%
凯莱英	29.32%	30.37%	48.08%	36.03%	305.31%
昭衍新药	64.64%	68.67%	76.96%	70.39%	141.40%
九洲药业	51.32%	60.05%	66.56%	112.32%	70.31%
博腾股份	49.04%	74.84%	61.49%	63.86%	465.01%
美迪西	9.54%	94.35%	118.12%	142.29%	43.77%
药石科技	14.03%	21.13%	164.14%	336.52%	-59.84%
皓元医药	298.77%	74.91%	48.70%	110.23%	22.51%
和元生物	-12.98%	358.57%	-42.55%	/	29.65%
药康生物	676.89%	119.99%	63.45%	/	76.16%
奥翔药业	28.55%	54.00%	68.05%	57.20%	48.78%
百诚医药	302.09%	29.29%	93.52%	205.12%	107.62%
阳光诺和	128.80%	52.88%	45.81%	44.35%	48.19%
成都先导	167.49%	-46.77%	-1.00%	33.88%	-134.17%
睿智医药	-13.75%	11.25%	-360.27%	-87.43%	18518.34%
诺泰生物	10.71%	153.94%	-6.52%	6.27%	-32.25%
南模生物	53.86%	91.64%	36.59%	120.98%	-81.64%
普蕊斯	72.91%	-32.55%	63.58%	184.77%	-28.93%
博济医药	-10.91%	157.69%	128.87%	18.55%	5.68%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

利润端：疫情扰动，有所分化，扣非更为明显

CXO公司扣非归母净利润情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	19.14	23.85	40.64	21.27	38.50
泰格医药	5.58	7.08	12.32	5.43	7.71
康龙化成	5.05	8.01	13.41	5.83	6.80
凯莱英	4.89	6.44	9.35	3.53	16.99
昭衍新药	1.55	2.92	5.30	1.29	3.45
九洲药业	2.28	3.22	5.73	2.46	4.68
博腾股份	1.62	2.88	5.03	2.01	12.11
美迪西	0.58	1.23	2.71	1.10	1.54
药石科技	1.37	1.74	2.33	1.45	1.51
皓元医药	0.68	1.19	1.77	0.94	1.10
和元生物	-0.35	0.27	0.41	0.11	0.17
药康生物	0.34	0.66	0.78	0.38	0.54
奥翔药业	0.48	0.86	1.33	0.81	1.17
百诚医药	0.42	0.55	1.03	0.40	0.74
阳光诺和	0.46	0.72	1.02	0.57	0.82
成都先导	0.74	0.43	0.23	0.12	-0.12
睿智医药	1.19	0.83	-4.22	-0.01	-0.35
诺泰生物	0.43	0.94	1.05	0.47	0.11
南模生物	0.12	0.33	0.52	0.24	-0.07
普蕊斯	0.49	0.33	0.58	0.27	0.17
博济医药	0.02	0.10	0.25	0.07	0.04

CXO公司扣非归母净利润同比增速

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	22.82%	24.60%	70.38%	88.05%	81.00%
泰格医药	56.31%	26.89%	73.90%	79.10%	42.12%
康龙化成	58.15%	58.51%	67.46%	61.16%	16.50%
凯莱英	32.50%	31.79%	45.22%	27.29%	381.87%
昭衍新药	71.41%	78.91%	81.63%	64.46%	166.79%
九洲药业	26.66%	41.55%	77.86%	103.49%	90.37%
博腾股份	124.97%	77.82%	74.42%	69.99%	501.87%
美迪西	10.34%	111.39%	119.53%	150.14%	40.39%
药石科技	15.64%	26.77%	34.24%	77.16%	4.15%
皓元医药	88.43%	75.46%	49.41%	115.73%	17.40%
和元生物	-32.06%	176.49%	53.69%		64.14%
药康生物	224.38%	97.06%	16.67%		42.20%
奥翔药业	41.76%	77.38%	56.03%	68.86%	43.97%
百诚医药	473.29%	29.85%	87.54%	143.76%	85.01%
阳光诺和	131.88%	55.93%	41.07%	39.49%	42.62%
成都先导	134.66%	-42.15%	-45.74%	26.51%	-204.55%
睿智医药	-20.53%	-30.31%	-609.42%	-103.26%	-3371.88%
诺泰生物	76.13%	121.87%	10.96%	50.38%	-75.57%
南模生物	277.00%	163.82%	60.36%	307.02%	-129.36%
普蕊斯	67.06%	-33.77%	75.82%	277.93%	-35.91%
博济医药	-52.94%	436.39%	155.84%	-18.03%	-48.54%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

利润端：高成长性公司盈利能力持续提升

CXO公司毛利率情况

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	38.95%	37.99%	36.29%	36.99%	36.25%
泰格医药	46.48%	47.43%	43.55%	47.57%	39.70%
康龙化成	35.52%	37.47%	35.99%	36.31%	35.01%
凯莱英	45.50%	46.55%	44.33%	44.88%	47.02%
昭衍新药	52.64%	51.38%	48.73%	50.75%	48.97%
九洲药业	34.84%	37.51%	33.33%	31.99%	35.13%
博腾股份	37.84%	41.68%	41.36%	42.98%	52.36%
美迪西	35.92%	41.07%	45.34%	45.74%	44.54%
药石科技	51.59%	45.79%	48.13%	49.64%	47.74%
皓元医药	57.18%	56.67%	54.12%	54.16%	56.27%
和元生物	38.91%	58.11%	51.34%	47.90%	47.64%
药康生物	66.84%	72.04%	74.33%	74.58%	75.32%
奥翔药业	51.78%	56.43%	54.79%	57.74%	51.11%
百诚医药	62.20%	65.81%	67.26%	66.65%	65.59%
阳光诺和	45.89%	49.61%	53.41%	55.65%	58.37%
成都先导	81.55%	79.36%	47.02%	52.20%	37.15%
睿智医药	38.18%	38.32%	31.69%	28.88%	34.50%
诺泰生物	53.37%	58.16%	55.76%	56.26%	52.68%
南模生物	50.55%	60.34%	60.86%	63.74%	41.45%
普蕊斯	32.88%	29.12%	26.08%	27.59%	24.68%
博济医药	42.53%	43.70%	43.22%	45.49%	39.75%

CXO公司净利率情况

公司名称	2019	2020	2021	2021H1	2022H1
药明康德	14.85%	18.06%	22.43%	25.55%	26.33%
泰格医药	34.79%	63.56%	65.06%	77.28%	36.66%
康龙化成	14.12%	22.34%	21.76%	16.66%	12.20%
凯莱英	22.51%	22.92%	23.05%	24.39%	34.52%
昭衍新药	27.87%	29.15%	36.69%	28.64%	47.68%
九洲药业	11.75%	14.35%	15.61%	14.73%	15.84%
博腾股份	11.58%	15.60%	15.32%	17.00%	29.98%
美迪西	15.25%	20.15%	24.39%	23.82%	21.89%
药石科技	22.96%	18.02%	41.92%	62.09%	22.43%
皓元医药	17.95%	20.22%	19.66%	20.87%	18.54%
和元生物	-68.08%	63.94%	21.28%	15.60%	14.85%
药康生物	18.02%	29.18%	31.72%	25.97%	32.61%
奥翔药业	18.31%	21.22%	25.62%	28.95%	32.26%
百诚医药	28.78%	27.60%	29.65%	28.95%	34.58%
阳光诺和	20.53%	21.35%	22.04%	26.91%	26.84%
成都先导	45.52%	26.28%	20.38%	13.40%	-5.09%
睿智医药	10.24%	10.40%	-23.78%	0.59%	139.26%
诺泰生物	12.06%	21.17%	16.90%	15.97%	11.92%
南模生物	15.02%	22.71%	22.11%	21.84%	3.76%
普蕊斯	17.25%	10.53%	11.49%	12.17%	7.93%
博济医药	5.51%	9.55%	13.42%	13.57%	8.97%

资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

1

中报业绩概述

2

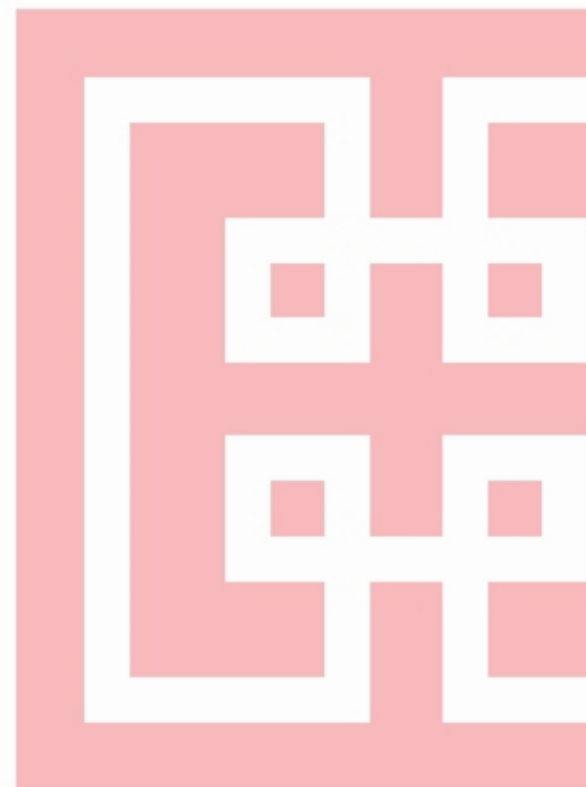
CXO 关键指标与前瞻指标

3

重点标的推荐

4

风险提示





华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

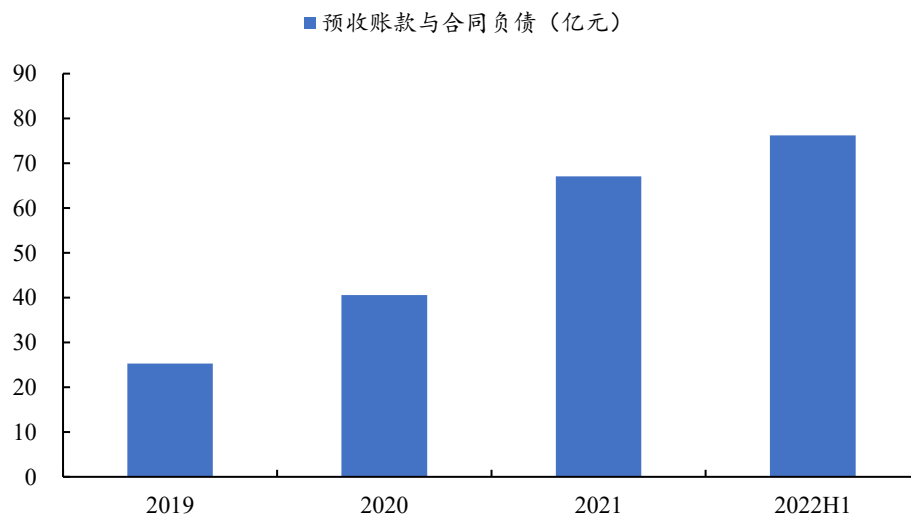
关键指标：订单饱满，预收账款与合同负债快速增长

CXO公司预收账款与合同负债（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2022H1
药明康德	8.97	15.81	29.86	32.31
泰格医药	3.98	4.85	7.90	8.20
康龙化成	2.72	4.73	6.80	8.37
凯莱英	0.20	0.90	1.31	2.40
昭衍新药	3.35	5.85	9.72	13.86
九洲药业	0.20	0.23	0.50	0.83
博腾股份	0.24	0.29	0.64	0.91
美迪西	0.34	0.54	1.52	1.08
药石科技	0.09	0.57	0.29	0.43
皓元医药	0.21	0.48	0.23	0.30
和元生物	0.13	0.34	0.38	0.26
药康生物	0.50	0.60	0.76	0.77
奥翔药业	0.02	0.03	0.23	0.30
百诚医药	0.61	0.50	0.71	0.65
阳光诺和	1.13	1.28	2.00	1.59
成都先导	0.35	0.23	0.25	0.20
睿智医药	0.48	0.58	0.55	0.57
诺泰生物	0.09	0.13	0.26	0.03
南模生物	0.42	0.54	0.74	0.72
普蕊斯	0.45	0.81	0.92	0.86
博济医药	0.83	1.30	1.53	1.56

- 预收账款与合同负债可作为CXO企业订单的先行指标，可在一定程度上反映新签订单和在手订单情况。2022H1，CXO板块公司整体预收账款与合同负债达76亿元，其中体量最大的是药明康德（32亿元），增速过百的有奥翔药业（+818%）、美迪西（+182%）、博腾股份（+121%）、九洲药业（+118%）。
- 值得注意的是，部分公司受新冠事件催化，大笔新冠订单在2021~2022年集中兑现消化，也为明年订单增长带来一定压力。

2019-2022H1 CXO板块公司预收账款与合同负债



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



关键指标：在手订单高速增长提示高景气持续

- 订单增长为营收增长提供确定性：部分重点CXO公司在手订单体量相当可观，维持较高增速，订单作为体现公司竞争力的核心指标，为持续发展增加确定性。截至2022H1，药明康德在手订单351亿元，同比增速77%；昭衍新药在手订单41亿元，同比增长78%，凯莱英在手订单14.7亿美元，同比增长119%，百诚医药在手订单10亿元，同比增长67%。
- 另外，受新冠事件催化，药明康德、凯莱英大订单为2022年贡献可观收入，下半年仍有大金额待交付，推动业绩全年高增长。药明康德上半年新冠收入41亿元，营收占比23%；凯莱英上半年新冠收入30.3亿元，营收占比60%，大单未交付金额50.4亿元；博腾股份上半年新冠收入28.3亿元，营收占比72%，大单未交付金额26.8亿元。

部分CXO公司在手订单情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2022H1
药明康德	119	159	291	351 (+77%)
泰格医药	50.1	72.6	114	
昭衍新药	10.4	17	29	41 (+78%)
凯莱英（亿美元）			19	14.7 (+119%)
百诚医药		5.0	8.9	10 (+67%)
阳光诺和		11.3	15.7	18 (+33%)
博济医药	9.6		12.8	

部分CXO公司大订单情况

公司名称	签订日期	新冠订单总额	新冠收入		
			2021	2022Q1	2022Q2
药明康德			5.8亿元	15.1亿元	26.8亿元
博腾股份	2021.11	2.17亿美元 (2021~2022交付)	3.16亿元	28.3亿元 (待交付25.8亿元)	
	2022.02	6.81亿美元 (2022交付)			
凯莱英	2021.11	4.8亿美元	15.1亿元	30.3亿元 (待交付50.4亿元)	
	2021.12	27.2亿元			
	2022.02	35.4亿元			

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

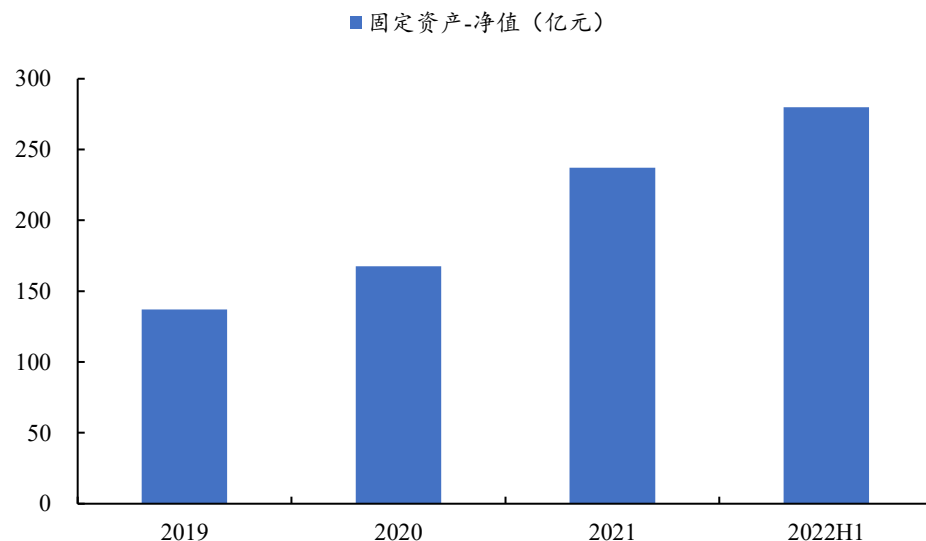
关键指标：产能持续扩张，固定资产和在建工程稳步提升

CXO公司固定资产-净值情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2022H1
药明康德	43.33	57.10	85.54	103.66
泰格医药	2.52	3.00	4.38	5.32
康龙化成	24.88	27.25	39.25	50.03
凯莱英	12.71	15.35	22.44	28.13
昭衍新药	4.18	4.46	4.93	5.82
九洲药业	19.79	20.35	21.95	23.09
博腾股份	12.45	13.63	17.48	19.48
美迪西	1.56	3.43	4.11	4.55
药石科技	1.31	1.38	5.96	9.54
皓元医药	0.23	0.46	2.30	2.52
和元生物		0.55		0.90
药康生物			1.76	1.85
奥翔药业	1.70	2.23	2.22	2.20
百诚医药		0.67	4.47	4.53
阳光诺和		0.75	0.87	1.23
成都先导	0.64	2.82	2.82	2.73
睿智医药	6.06	6.37	6.71	5.03
诺泰生物	3.78	6.04	6.65	7.14
南模生物			1.14	
普蕊斯			0.07	0.06
博济医药	1.88	1.83	2.08	1.98

- 固定资产反映CXO企业的产能建设状况和体量，为订单及时高效的交付提供保障。
- 2022H1，CXO板块公司整体固定资产达278亿元。其中体量最大的是药明康德（104亿元），截至2022H1，相比2021年末，固定资产增速较快的有药石科技（10亿元，+60%）、阳光诺和（1.23亿元，+42%）。

2019-2022H1 CXO板块固定资产-净值情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

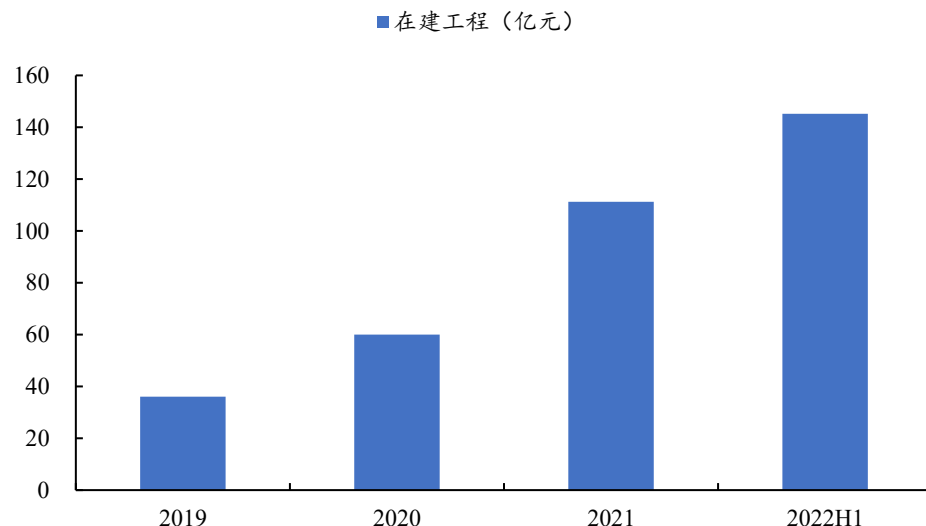
关键指标：产能持续扩张，固定资产和在建工程稳步提升

CXO公司在建工程情况（亿元）

公司名称	2019	2020	2021	2022H1
药明康德	20.92	30.86	57.72	81.27
泰格医药	0.22	0.55	2.17	2.38
康龙化成	2.17	8.21	13.74	11.62
凯莱英	3.60	6.71	10.47	12.04
昭衍新药	0.35	0.49	1.27	2.47
九洲药业	2.54	2.87	4.51	4.34
博腾股份	0.63	1.89	3.42	6.40
美迪西	0.18	0.11	1.01	1.32
药石科技	1.27	1.71	5.75	4.58
皓元医药	0.01	0.24	1.16	3.90
和元生物	0.02	0.14	1.92	2.82
药康生物	0.17	0.03	0.53	1.12
奥翔药业	0.57	0.67	3.58	4.97
百诚医药	0.06	1.87	1.04	2.81
阳光诺和			0.03	
成都先导				
睿智医药	0.42	3.09	2.36	1.83
诺泰生物	2.77	0.04	0.30	0.73
南模生物		0.50	0.20	0.07
普蕊斯				
博济医药	0.17	0.03	0.11	0.48

- 在建工程反映CXO企业的产能扩张进程，在建工程持续攀升意味着新签订单快速增加，也预示着行业较高的景气度。
- 2022H1，CXO板块公司整体在建工程达145亿元。其中体量最大的是药明康德（81亿元），截至2022H1，相比2021年末，在建工程增速较快的有皓元医药（3.9亿元，+237%）、药康生物（1.12亿元，+111%）、百诚医药（2.81亿元，170%），看好后续产能释放带来的业绩放量。

2019-2022H1 CXO板块在建工程情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

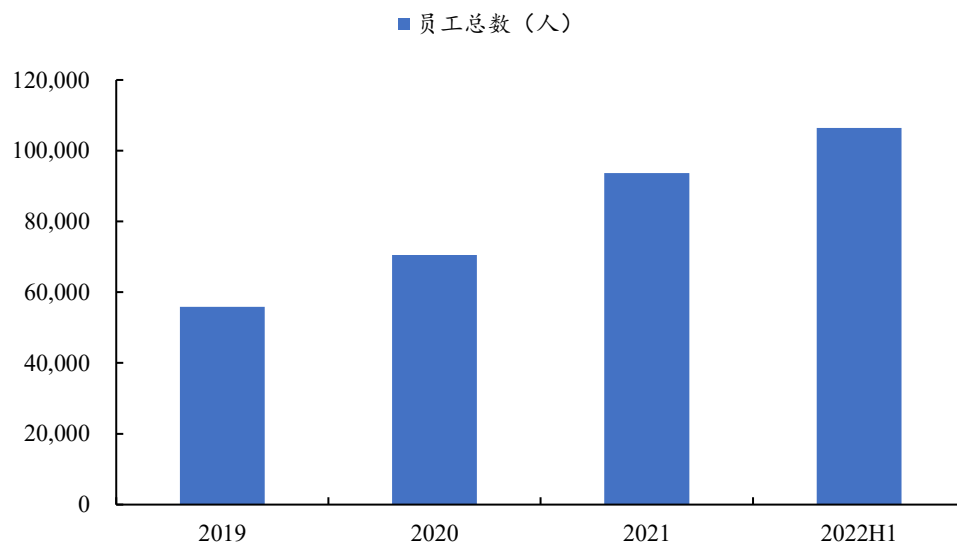
关键指标：人员快速增长，为业务发展储能

CXO公司员工总数（人）

公司名称	2019	2020	2021	2022H1
药明康德	21744	26411	34912	39716
泰格医药	4959	6032	8326	8299
康龙化成	7393	11012	14923	17650
凯莱英	3840	5477	7126	8931
昭衍新药	1224	1483	2140	2140
九洲药业	2998	3586	4083	4083
博腾股份	2077	2635	3782	4750
美迪西	1219	1642	2440	2833
药石科技	652	763	1735	2159
皓元医药	671	873	1486	2122
和元生物	244	311	367	367
药康生物	619	759	823	1115
奥翔药业	587	757	846	846
百诚医药	343	496	765	1185
阳光诺和	529	675	873	982
成都先导	394	458	471	471
睿智医药	2439	2657	2636	2636
诺泰生物	795	891	1091	1091
南模生物	291	347	509	509
普蕊斯	2186	2579	3343	3593
博济医药	651	715	989	989

- CXO行业整体属于人力密集型行业，人员的扩张也是衡量公司经营增长的重要指标。
- 2022H1，CXO板块公司整体员工总数超过10万人。其中员工数最多的是药明康德（39716人），截至2022H1，相比2021年末，员工总数增速较快的有百诚医药（1185人，+55%）、皓元医药（2022人，+43%）、药康生物（1115人，+35%）。

2019-2022H1 CXO板块员工总数情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

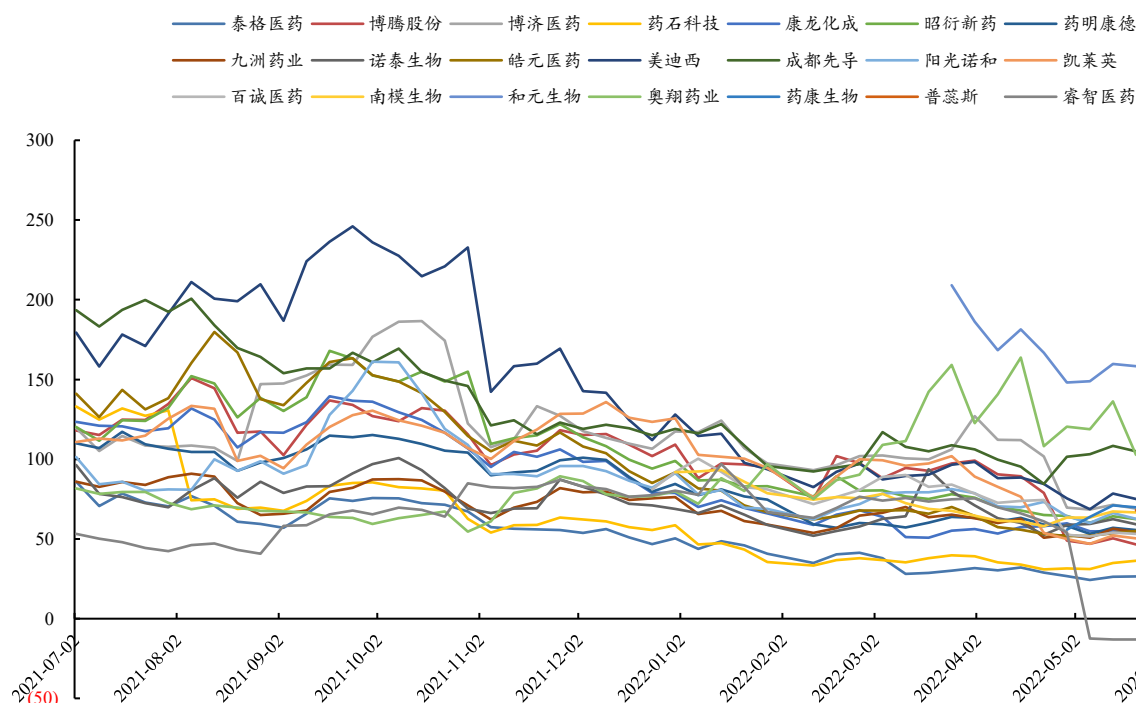
估值：继续波动回调，稀缺性享受高溢价

主要企业的横向对比来看，CXO板块估值持续调整，核心标的进入价值区间，目前估值超过100倍的标的仅有和元生物和成都先导，稀缺性标的享受更高的估值溢价。

CXO公司PE (TTM) 情况

公司名称	2021	2022H1
药明康德	84.37	58.67
泰格医药	50.39	34.00
康龙化成	78.82	68.15
凯莱英	125.66	54.01
昭衍新药	98.95	73.68
九洲药业	76.25	57.72
博腾股份	109.16	51.90
美迪西	127.96	93.92
药石科技	58.63	40.53
皓元医药	91.63	74.26
和元生物	/	236.05
药康生物	/	87.63
奥翔药业	79.81	88.53
百诚医药	91.97	67.66
阳光诺和	91.24	73.84
成都先导	118.98	126.60
睿智医药	80.18	-14.29
诺泰生物	68.76	60.11
南模生物	91.84	79.30
普蕊斯	/	50.89
博济医药	117.43	70.77

主要CXO公司近一年PE (TTM) 变化情况



资料来源：Wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



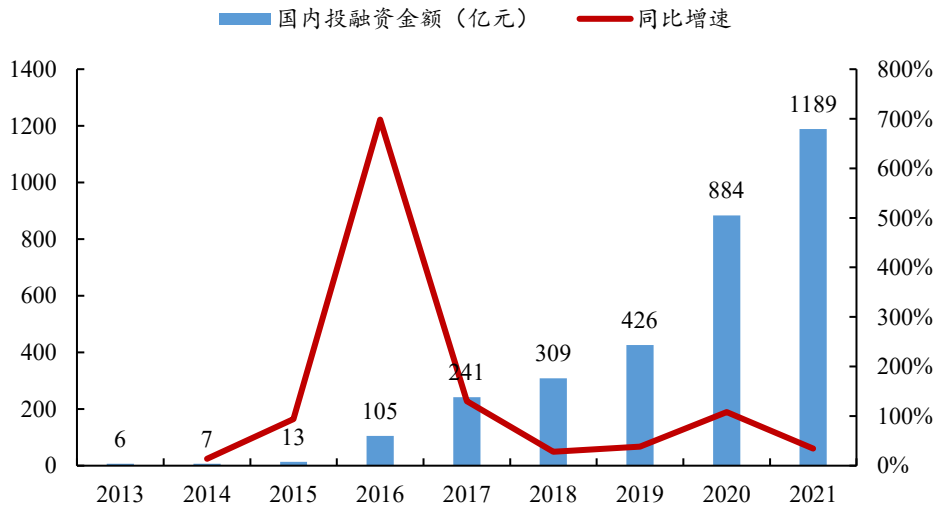
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

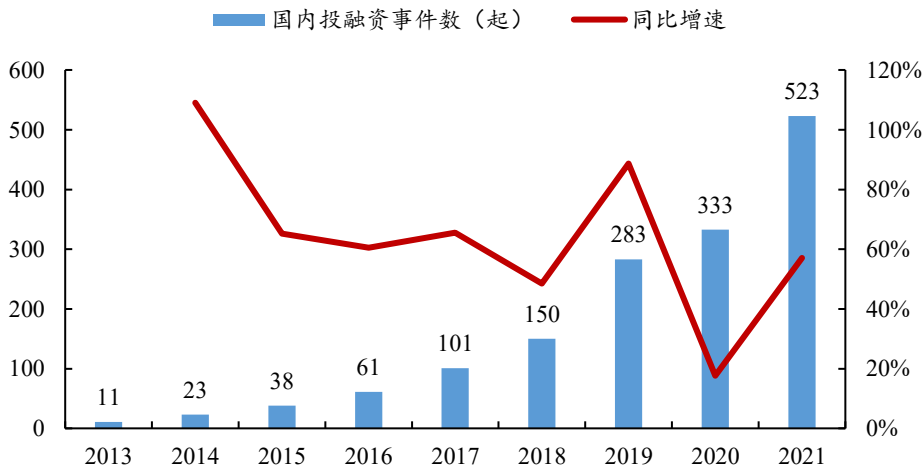
前瞻指标：一级市场生物医药投融资逐年增长

- 从各年度数据来看，2021年国内生物医药领域一级市场继续创新高。
- 投资金额持续增长：国内生物医药领域一级市场2021年投融资金额达到1189亿元，同比增长34.50%。
- 投资案例数量迅速增加：国内生物医药领域一级市场2021年投融资事件大幅增加，同比增长57.06%，反映出医药行业一级市场投资的持续活跃。

2013-2021年国内生物医药领域投融资金额



国内生物医药领域投融资事件



资料来源：动脉网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



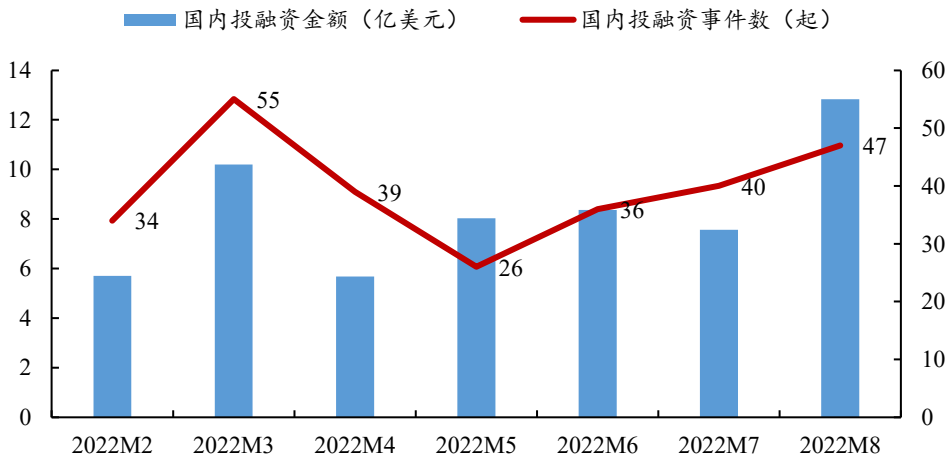
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

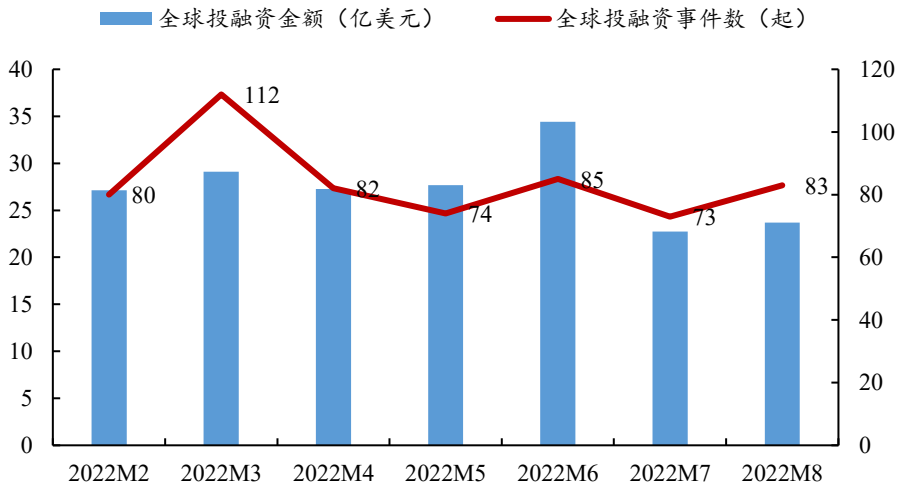
前瞻指标：2022年上半年投融资遇冷，8月有所回升

- 国内：月度投融资数据持续波动，8月环比有所回升。2022年8月，国内生物医药领域发生投融资事件47起，环比增速17.5%；投融资金额12.83亿美元，环比增速69.7%。
- 全球：月度间较为平稳，不容乐观。2022年8月，全球生物医药领域发生投融资事件83起，环比增速4.3%；投融资金额23.68亿美元，环比增速13.7%。

国内生物医药领域投融资情况（2022年月度数据）



全球生物医药领域投融资情况（2022年月度数据）



资料来源：动脉网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



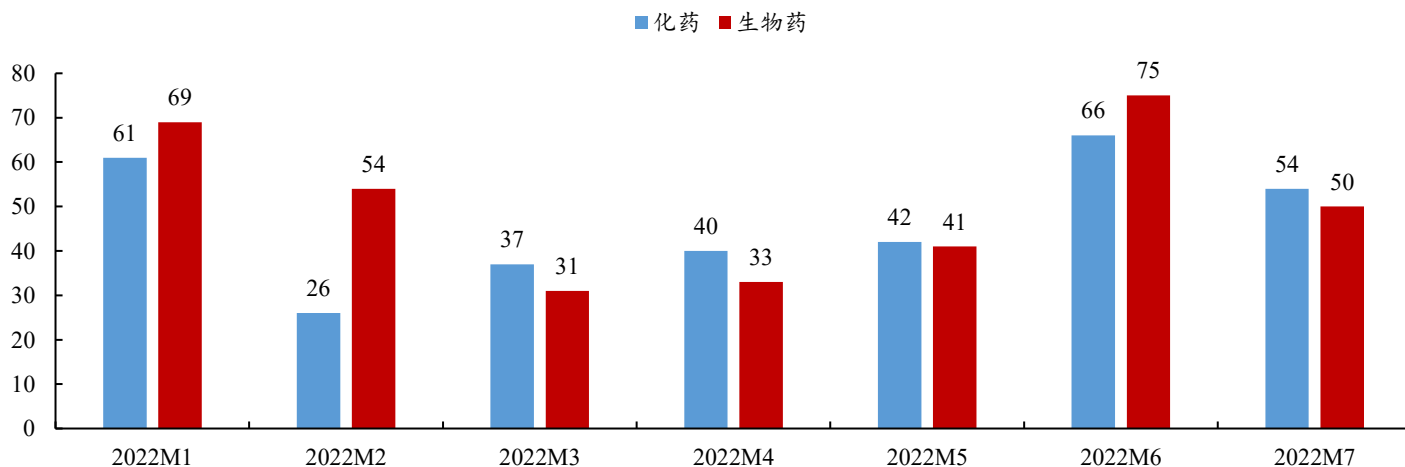
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

前瞻指标：7月新药IND数量104个

- 新药IND受理数量能够体现当前市场药物研发需求的旺盛程度。
- 2022年7月，化药板块获得IND数量54个，生物药板块50个。处于2022年月度平均水平。

国内新药IND数量（2022年月度数据）



资料来源：医药魔方、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

1

中报业绩概述

2

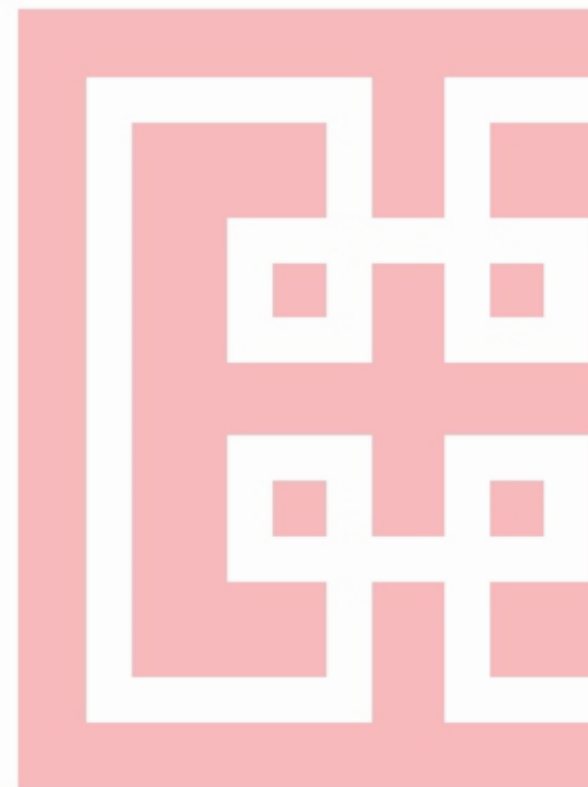
CXO 关键指标与前瞻指标

3

重点标的推荐

4

风险提示



百诚医药：“药学+临床”综合CRO踏浪而来，凸显成长属性

- **公司整体业绩进入收获期，营收利润高增长：**公司作为“药学+临床研究”综合CRO领域的先行者，深耕行业多年，具备仿制药药学研究、临床试验及注册申报等一体化竞争优势。研发投入持续增加，技术平台体系完善。公司营收持续高增长，盈利能力不断增强：2021年营业收入3.47亿元，同比增长80.61%；归母净利润1.11亿元，同比增速达93.52%，收入端和利润端均增长迅速。
- **双线拓展、模式创新，增强长期业绩弹性：**公司开展“受托研发服务+研发技术成果转化”的创新型发展模式，并在盈利模式上引入销售分成的付款方式，深度绑定客户。目前受托研发服务增长强劲，其中临床前药学研究是受托研发服务板块的核心业务，2021年收入达1.59亿元，同比增速99.47%；自主研发技术成果转化业务盈利能力突出，近年毛利率维持在80%左右的较高水平，未来还有望通过销售分成，进一步增厚利润。
- **在手订单充足，彰显成长属性：**凭借创新发展模式，客户订单齐增长，业绩放量有保障。2018-2021H1，公司客户数量和合同数量快速增加，公司的客户粘性较强。从订单执行情况来看，其中来自于制药企业的订单金额占比突出，2020年其整体订单的比重为74.22%；来自于医药研发投资机构的订单增长快速，由2018年的329.35万，增长到2020年的5324.14万元，年符合增速达152.85%。2021年末公司在手订单8.93亿元，同比增长76.88%。
- **CDMO业务实现突破，奠定业绩增长新方向：**战略进入CDMO板块，公司涉足CDMO业务的初衷是从自身研发项目的需求出发，希望加快内部订单执行效率，加快研发进程；与此同时，承接外部订单，并于CRO业务产生协同效应。目前赛默具备原料+制剂生产能力，剂型全，产能大。2021年下半年，浙江赛默的CDMO业务对外实现收入940.14万元，对内为公司的57个受托研发项目提供CDMO服务，取得了阶段性的突破，预计未来赛默将成为新的业绩贡献板块。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

百诚医药：“药学+临床”综合CRO踏浪而来，凸显成长属性

公司收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	156.42	207.25	374.31	672.64	1016.52	1426.77
YOY	90.47%	32.50%	80.61%	79.70%	51.12%	40.36%
受托研发服务收入	122.16	142.89	213.55	346.52	521.70	708.50
YOY	77.56%	16.97%	49.46%	62.27%	50.55%	35.81%
毛利率	57.80%	59.00%		61.56%	62.60%	63.15%
自主研发技术成果转化收入	27.24	54.81	105.84	158.76	222.26	288.94
YOY	167.35%	101.18%	93.10%	50%	40%	30%
毛利率	82.28%	83.90%	71.96%	73%	75%	75%
CDMO业务收入	-	-	9.40	100.00	150.00	200.00
YOY				963.83%	50.00%	33.33%
毛利率				30%	30%	30%
权益分成收入			32.17	50.00	100.00	200.00
YOY				55.42%	100.00%	100.00%
毛利率			100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他主营业务收入	7.02	9.55	13.35	17.36	22.56	29.33
YOY	123.92%	36.10%	39.76%	30%	30%	30%
毛利率	60.80%	62.71%		60%	60%	60%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



百诚医药：“药学+临床”综合CRO踏浪而来，凸显成长属性

投资建议：

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为6.73/10.17/14.27亿元；同比增速79.7%/51.1%/40.4%；归母净利润分别为2.04/3.14/4.50亿元；净利润同比增速83.4%/54.3%/43.5%；对应估值为40X/26X/18X。
- 考虑公司受托研发和自主研发技术成果转化业务增长稳健，销售分成增厚利润空间，提供长期业绩保障，CDMO板块未来潜力突出。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	374	673	1017	1427
收入同比（%）	80.6%	79.7%	51.1%	40.4%
归属母公司净利润	111	204	314	451
净利润同比（%）	93.5%	83.4%	54.3%	43.5%
毛利率（%）	67.3%	62.4%	64.1%	66.0%
ROE（%）	4.8%	8.1%	11.1%	13.7%
每股收益（元）	1.37	1.88	2.91	4.17
P/E	62.71	39.95	25.90	18.05
P/B	4.01	3.23	2.87	2.48
EV/EBITDA	45.54	25.16	14.80	9.50

资料来源：wind（2022/9/2），华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

和元生物：扎根新兴黄金赛道CGT CXO，前沿布局占据先发优势

- 专注于基因治疗领域，进入发展快车道。**公司深耕CGT CRO/CDMO十年，已围绕CGT全面搭建相关技术平台，形成了以基因治疗载体开发与生产工艺为核心的两大技术集群，在病毒载体生产的关键技术上已达到国际先进水平，拥有基于一次性工艺的大规模GMP生产平台，可灵活高效的完成质粒、腺相关病毒、溶瘤病毒、慢病毒等多种产品的共线生产。公司经营状况良好，业绩有望持续增长：2021年营收2.55亿元，同比增长78.57%；扣非归母净利润0.41亿元，同比增速达53.69%。2022Q1公司实现营业收入7311.62万元，同比增长56.85%；实现扣非归母净利润1087.98万元，同比增长26.18%。
- CGT赛道市场潜力巨大，高速发展孕育机会。**基因治疗优势突出，目前基因治疗已经由科研领域的探索逐步转移到实际的药物研发中，已成为创新药研发的重要领域。受到上市进程加快和市场需求增加的双重激励，全球基因治疗药物研发活动在2015年后呈现爆发式增长的趋势，基因治疗行业快速升温。CGT企业以初创型Biotech为主，自建产线成本高，借助CXO企业先进工艺可实现快速布局。高技术门槛推升行业外包渗透率，基因治疗外包渗透率超过65%，远超传统生物制剂的35%。因此，随着基因治疗行业的高速发展，对基因治疗外包服务的需求也日益增长，成为推动基因治疗CXO行业发展的重要因素。2016年-2020年，中国CGT CRO市场规模从1.7亿元增长至3.1亿元，预计2025年将增至12.0亿元。2018年-2022年，中国CGT CDMO市场规模将从8.7亿元增长到预计32.6亿元，预计到2027年将增至197.4亿元。
- 一体化布局，CDMO业务高速增长，成为重要增长引擎。**CGT CRO板块作为公司的传统业务，随着CGT行业迈入产业化发展阶段，客户群体也正在从科研端向工业端拓展，仍具备成长属性，保持增长趋势。公司在成立初期依靠基因治疗CRO业务稳定增长的基础上，近年来积极拓展业务范围，先发布局基因治疗CDMO业务，并将CDMO业务作为未来战略发展的重点和主要收入增长引擎。2021年基因治疗CDMO服务实现收入1.93亿元，同比增长89.52%，占营收比重为75.69%。CDMO订单不断增长，目前已为超过90个Pre-IND及临床I&II期项目提供服务，截至2021年8月，公司在手订单3.13亿元。
- 先发优势明显，打造技术+产能护城河。**公司具备先进的生产工艺、质控技术、生产制造水平以及大规模产业化能力，奠定行业龙头地位。并将持续研发投入，保持创新驱动，提升基因治疗载体先进技术和工艺，同时促进关键原料的国产替代，防控“卡脖子”问题。在产能建设方面，公司建成国内第一条基因与细胞治疗GMP生产线，为了满足不断扩大的CDMO业务需求，继续扩建产能，临港基地建成之后，可实现92000m²的产能，GMP基地规模位居全球前列，和元智造精准医疗产业基地规划33条产线，其中一期11条产线计划于2023年投产，二期22条产线计划2025年投产，建成后将主要提供质粒、慢病毒、腺相关病毒、各种溶瘤病毒等产品的大规模生产服务，达产后可实现超过15亿元的CDMO/CMO业务收入。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

和元生物：扎根新兴黄金赛道CGT CXO，前沿布局占据先发优势

公司收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	62.91	142.77	254.95	363.69	568.12	853.22
YOY	42.30%	126.94%	78.57%	42.65%	56.21%	50.18%
CGT CDMO服务收入	24.83	101.71	192.77	285.50	468.09	726.40
YOY	92.33%	309.63%	89.53%	48.10%	63.95%	55.18%
毛利率	-3.12%	55.96%	47.14%	48.59%	49.00%	49.15%
CGT CRO服务收入	36.09	36.69	55.21	67.30	83.90	104.40
YOY	22.96%	1.66%	50.48%	21.90%	24.67%	24.43%
毛利率	65.96%	63.30%	63.86%	65.08%	64.24%	62.55%
生物制剂、试剂及其他收入	1.93	3.91	6.57	10.51	15.77	22.08
YOY	77.06%	102.59%	68.03%	60.00%	50.00%	40.00%
毛利率	73.47%	67.39%	70.34%	70.00%	65.00%	65.00%
其他业务收入	0.07	0.46	0.40	0.38	0.36	0.34
YOY	-91.86%	557.14%	-13.04%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	52.97%	41.21%	33.48%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



和元生物：扎根新兴黄金赛道CGT CXO，前沿布局占据先发优势

投资建议：

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为3.64/5.68/8.53亿元；同比增速为42.7%/56.2%/50.2%；归母净利润分别为0.81/1.19/1.78亿元；净利润同比增速48.9%/47.6%/49.4%；对应估值为149X/101X/68X。
- 考虑公司作为黄金赛道CGT CXO行业稀缺标的，技术+产能护城河明显，具备先发优势，在基因治疗行业高速增长的驱动下，公司业绩有望实现快速增长，展现出高成长属性。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	255	364	568	853
收入同比（%）	78.6%	42.7%	56.2%	50.2%
归属母公司净利润	54	80.79	119.22	178.07
净利润同比（%）	-42.5%	48.9%	47.6%	49.4%
毛利率（%）	51.3%	51.1%	50.9%	50.4%
ROE（%）	5.9%	3.7%	5.1%	7.1%
每股收益（元）	0.14	0.16	0.24	0.36
P/E	0.00	149.14	101.06	67.66
P/B	0.00	5.49	5.20	4.83
EV/EBITDA	-9.13	86.91	63.27	41.78

资料来源：wind（2022/9/2），华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所



药康生物：立足动物模型，打造产品+服务，探索行业新边界

- **深耕行业，发展迅猛：**公司为全球客户提供具有自主知识产权的商品化小鼠模型，同时开展模型定制、定制繁育、功能药效分析等一站式服务，是全球品系最多的小鼠模型供应商之一。公司营收保持快速增长，盈利能力持续增强：2021年营收3.94亿元，+50.35%；2021年归母净利润1.25亿元，+63.45%；2022Q1，公司实现营收1.16亿元，+51.16%；归母净利润0.3亿元，+66.95%。2019-2021年毛利率为67%、72%、74%，维持在高位水平。
- **小鼠模型品系行业领先，核心业务高速发展，增长动力充足：**公司拥有在业内规模领先、技术先进、品系齐备的基因敲除小鼠品系资源库，2021年，小鼠模型品系库增长到22000种，在全球同行业公司中处于领先地位。多样化的小鼠品系使得公司能够最大化满足客户个性化的产品需求，大大缩短交付周期，提高公司的核心竞争力。商品化小鼠模型销售是目前公司最大业务板块，2021年实现收入2.5亿元，同比增长66%；功能药效业务也随着公司小鼠品系库的丰富、服务体系完善以及客户需求的增长，成为增速最快的业务板块，2021年实现收入5348万元，同比增长67%。未来商品化小鼠模型销售和功能药效将依然保持高增速，驱动业绩增长。
- **加速布局海外，把握全球市场机会：**凭借小鼠品系数量、质量控制体系、成本和价格等方面的独特优势，公司海外业务发展迅速，2018年公司海外收入占比在1%左右，2022Q1年这一比重已提升到10%。近年来公司持续加大海外市场开拓力度，2020年公司已在美国建立了子公司，并初步组建了海外销售团队，预计销售团队会继续扩充规模；并计划在海外主要地区筹建研发生产基地，将进军海外作为自身重要战略方向进行布局，基于海外庞大的市场规模，公司业绩进一步增长值得期待。
- **研发驱动，模型创制持续推进，探索行业新边界：**公司注重模型创制，长短结合开展创新性模型研发，在满足现有市场需求的同时加强原始创新，布局真实世界小鼠模型的开发，为新药开发提供新的临床前试验研发工具。通过持续不断地研发投入推进野生鼠和无菌鼠等项目，创造全新需求，预计未来还将继续保持高强度的研发投入。斑点鼠、无菌鼠、野生鼠作为公司目前主要在研项目，是公司重要的战略举措。随着生命科学研究的不断深入，现有的常规小鼠模型难以完全满足科研需求，无菌鼠、野生鼠可有效填补国内市场空白，尤其是无菌鼠、野生鼠等真实世界小鼠模型为客户提供高技术水平的产品及服务，同时提升行业市场空间天花板。未来随着重点高附加值品系的产能提升以及更多新产品的落地放量，能够优化现有收入结构，提升竞争力，增强可持续发展能力。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

药康生物：立足动物模型，打造产品+服务，探索行业新边界

公司收入拆分与盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	192.72	261.92	393.79	577.35	832.21	1171.06
YOY	261.64%	35.91%	50.35%	46.61%	44.14%	40.72%
毛利率	66.84%	72.04%	74.33%	74.23%	73.55%	73.34%
商品化小鼠模型销售（合计）	95.27	152.60	253.31	405.30	607.94	881.52
YOY	189.34%	60.18%	66.00%	55.86%	49.57%	42.93%
毛利率	79.37%	85.01%	80.44%	78.00%	76.00%	75.00%
模型定制业务收入	29.51	24.17	24.56	25.30	24.03	22.83
YOY	484.75%	-18.10%	1.63%	3.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	50.61%	51.62%	56.38%	56.00%	55.00%	55.00%
定制繁育业务收入	45.38	50.06	56.69	65.19	74.97	86.22
YOY	245.16%	10.31%	13.25%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	62.60%	61.38%	55.86%	55.00%	55.00%	55.00%
功能药效业务收入	19.08	32.01	53.48	93.59	154.42	247.08
YOY	611.65%	67.75%	67.09%	70.00%	65.00%	60.00%
毛利率	57.52%	74.77%	75.81%	75.00%	75.00%	75.00%
代理进出口及其他收入	1.74	1.62	4.40	4.53	4.67	4.81
YOY	-441.32%	-7.03%	171.66%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



药康生物：立足动物模型，打造产品+服务，探索行业新边界

投资建议：

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为5.77/8.32/11.71亿元；同比增速为46.6%/44.1%/40.7%；归母净利润分别为1.75/2.50/3.48亿元；净利润同比增速40.3%/42.4%/39.5%；对应PE为58X/41X/29X。
- 考虑到公司在模式动物领域的龙头地位，拥有丰富的品系资源，持续进行研发投入，随着模型创制不断推进，开创性新产品逐步落地放量，预计未来公司的产品和服务业务均会呈现快速增长的同时提升行业市场空间天花板，具备较强的发展潜力。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	394	577	832	1171
收入同比（%）	50.3%	46.6%	44.1%	40.7%
归属母公司净利润	124.93	175	250	348
净利润同比（%）	63.4%	40.3%	42.4%	39.5%
毛利率（%）	74.3%	74.2%	73.6%	73.4%
ROE（%）	15.9%	18.2%	20.6%	22.3%
每股收益（元）	0.35	0.49	0.69	0.97
P/E	0.00	58.22	40.88	29.30
P/B	0.00	10.62	8.43	6.55
EV/EBITDA	-1.51	49.71	38.80	28.31

资料来源：wind（2022/9/2），华安证券研究所

资料来源：公司公告、华安证券研究所



皓元医药:小分子药物研发前后端一体化平台,加速布局打开成长空间

- 小分子药物研发前后端一体化,业绩增长强劲:** 公司建立了前端分子砌块和工具化合物及后端原料药和中间体一体化的创新发展模式,坚持自主开发和客户定制合成相结合,积累了丰富的产品种类,树立了较高竞争壁垒。公司收入端和利润端快速增长:前后端一体化的服务模式,协同效应明显,业务规模进一步扩大。2021年,公司实现营业收入9.69亿元,同比增长52.61%;归母净利润1.91亿元,同比增长48.70%。2022年Q1,公司实现营业收入3.00亿元,同比增长33.02%,实现归母净利润0.62亿元,同比增长15.06%。利润率维持较高水平:2021年和2022年Q1,销售毛利率分别为54.12%和57.48%,销售净利率分别为19.66%和20.59%。
- 前端业务订单需求快速增长,积极开拓高附加值产品品类:** 2021年,公司分子砌块订单数量超16.3万,工具化合物订单数量超11.6万,不断增长的订单需求为业绩持续高增长提供了保障。2021年公司前端分子砌块和工具化合物业务收入5.45亿元,同比增长57.59%。依托处于药物研发产业链前端的分子砌块和工具化合物业务,公司紧跟生物医学和医药研发的前沿进展并进行前瞻性研究和项目储备开发。截止2021年末,公司已累计储备超5.86万种分子砌块和工具化合物,其中,自主合成的分子砌块和工具化合物产品种类超过14000种。
- 后端业务加速布局,创新药CDMO打开成长空间:** 公司原料药和中间体合成能力国内领先。扩大前端业务导入价值,实现前后端一体化发展。通过对客户研发最早期介入,大幅度提升客户研发效率和成功率。2021年,后端原料药和中间体业务营业收入4.17亿元,营业收入占比43.03%,同比增长46.32%。公司加速后端业务产能布局,解决公司原料药和中间体业务GMP产能瓶颈。收购药源药物落地,推动业务往制剂领域延伸,打造“中间体—原料药—制剂”一体化CRO/CDMO/CMO产业服务平台。

创新药CDMO有望成为强劲驱动力: 截止2021年底,公司创新药CDMO承接了173个项目,主要布局在中国、日本、美国和韩国市场。领先布局ADC项目,未来有望受益行业增长:2021年,公司ADC项目数80个,同比增长247.83%,销售收入同比增长321.45%,公司助力我国首个申报临床ADC一类抗癌新药荣昌生物RC-48上市,树立了良好口碑,为后续承接订单提供了优质的项目经验。



皓元医药:小分子药物研发前后端一体化平台, 加速布局打开成长空间

公司收入拆分与盈利预测

单位:百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	408.97	635.1	969.23	1413.79	2020.39	2830.11
YOY	36.23%	55.29%	52.61%	45.87%	42.91%	40.08%
分子砌块和工具化合物收入	235.68	345.81	544.98	800.23	1157.75	1636.13
YOY	56.46%	46.73%	57.59%	46.84%	44.68%	41.32%
毛利率	70.70%	70.26%	68.28%	67.51%	67.18%	66.69%
产品销售	213.90	317.03	478.34	680.28	947.84	1279.27
YOY	61.66%	48.21%	50.88%	42.22%	39.33%	34.97%
技术服务 (CRO)	21.78	28.79	66.64	119.95	209.92	356.86
YOY	18.87%	32.19%	131.46%	80.00%	75.00%	70.00%
原料药和中间体收入	167.25	285.04	417.09	605.56	862.64	1193.99
YOY	12.86%	70.43%	46.32%	45.19%	42.45%	38.41%
毛利率	38.83%	40.60%	35.98%	36.75%	37.17%	37.60%
产品销售	155.16	272.52	344.98	482.97	666.50	899.78
YOY	9.10%	75.64%	26.59%	40.00%	38.00%	35.00%
技术服务 (CMC/CDMO)	12.10	12.52	72.11	122.59	196.14	294.21
YOY	102.05%	3.53%	475.86%	70.00%	60.00%	50.00%
其他业务收入	6.04	4.24	7.16	8.00	9.00	10.00
YOY	342.73%	-29.70%	68.79%	11.73%	12.50%	11.11%
毛利率	38.00%	29.01%	32.80%	30%	30%	30%

资料来源:公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



皓元医药:小分子药物研发前后端一体化平台，加速布局打开成长空间

投资建议：

- 我们预计公司2022~2024年营收分别为14.14/20.20/28.30亿元；同比增速为45.9%/42.9%/40.1%；归母净利润分别为2.68/3.87/5.47亿元；净利润同比增速40.2%/44.5%/41.4%；对应估值为59X/41X/29X。。
- 考虑公司高附加值小分子化合物产品积累，树立竞争壁垒。随着客户药品研发注册推进，后端业务增长可期，创新药CDMO板块未来潜力突出。

财务摘要与盈利预测

主要财务指标（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	969	1414	2020	2830
收入同比（%）	52.6%	45.9%	42.9%	40.1%
归属母公司净利润	190.98	268	387	547
净利润同比（%）	48.7%	40.2%	44.5%	41.4%
毛利率（%）	54.1%	54.1%	54.1%	54.2%
ROE（%）	10.5%	13.1%	15.9%	18.3%
每股收益（元）	2.94	2.57	3.72	5.26
P/E	84.59	59.33	41.07	29.05
P/B	10.15	7.75	6.52	5.32
EV/EBITDA	65.99	37.70	25.60	18.42

资料来源：wind（2022/9/2），华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

1

中报业绩概述

2

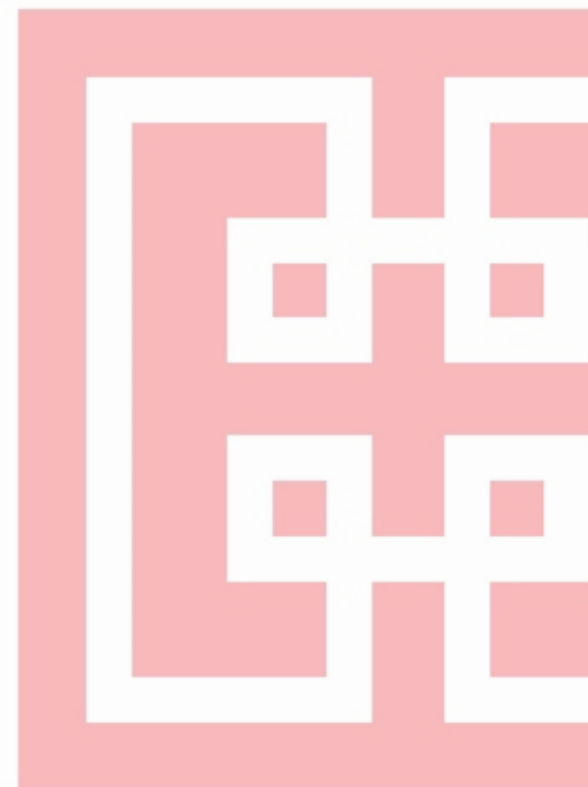
CXO 关键指标与前瞻指标

3

重点标的推荐

4

风险提示





风险提示

- 创新药研发不及预期的风险；
- 投融资缩减风险；
- 新冠疫情带来的不确定性风险；
- 国际汇率变动风险；
- 地缘政治与贸易冲突风险；
- 技术人才紧缺和人才流失的风险。



重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。