CXO 中长期逻辑未变，短期关注不同赛道结构变化

药物研发生产外包服务（CXO）包含临床前 CRO、临床 CRO、CMO/CDMO 等。近日 CXO 企业业绩预告陆续披露，上市公司整体业绩表现超预期。我们认为 CXO 行业发展逻辑不变，中长期仍有较高增长潜力。资产投放标的选择方面，细分赛道龙头企业在疫情期间体现出更强的抗风险能力。产业链上，临床前 CRO、CMO/CDMO 环节较临床 CRO 更容易出现百花齐放局面。

表 1：CXO 代表企业 2018-2020 年净利润情况（亿元）

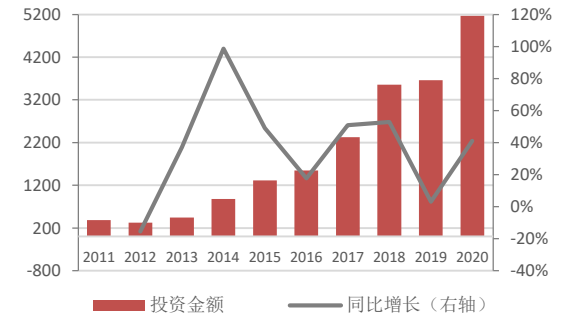
细分行业	公司名称	2018A	2019A	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020E
临床前 CRO	美迪西	0.62	0.69	0.15	0.48	0.78	1.23
	药明康德	23.34	19.11	3.05	17.27	23.87	27.82
临床 CRO	康龙化成	3.39	5.31	0.93	4.67	7.66	11.33
	泰格医药	5.07	9.75	2.59	10.36	14.03	16.83
CMO/ CDMO	博济医药	0.11	0.12	-0.06	0.15	0.24	0.16
	药明生物	6.30	10.10	-	7.31	-	16.67
	普洛药业	3.71	5.53	1.55	4.29	6.30	7.80
	博瑞医药	0.73	1.11	0.34	0.74	1.22	1.61
	博腾股份	1.11	1.80	0.47	1.30	2.38	3.06
	九洲药业	1.56	2.37	0.32	1.29	2.39	3.69
	凯莱英	4.06	5.54	1.08	3.16	5.06	-
	药石科技	1.34	1.52	0.28	0.87	1.42	-
	美迪西	0.62	0.69	0.15	0.48	0.78	1.23
	药明康德	23.34	19.11	3.05	17.27	23.87	27.82

资料来源：公司公告，招商银行研究院

一、CXO 行业发展短期确定性增强，中长期逻辑未发生改变

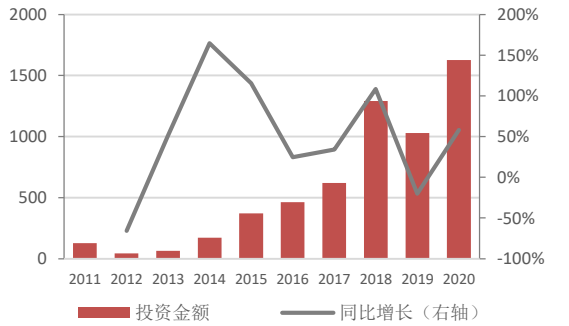
中短期受益于医疗健康行业融资热度提升。据动脉网，2020 年全球及国内医疗健康领域投融资活跃，所有医疗健康细分领域的投资均打破了历史纪录。而医疗企业融资大部分用于研发投入，为 CXO 行业和头部公司的中短期快速发展奠定基础。

图 1：2020 年全球医疗健康融资（亿元）



资料来源：动脉网，招商银行研究院

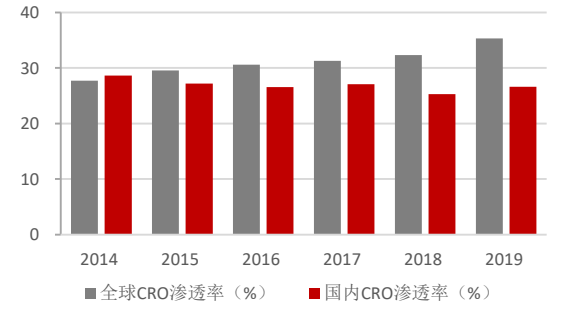
图 2：2020 年中国医疗健康融资（亿元）



资料来源：动脉网，招商银行研究院

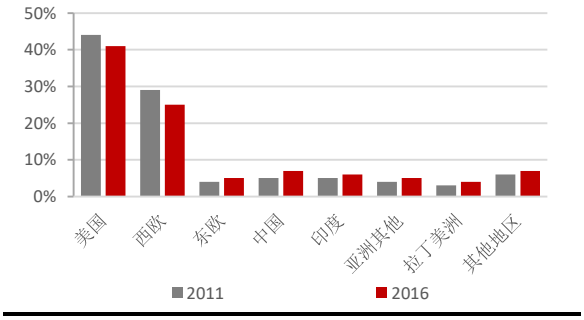
长期受益于医改推动国内药企研发投入增加，且由于成本优势，全球 CXO 产业链向国内转移。医药企业持续加大研发投入，外包服务渗透率不断提升趋势不变。叠加海外 CRO 向中国转移趋势受阻的可能性较小，我国 CXO 行业保持快速增长将是大概率事件。

图 3：CRO 渗透率变化趋势



资料来源：国元证券，招商银行研究院

图 4：全球 CXO 向国内转移趋势

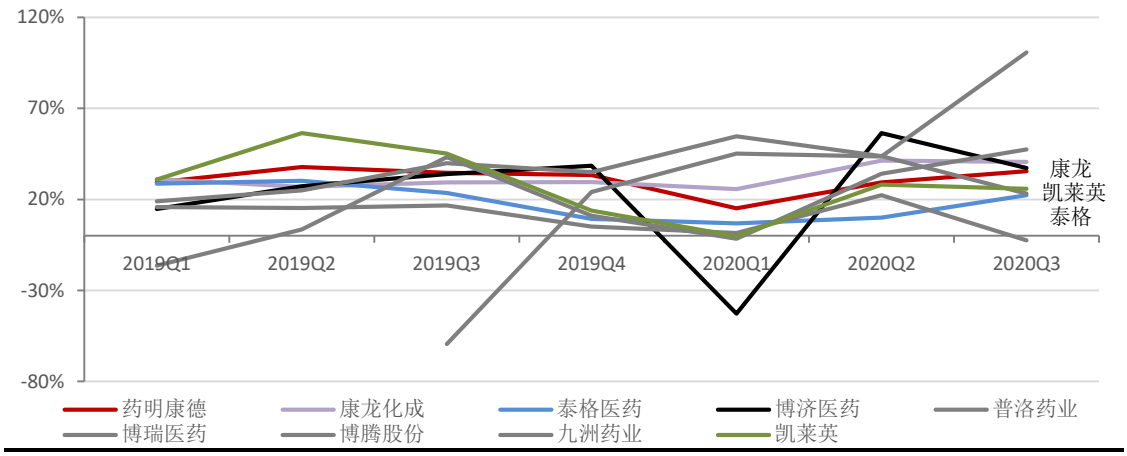


资料来源：广证恒生，招商银行研究院

二、关注产业链不同环节竞争态势变化

各细分赛道头部企业竞争优势显著，疫情期间抗风险能力、业绩恢复速度有更好表现。跟踪 2020 年 CXO 企业在疫情期间营收及利润增长情况，发现细分赛道龙头企业在疫情期间体现出更强的抗风险能力，疫情爆发初期（一季度）营业收入基本都实现了正增长，如临床 CRO 的泰格医药、临床前 CRO 的康龙化成、小分子 CDMO 的凯莱英等。同时，头部企业在疫情得到控制后，在新增人员规划、新产能建设等方面，呈现出更强的拓展能力，因而业绩恢复速度也显著优于其它企业。

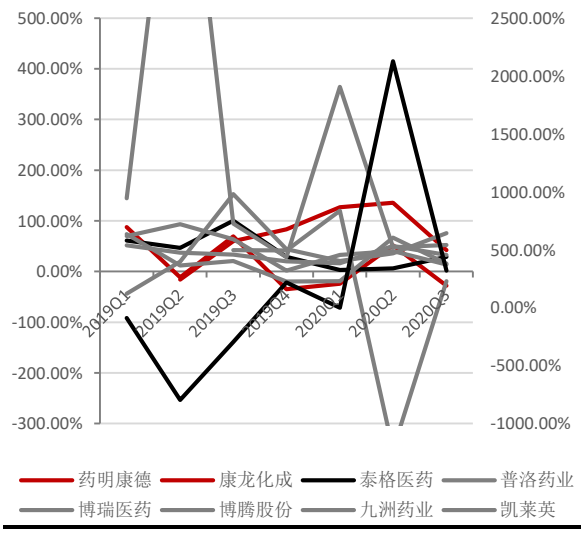
图 5：CXO 各环节代表企业营收增长情况



资料来源：招商银行研究院（注：红色:临床前 CRO；灰色:CMO/CDMO；黑色:临床 CRO）

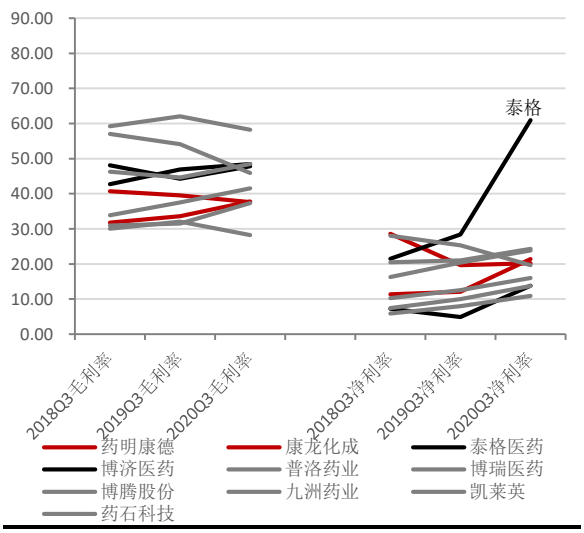
临床 CRO 资源集中优势明显，临床前及生产阶段更容易出现细分赛道小龙头。从盈利能力看，越接近新药研发后端，企业利润率越高。2020 年产业链各环节利润率都有所抬升，但临床 CRO 领域利润率水平提升尤为显著。并且，临床 CRO 头部企业在利润增长稳定性、净利率提升潜力等方面，较其它细分赛道优势也更为显著。因此，临床 CRO 头部效应更加明显，临床前 CRO、CDMO 领域更容易出现百花齐放局面。

图 6：CXO 代表企业扣非净利润增长情况



资料来源：招商银行研究院（注：红色:临床前 CRO；灰色:CMO/CDMO；黑色:临床 CRO）

图 7：CXO 各环节代表企业利润率变化情况



资料来源：招商银行研究院（注：红色:临床前 CRO；灰色:CMO/CDMO；黑色:临床 CRO）

总结来看，我们认为行业长期发展趋势未发生改变，头部公司业绩加速趋势明显。临床 CRO 领域头部企业更具竞争优势，临床前 CRO、CDMO 领域分层次合作机会更多。未来，可继续关注企业产能扩建、对外投资、信息化建设等合作机会。

（评论员：张璐瑶 王海量）