

CXO 行业 1Q22 业绩复盘与展望：核心业务延续强势，继续关注中长期确定性/性价比

- **龙头公司的 CDMO 业务整体增长 50% 以上：**1Q22 主要 CXO 公司的 CDMO 板块均录得十分强劲的同比增长，获得新冠药物相关大订单的公司（药明康德（2359.HK/603259.CH）、凯莱英（6821.HK/002821.CH）和博腾股份（300363.CH））增速均在 100% 以上。我们预计剔除新冠业务后板块业务增速应在 50% 以上，参考康龙化成（3759.HK/300759.CH）和药明康德（见图表 6）。这反映全球 CDMO 行业景气度仍处高位，2021 年签下的大额订单和新产能释放持续转化为收入高增长。1Q22，我们观察到主要公司新签订单节奏并未受融资环境波动而放缓，短期业绩增长确定性较高，而商业化生产项目不断增加将持续驱动中长期高成长。
- **实验室服务增速在 30% 以上，临床 CRO 板块表现分化：**实验室服务板块在产能释放和高订单景气度驱动下继续录得高增速，其中方达控股（1521.HK）（泰格医药（3347.HK）的子公司）增速最快达 50% 以上（见图表 7）。各家临床 CRO 板块表现差异较大（见图表 8），药明康德和康龙化成在 15-35% 区间，而泰格增速在 100% 以上，我们认为主因国内疫情反复或一定程度上延误项目交付，但对有较多新冠临床项目的公司来说，入组加速可能拉动相关收入增长。剔除新冠贡献后，我们预计泰格增速在 50% 左右。
- **龙头企业毛利率现小幅波动，但无需过度担忧：**药明康德、康龙化成和泰格医药等龙头 CXO 公司的毛利率在 1Q22 出现了小幅下降，主因：1）海外收入占比相对较高，人民币升值对收入和毛利率有较大影响，例如药明康德在恒定汇率下的毛利率同比提升 1.1pcts；2）国内疫情短暂影响个别板块的业务交付；3）收入结构变化，一些利润率相对较低的板块/业务增长较快（如泰格的过手费收入）。我们认为上述负面影响偏短期，随着近期人民币贬值、国内疫情逐渐受控，今年下半年和明年利润率仍有改善空间。凯莱英和博腾专注于 CDMO 业务，受益于板块高景气度下的规模经济效益提升，毛利率仍处上升通道。
- **疫情影响仍需观察，但目前来看可控：**据我们和主要 CXO 公司管理层交流，疫情对 CXO 公司负面影响主要体现在：1）部分医院受疫情影响，临床 CRO 中需在医院完成的患者入组/随访、临床监察、SMO 等工作无法正常进行，从而影响项目交付；2）物流受阻或造成新产能基地施工延误。但这些影响基本只集中在上海、吉林等疫情管控相对严格的区域，时长预计一个月左右，因此我们观察到公司整体层面的影响相对可控，当前时点，CDMO 业务的产能利用率和员工复工率已恢复到疫情反弹前的较高水平。
- **估值与后市展望：**目前国内 CXO 行业的滚动 12 个月动态市盈率在 30-35x，基本处于历史底部，性价比可观（见图表 13、图表 14）。我们认为当下虽然短期杂音较多，但考虑到强劲的行业基本面和国内创新药出海加速，龙头 CXO 有望在中长期内保持剔除新冠后 30-40% 的增速。我们继续坚定看好 CDMO/CRDMO 板块中研发和服务核心竞争力强、产能释放节奏和业绩超预期确定性大、成熟业务模式持续导流后期项目的头部 CXO 企业，首推药明康德，推荐买入药明生物（2269 HK）和康龙化成，并建议重点关注受益于大订单快速兑现凯莱英和博腾股份、临床 CRO 中受益于新冠药物开发和创新药出海的泰格医药等。

丁政宁

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2022 年 5 月 3 日

相关报告：

《[药明康德（603259.CH/2359.HK）：1Q22 核心板块超预期，CRDMO 持续引导超高增速](#)》（2022-04-26）

《[每日一图：2022 年 3 月全球医疗板块融资环比回暖](#)》（2022-04-19）

《[创新药行业近期事件点评：多家国内药企现身 AACR、双抗临床研发进一步规范，国产创新药早期研发思路日渐成熟](#)》（2022-04-13）

《[信达生物 PD-1 美国上市受阻，对行业影响几何？](#)》（2022-02-11）

《[CDE 发布以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则：利好头部公司，估值高位板块下跌严重](#)》（2021-07-06）



扫码关注浦银国际研究

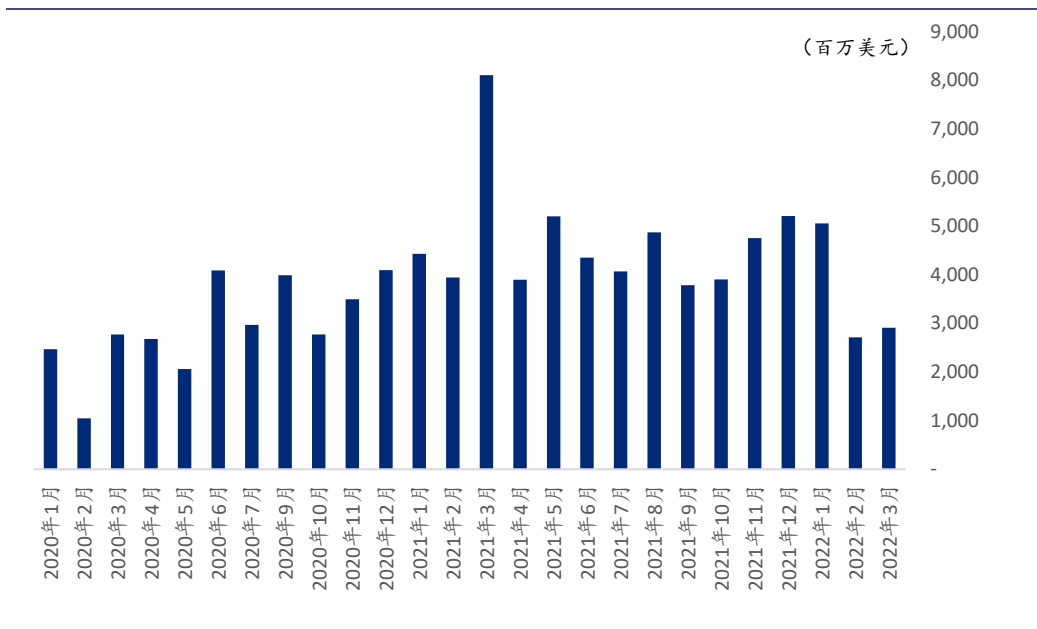
● 融资环境波动中的客户画像变化

根据动脉橙数据，1Q22 全球生物医药领域融资额 107 亿美元，同比有 35% 下滑，我们认为部分受到以下因素的影响：

1. 全球二级市场表现欠佳影响一级市场投融资热度及估值；
2. 对于地缘政治风险的担忧未完全消退；
3. 2021 年同期高基数。

但是，1Q22 融资额相比 1Q20 仍有 70% 的提升。

图表 1：全球生物医药领域融资规模



资料来源：公司数据、浦银国际

国内行业整合或将继续

相关数据和我们的草根调研结果显示，国内生物医药领域投融资节奏放缓是不争的事实。在国内不断变化的监管和定价环境中：1) CXO 的业务焦点势必将从质量较低的 me-too 类项目转向对技术储备、服务能力要求更高的同类首创/最佳项目；2) 创新药出海是长期大趋势，资金相对充裕的大药企和生物科技公司仍有较强的出海需求。

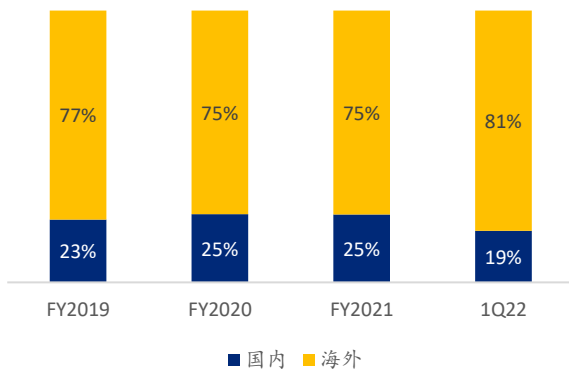
因此，本身研发实力强、海外业务经验丰富的一线 CXO 公司有较大机会承接这些需求，并在行业整合的过程中持续挤压二、三线玩家的生存空间。

海外长尾客户机会较多

根据我们和主要 CXO 公司的交流，海外大药企和生物科技公司仍有较强意愿继续在研发上投入资金；在全球医药研发分工专业化、精细化的大背景下，拥有人力成本、服务效率优势的中国 CXO 公司兴起是必然趋势。对于资金相对充裕的头部跨国大药企来说，在研发效率和回报率上的更高要求，也促使其加大与 CXO 公司的合作，中长期行业订单增长确定性高；海外长尾客户（中小型生物科技公司）相比国内同行有更多融资渠道，药物发现和临床前阶段（即 CRDMO 中的 R 端）的研发外包需求依然十分强劲。

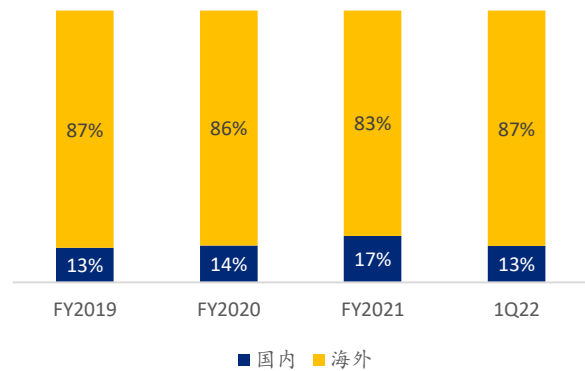
因此，我们认为本身服务能力过硬且拥有成本优势的 CXO 公司能更快地扩大全球市场份额，包括我们覆盖的药明康德、药明生物和康龙化成。我们观察到，1Q22 这些公司的海外收入占比均比过往年度有所提升，长尾客户增长势头依然强劲。

图表 2: 1Q22 药明康德海外业务贡献 80%以上收入



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3: 1Q22 康龙化成海外业务贡献 85%以上收入



资料来源：公司公告、浦银国际

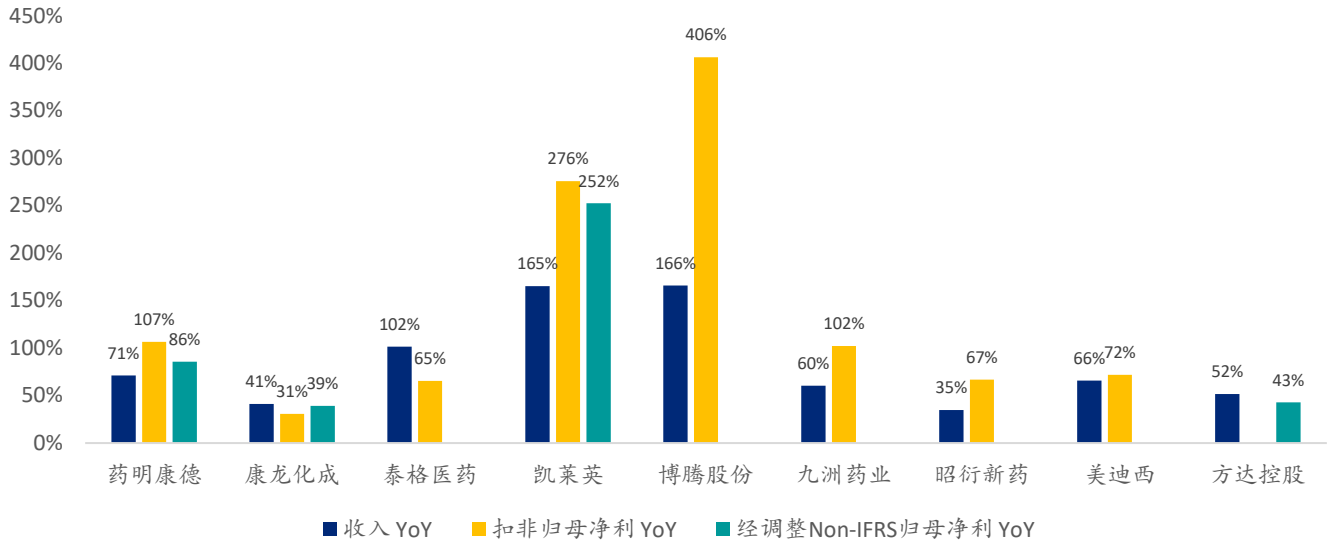
图表 4: 浦银国际覆盖 CXO 公司及近期观点更新

公司	股票代码	近期观点更新
药明康德	2359.HK/ 603259.CH	<ul style="list-style-type: none"> 在我们近期发布的公司 1Q22 业绩点评 报告中，2022-24 年经调整 non-IFRS 净利润预测为 82.0 亿/103.0 亿/127.7 亿元人民币。 我们给予公司“买入”评级，以及 56x/53x 的 A 股/H 股目标 2022E PE，低于各自过去三年平均 0.5 个标准差，对应 155 元人民币/176 港元的目标价。 考虑到公司在行业中领先的技术储备和服务效率以及最强的业绩增长确定性，我们继续将其选为 CXO 行业首选标的。
药明生物	2269.HK	<ul style="list-style-type: none"> 在我们的近期公司报告中，2022-24 年经调整 non-IFRS 净利润预测为 48.3 亿/70.6 亿/97.0 亿元人民币。 我们给予公司“买入”评级，并给予公司 1.8x 2022E PEG 的目标估值，得出目标价 110 港元，对应 83x 2022E PE，低于过去三年平均 0.4 个标准差。
康龙化成	3759.HK/ 300759.CH	<ul style="list-style-type: none"> 在我们近期发布的 1Q22 业绩点评 报告中，2022-24 年经调整 non-IFRS 净利润预测为 19.6 亿/25.9 亿/34.7 亿元人民币。 我们给予“买入”评级，以及 64x/49x 的 A 股/H 股目标 2022E PE，低于各自过去两年平均水平 0.5 个标准差，对应 154.3 元人民币/143.0 港元的目标价。

资料来源：浦银国际

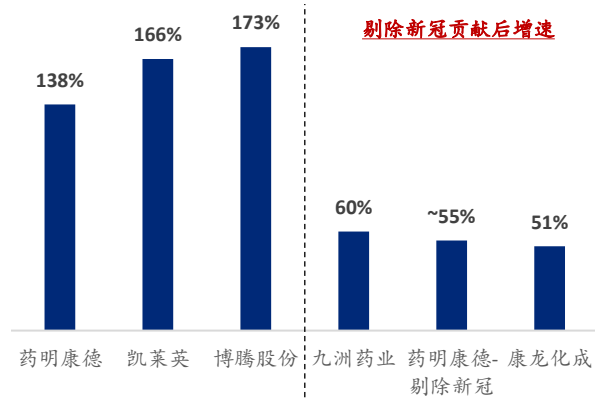
● 1Q22 主要 CXO 公司经营业绩总结

图表 5: 1Q22 主要 CXO 公司收入、扣非归母净利、经调整 non-IFRS 归母净利增速



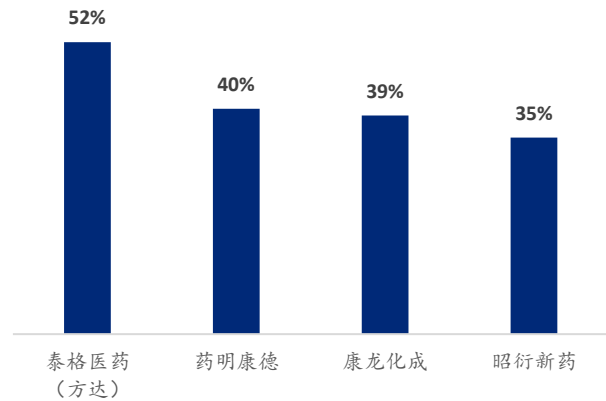
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 1Q22 主要 CXO 公司 CDMO 板块收入增速



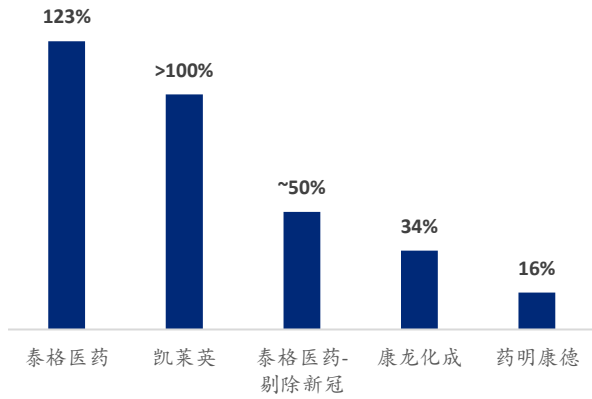
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 7: 1Q22 主要 CXO 公司实验室服务板块收入增速



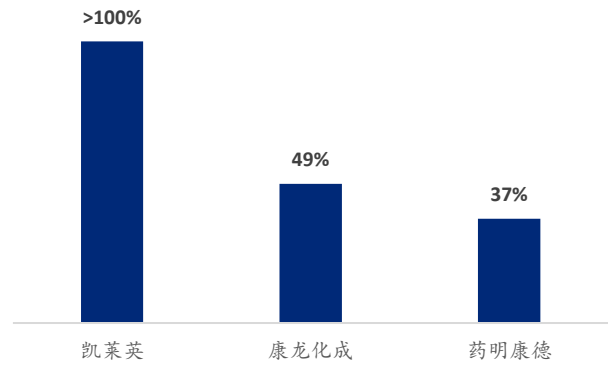
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 8: 1Q22 主要 CXO 公司临床 CRO 板块收入增速



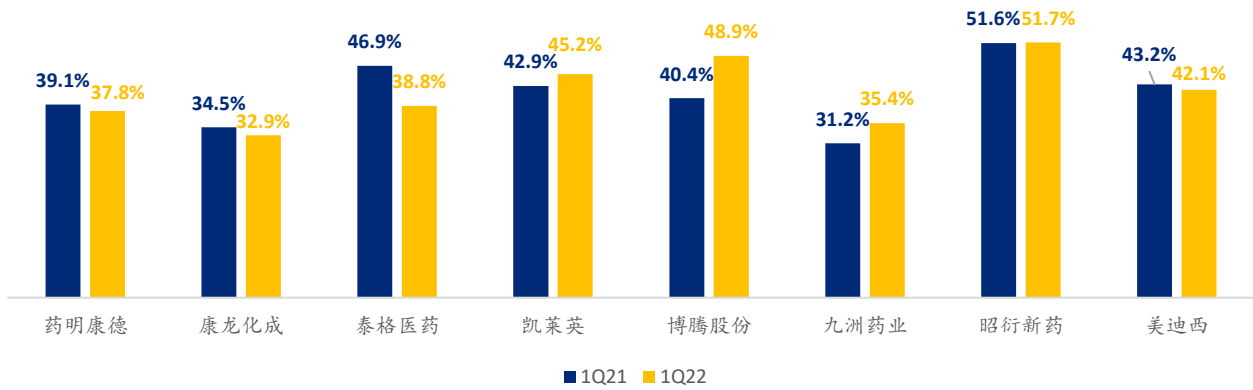
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 9: 1Q22 主要 CXO 公司新兴业务板块 (大分子、细胞及基因治疗等) 收入增速



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 10: 主要 CXO 公司整体毛利率 (1Q22 vs. 1Q21)



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 11: 港股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率 (x)		市盈率 (x)			2021-24E 净 利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E		
2359 HK	药明康德	109.0	358,048	(14.7)	(23.3)	30.5	61.1	33.0	26.3	21.2	36.0%	0.9
2269 HK	药明生物	60.0	253,040	(15.1)	(40.4)	40.3	93.3	46.4	31.6	23.0	40.3%	1.2
3759 HK	康龙化成	99.9	111,861	6.6	(14.5)	31.0	55.2	34.3	25.9	19.3	27.3%	1.3
3347 HK	泰格医药	77.4	89,475	(18.6)	(24.9)	19.1	56.7	20.5	17.0	15.1	10.8%	1.9
6821 HK	凯莱英	170.0	81,189	(38.9)	(50.5)	14.2	19.4	14.2	14.3	12.4	44.9%	0.3
1548 HK	金斯瑞	22.8	47,845	(15.6)	(37.2)	NA	157.9	NA	NA	NA	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	58.4	41,576	(18.7)	(16.0)	22.1	44.0	24.2	19.0	18.6	25.0%	1.0
1873 HK	维亚生物	2.5	4,838	(25.7)	(51.0)	9.2	20.6	11.3	6.8	4.5	44.9%	0.3
1521 HK	方达控股	2.4	4,917	(22.5)	(45.1)	17.4	39.1	20.1	13.7	11.6	43.4%	0.5
市值加权平均						28.7	68.5	31.8	24.0	18.9		

*药明康德、药明生物及康龙化成数据基于 SPDBI 预测，其余 E=Bloomberg 一致预期；
资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 4 月 29 日

图表 12: A 股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (人民币)	市值 (人民币 百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率 (x)		市盈率 (x)			2021-24E 净 利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E		
603259 CH	药明康德	103.2	300,524	(7.3)	(12.9)	34.6	64.8	37.5	29.9	24.1	36.0%	1.0
300759 CH	康龙化成	125.2	93,889	11.6	(9.3)	46.6	65.4	51.5	38.9	29.1	27.3%	1.9
300347 CH	泰格医药	89.6	75,100	(12.4)	(32.4)	24.6	57.5	26.3	21.7	18.0	13.8%	1.9
002821 CH	凯莱英	267.1	68,145	(29.2)	(41.6)	25.7	57.0	26.0	25.0	21.7	44.9%	0.6
603127 CH	昭衍新药	99.5	34,897	(18.6)	(20.6)	47.4	64.8	51.7	40.6	32.1	28.4%	1.8
300363 CH	博腾股份	73.7	40,083	(28.4)	(20.4)	28.1	54.2	29.4	25.9	21.4	52.6%	0.6
688202 CH	美迪西	382.0	23,716	(16.3)	(22.6)	41.8	69.5	49.0	32.5	21.9	56.4%	0.9
300725 CH	药石科技	76.8	15,345	(29.0)	(51.9)	32.6	59.2	36.8	26.6	NA	NA	NA
603456 CH	九洲药业	47.2	39,282	(2.7)	(16.1)	39.7	43.2	44.3	33.0	24.5	36.3%	1.2
市值加权平均						35.0	61.5	38.1	30.2	23.5		

*药明康德及康龙化成数据基于 SPDBI 预测，其余 E=Bloomberg 一致预期；
资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 4 月 29 日

图表 13: 港股 CXO 板块 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: A股 CXO 板块 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	109.0	买入	176.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	103.2	买入	155.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	99.9	买入	143.0	2022年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	125.2	买入	154.3	2022年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	60.0	买入	110.0	2022年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.6	持有	7.7	2021年12月22日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.7	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	18.4	买入	54.5	2022年3月29日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	33.8	买入	75.0	2022年4月28日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	33.6	买入	89.0	2022年3月3日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.5	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.2	买入	6.9	2022年4月1日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	312.5	买入	390.0	2022年2月22日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 4 月 29 日收盘价

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

