西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

CXO行业跟踪报告：

三维度透视CXO行业，景气度持续保持高水平

西南证券研究发展中心

2021年1月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：马云涛
执业证号：S1250520090001
电话：021-68416017
邮箱：mayt@swsc.com.cn

核心观点

- **行情回顾：**2020年初至今，CXO（CRO/CDMO）板块股价涨幅达到136%，明显跑赢申万医药行业指数。CXO板块市盈率（2020E）一直高于医药行业平均市盈率，截至2021年1月21日，CXO板块估值水平已经达到123倍，估值水平远超医药板块平均值。从个股角度来看，年初至今以及2020年12月至今，美迪西涨幅均排在首位，全年涨幅达到310%，2020年12月份至今涨幅达到71%，另外，药明康德、博腾股份、九洲药业和昭衍新药等涨幅也较多。
- **核心观点：**本篇报告我们提出从行业维度、企业维度和其他因素三个维度来研究跟踪CXO行业以及相关企业经营情况，并对行业发展趋势以及企业经营变化做出预判。
  - **行业维度：研发投入和渗透率是CXO行业的核心驱动力，CXO行业保持高景气度。**研发支出/药品销售额以及渗透率是决定CRO/CDMO行业市场规模的核心因素，与研发相对应的在研药物数量、IND数量和NDA数量以及与销售相关的批准上市药物数量是观察CXO行业景气度的关键指标。我国A股医药企业研发投入保持高增长，2019年研发投入额达到426亿元，2020H1研发投入额达到186亿元，同比增长12%，仍然保持在较高水平，高速增长的研发投入为CXO行业的发展奠定基础。从一级市场来看，截至2020年11月份，我国一级市场创新药企业融资额为555.9亿元，融资事件为310例，受到疫情影响，同比2019年有所下降，但目前恢复较快，预计2021年有望实现较快增长。从IND和NDA数量来看，2020年全年IND数量为451个，NDA数量为58个，均达到历史新高。整体来看，我国医药行业研发投入和在研药物数量持续快速增长，CXO行业将继续保持高景气度。
  - **企业维度：企业经营持续加速扩张，带动业绩快速增长。**我国CXO企业全产业链布局持续加速，核心竞争力不断增强。目前，龙头企业订单充沛，企业扩张持续加速，从在建工程增速来看，2020Q1-3康龙化成、博腾股份、睿智医药和药石科技等几家企业增速较快，凯莱英、九洲药业和药明康德也都保持在30%的增速；从固定资产增速来看，2020Q1-3九洲药业、泰格医药、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和昭衍新药也都保持在20%的增速；从员工总数增速来看，2020H1昭衍新药、博腾股份、康龙化成、泰格医药和凯莱英员工增速较快，其中博腾股份、康龙化成和昭衍新药增速均超过40%，较快的人数增长以及固定资产投入表明企业订单充足，对未来发展充满信心。对应到业绩端，2020Q1-3，A股CXO板块中收入增速超过30%的企业有4家，归母净利润增速超过30%的企业有7家，企业业绩继续保持高增长态势。
  - **其他因素：汇率、投资收益和治理结构是影响CXO企业经营的重要因素。**2020年受人民币持续升值的影响，CXO企业汇兑损失较大，对利润造成一定影响，后面仍需重点关注汇率情况。另外，近几年CXO企业在创新领域投资较多，投资收益占利润比重逐渐上升，后续有望逐步贡献稳健可持续利润。目前CXO行业人才竞争较为激烈，企业普遍通过股权激励等绑定优秀人才，对公司发展具有一定带动作用，但是也带来了一定管理费用的增加，后续需重点关注。
- **投资建议：**成本优势推动下，海外CXO产能持续向我国转移，同时国内创新药崛起进一步为CXO行业带来增量空间，预计CXO板块业绩有望保持高速增长，且确定性较高。推荐实现CRO+CDMO一体化的龙头企业药明康德、小分子CDMO凯莱英和博腾股份，建议关注康龙化成和泰格医药等。

目录

1.板块行情回顾：大幅跑赢医药行业指数，估值处于较高水平

2.行业维度：研发投入和在研药物数量持续快速增长，CXO行业保持高景气度

3.企业维度：企业经营持续加速扩张，带动业绩快速增长

4.其他因素：汇率、投资收益和治理结构值得关注

5.投资建议：建议重点关注平台型CXO企业

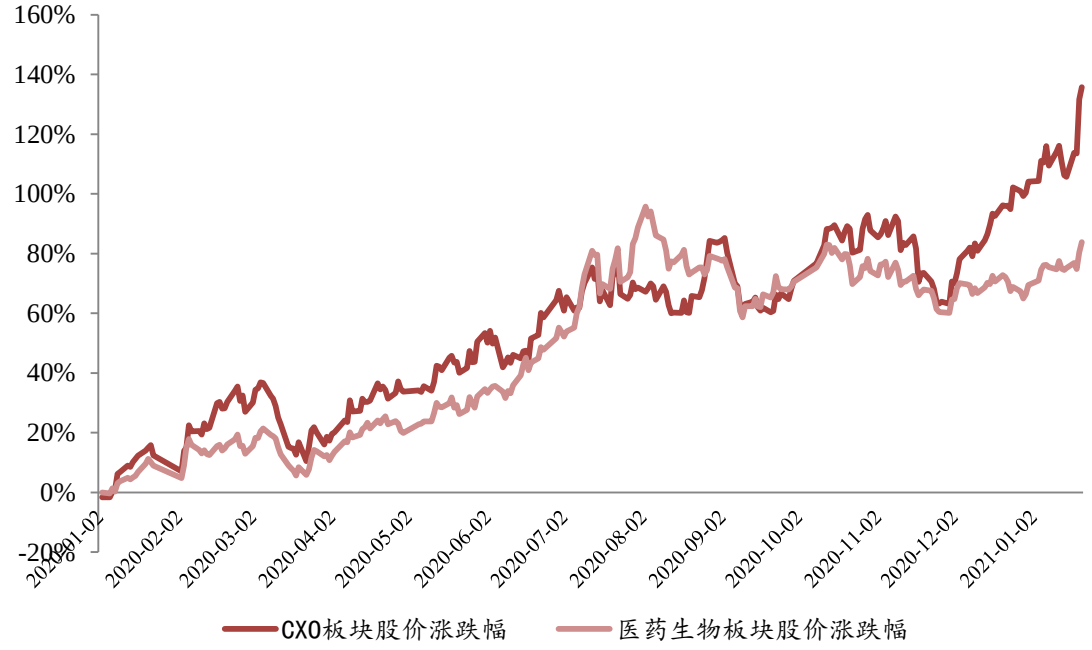
6.风险提示

1.1 CXO板块市场表现回顾：2020年初至今CXO板块股价明显跑赢医药指数

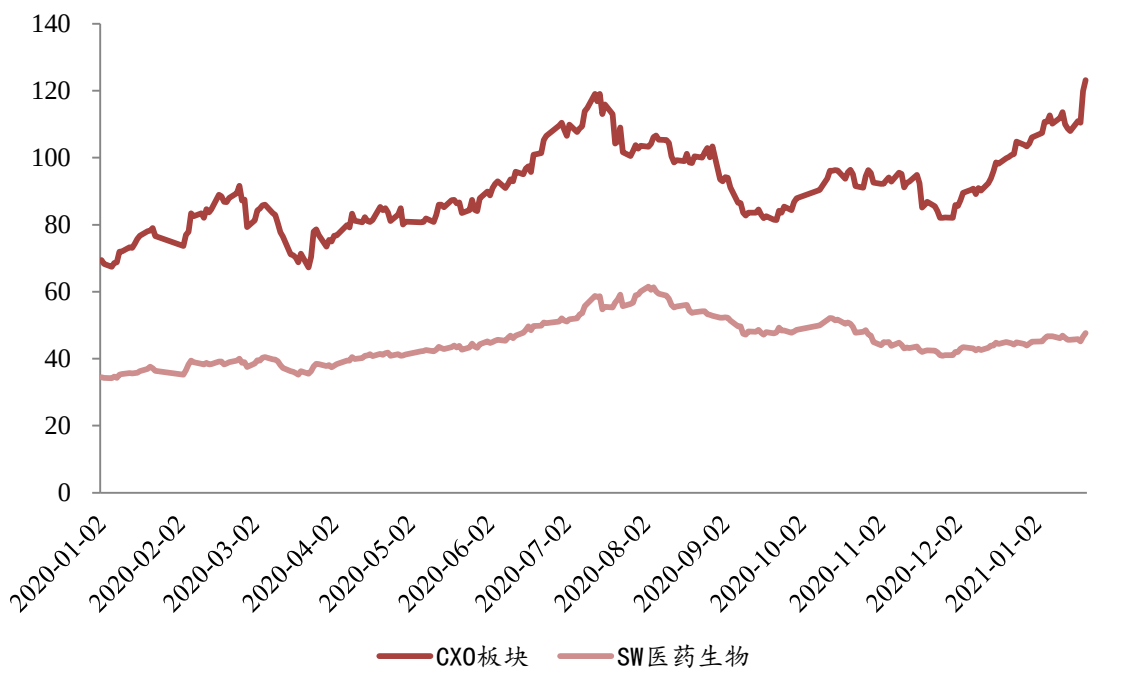
- **2020年初至今，CXO板块股价明显跑赢申万医药行业指数。**年初至今，泰格医药、康龙化成、博腾股份和九洲药业等企业股价涨幅均较大，CXO板块股价指数涨幅达到136%，相比之下，申万医药指数涨幅为84%，CXO板块股价指数显著跑赢申万医药行业指数。

- **2020年初至今，CXO板块市盈率（2020E）大幅领先医药行业平均市盈率。**A股CXO板块一直处于较高水平，2020年初至7月份，市盈率持续快速提升，最高达到接近120倍，进入三季度后估值有所回落，最低调整到80倍，随后迎来反弹，截至2021年1月21日，CXO板块估值水平已经达到123倍，估值水平达到历史新高，远超医药板块平均值。

年初至今A股CXO企业股价相比医药板块指数对比



年初至今A股CXO企业估值相比医药板块估值对比



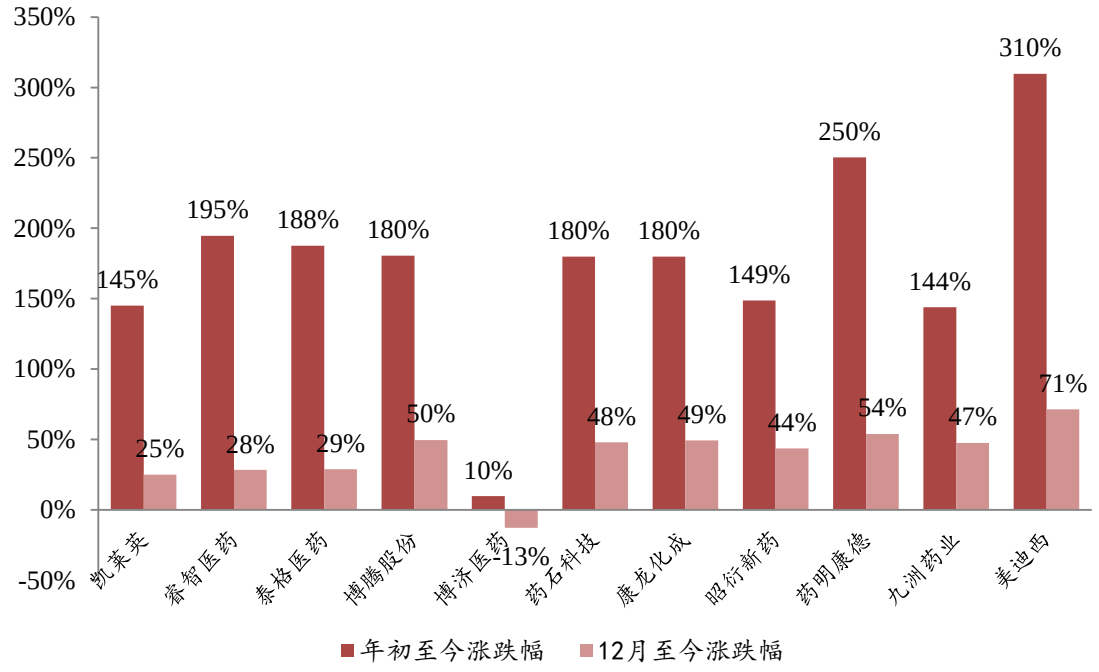
数据来源：Wind，西南证券整理
附注：CXO板块包括药明康德、凯莱英、泰格医药、博腾股份、九洲药业、睿智医药、博济医药、药石科技、昭衍新药和康龙化成10家公司

1.2 CXO板块市场表现回顾：CXO企业涨幅较大，市盈率处于较高水平

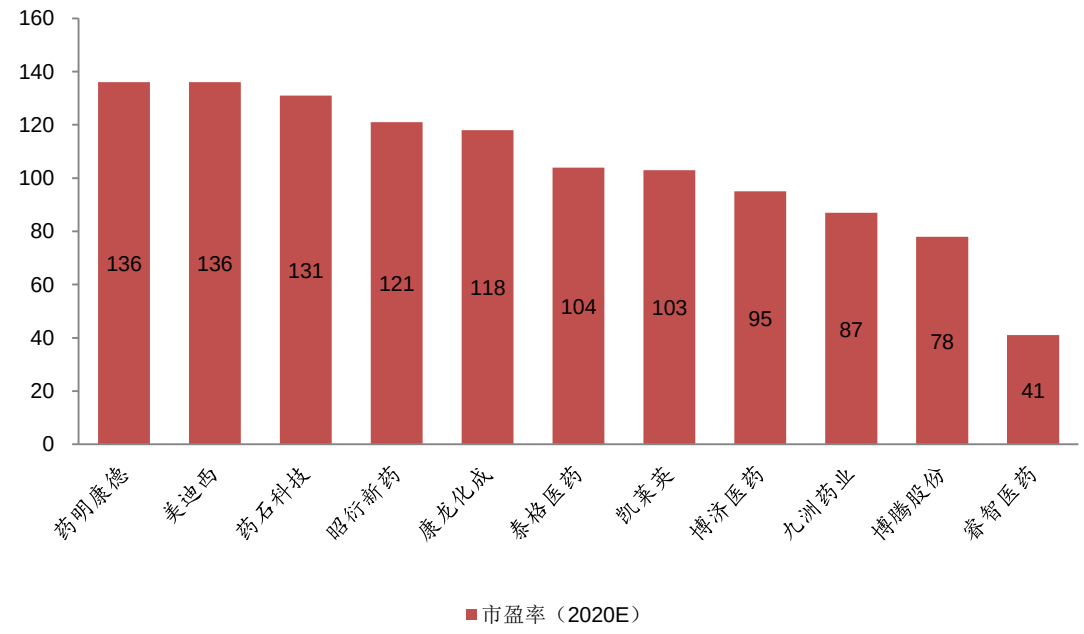
- **年初至今泰格医药涨幅领先，12月份泰格医药涨幅领先。**年初至今，CXO板块个股涨幅普遍较大，最高为美迪西，达到310%，其次药明康德、九洲药业、昭衍新药和博腾股份等涨幅也超过100%。12月份至今，美迪西涨幅最高，达到71%，其余依次为药明康德、博腾股份和康龙化成，涨幅分别为54%、50%和49%，博济医药小幅下跌。

- **CXO公司估值水平处于历史高位，其中药明康德、美迪西估值最高。**截至2021年1月21日，药明康德估值水平最高，达到136倍，作为CXO产业链一体化布局的龙头，享受较高估值溢价，其次泰格医药、康龙化成、凯莱英和药石科技也都超过100倍，睿智医药估值较低，为41倍。

2020年初至今与12月至今CXO企业股价涨跌幅对比



CXO企业估值水平对比（2021.1.21）



数据来源：Wind，西南证券整理
附注：CXO板块包括药明康德、凯莱英、泰格医药、博腾股份、九洲药业、睿智医药、博济医药、药石科技、昭衍新药、康龙化成和美迪西10家公司

目录

1.板块行情回顾：大幅跑赢医药行业指数，估值处于较高水平

2.行业维度：研发投入和在研药物数量持续快速增长，CXO行业保持高景气度

3.企业维度：企业经营持续加速扩张，带动业绩快速增长

4.其他因素：汇率、投资收益和治理结构值得关注

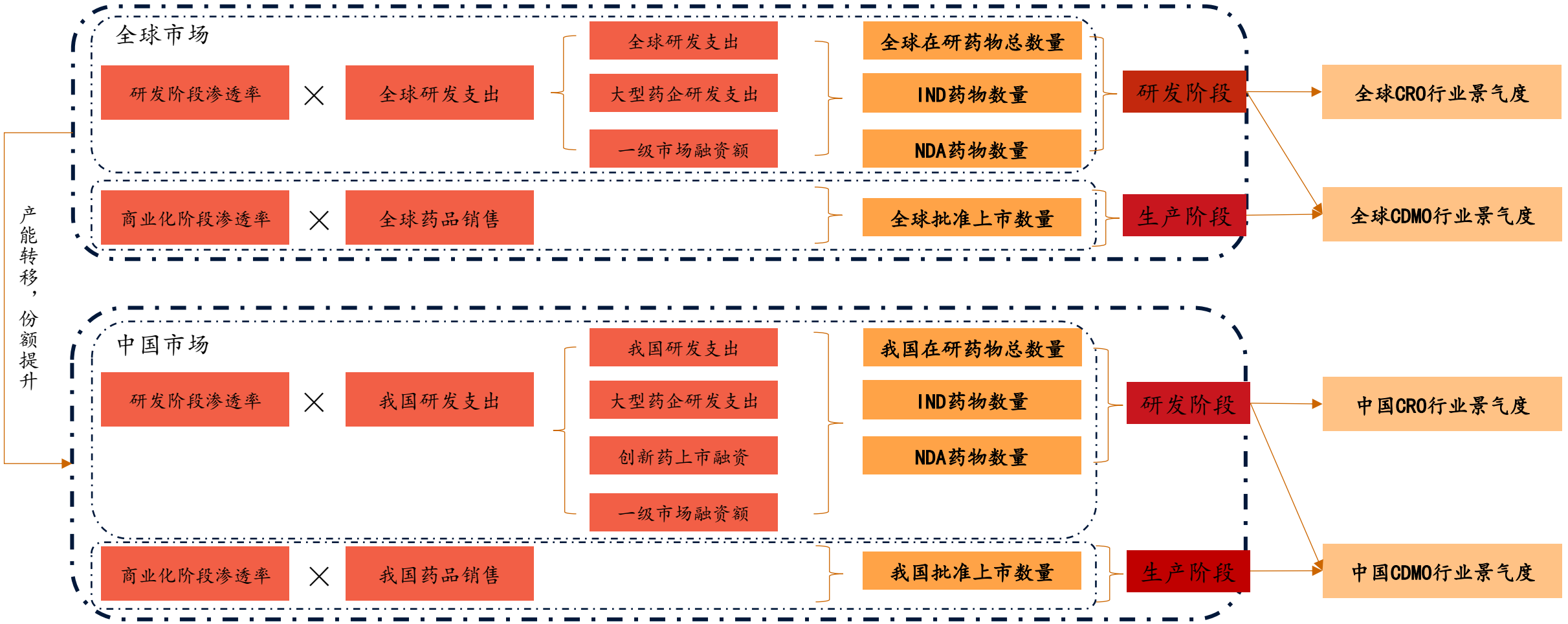
5.投资建议：建议重点关注平台型CXO企业

6.风险提示

2.1 CXO市场研究框架：研发支出与研发药物是行业景气度的关键指标

- **研发支出与研发药物是行业景气度的关键指标。**研发支出、药品销售额以及渗透率是决定CXO行业市场规模的核心因素，与研发相对应的在研药物数量、IND数量和NDA数量以及与销售相关的批准上市药物数量是观察CXO行业景气度的关键指标。

CXO景气度研究框架

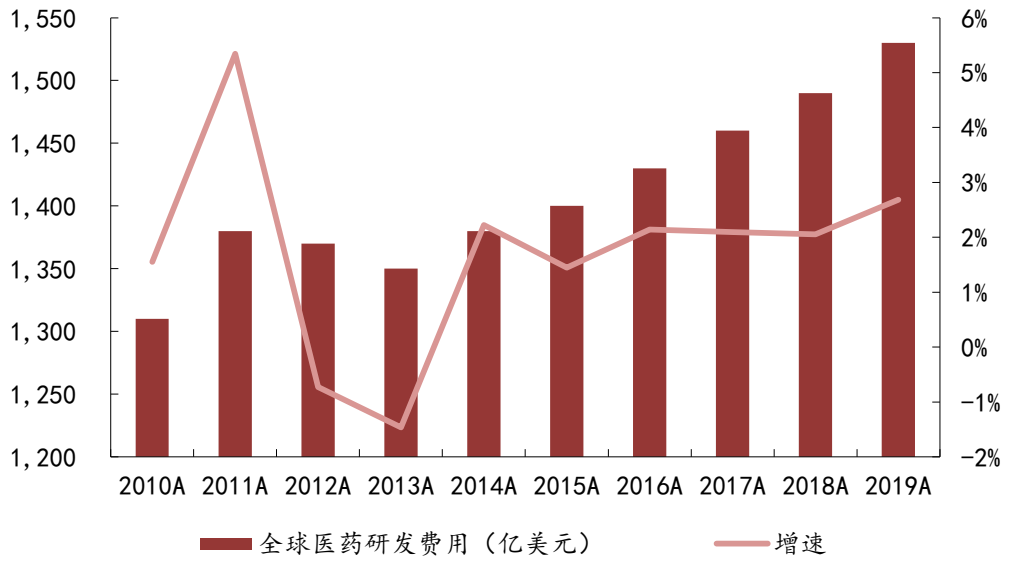


2.2 全球研发投入保持稳健增长，FDA批准新药数量维持较高水平

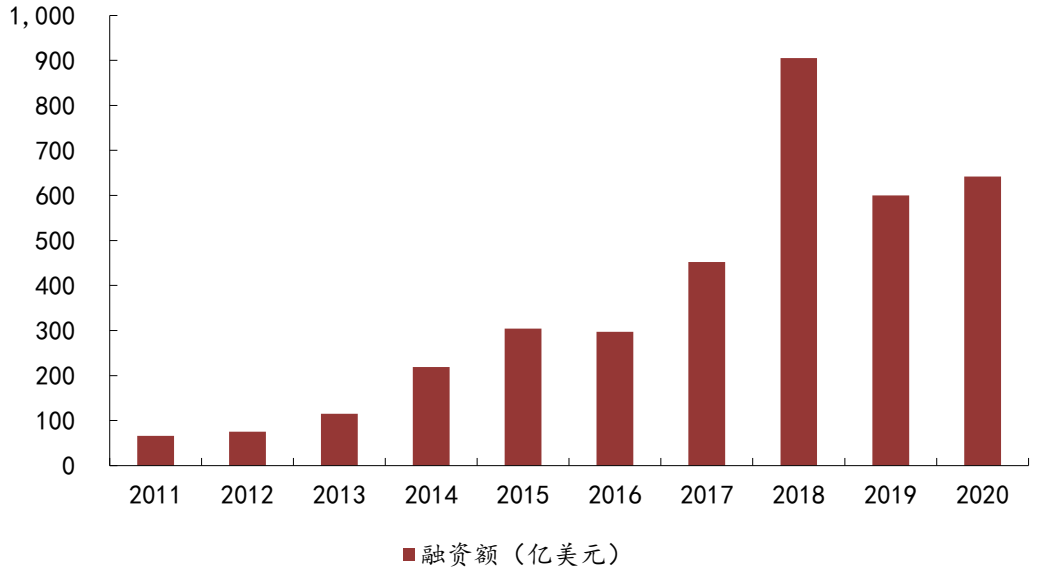
- **全球研发投入保持稳健增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%，2011年开始，增速逐步企稳回升，2019年全球医药研发投入同比增速已经接近3.0%。从绝对值来看，全球医药行业研发投入从2010年的1090亿美元增长到2019年的1434亿美元，复合增长率为1.79%，预计2020-2025年全球医药研发仍将以2-4%的速度稳步增长。

- **海外医药生物PEVC融资额依然保持在较高水平。**从一级市场来看，海外医药生物PEVC融资情况经过2016年的低谷之后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019年有所回落，但是融资金额依然达到600亿美元，2020年融资金额达到642亿美元，同比有所回升。

全球医药企业研发投入额



海外医药生物PEVC历年融资额



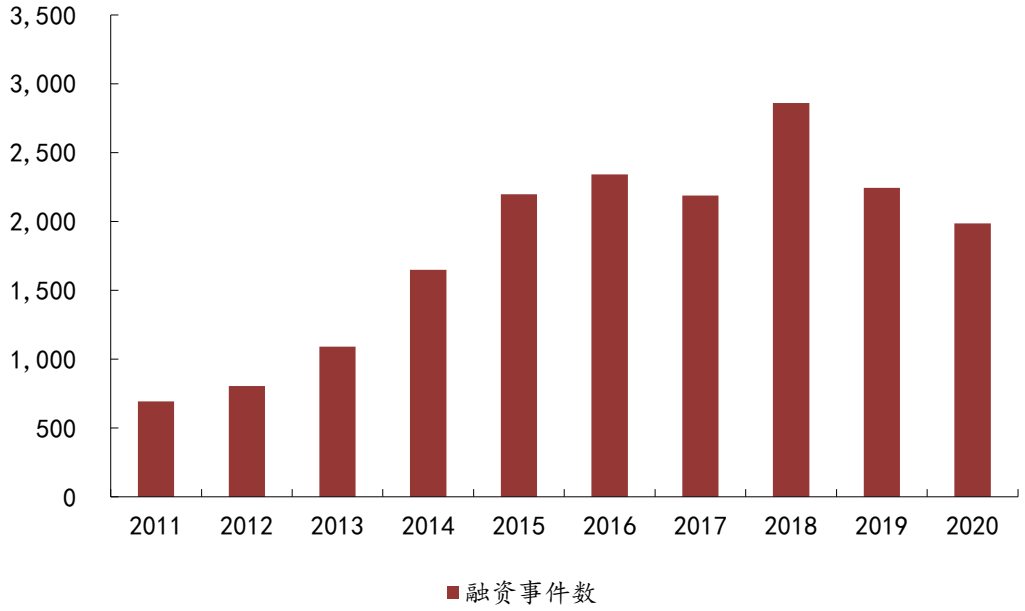
数据来源：Pharma Project，西南证券整理

2.2 全球研发投入保持稳健增长，FDA批准新药数量维持较高水平

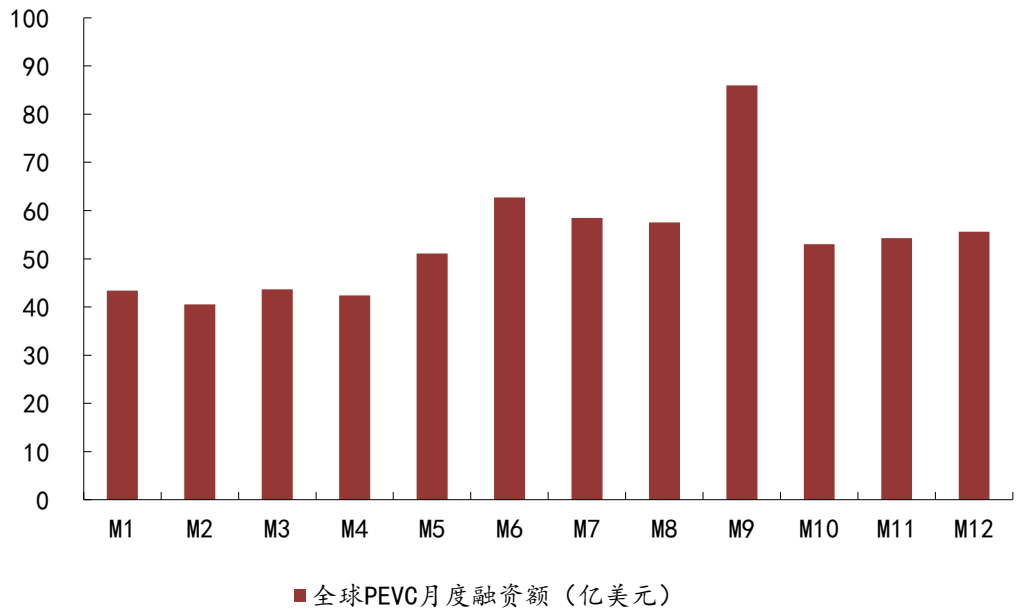
- **海外医药生物PEVC融资事件依然保持在较高水平。**从一级市场来看，海外医药生物PEVC融资事件从2013年开始保持快速增长，2016年达到2341件，2017年也保持较高水平，随后2018年达到2859件，达到历史峰值，随后2019年和2020年持续下降，2019年和2020年分别为2243件和1985件，依然保持在较高水平。

- **月度来看，海外医药生物PEVC融资额水平保持平稳。**从一级市场月度数据来看，2020年每个月融资额基本保持相对平稳状态，四季度开始，每个月融资额基本保持在50亿美元以上。目前海外疫情相对较严峻，对一级市场投融资造成一定影响，但融资额依然保持在较高水平，预计未来海外疫情放缓，PEVC融资额有望回升。

海外医药生物PEVC历年融资事件



全球医疗健康产业投融资情况（2020月度）



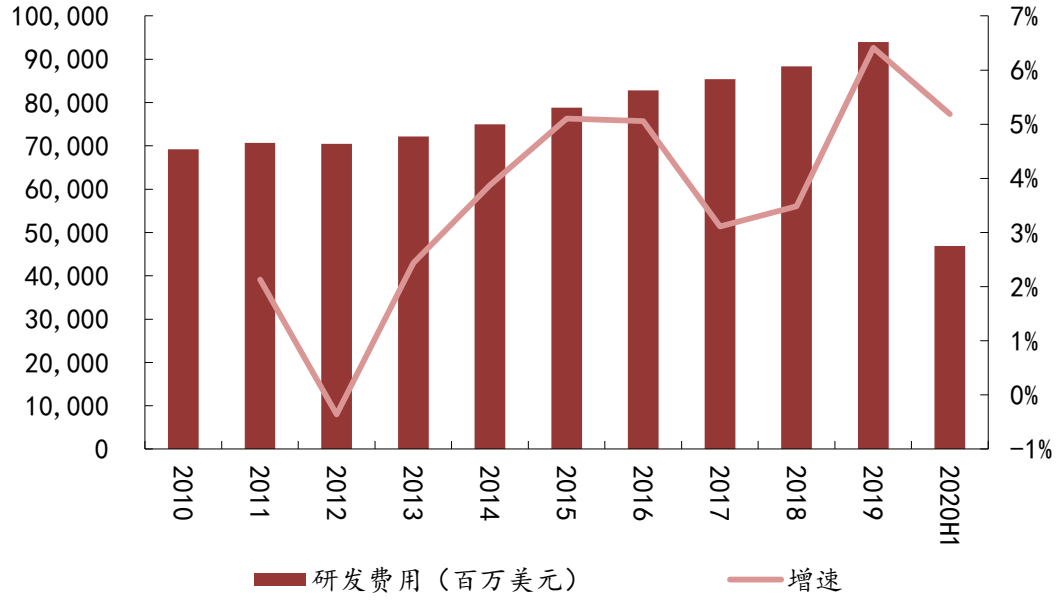
数据来源：动脉网&蛋壳研究院，西南证券整理

2.2 全球研发投入保持稳健增长，FDA批准新药数量维持较高水平

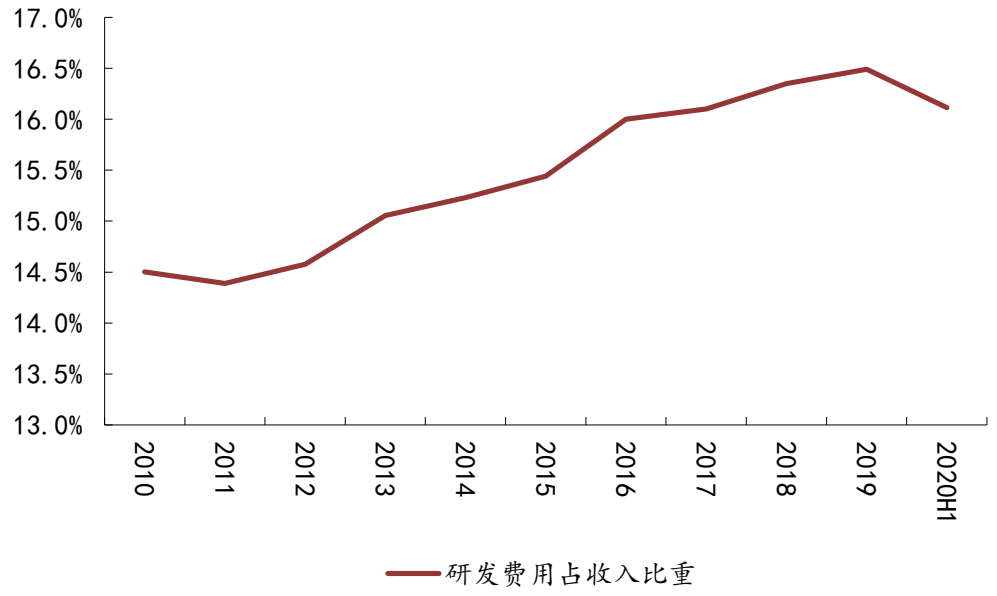
- **全球前15大药企研发费用保持稳健增长。**全球前15大药企研发费用从2010年的692.4亿美元逐步增长到2019年的940亿美元，复合增速达到3.5%，2020H1全球前15大药企研发费用达到469亿美元，同比增长5.2%，继续保持稳健增长。

- **全球前15大药企研发费用占收入比重持续增长。**全球前15大药企研发费用占收入比重从2010年的14.5%逐步增长到2019年的16.49%，2020H1达到16.11%，整体来看，研发费用占收入比重未来仍将持续向上。

全球前15医药企业研发投入额及增速



全球前15医药企业研发投入额收入占比



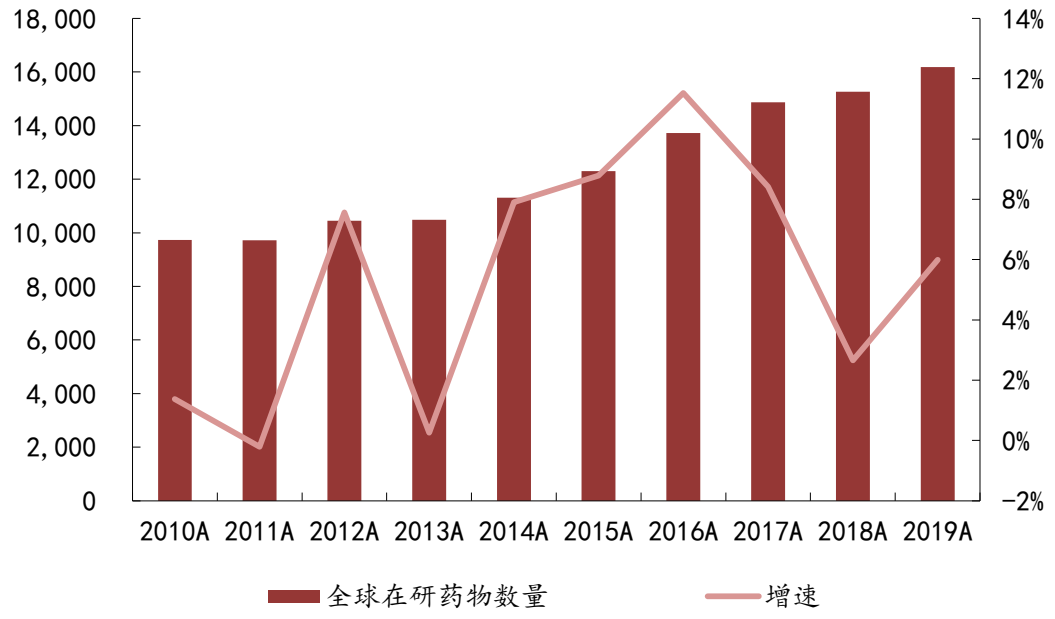
数据来源：彭博，西南证券整理

2.2 全球研发投入保持稳健增长，FDA批准新药数量维持较高水平

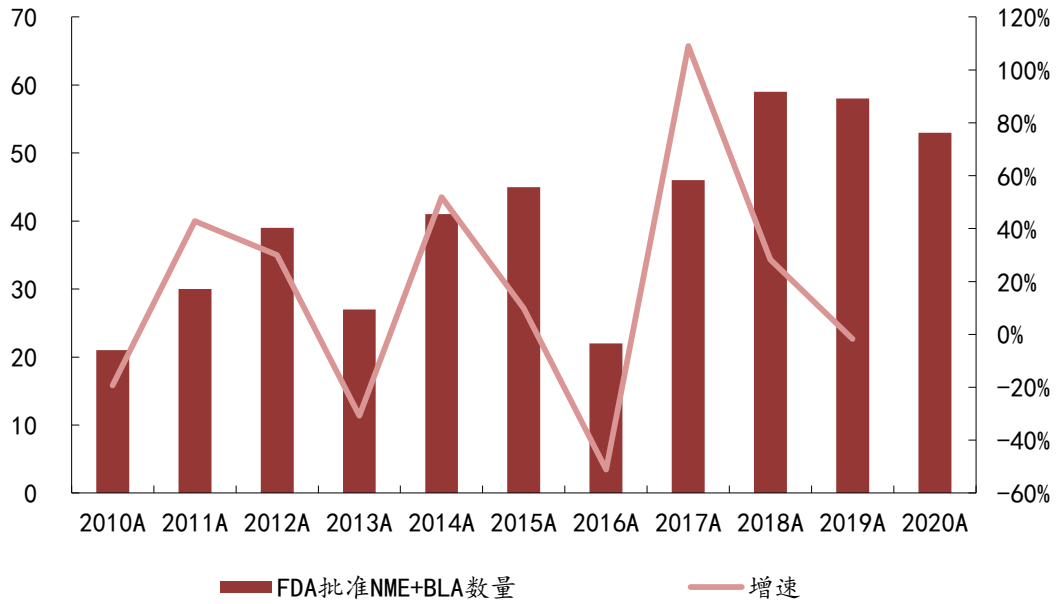
- **FDA批准新药数量维持较高水平。**从2001-2019年，全球在研新药数量保持持续增长态势，尤其是2011年以来，全球在研新药数量呈现明显增长势头。2019年，全球在研新药数量已经达到16181个，同比增长5.99%，2020年1-12月，FDA批准新药数量达到 53个，预计2021年全年仍将维持在较高水平。

- **全球在研药物数量保持稳健增长。**2010-2019年，全球在研药物数量从9737个增长到16181个，复合增速达到5.8%，2019年全球在研药物数量达到16181个，同比增长6%，预计未来仍将以6%-8%的速度增长。

全球在研药物数数量（个）



FDA批准上市药物数量（个）



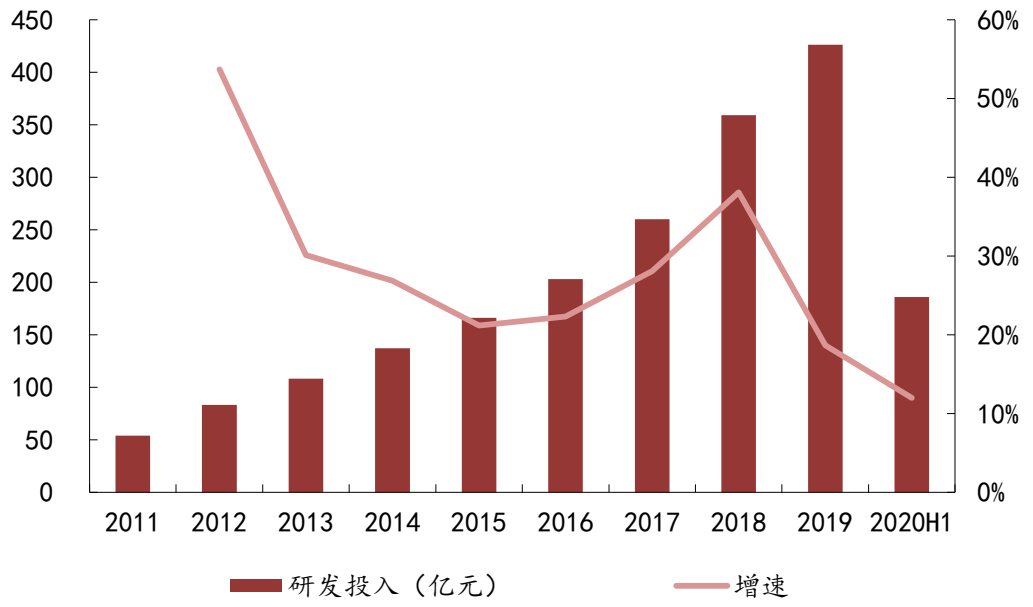
数据来源：Pharma Project，FDA，西南证券整理

2.3 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

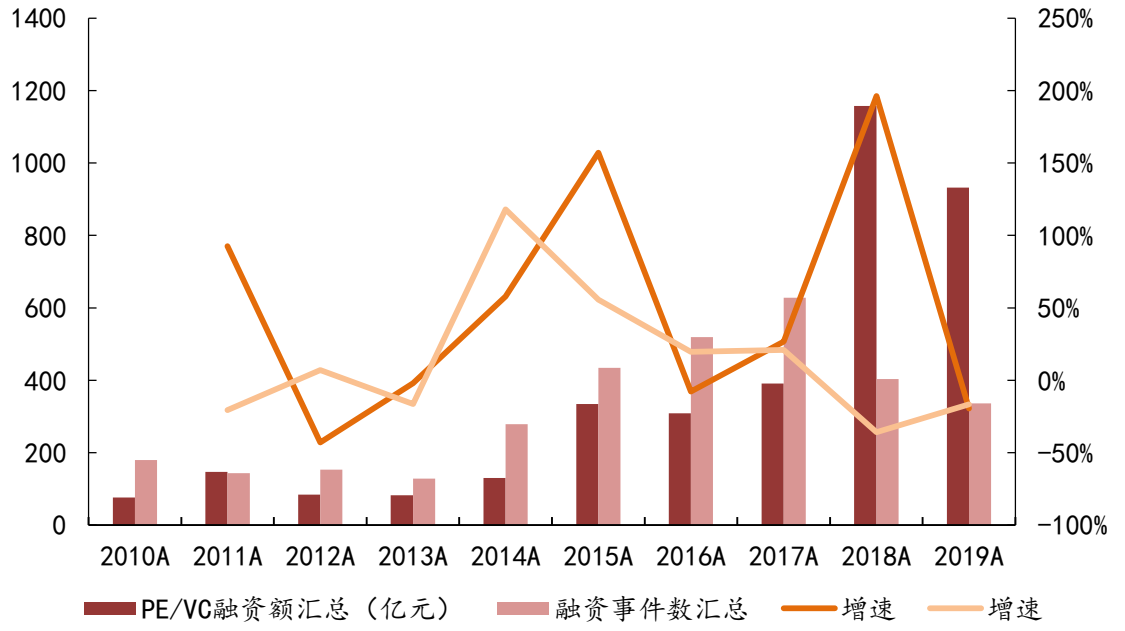
- **A股医药企业研发投入快速增长。**我国A股医药企业研发投入保持高增长，2019年研发投入额达到426亿元，2020H1研发投入额达到186亿元，同比增长12%，仍然保持在较高水平，高速增长的研发投入为CXO行业的发展奠定基础。

- **我国一级市场创新药企业融资额和融资事件快速增加。**大型药企转型研发的同时，创业型的创新药企业数量快速增加，逐步成为我国创新药研发的主力，2018年我国一级市场创新药企业融资额快速增加，2019年融资额仍然超过800亿元，融资事件数量也在快速增加，biotech融资额以及研发投入的快速增加，成为推动我国CDMO行业发展的重要动力。

我国医药上市企业研发投入额



我国一级市场创新药企业融资额和融资事件快速增加



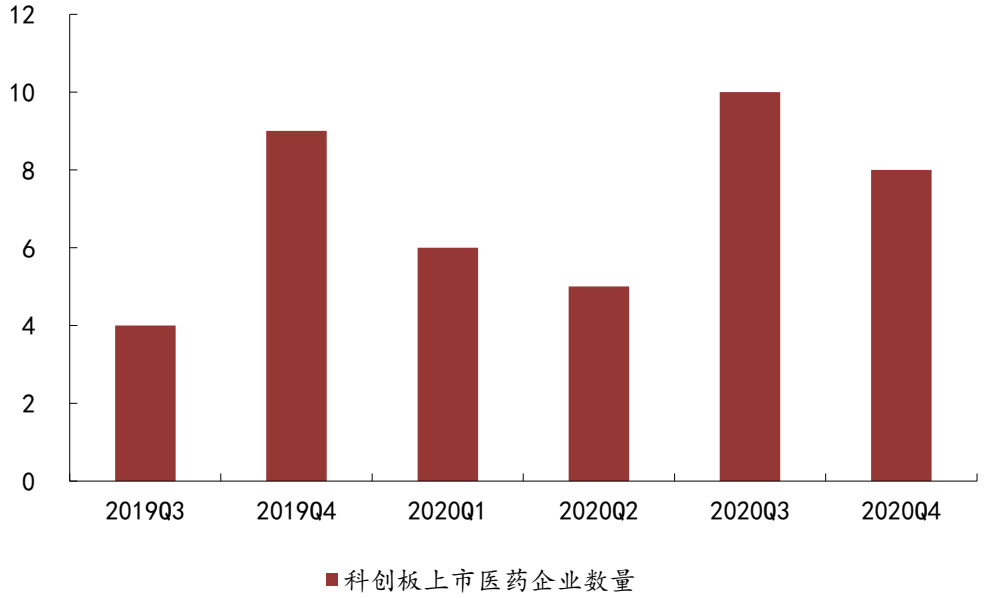
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

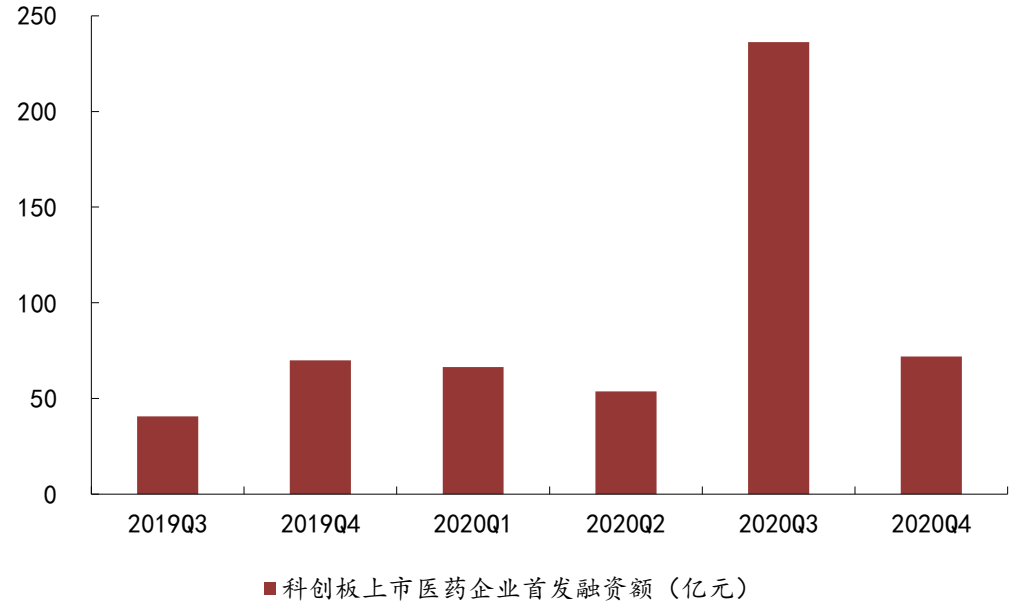
- **科创板医药企业上市持续加速。**2019年2季度开始，逐步有医药公司在科创板实现上市，截至2020年4季度，共有42家医药行业公司在科创板完成发行，分季度来看，2020Q1、Q2、Q3、Q4分别发行6家、5家、10家和8家，发行速度持续加快。

- **科创板医药企业上市融资为创新研发进一步助力。**2019年3季度开始，逐步有医药公司在科创板实现上市，2019年共募集资金110.5亿元，2020年共募集资金428.28亿元。分季度来看，2020Q1、Q2、Q3、Q4分别募资66.47亿元、53.74亿元、236.15亿元和71.92亿元，2020年每个季度均保持在较高的募资水平，科创板医药企业上市融资为创新研发进一步助力。

分季度科创板上市医药企业数量



分季度科创板上市医药企业融资额（亿元）



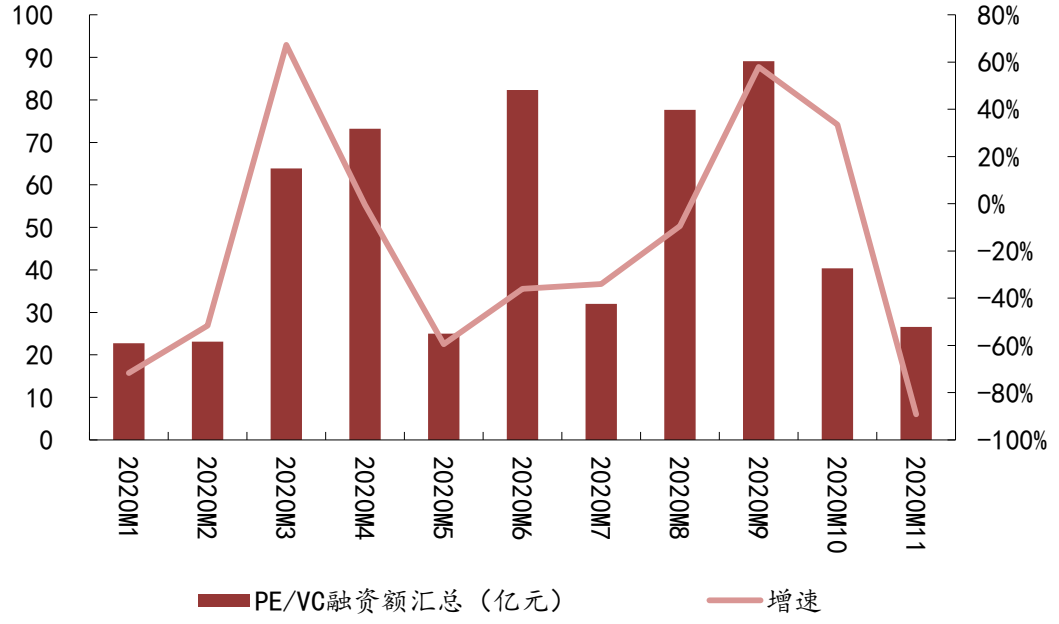
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

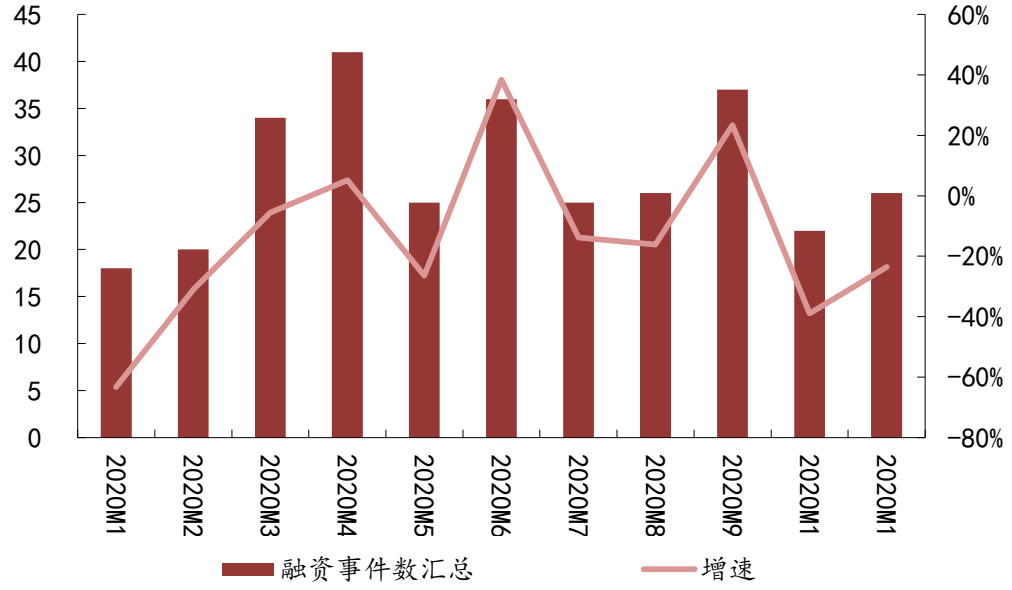
- **2020年11月份融资额同比增长8.7%，恢复程度较好。**2020年11月份，我国一级市场创新药企业融资额为26.55亿元，同比增长8.7%，截至2020年11月份，我国一级市场创新药企业融资额为555.9亿元，同比下降17.7%。整体来看，今年因为一季度疫情影响，PEVC融资下降较多，进入四季度后，恢复情况整体较好，预计2021年有望保持较好增长。

- **2020年11月份融资事件同比下降23.5%。**2020年11月份，我国一级市场创新药企业融资事件为26例，同比下降23.5%，截至2020年11月份，我国一级市场创新药企业融资事件为310例，同比下降16.9%。整体来看，今年因为一季度疫情影响，PEVC融资案例下降较多，进入四季度后，恢复情况整体较好，预计2021年有望保持较好增长。

我国一级市场创新药企业融资额（月度）



我国一级市场创新药企业融资事件（月度）



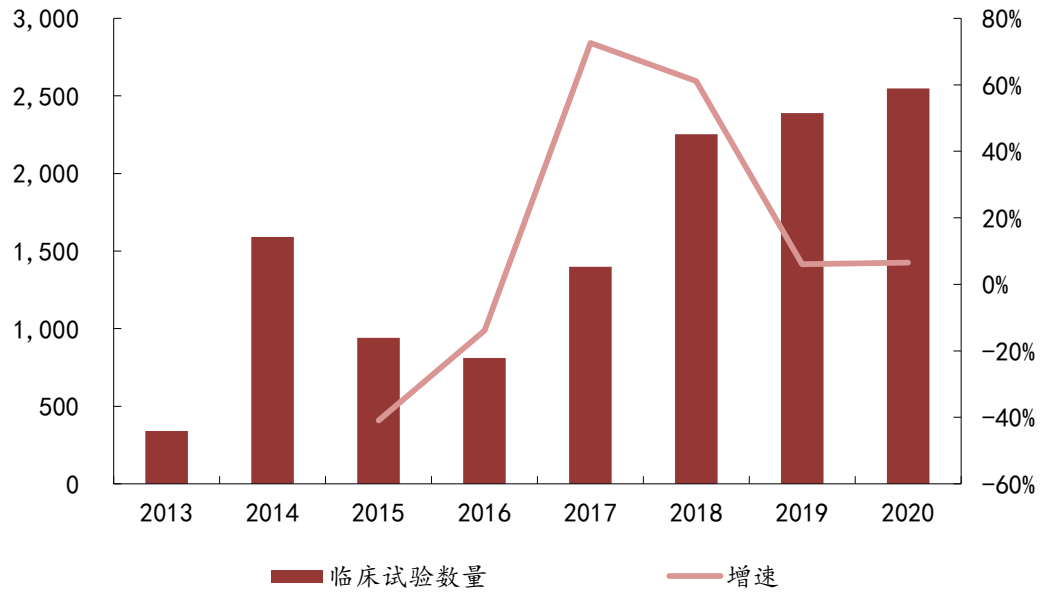
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

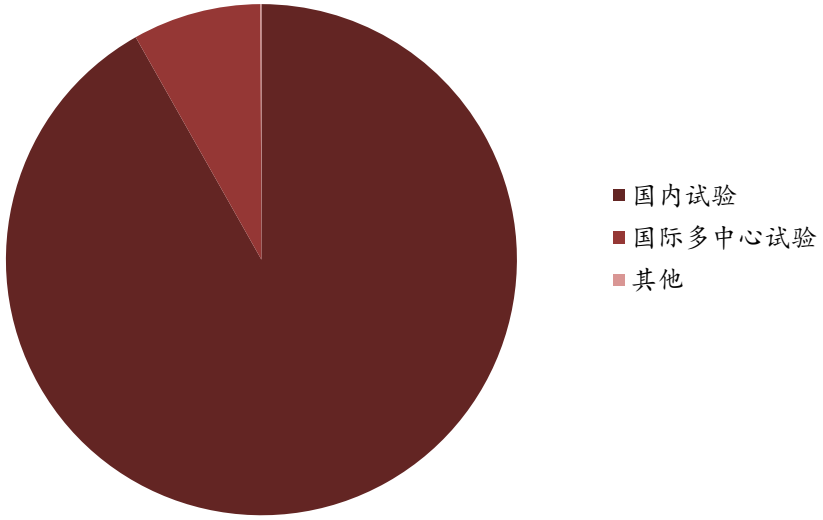
- **临床试验数量快速增长。**自从2015年722事件后，我国临床试验数量从2016年开始走出谷底，迎来快速增长，其中2017年和2018年增速较快，2018年已经达到2253项，2019年达到2390项，2020年则继续增长到2547项，同比增长6.6%，预计我国临床试验数量未来仍将维持5%-8%的增长。

- **临床试验以化学药物为主，且国内试验数量占据主要市场。**从临床试验分类来看，化学药物占比达到74.33%，位居第一，生物制品为18.8%，中药/天然药物为6.87%。从试验范围来看，国内试验数量以91.81%的份额占据主要市场，国际多中心临床试验数量占比为8.13%。

我国临床试验数量及增速



我国临床试验范围占比



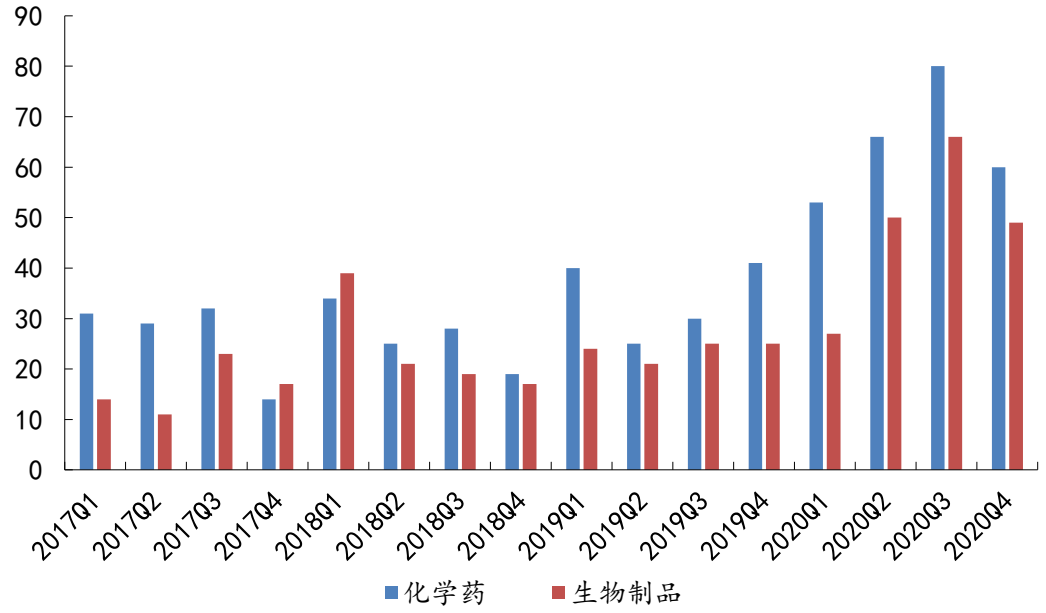
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

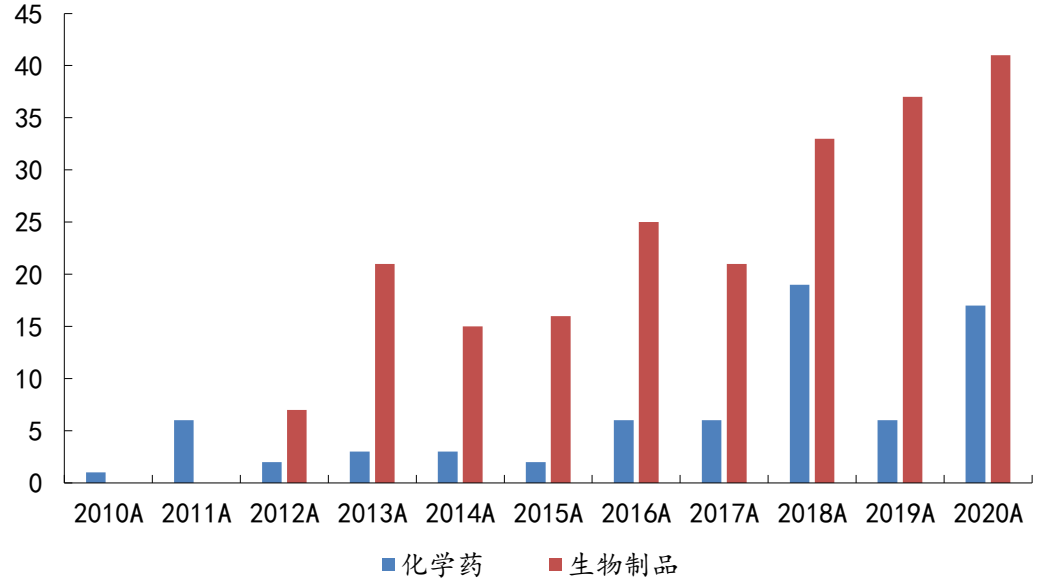
- **我国创新药IND数量保持快速增长。**IND（新药研究申请）和NDA（新药上市申请）均可以作为一个比较有效的前瞻性指标。2014-2019年，我国创新药临床申报数量总体呈现增长趋势，2018年IND数量达到202个，2019年IND数量达到231个，进入2020年，IND数量逐季快速增长，Q3化药和生物药IND分别为80和66个，达到高峰，Q4分别为60和49个，也保持较高水平，2020年全年IND数量为451个，达到历史新高。

- **我国创新药NDA数量保持快速增长。**2016年开始，国产化药创新药NDA数量迎来快速增长，2018年达到19个，创下历史新高，2020年为17个，继续保持较高水平。生物药NDA方面，2018年开始增长，2019年达到37个，2020为41个，国产生物创新药也开始进入上市收获期。

国产创新药临床实验申报（IND）受理情况



国产创新药上市申报（NDA）受理情况



数据来源：CDE，西南证券整理

目录

1.板块行情回顾：大幅跑赢医药行业指数，估值处于较高水平

2.行业维度：研发投入和在研药物数量持续快速增长，CXO行业保持高景气度

3.企业维度：企业经营持续加速扩张，带动业绩快速增长

4.其他因素：汇率、投资收益和治理结构值得关注

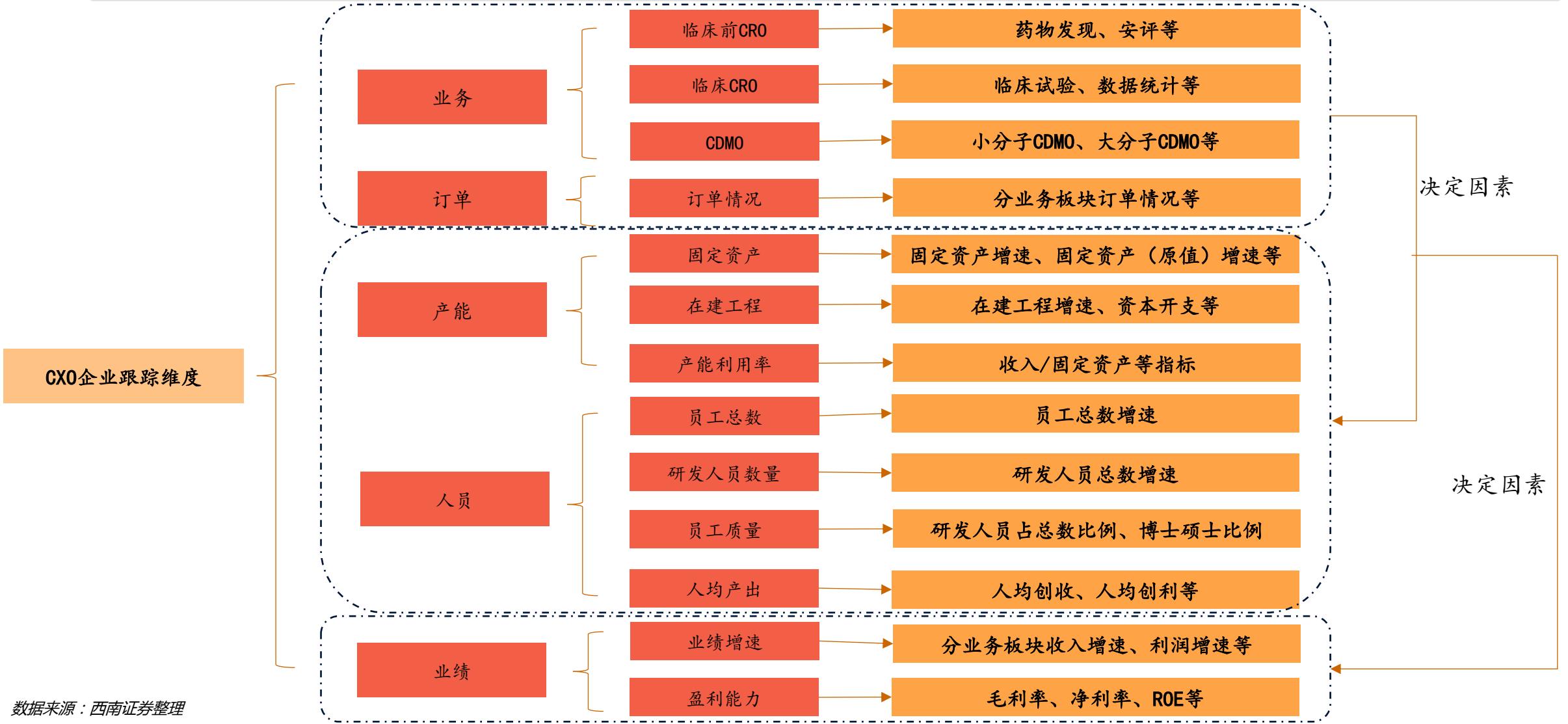
5.投资建议：建议重点关注平台型CXO企业

6.风险提示

3.1 CXO企业跟踪框架：业务布局、订单、产能、人员和业绩是核心维度

- **业务布局、订单、产能、人员以及业绩是跟踪CXO企业的核心维度。**业务布局以及订单情况决定了CXO企业的人员以及产能的拓展速度，产能和人员的拓展速度则是企业业绩的前瞻指标。

CXO企业跟踪框架



数据来源：西南证券整理

3.2 业务布局：CRO+CDMO一体化是我国CXO企业重要发展趋势

- **CRO+CDMO一体化是我国CXO企业重要发展趋势。**从我国目前CDMO企业发展方向来看，CRO+CDMO一体化是重要的趋势，凯莱英、博腾股份、九洲药业等CDMO企业均开始布局CRO业务，而药明康德已经实现了CRO+CDMO的一体化发展，目前随着中小型创新药企业、科研单位和高校研发需求的增加，CDMO企业向CRO领域发展成为必然趋势，向前段的延伸可以更好的建立外包服务生态圈，更深的绑定客户资源，实现客户和项目从前端CRO向后端CDMO的导流。

公司名称	药学研究			临床前研究			临床研究	CMO	商业化
	药物发现	原料药	制剂	生物分析	药效、药代动力学	毒理学	临床CRO		
药明康德	√	√	√	√	√	√	CDS、SMO	√	√
康龙化成	√	√	√	√	√	√	早期、放射性药物	√	
量子生物	√	√	√	√	√	√		√	√
昭衍新药				√	√	√	1期、BE、药物警戒		
泰格医药		√	√	√	√	√	√		
美迪西	√	√	√	√	√	√			
维亚生物	√								
成都先导	√								
亚太医药				√	√	√	√		
博济医药				√	√	√	√		
博腾股份		√	√					√	√
九洲药业		√	√					√	√
凯莱英		√	√				√	√	√

数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 订单情况：项目数量持续增加，龙头企业项目优势明显

- **CDMO项目数量持续增加，龙头企业项目优势明显。**从项目数量来看，近几年CDMO企业项目数总量明显快速增加，最多的合全药业已经突破1100个，凯莱英2019年项目总量也突破500个，其次博腾股份和九洲药业也都超过300个，合全药业和凯莱英在项目总量上体现出了明显的龙头优势。
- **项目结构日趋合理，漏斗型结构逐步形成。**从项目结构来看，龙头CDMO企业的临床前和临床阶段项目数量快速增加，漏斗型结构逐步形成，项目结构逐步合理，预计未来业绩稳定性会逐步增强。

A股CXO企业CDMO项目情况

2017	临床前	临床Ⅰ期	临床Ⅱ期	临床Ⅲ期	商业化	其他	总数
合全药业							
凯莱英		97		16	26	189	328
博腾股份		69		9	50		128
九洲药业		219		29	11		259
药明生物	90	62		8	1		161
2018	**临床前**	**临床Ⅰ期**	**临床Ⅱ期**	**临床Ⅲ期**	**商业化**	**其他**	**总数**
合全药业		594		40	16		650
凯莱英		142		24	27	271	193
博腾股份		155		28	84		267
九洲药业		270		35	11		316
药明生物	97	68	26	13	1		205
2019	**临床前**	**临床Ⅰ期**	**临床Ⅱ期**	**临床Ⅲ期**	**商业化**	**其他**	**总数**
合全药业		939		40	21		1000
凯莱英		152		39	30	328	549
博腾股份		187		34	87		308
九洲药业		330		37	11		378
药明生物	121	85	27	16	1		250
2020H1	**临床前**	**临床Ⅰ期**	**临床Ⅱ期**	**临床Ⅲ期**	**商业化**	**其他**	**总数**
合全药业		1032		42	26		1100
凯莱英		77		23	24	179	303
博腾股份		99		21	61		181
九洲药业		375		39	11		725
药明生物	141	93	32	19	1		286

数据来源：Wind，西南证券整理

CXO企业在建工程和固定资产增速仍然保持较快增长

- 从在建工程增速来看，2020Q1-3康龙化成、博腾股份、睿智医药和药石科技等几家企业增速较快，凯莱英、九洲药业和药明康德也都保持在30%的增速。从固定资产增速来看，2020Q1-3九洲药业、泰格医药、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和昭衍新药也都保持在20%的增速。
- 整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业在建工程增速

	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
康龙化成	94.11%	74.30%	-87.96%	522.82%	297.03%
博腾股份	-87.19%	-12.45%	-2.43%	43.29%	287.28%
睿智医药	-61.87%	-46.50%	341.34%	285.30%	114.52%
药石科技			32.27%	1099.38%	89.12%
凯莱英	246.98%	-49.55%	189.70%	17.43%	35.69%
九洲药业	5.05%	-42.53%	36.66%	100.96%	34.44%
药明康德	-23.91%	18.46%	80.99%	36.98%	28.38%
昭衍新药	-8.65%	-13.90%	61.88%	-55.64%	-10.40%
博济医药		-3.82%	-96.58%	601.79%	-59.22%

CXO企业固定资产（原值）增速

	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
九洲药业	1.23%	-0.27%	-2.88%	41.71%	43.25%
泰格医药	0.68%	3.38%	26.21%	-1.04%	35.42%
药明康德	47.33%	43.76%	23.21%	24.10%	31.30%
凯莱英	4.35%	54.69%	19.29%	40.15%	22.14%
昭衍新药	15.79%	-4.20%	25.53%	46.05%	18.00%
睿智医药	-0.66%	4.67%		9.46%	11.50%
康龙化成	38.46%		29.77%	6.14%	6.93%
博腾股份	50.29%	5.46%	-18.89%	4.05%	4.05%
药石科技		13.45%	35.58%	13.25%	-3.60%
博济医药	10.12%	70.05%	62.94%	-4.98%	-4.75%

数据来源：Wind，西南证券整理

3.4 人员情况：人数快速增加，扩张动力强，侧面反映企业订单充足

- **CXO企业员工总数快速增长。**从员工总数来看，药明康德作为行业龙头，2020H1员工总数达到22824人，其次为康龙化成、泰格医药、凯莱英，员工总数分别为9113人、5312人和4552人，另外博腾股份、九洲药业员工总数为2373人和2998人，数量也相对较多。从增速来看，2020H1昭衍新药、博腾股份、康龙化成、泰格医药和凯莱英员工增速较快，其中博腾股份、康龙化成和昭衍新药增速均超过40%，较快的人数增长表明企业订单充足，对未来发展充满信心。

A股CXO企业员工总数情况

企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
凯莱英	1,106	1,180	1,343	1,703	2,040	2,682	3,291	3,840	4,552
增速		6.69%	13.81%	26.81%	19.79%	31.47%	22.71%	16.68%	32.33%
博腾股份	813	991	1,248	1,587	1,727	1,784	1,642	2,077	2,373
增速		21.89%	25.93%	27.16%	8.82%	3.30%	-7.96%	26.49%	44.52%
九洲药业	2,310	2,388	2,590	3,205	3,129	3,011	2,943	2,998	2,998
增速		3.38%	8.46%	23.75%	-2.37%	-3.77%	-2.26%	1.87%	1.87%
康龙化成			2,353	3,146	4,124	5,166	6,171	7,393	9,113
增速				33.70%	31.09%	25.27%	19.45%	19.80%	40.70%
睿智医药							2,428	2,439	2,439
增速								0.45%	0.45%
泰格医药	692	913	1,444	1,845	2,422	3,214	3,898	4,959	5,312
增速		31.94%	58.16%	27.77%	31.27%	32.70%	21.28%	27.22%	36.28%
博济医药	252	264	294	420	440	501	616	651	651
增速		4.76%	11.36%	42.86%	4.76%	13.86%	22.95%	5.68%	5.68%
药石科技		153	199	267	467	427	512	652	652
增速			30.07%	34.17%	74.91%	-8.57%	19.91%	27.34%	27.34%
昭衍新药	419	490	495	552	628	672	817	1,224	1,224
增速		16.95%	1.02%	11.52%	13.77%	7.01%	21.58%	49.82%	49.82%
药明康德			8,739	9,291	11,613	14,763	17,730	21,744	22,824
增速				6.32%	24.99%	27.12%	20.10%	22.64%	19.86%

数据来源：Wind，西南证券整理

3.4 人员情况：人均创收持续增长，CDMO企业人均创收较高

- **人均创收持续增长，CDMO企业人均创收较高。**整体来看，随着我国CXO企业盈利能力的增强，企业人均创收持续增长，目前相对国外CDMO企业人均创收仍有较大提升空间。横向对比来看，药石科技人均创收最高，2019年超过100万元/人/年，其次，博腾股份、九洲药业、凯莱英等CDMO企业人均创收也相对较高，药明康德、睿智医药、泰格医药、昭衍新药和博济医药等CRO业务占比较大的企业，人均创收水平则相对较低。

A股CXO企业员工人均创收对比

企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
药石科技		38.27	38.51	50.99	40.34	63.99	93.41	101.57
			0.64%	32.39%	-20.88%	58.64%	45.97%	8.74%
博腾股份		74.10	79.11	64.35	76.82	66.37	72.16	74.69
			6.75%	-18.66%	19.38%	-13.60%	8.72%	3.51%
九洲药业	49.50	54.84	49.66	45.07	52.83	57.04	63.28	67.27
		10.79%	-9.45%	-9.24%	17.23%	7.96%	10.94%	6.31%
凯莱英	38.37	46.00	53.33	48.77	54.08	53.06	55.75	64.06
		19.87%	15.94%	-8.54%	10.88%	-1.89%	5.08%	14.90%
药明康德			47.37	52.56	52.67	52.60	54.22	59.20
				10.95%	0.20%	-0.13%	3.09%	9.18%
泰格医药	36.75	36.86	43.25	51.87	48.49	52.49	59.02	56.53
		0.29%	17.35%	19.92%	-6.51%	8.24%	12.44%	-4.22%
睿智医药							41.06	54.44
								32.59%
昭衍新药	23.24	29.35	37.34	37.43	38.50	44.83	50.04	52.24
		26.29%	27.20%	0.25%	2.87%	16.44%	11.61%	4.40%
康龙化成			33.59	35.86	39.63	44.41	47.13	50.82
				6.74%	10.52%	12.06%	6.12%	7.84%
博济医药	49.84	51.67	48.94	30.15	16.40	26.10	27.93	34.42
		3.68%	-5.29%	-38.39%	-45.61%	59.15%	7.02%	23.24%

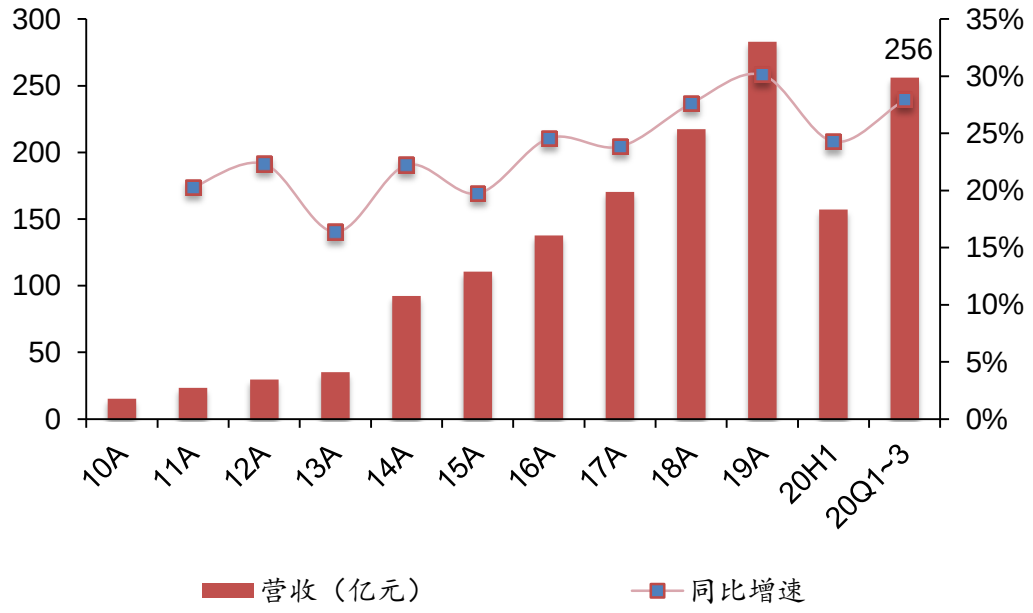
数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：A股CXO企业营业收入和归母净利润高增长

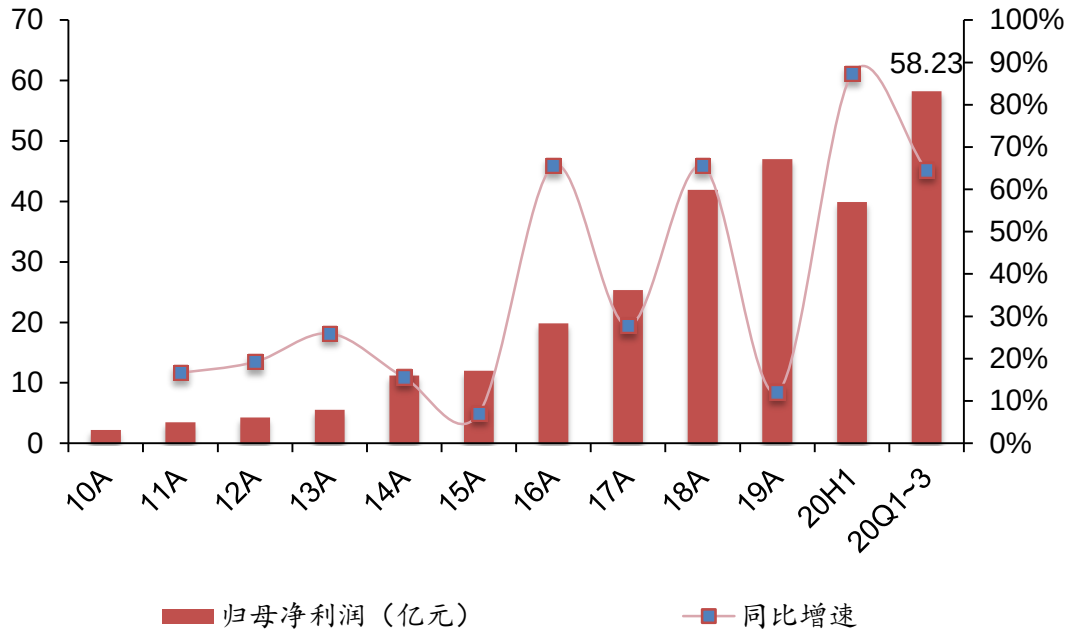
- **2020Q1-3A股CXO企业营业收入高增长。**2020Q1-3，A股CXO企业营业收入达到249亿元，同比增长27%，2020年一季度因疫情原因受到一定影响后，二季度开始收入端逐步开始加速增长，三季度收入继续加速。

- **2020Q1-3A股CXO企业归母净利润高增长。**2020Q1-3，A股CXO企业扣非后归母净利润达到58亿元，同比增长64.5%，2020年一季度因疫情原因受到一定影响后，二季度开始扣非后归母净利润逐步开始加速增长，进入三季度，利润端增速有所回落，主要与非经常性损益下降有关。

A股CXO企业营业收入及增速



A股CXO企业归母净利润及增速



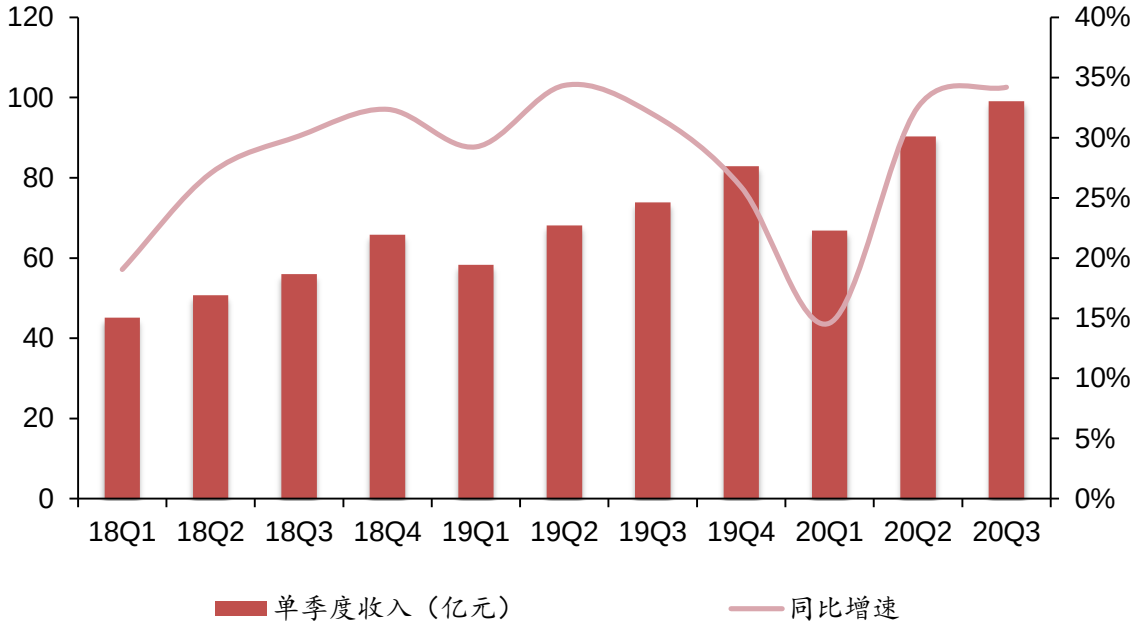
数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：二季度A股CXO企业营业收入和归母净利润同比增速较高

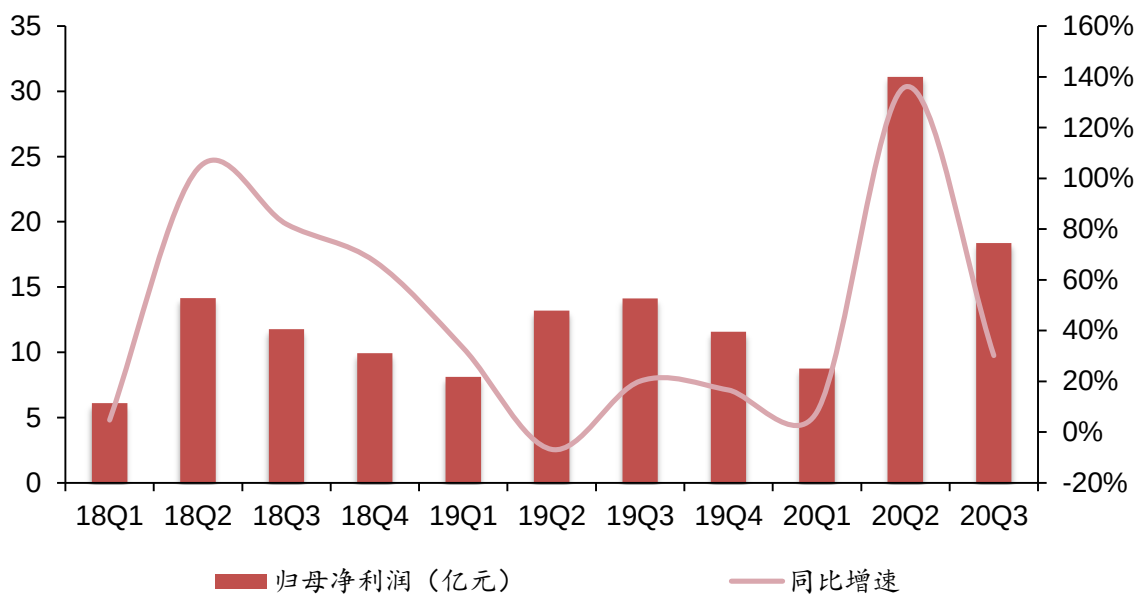
- **2020Q3A股CXO企业营业收入高增长。**2020Q3，A股CXO企业营业收入达到90.3亿元，同比增长32.6%，2020年一季度因疫情原因受到一定影响后，二季度开始收入端逐步开始加速增长，三季度收入继续加速。

- **2020Q3A股CXO企业扣非后归母净利润高增长。**2020Q3，A股CXO企业扣非后归母净利润达到20亿元，同比增长29.5%，2020年一季度因疫情原因受到一定影响后，二季度开始扣非后归母净利润逐步开始加速增长，上半年依然保持较快增长。进入三季度，收入增速继续保持高增长，但是归母净利润增速下降，主要与非经常性损益下降有关。

A股CXO企业营业收入及增速（分季度）



A股CXO企业归母净利润及增速（分季度）



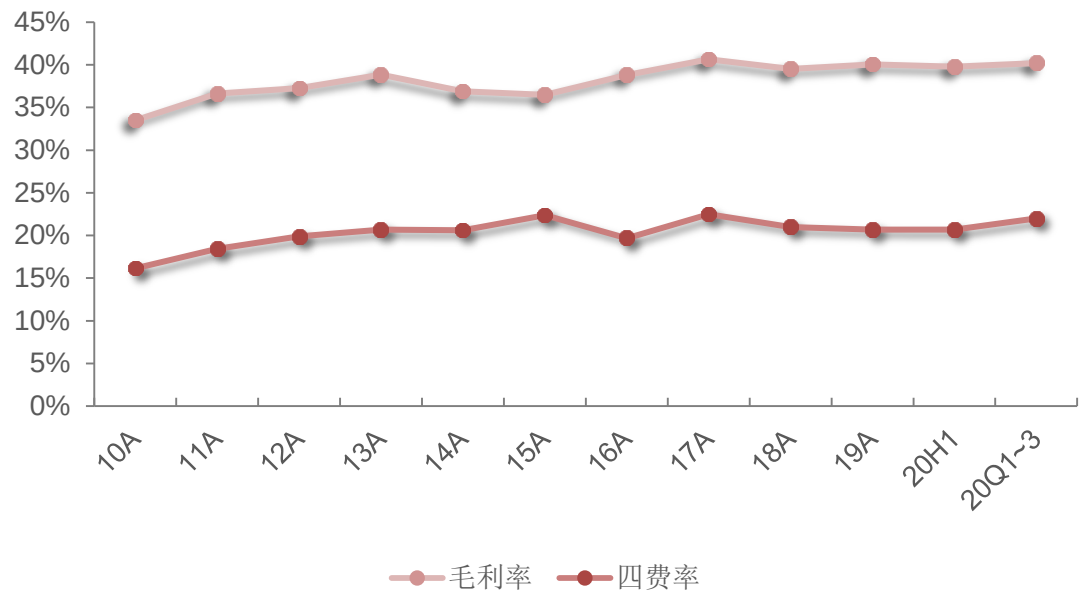
数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：A股CXO企业盈利能力逐步提升，费用水平保持平稳

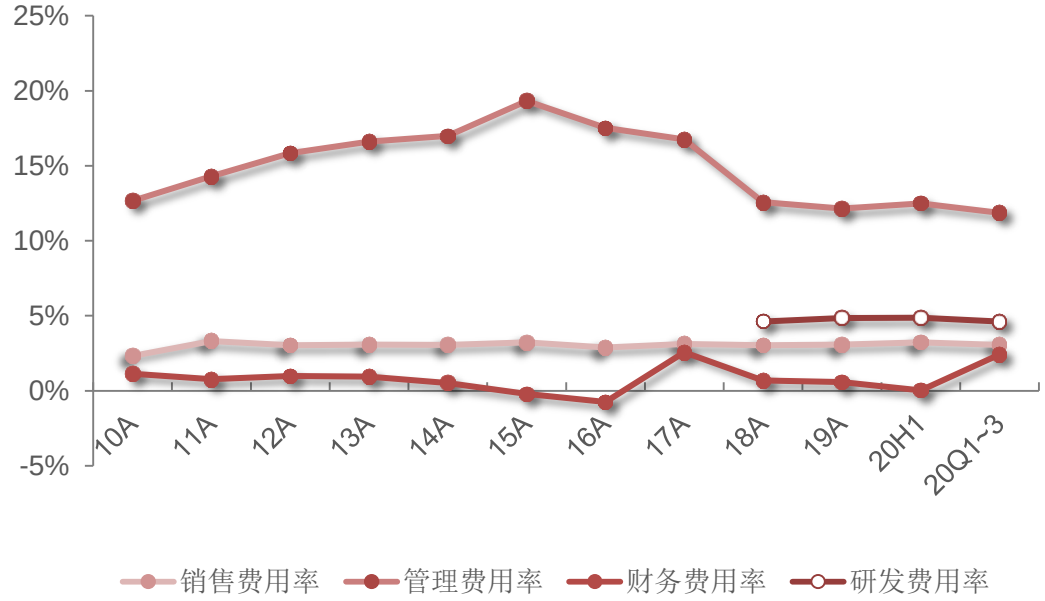
- **A股CXO企业盈利能力逐步提升。**2020Q1-3，A股CXO企业毛利率和扣非后归母净利率分别为40%和16%，分别同比提升2pp和1pp，显示我国A股CXO企业盈利能力逐步提升。

- **A股CXO企业费用水平保持平稳。**2020Q1-3，A股CXO企业销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为3%、13%、0.005%和5%，整体来看，A股CXO企业费用水平保持平稳。

A股CXO企业毛利率和扣非归母净利率



A股CXO企业四项费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：临床前CRO业务整体保持稳健增长

- **临床前CRO业务整体保持快速增长。**受到疫情影响，海外产能进一步加速向我国转移，从而带动我国CXO企业临床前CRO业务迎来快速增长。

- **企业间业绩增速差异较大。**龙头药明康德的临床前CRO业务基数较高，保持稳健增长，康龙化成、昭衍新药和美迪西等因基数较低，加之产能扩建从而实现较高速增长。临床前CRO业务整体相对成熟，各家毛利率也均保持在较高的水平。

A股CXO企业临床CRO收入及毛利率情概况

临床前CRO业务		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
药明康德	收入	25.54	32.70	41.21	51.13	64.73	37.80
	增速		28.03%	26.02%	24.07%	26.60%	26.47%
	毛利率	33.85%	42.17%	44.76%	43.17%	42.93%	41.42%
康龙化成	收入	7.82	10.69	13.95	18.96	23.80	14.34
	增速		36.70%	30.50%	35.91%	25.53%	35.28%
	毛利率	27.61%	35.85%	42.04%	37.24%	40.26%	41.34%
昭衍新药	收入	2.07	2.42	3.01	4.09	6.39	3.97
	增速		16.91%	24.38%	35.88%	56.23%	97.82%
	毛利率	51.53%	50.46%	56.27%	53.02%	52.64%	50.16%
睿智医药	收入	6.37	7.53	8.14	8.75	8.99	4.30
	增速		18.21%	8.10%	7.49%	2.74%	-0.51%
	毛利率	29.03%	35.83%	43.76%	43.35%	41.87%	
美迪西	收入	1.64	2.32	2.49	3.25	4.49	2.60
	增速		41.46%	7.33%	30.52%	38.15%	31.32%
	毛利率	36.16%	36.20%	34.30%	36.68%	35.91%	37.32%
成都先导	收入		0.16	0.53	1.51	2.64	0.87
	增速			231.25%	184.91%	74.83%	-18.85%
	毛利率		24.23%	66.62%	82.66%	81.55%	76.54%

数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：临床CRO业务短期受到一定影响

- **临床CRO业务短期受到一定疫情影响。**受疫情影响，上半年临床CRO业务增速放缓，目前疫情影响逐步消除，三季度开始临床CRO业务迎来快速恢复，目前国内疫情相对缓和，预计四季度临床CRO业务将整体继续快速增长。

- **企业间临床CRO收入体量差距较大。**泰格医药作为传统的临床CRO龙头，体量位居首位，药明康德、康龙化成等企业的临床CRO发展时间较短，但发展速度很快，增速也相对较高。从毛利率角度来看，泰格医药和博济医药相对成熟，毛利率较高，药明康德和康龙化成仍处于成长阶段，毛利率仍具有一定的提升空间。

A股CXO企业临床CRO收入及毛利率情概况

临床CRO业务		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
药明康德	收入	3.50	2.06	3.56	5.85	10.63	5.00
	增速			-41.14%	72.82%	64.33%	5.92%
	毛利率	16.57%	20.33%	29.28%	29.29%	24.32%	11.31%
康龙化成	收入		1.48	2.25	3.48	4.56	2.43
	增速			52.03%	54.67%	31.03%	27.51%
	毛利率		8.13%	15.34%	25.33%	24.97%	21.81%
泰格医药	收入	9.57	11.75	16.87	23.01	28.03	14.52
	增速		22.78%	43.57%	36.40%	21.82%	8.58%
	毛利率	44.12%	38.03%	42.94%	43.11%	46.48%	48.46%
博济医药	收入	1.27	0.72	1.31	1.72	2.24	1.10
	增速		-43.31%	81.94%	31.30%	30.23%	17.93%
	毛利率	49.59%	48.66%	27.39%	45.60%	42.53%	46.97%

数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：CDMO业务继续保持快速增长

- **CDMO行业持续保持高增长。**CDMO目前正处于海外产能向我国转移的初期，且国内创新药处于爆发阶段，CDMO行业有望继续保持高景气度，行业增速保持在20%以上的水平。

- **企业间收入体量差距较大，但盈利能力相接近。**我国CDMO行业发展时间较短，企业间收入差距较大，药明康德依托全产业链布局的优势，增速较快，但从盈利能力角度来看，大部分企业的CDMO业务毛利率均在40%以上，差距较小，其中九洲药业、凯莱英毛利率较高，与企业的项目结构有关，康龙化成进入时间较晚，预计毛利率仍有较大提升空间。

A股CXO企业CDMO收入及毛利率情概况

CDMO业务		2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
药明康德	收入	12.67	16.37	21.09	26.99	37.52	21.62
	增速		29.20%	28.83%	27.98%	39.01%	25.83%
	毛利率	38.07%	43.25%	43.77%	41.55%	39.94%	39.61%
康龙化成	收入	2.96	3.28	5.63	6.46	9.02	5.06
	增速		10.81%	71.65%	14.74%	39.63%	34.01%
	毛利率	34.76%	25.27%	23.59%	21.78%	27.77%	28.98%
凯莱英	收入	8.31	11.03	14.23	18.35	24.6	12.66
	增速		32.73%	29.01%	28.95%	34.06%	15.81%
	毛利率	48.22%	51.60%	51.74%	46.50%	45.50%	48.59%
博腾股份	收入	10.21	13.27	11.84	11.85	15.51	9.25
	增速		29.97%	-10.78%	0.08%	30.89%	48.16%
	毛利率	32.56%	39.66%	36.74%	33.46%	37.84%	38.60%
九洲药业	收入	4.89	4.53	4.37	5.37	7.57	4.36
	增速		-7.36%	-3.53%	22.88%	40.97%	136.16%
	毛利率	55.47%	31.48%	50.62%	45.77%	42.61%	49.08%
药石科技	收入	1.36	1.88	2.73	4.78	6.62	4.59
	增速		38.24%	45.21%	75.09%	38.49%	58.17%
	毛利率	61.13%	66.36%	62.12%	57.82%	51.59%	45.06%
睿智医药	收入	1.29	1.06	1.43	1.96	1.93	0.93
	增速		-17.83%	34.91%	37.06%	-1.53%	13.33%
	毛利率						

数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：A股CXO企业2020Q1-3业绩情况汇总

- **A股CXO板块中收入增速超过30%的企业有4家。**2020Q1-3，A股CXO板块中收入增速超过30%的企业有4家，超过10%的企业有8家，10家公司收入均实现同比增长。

- **A股CXO板块中归母净利润增速超过30%的企业有7家。**2020Q1-3，A股CXO板块中归母净利润增速超过30%的企业有7家，超过10%的企业有9家，仅一家公司同比下降。

A股CXO企业2020Q1-3业绩汇总

成分股增速	20H1		20Q3		20Q1~3		市值	Q1-3占比		收入同比增量		净利润同比增量		研发费用		销售费用		管理费用		财务费用	
	收入	归母净利润	收入	归母净利润	收入	归母净利润		收入	净利润	Q3	Q1-3	Q3	Q1-3	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比	Q1-3	占比
药明康德	23%	62%	35%	-8%	27%	34%	2735	46.1%	**40.7%**	1,199	2,536	-57	603	475	40%	411	52%	1,304	43%	327	53%
泰格医药	9%	184%	22%	81%	13%	150%	1062	9.0%	**22.6%**	155	269	143	790	111	9%	70	9%	274	9%	138	22%
康龙化成	34%	197%	41%	86%	37%	140%	889	14.0%	**13.5%**	403	959	143	461	69	6%	65	8%	447	15%	25	4%
凯莱英	16%	38%	26%	39%	20%	38%	665	8.1%	**8.7%**	167	340	53	140	170	14%	66	8%	209	7%	15	2%
九洲药业	17%	26%	47%	231%	29%	76%	269	6.8%	**4.1%**	237	388	77	104	76	6%	30	4%	229	8%	55	9%
博腾股份	48%	100%	23%	53%	38%	76%	207	5.8%	**4.1%**	106	407	38	103	114	10%	58	7%	155	5%	14	2%
药石科技	58%	26%	53%	14%	56%	21%	197	2.8%	**2.4%**	92	261	7	25	58	5%	22	3%	88	3%	5	1%
昭衍新药	98%	89%	59%	17%	81%	55%	239	2.5%	**2.0%**	87	283	6	42	49	4%	10	1%	141	5%	1	0%
量子生物	9%	-17%	18%	33%	12%	3%	100	4.2%	**1.4%**	60	115	10	2	46	4%	44	6%	167	5%	39	6%
博济医药	18%	303%	37%	186%	25%	247%	29	0.7%	**0.3%**	18	35	5	14	17	1%	10	1%	30	1%	1	0%

数据来源：Wind，西南证券整理

3.5 业绩情况：A股CXO企业盈利能力持续提升，现金流情况良好

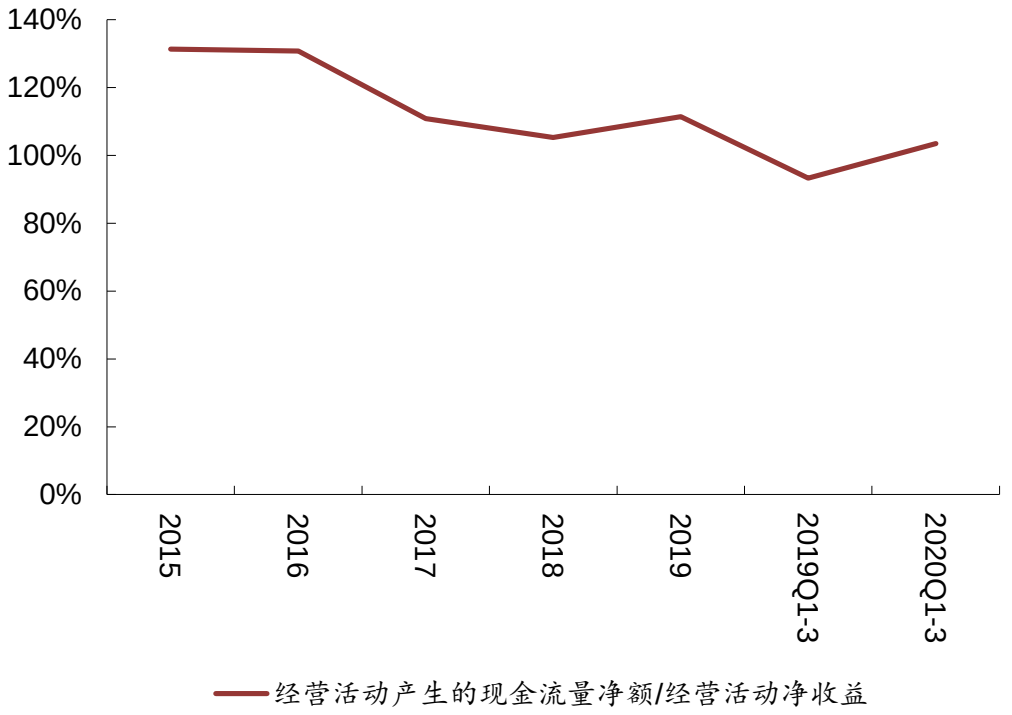
- **CXO企业盈利能力持续提升。**从ROE水平来看，2020Q1-3凯莱英、昭衍新药、药明康德、博腾股份和九洲药业等几家企业提升显著，ROE提升主要与企业净利润率提升有关，另外几家CXO企业ROE水平小幅下降，主要因扩产速度较快，周转率下降有关。

- **CXO企业现金流情况良好。**从现金流情况来看，近几年我国CXO企业经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益持续下降，但2020Q1-3为103.5%，同比提升10.2pp，表明我国CXO企业现金流情况持续向好。

CXO历年ROE情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-3	2020Q1-3
泰格医药	17.23%	9.34%	13.89%	17.52%	23.65%	17.14%	18.63%
药石科技	17.85%	21.18%	22.84%	22.97%	22.94%	18.18%	17.40%
凯莱英	18.62%	24.11%	17.93%	18.88%	19.92%	13.60%	15.41%
昭衍新药	26.82%	22.10%	20.57%	17.99%	24.35%	11.26%	13.11%
药明康德	14.45%	29.10%	21.14%	23.98%	10.57%	9.89%	11.89%
康龙化成	26.77%	18.32%	12.28%	15.68%	16.70%	11.62%	9.67%
九洲药业	11.63%	4.40%	5.65%	5.74%	8.52%	4.90%	8.04%
博腾股份	11.95%	14.30%	8.12%	5.79%	6.25%	4.62%	7.56%
博济医药	7.19%	0.48%	-5.84%	1.80%	1.58%	1.35%	4.46%
睿智医药	8.52%	8.74%	7.33%	10.75%	6.20%	3.66%	3.58%

CXO企业现金流情况



数据来源：Wind，西南证券整理

目录

1.板块行情回顾：大幅跑赢医药行业指数，估值处于较高水平

2.行业维度：研发投入和在研药物数量持续快速增长，CXO行业保持高景气度

3.企业维度：企业经营持续加速扩张，带动业绩快速增长

4.其他因素：汇率、投资收益和治理结构值得关注

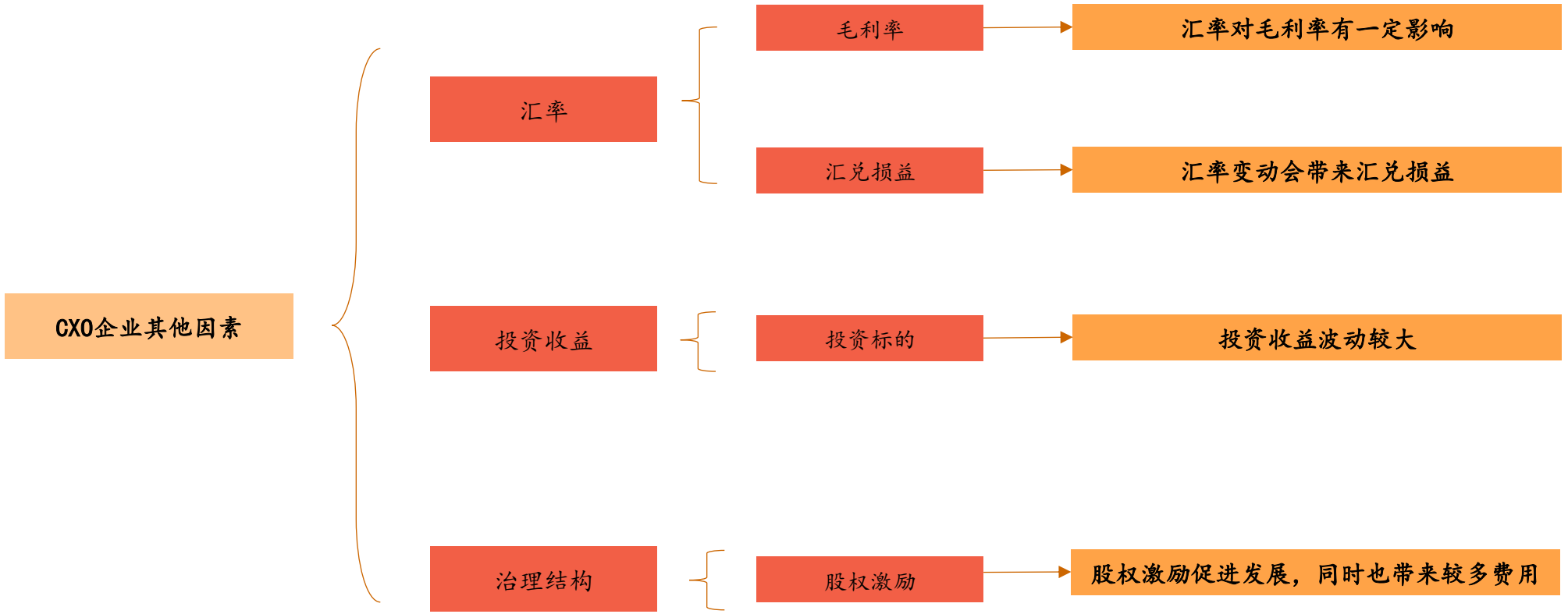
5.投资建议：建议重点关注平台型CXO企业

6.风险提示

4.1 影响CXO企业经营其他因素：汇率、投资收益和治理结构值得关注

- **汇率、投资收益和治理结构是影响CXO企业经营的重要因素。**CXO企业业绩受到汇率、投资收益较大影响，其中汇率会对毛利率和财务费用造成较大变动，另外，近几年CXO企业在创新领域投资较多，投资收益波动也对业绩造成较大波动。目前CXO行业人才竞争较为激烈，企业普遍通过股权激励等绑定优秀人才，对公司发展具有一定带动作用，但是也带来了一定的管理费用的增加。

影响CXO企业经营其他因素



数据来源：西南证券整理

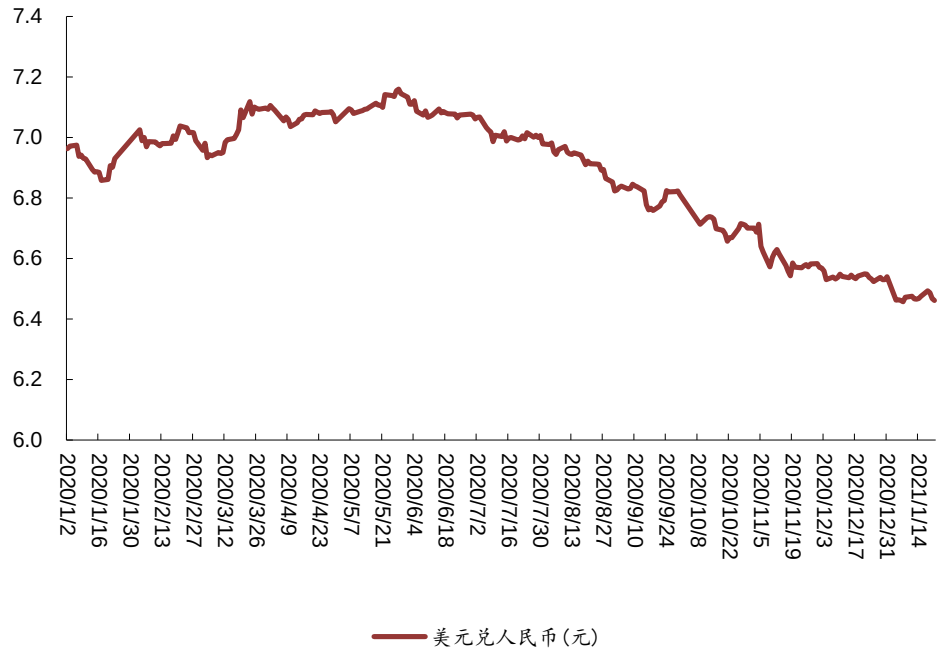
4.2 汇率因素：人民币汇率持续升高，对CXO企业汇兑损益造成较大影响

- CXO企业收入主要以美元结算，2020年5月开始，人民币持续升值，导致我国CXO企业汇兑损益较大，尤其是以海外业务为主的企业受影响更大。预计后续人民币升值进一步升值空间较小，CXO企业财务费用有望缓解。

CXO企业汇兑损益

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
凯莱英		694.53	(67.15)	(2052.80)	(3229.70)	5527.02	337.86	(330.55)	(560.64)
博腾股份	221.53	551.65	(325.86)	(969.89)	(1564.89)	1779.40	(427.28)	(291.06)	(906.07)
九洲药业	214.38	773.25	161.44	(2120.32)	(1926.31)	2629.62	(1312.69)	43.76	(248.12)
康龙化成				(886.01)	(1695.99)	3469.50	(3009.91)	(188.24)	(323.15)
睿智医药	(0.28)	1.14	(1.14)	(19.46)	(7.24)	26.90	(588.31)	(190.56)	(384.69)
泰格医药	96.20	203.97	(110.40)	(814.78)	(736.82)	715.70	(474.98)	(627.18)	(347.22)
博济医药						(1.13)	16.72	(0.32)	0.33
药石科技			1.61	(167.36)	(368.64)	352.07	(503.12)	(251.41)	403.44
昭衍新药			22.14	(39.68)	(73.45)	76.31	(113.12)	(32.26)	(72.43)
药明康德				(3283.31)	(9317.31)	13888.68	(3100.23)	(2066.78)	(8135.92)

人民币持续升值



数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 投资收益：投资收益在CXO企业利润中贡献占比持续上升

- **投资收益在CXO企业利润中贡献占比持续上升。**近几年，我国CXO企业不断在创新领域布局，成立产业基金，投资创新药和创新器械等，其中龙头企业投资较多，经过几年培育，部分项目进入收获阶段，公司投资收益也随着不断增加。同时，随着公司投资公司范围的扩大，数量的增加，投资收益也体现出了逐年稳步增长的态势，如药明康德、泰格医药等龙头企业的投资收益已经成为比较稳定的利润来源，预计未来仍将贡献较大的利润。

CXO企业历年净投资收益情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1-3
凯莱英		22.57	(94.89)	278.65	(227.85)	(26.46)	651.25	(124.27)	(817.31)
博腾股份				0.61	(57.53)	(25.28)	4634.06	782.57	580.38
九洲药业	55.74	996.56	490.63	2451.64	365.52	113.19	(1966.42)	(2300.83)	(291.64)
康龙化成							(170.95)	(1869.21)	1154.96
睿智医药		170.56	113.88	463.15	547.65	1726.02	1518.15	79.04	1468.42
泰格医药		87.44	580.13	574.77	3815.80	5335.32	11885.38	17982.80	8713.15
博济医药				61.82	309.06	118.14	428.69	245.53	41.99
药石科技		5.67	25.85	13.99	41.22	(68.46)	(14.28)	90.68	359.70
昭衍新药	(0.26)	0.63	2.74	(14.85)	(9.16)	185.87	865.54	1322.82	151.15
药明康德			19537.63	28270.04	(257.26)	3979.38	7963.65	4754.73	41123.92

数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 企业激励情况跟踪：股权激励次数较多，覆盖范围广，有助提升员工积极性

- 截至2020年12月底，药明康德共推出3次激励计划，股权激励次数相对较多，覆盖员工范围较大，激励程度较高，且解锁条件相对较高，体现公司对业绩高增长信心充足。

药明康德股权激励情况跟踪

	2018年	2019年	2020年	
对象	董事、管理人员、技术人员	董事、管理人员、技术人员	管理人员、技术人员	管理人员、技术人员
类型	限制性股票激励计划	股票增值权激励计划	限制性股票激励计划	股票期权激励计划
授予数量（万股）	805.27	290.12	1504.83	501.48
股份占比	0.77%	0.18%	0.9%	0.3%
授予价格（元）	45.53	63.25	32.44	64.88
人数	1353-	1353	234	455
解锁条件	以2017年业绩为基数	以2018年业绩为基数	以2018年业绩为基数	
第一年	2018年营业收入增长率不低于15%	2019 年营业收入增长额不低于人民币15亿元	2019 年营业收入增长额不低于人民币15亿元	
第二年	2019年营业收入增长率不低于30%	2020 年营业收入增长额不低于人民币30亿元	2020 年营业收入增长额不低于人民币30亿元	
第三年	2020年营业收入增长率不低于45%	2021 年营业收入增长额不低于人民币45亿元	2021 年营业收入增长额不低于人民币45亿元	

数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 企业激励情况跟踪：股权激励次数较多，覆盖范围广，有助提升员工积极性

- 截至2020年12月底，凯莱英共推出4次激励计划，股权激励次数相对较多，覆盖员工范围较大，激励程度较高，且解锁条件相对较高，体现公司对业绩高增长信心充足。

凯莱英股权激励情况跟踪

	2016年		2018年	2019年	2020年
类型	股票期权激励计划	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划
对象	公司高级管理人员、管理人员及核心技术(业务)人员				
授予数量（万股）	69.5	239.6	94.0	132.4	122.8
股份占比	0.62%	2.12%	0.41%	0.57%	0.531%
授予价格（元）	139.64	69.82	44.80	44.80	117.07
人数	5	107	36	22	225
三年解锁百分比	40%/30%/30%	40%/30%/30%	40%/30%/30%	40%/30%/30%	40%/30%/30%
解锁条件	以 2016 年净利润为基数				以2019年净利润为基数
第一年	2017年净利润增长率不低于25%	2017年净利润增长率不低于25%	2018年净利润增长率不低于50%	2019年净利润增长率不低于75%	2021年净利润增长率不低于25%
第二年	2018年净利润增长率不低于50%	2018年净利润增长率不低于50%	2019年净利润增长率不低于75%	2020年净利润增长率不低于100%	2022 年净利润增长率不低于50%
第三年	2019年净利润增长率不低于75%	2019年净利润增长率不低于75%	2020年净利润增长率不低于100%	2021年净利润增长率不低于125%	2023 年净利润增长率不低于75%

数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 企业激励情况跟踪：股权激励次数较多，覆盖范围广，有助提升员工积极性

- 截至2020年12月底，博腾股份共推出4次激励计划，股权激励次数相对较多，覆盖员工范围较大，激励程度较高，且解锁条件相对较高，体现公司对业绩高增长信心充足。

博腾股份股权激励情况跟踪

	2015年	2016年	2019年		2020年
类型	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划	股票期权激励计划	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划
对象	董事、高级管理人员				
授予数量（万股）	80.02	383	820.2	208.5	123.9
股份占比	0.29%	0.91%	1.51%	0.38%	0.23%
授予价格（元）	27.59	9.34	8.86	4.43	13.04
人数	-	132	50	50	-
解锁条件	以2014年业绩为基数	以2015年业绩为基数			
第一年	2015年营业收入增长率不低于20%，净利润增长率不低于20%	2016年营业收入增长率不低于25%，净利润增长率不低于25%	2019年公司营业收入不低于14亿元	2019年公司营业收入不低于14亿元	2020年公司营业收入不低于17亿元
第二年	2016年营业收入增长率不低于38%，净利润增长率不低于38%	2017年营业收入增长率不低于50%，净利润增长率不低于50%	2020年公司营业收入不低于17亿元	2020年公司营业收入不低于17亿元	2021年公司营业收入不低于20.5亿元
第三年	2017年营业收入增长率不低于86%，净利润增长率不低于86%	2018年营业收入增长率不低于80%，净利润增长率不低于80%	2021年公司营业收入不低于20.5亿元	2021年公司营业收入不低于20.5亿元	2022年公司营业收入不低于25亿元

数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 企业激励情况跟踪：股权激励次数较多，覆盖范围广，有助提升员工积极性

- 截至2020年12月底，泰格医药共推出4次激励计划，股权激励次数相对较多，覆盖员工范围较大，激励程度较高，且解锁条件相对较高，体现公司对业绩高增长信心充足。

泰格医药股权激励情况跟踪

	2013年	2014年	2018年	2019年
对象	副总经理、董事、核心管理人员			
类型	股票期权激励计划	股票增值权激励计划	股票期权激励计划	限制性股票激励计划
授予数量（万股）	272.98	64.61	500	459.87
股份占比	2.56%	0.3%	1%	0.91%
授予价格（元）	54.57	9.75	54.06	39.83
人数	167-	-	379	429
解锁条件	以2012年业绩为基数		以2018年净利润为基数	
第一年	2014年营业收入增长率不低于60.01%，净利润增长率不低于70.3%		2019年净利润增长率不低于40%	
第二年	2015年营业收入增长率不低于104.47%，净利润增长率不低于124.8%		2020年净利润增长率不低于75%	
第三年	-		2021年净利润增长率不低于105%	

数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 企业激励情况跟踪：股权激励次数较多，覆盖范围广，有助提升员工积极性

- 截至2020年12月底，昭衍新药共推出3次激励计划，股权激励次数相对较多，覆盖员工范围较大，激励程度较高，且解锁条件相对较高，体现公司对业绩高增长信心充足。

昭衍新药股权激励情况跟踪

	2018年		2019年		2020年
类型	股票期权激励计划	限制性股票激励计划	股票期权激励计划	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划
对象	董事、高级管理人员				
授予数量（万股）	73.11	33.9	124.9	45	208.9
股份占比	0.45%	0.41%	0.77%	0.27%	0.92%
授予价格（元）	28.52	28.31	48.11	24.06	94.77
人数	79		-	-	355
行权比例	50%/30%/20%		-	-	50%/30%/20%
解锁条件	以2017年业绩为基数		以2018年营业收入为基数		以2019年营业收入为基数
第一年	2018年营业收入增长率不低于20%		2019年公司营业收入不低于30%		2020年公司营业收入不低于25%
第二年	2019年营业收入增长率不低于44%		2020年公司营业收入不低于69%		2021年公司营业收入不低于56.25%
第三年	2020年营业收入增长率不低于72.8%		2021年公司营业收入不低于119.7%		2022年公司营业收入不低于96.31%

数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 企业激励情况跟踪：股权激励次数较多，覆盖范围广，有助提升员工积极性

- 截至2020年12月底，九洲药业共推出2次激励计划，最近一次在2020年，激励程度较高，且解锁条件相对较高，体现公司对业绩高增长信心充足。

九洲药业股权激励情况跟踪

	2017年	2020年
类型	限制性股票激励计划	限制性股票激励计划
对象	总经理、董事、核心管理人员	总经理、董事、核心管理人员
授予数量（万股）	470	192.7
股份占比	1.06%	0.24%
授予价格（元）	7.74	15.91
人数	205	205
解锁条件	以2016年净利润为基数	以2019年净利润为基数
第一年	2017年净利润增长率不低于50%	2020年净利润增长率不低于30%
第二年	2018年净利润增长率不低于100%	2021年净利润增长率不低于70%
第三年	2019年净利润增长率不低于200%	2022年净利润增长率不低于120%

数据来源：Wind，西南证券整理

4.4 企业激励情况跟踪：股权激励次数较多，覆盖范围广，有助提升员工积极性

- 截至2020年12月底，睿智医药共推出1次激励计划，且是在2017年推出，股权激励次数相对较少。

睿智医药股权激励情况跟踪

	2017年
类型	股票期权激励计划
对象	副总经理、董事、核心管理人员
授予数量（万股）	673
股份占比	1.59%
授予价格（元）	19.05
人数	86
三年解锁百分比	40%/30%/30%
解锁条件	以2016年净利润为基数
第一年	2017年净利润增长率不低于10%
第二年	2018年净利润增长率不低于15%
第三年	2019年净利润增长率不低于20%

数据来源：Wind，西南证券整理

目录

1.板块行情回顾：大幅跑赢医药行业指数，估值处于较高水平

2.行业维度：研发投入和在研药物数量持续快速增长，CXO行业保持高景气度

3.企业维度：企业经营持续加速扩张，带动业绩快速增长

4.其他因素：汇率、投资收益和治理结构值得关注

5.投资建议：建议重点关注平台型CXO企业

6.风险提示

5 投资建议：建议关注平台型CXO企业

- **投资建议：**成本优势推动下，海外CXO产能持续向我国转移，同时国内创新药崛起进一步为CXO行业带来增量空间，预计CXO板块业绩有望保持高速增长，且确定性较高，建议关注产业链布局一体化的平台型CXO企业。推荐实现CRO+CDMO一体化的龙头企业药明康德、小分子CDMO凯莱英和博腾股份，建议关注康龙化成、泰格医药和睿智医药等。

CXO板块公司盈利预测

代码	公司	市值	股价	归母净利润（亿元）			归母净利润增速			EPS			PE			评级
				20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E	
603259.SH	药明康德	3881.00	160.00	26.99	35.41	44.78	46%	31%	26%	1.11	1.45	1.83	144.14	110.34	87.43	买入
300347.SZ	泰格医药	1536.00	176.04	13.90	16.29	18.39	65%	17%	13%	1.59	1.87	2.11	110.72	94.14	83.43	持有
300759.SZ	康龙化成	1146.00	144.31	9.83	11.88	15.66	80%	21%	32%	1.24	1.50	1.97	116.38	96.21	73.25	持有
002821.SZ	凯莱英	768.00	316.59	7.38	9.51	12.12	33%	29%	27%	3.04	3.92	5.00	104.14	80.76	63.32	买入
300363.SZ	博腾股份	228.00	42.00	2.56	3.33	4.25	38%	30%	28%	0.47	0.61	0.78	89.36	68.85	53.85	持有
300725.SZ	药石科技	261.00	169.61	1.99	2.54	3.22	31%	28%	27%	1.37	1.75	2.22	123.80	96.92	76.40	买入
603127.SH	昭衍新药	328.00	144.21	2.57	3.47	4.51	44%	35%	30%	1.13	1.53	1.98	127.62	94.25	72.83	买入

数据来源：Wind，西南证券整理

目录

1.板块行情回顾：大幅跑赢医药行业指数，估值处于较高水平

2.行业维度：研发投入和在研药物数量持续快速增长，CXO行业保持高景气度

3.企业维度：企业经营持续加速扩张，带动业绩快速增长

4.其他因素：汇率、投资收益和治理结构值得关注

5.投资建议：建议重点关注平台型CXO企业

6.风险提示

6 风险提示

- CXO行业产能转移不及预期风险；
- CXO企业订单不及预期风险；
- CXO企业订单波动风险；
- 汇率波动风险；
- 其他医药行业政策风险等。

数据来源：Wind，西南证券整理

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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 SOUTHWEST SECURITIES

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东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn