

医药

行业研究/周报

为外资药企赋能，CRO 全球产业链参与趋多

——民生医药外包行业周报 20190708

医药周报

2019年07月08日

报告摘要：
● 本周医药外包板块表现：中美关系缓和驱动股价上涨，估值水平持续分化

本周医药外包板块整体上涨 3.3%，跑赢中信医药指数 0.6 个百分点。细分领域中，具备全球竞争力的综合性 CRO 公司药明康德和康龙化成涨幅较大，分别为 7.1% 和 7.0%。我们认为主要受益于中美关系的缓和趋势，此外可能也受资金面的调整影响。公司估值水平持续分化，泰格医药、昭衍新药、康龙化成估值最高，2019 年 PE 分别为 57 倍、52 倍和 52 倍，而 CMO 领域企业凯莱英、九洲药业、博腾股份估值相对较低，2019 年 PE 分别为 41 倍、26 倍、32 倍。（康龙化成、昭衍新药、泰格医药为预测值，其余为 WIND 一致预测）

我们的观点是：中国市场红利是当下国内医药外包行业的主驱动力，对相关公司的弹性差异表现为公司估值的差异，短中期我们更看好明显受益国内红利的弹性公司。

● 行业景气度变量跟踪：投融资景气度向好，IND 平稳增长

Wind 的 PE/VC 库显示，从生物科技/制药领域的 PE/VC 的投融资项目数及总金额来看，2019 年上半年景气度有所恢复，2 月份和 5 月份为投融资金额的高点。六月 PE/VC 投资事件项目数量共 15 个，总金额 33.60 亿元；无投资项目退出。七月第一周，PE/VC 投资事件项目共 3 个，总金额已达 14.00 亿元。我们认为，七月初投融资景气度向好，全月数据有望环比上升，医药行业投融资长期景气度持续。

2019 年上半年，国产化学/生物药 IND 数量自去年下半年的低点恢复，其中一月份为化学/生物药 IND 申报的高点，2 月至 5 月有所回落，基本保持平稳。六月国内化学药 IND 数量 13 个，生物药 IND 数量 9 个。七月第一周，国内化学药 IND 数量 2 个，生物药 IND 数量 5 个，我们预计，七月生物药的 IND 数量将环比上升，生物药的临床研究仍处于高景气度阶段，化学药的临床研究存在短期波动。

2019 年上半年，进口化学/生物新药 IND 数量同比去年出现较大程度上升。六月新增进口化学药 IND 数量 6 个，生物药 IND 数量 4 个。七月第一周，新增进口化学药 IND 数量 3 个，生物药 IND 数量 1 个。其中我们发现抗真菌药 Rezafungin 由美国药企 Cidara 和康德弘翼（药明康德子公司）共同申报。逐渐放开对海外创新药在中国进行临床试验的申报审批是大势所趋，中国 CRO 公司将更多参与到海外创新药在中国的临床试验中。

● 全球创新药投融资事件

1) “乐普生物”获 9 亿元人民币 A 轮融资；2) 生物科技公司 Ultivue 完成 2200 万美元 C 轮融资，通和毓承参投；3) 全球创新药动物模型平台供应商“集萃药康”获鼎晖和国药 1.6 亿元 A 轮融资。

● 重点推荐个股更新

1) 《泰格医药 (300347)：数统实现整合，中美统筹管理提效》
 2) 《泰格医药 (300347)：战略合作强化，中期意义大于短期业绩影响》

● 投资建议

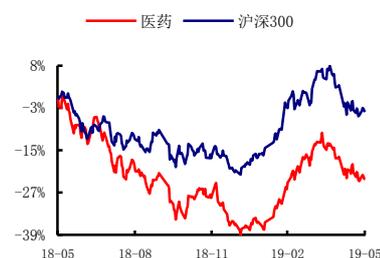
在创新药研发中国市场红利驱动下，泰格医药、昭衍新药业绩最具弹性，持续推荐。

● 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较


资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：徐默凡

执业证号：S0100119060009

电话：021-60876706

邮箱：xumofan@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

重点公司	现价 2019/7/5	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
药明康德	65.92	1.94	1.41	1.77	33.98	46.75	37.24	未评级
康龙化成	36.56	0.57	0.70	0.93	63.66	52.32	39.51	谨慎推荐
昭衍新药	49.00	0.94	0.94	1.3	52.01	52.13	37.69	推荐
泰格医药	52.94	0.94	0.92	1.71	56.08	57.54	30.96	推荐
凯莱英	102.00	1.86	2.47	3.23	54.95	41.30	31.58	未评级
药石科技	64.02	1.21	1.38	1.99	52.80	46.39	32.17	未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院（康龙化成、昭衍新药、泰格医药为预测值，其余为 WIND 一致预测）

目录

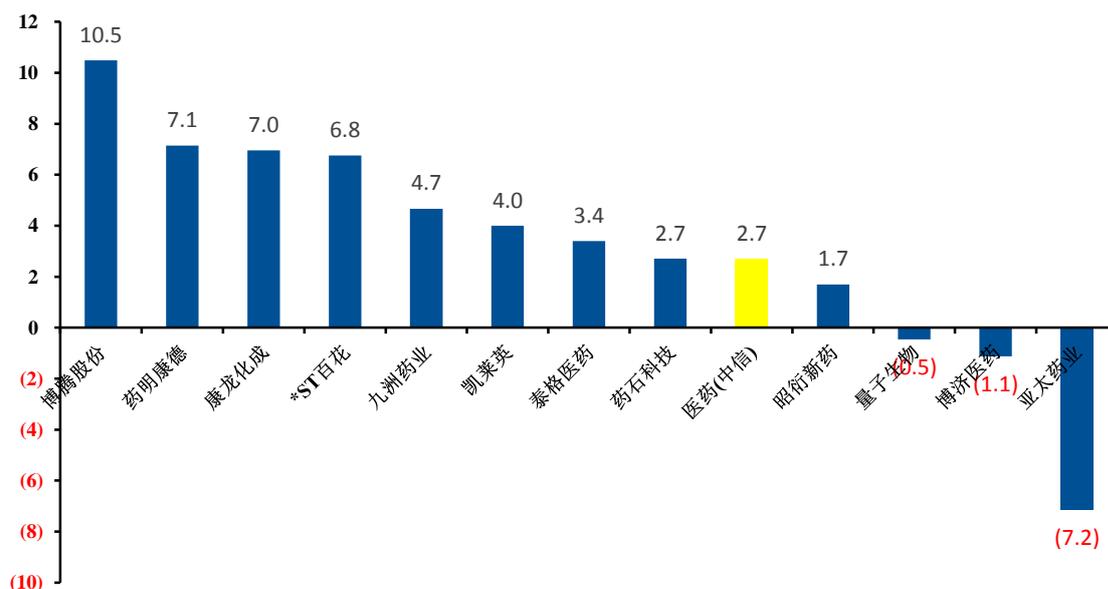
一、本周医药外包板块表现：中美关系缓和驱动股价上涨，估值水平持续分化.....	4
二、行业景气度跟踪：投融资景气度向好，IND 平稳增长	5
(一) PE/VC 投融资：六月投融资略有波动，七月初投融资景气度向好	5
(二) 创新药 IND 申报：新药 IND 数量稳中有升，MRCT 将是大势所趋	5
三、行业新闻及个股更新	7
(一) 全球创新药投融资事件	7
1、“乐普生物”获 9 亿元人民币 A 轮融资	7
2、生物科技公司 Ultivue 完成 2200 万美元 C 轮融资，通和毓承参投.....	7
3、全球创新药动物模型平台供应商“集萃药康”获鼎晖和国药 1.6 亿元 A 轮融资	8
(二) 重点推荐个股更新	8
1、《泰格医药（300347）：数统实现整合，中美统筹管理提效》	8
2、《泰格医药（300347）：战略合作强化，中期意义大于短期业绩影响》	9
四、投资建议	10
五、风险提示	10
插图目录	11

一、本周医药外包板块表现：中美关系缓和驱动股价上涨，估值水平持续分化

本周医药外包板块整体上涨 3.3%，跑赢中信医药指数 0.6 个百分点。具备全球竞争力的综合性 CRO 公司药明康德和康龙化成涨幅较大，分别为 7.1% 和 7.0%。CMO 公司也上涨较多，博腾股份、九洲药业、凯莱英分别上涨 10.5%、4.7% 和 4.0%。泰格医药、药石科技、昭衍新药小幅上涨。亚太药业跌幅最大，达 7.2%。

我们认为，由于本周中美关系有缓和迹象，而临床前 CRO 公司和 CMO 公司作为全球产业链的一环，核心收入来源于海外客户，因此带动了本周临床 CRO 公司和 CMO 公司股价的上涨。此外，2019Q2 药明康德、康龙化成股价走势较弱，本周的上涨可能也是资金面的调整。另一方面，国内场景气度持续，泰格医药和昭衍新药保持上涨趋势。

图 1：CRO/CMO 公司本月涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究

公司估值水平持续分化，泰格医药、昭衍新药、康龙化成估值最高，2019 年 PE 分别为 57 倍、52 倍和 52 倍，而 CMO 领域企业凯莱英、九洲药业、博腾股份估值相对较低，2019 年 PE 分别为 41 倍、26 倍、32 倍（康龙化成、昭衍新药、泰格医药为预测值，其余为 WIND 一致预测）。我们认为，除康龙化成具有次新股因素，且在能力加速拓展期，估值较高；泰格医药和昭衍新药作为国内的临床和临床前 CRO，充分享受中国市场红利，是板块内弹性最高的公司，也因此享受最高的估值。而 CMO 公司作为离岸外包，产业转移趋势不明显，订单的不确定性较强，存在风险折价，也因此具有较低的估值。

表 1: 重点关注个股估值表

代码	重点公司	现价	EPS			PE		
			7月5日	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E
603259.SH	药明康德	65.92	1.94	1.41	1.77	33.98	46.75	37.24
300759.SZ	康龙化成	36.56	0.57	0.70	0.93	63.66	52.32	39.51
603127.SH	昭衍新药	49.00	0.94	0.94	1.3	52.01	52.13	37.69
300347.SZ	泰格医药	52.94	0.94	0.92	1.71	56.08	57.54	30.96
002821.SZ	凯莱英	102.00	1.86	2.47	3.23	54.95	41.30	31.58
300725.SZ	药石科技	64.02	1.21	1.38	1.99	52.80	46.39	32.17
300149.SZ	量子生物	15.08	0.32	0.54	0.71	46.79	27.93	21.24
002370.SZ	亚太药业	14.67	0.39	-	-	37.88	-	-
600721.SH	*ST 百花	5.69	-2.02	-	-	-2.82	-	-
300404.SZ	博济医药	23.68	0.06	-	-	428.21	-	-
603456.SH	九洲药业	8.74	0.20	0.34	0.45	44.82	25.71	19.42
300363.SZ	博腾股份	9.27	0.23	0.29	0.39	40.41	31.97	23.77

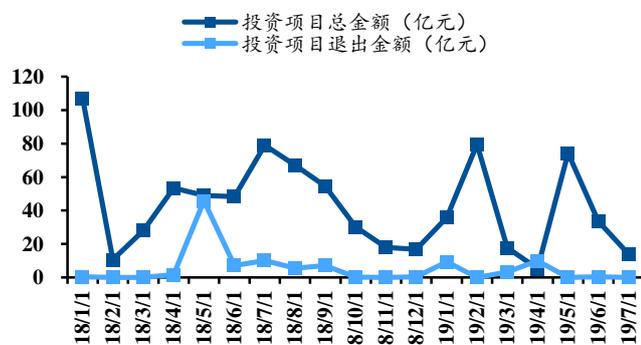
资料来源: Wind, 民生证券研究 (康龙化成、昭衍新药、泰格医药为预测值, 其余为 WIND 一致预测)

二、行业景气度跟踪: 投融资景气度向好, IND 平稳增长

(一) PE/VC 投融资: 六月投融资略有波动, 七月初投融资景气度向好

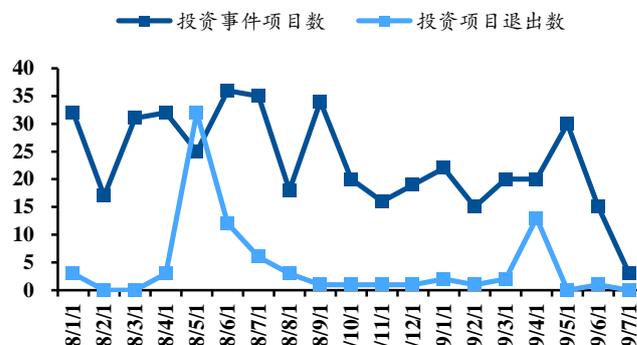
从生物科技/制药领域的 PE/VC 的投融资项目数及总金额来看, 2019 年上半年景气度略有波动, 2 月份和 5 月份为投融资金额的高点。六月 PE/VC 投资事件项目数量共 15 个, 总金额 33.60 亿元; 无投资项目退出。七月第一周, PE/VC 投资事件项目共 3 个, 总金额已达 14.00 亿元。我们认为, 七月初投融资景气度向好, 全月数据有望环比上升, 医药行业投融资长期景气度持续。

图 2: 投资项目/退出项目总金额



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3: 投资事件/退出事件数量



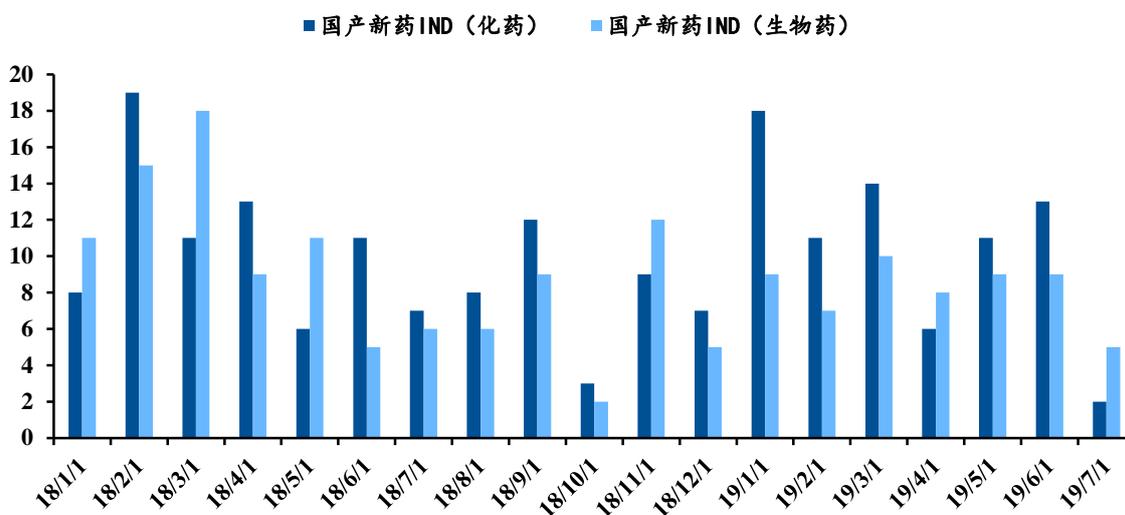
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 创新药 IND 申报: 新药 IND 数量稳中有升, MRCT 将是

势所趋

2019年上半年，国产化学/生物药 IND 数量自去年下半年的低点恢复，其中一月份为化学/生物药 IND 申报的高点，2月至5月有所回落，基本保持平稳。六月国内化学药 IND 数量 13 个，生物药 IND 数量 9 个。七月第一周，国内化学药 IND 数量 2 个，生物药 IND 数量 5 个，我们预计，七月生物药的 IND 数量将环比上升，生物药的临床研发仍处于高景气度阶段，化学药的临床研发存在短期波动。

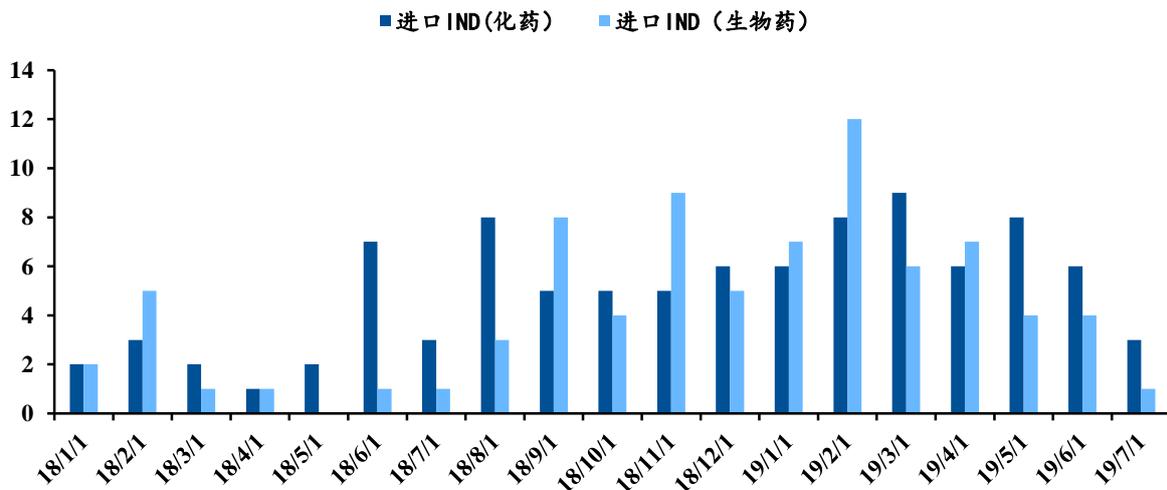
图 4：国产新药 IND 情况



资料来源：CDE，民生证券研究院

2019年上半年，进口化学/生物新药 IND 数量同比去年出现较大幅度上升。六月新增进口化学药 IND 数量 6 个，生物药 IND 数量 4 个。七月第一周，新增进口化学药 IND 数量 3 个，生物药 IND 数量 1 个。其中我们发现抗真菌药 Rezafungin 由美国药企 Cidara 和康德弘翼（药明康德子公司）共同申报。我们认为，逐渐放开对海外创新药在中国进行临床试验的申报审批是大势所趋，中国的 CRO 公司将更多参与到海外创新药在中国的临床试验中。国际多中心临床试验（MRCT）的数量及占比也将持续上升，持续利好医药外包行业。

图 5：进口新药 IND 情况



资料来源：CDE，民生证券研究院

三、行业新闻及个股更新

(一) 全球创新药投融资事件

1、“乐普生物”获9亿元人民币A轮融资

7月1日，“乐普生物”宣布完成9亿元人民币的A轮融资，本次融资由拾玉领投。参与本轮投资的其他投资者包括苏民投、开元国创、苏州新锐和乐成医疗，上市公司乐普医疗再次跟投。本轮融资将用于核心项目的临床试验推进、大分子生产线建设、产品管线引进及人才队伍建设等。

乐普生物成立于2018年，聚焦肿瘤免疫治疗，现已搭建靶点发现、成药研制、开发和生产的综合性产业平台，拥有厚德奥科、翰中生物、上海美雅珂、上海航嘉孵化器9个子公司。核心产品PD-1、PD-L1、溶瘤病毒和多个ADC产品进入临床I-III期各个阶段，临床试验结果优异，未来将开展多个产品的联合应用。

2、生物科技公司Ultivue完成2200万美元C轮融资，通和毓承参投

生物科技公司Ultivue完成2200万美元C轮融资。本轮融资资金将用于支持该公司推进细胞识别技术商业化进程，协助医疗团队研究人体细胞。本轮融资由Northpond Ventures领投，ARCH Venture Partners、6 Dimensions Capital（通和毓承，药明康德联营企业）、Applied Ventures跟投。

Ultivue由David R. Walt、Peng Yin和Ralf Jungmann成立于2015年，总部位于美国马萨诸塞州，专注于研究组织标记物识别和生物数量定量研究。Ultivue研发的UltiMapper系列产品主要应用于细胞内生物标记物识别，可帮助探测、治疗多种疾病：

- 1) UltiMapper I / O T-act试剂盒可用于分析T细胞激活细胞自动灭活机制的潜力。试剂盒内包含染色和成像CD3、颗粒酶B、Ki67、panCK / SOX10以及核复染剂所需的所

有试剂。在进行细胞分析时，研究人员可通过试剂盒内工具分析由 T 细胞引起的细胞增殖、毒性细胞生成、肿瘤细胞死亡率以及潜在的增殖指数等多重指标。通过分析相关数据，研究 T 细胞在免疫反应中的作用。

- 2) UltiMapper I/O PD-L1 试剂盒主要用于分析肿瘤细胞活性，支持患者在使用指南引导下自行使用。试剂盒内包含所有染色和成像试剂，例如 CD8、CD68、PD-L1、panCK / Sox10 以及核复染剂等。对于肿瘤患者而言，恶性肿瘤的活性远高于良性肿瘤，患者可通过试剂盒测量 T 细胞活性、毒性细胞占比、患病部位炎症因子数等指标，分析肿瘤活性，并及时前往医疗机构接受诊治。

3、全球创新药物模型平台供应商“集萃药康”获鼎晖和国药 1.6 亿元 A 轮融资

集萃药康已完成 A 轮 1.6 亿元人民币融资，由鼎晖投资、国药控股共同投资。本轮融资将主要用于开发模式动物品系、建设国内新基地并拓展海外市场，以支持全球生命科学研究及新药的临床开发。

集萃药康成立于 2017 年，是一家专注于基因编辑小鼠等模式动物的开发、应用、供应和标准化的高科技公司，它主要通过和全球生物医药研究的科学家及新药开发和 CRO 公司合作，推动国内外药企和科研客户的临床前机理和药效学评价。

（二）重点推荐个股更新

1、《泰格医药（300347）：数统实现整合，中美统筹管理提效》

事件：泰格医药子公司香港泰格收购方达医药持有的美国 BDM 少数股权

2019 年 7 月 1 日，泰格医药发布公告，其全资子公司香港泰格拟于近日与公司控股孙公司方达医药签署《股权转让协议》，以 720 万美元购买其持有的 Tigermed-BDM Inc.（简称“美国 BDM”）45% 股权。本次股权转让完成后，香港泰格将持有美国 BDM 100% 股权。

美国 BDM 主要从事数据管理、数据统计、SAS 项目管理服务业务。截至 2018 年 12 月 31 日，美国 BDM 总资产 4309 万元，净资产 4079 万元；2018 年主营业务收入 5729 万元，净利润 586 万元。

点评：数统实现整合，中美统筹管理提效，方达医药更专注自身业务

我们认为数统业务作为泰格医药的核心业务，净利润占比达 50%，本次收购美国 BDM 股权的意义主要为以下几点：

- 1) 泰格医药实现数统业务中美两地的统筹管理，我们判断美国 BDM 作为成本中心，利用所在地沟通优势，将更多进行 BD，将数统业务引流至中国；而中国的美斯达和嘉兴泰格作为利润中心，享受工程师红利，在较低人力成本下更高效地创造利润。

- 2) 由于方达医药于 5 月底在港股上市，本次收购将数统业务从方达医药体内剥离出去。方达医药将更专注于自身核心业务，包括生物分析、BE 和 CMC，从而实现和泰格医药的协同效应。

3) 我们估计,2018年泰格医药数统的净利润在2亿左右,美国BDM净利润为584万元,差距较大。考虑到香港泰格购买了美国BDM45%的股权,且泰格医药持股方达医药51.45%,本次收购对泰格医药的净利润影响较小。

投资建议

基于泰格医药于2019年7月1日除权除息,最新除权除息后的2019-2021年公司EPS分别为0.92、1.27、1.71元(之前我们预计2019-2021年公司EPS为1.37、1.91、2.57元),按2019年7月1日收盘价对应2019年56倍PE,参考可比公司估值及公司行业领先地位,维持“推荐”评级。

风险提示

临床试验资源限制;传统业务恢复进度慢;竞争恶化。

2、《泰格医药(300347):战略合作强化,中期意义大于短期业绩影响》

事件:泰格医药与阿斯利康签署《战略合作协议》

2019年7月5日,泰格医药与阿斯利康签署了《战略合作协议》,在创新医药产品的临床研究和开发过程中进行全方位战略合作。

本次战略合作是基于临床试验和AZ的全方位合作,合作内容主要包括:阿斯利康委托泰格医药提供注册申请、临床监查、数据管理与统计、临床试验研究中心协调、医学事务、药物警戒、质量控制、人员培训、医学影像、PK样品检测、中心实验室检测、试验测试样品以及试验药品物流等。

点评:合作升级提升影响力,保障持续性,公司自我完善能力持续验证

行业逻辑:从功能服务商到战略合作伙伴是全球化临床CRO公司已经验证的发展路径。在我们之前康龙化成的深度报告《能力边界突破、规模性逐步体现的全球化CRO公司》里,我们提出过行业观点:从功能服务商到战略合作伙伴的拓展,是CRO公司持续努力做的事情。我们认为,在战略合作升级的过程中,亦是CRO公司不断自我完善的过程:CRO公司需要不断拓展服务领域、获得全球化服务能力、提供全生命周期服务以成为药企重要的战略合作伙伴。

2018年公司成立战略合作部,进而签署多个战略合作,这提示了公司正在加强客户战略合作。此前泰格医药是阿斯利康的优选供应商,本次《战略合作协议》达成象征着合作的升级,保障了公司订单的持续性,公司的全球影响力也获得持续提升。另一方面,我们发现2018年公司成立战略合作部(2018年年报显示)近2年,公司持续和阿斯利康、贝朗医疗、海和药物、九洲药业等相继签署战略合作协议。我们认为,公司战略合作关系持续增加的过程,也是公司质量品牌不断提升、自我完善能力持续获得验证的过程。

与AZ的合作,我们认为中长期意义更甚于短期业绩影响。我们认为,自2015年以来中国临床试验市场的发展而言,是需求快速提升、供给质量规范性提高的过程,也奠定了泰格医药近3年业绩高增长的基础。我们判断,决定泰格医药和国内本土临床CRO持续拉开差距的因素是:自身服务业务的持续完善和提升、进而国际化拓展,而作为全球产业链的一环,持续

的战略的合作强化了我们对公司在该进程推进过程中决心的认识。其中长期的意义更大于短期业绩的影响。

投资建议

我们预计 2019-2021 公司 EPS 分别为 0.92、1.27、1.71 元，按 2019 年 7 月 5 日收盘价对应 2019 年 58 倍 PE，参考可比公司估值及公司行业领先地位，维持“推荐”评级。

风险提示

临床试验资源限制；传统业务恢复进度慢；竞争恶化。

四、投资建议

我们认为医药产业投融资景气度持续，在医药研发中国市场红利的驱动下，泰格医药和昭衍新药能够最大程度享受中国市场红利，业绩最具弹性，持续推荐。药明康德目前持续加强其自身业务间的导流，增加客户粘性；康龙化成处于能力加速拓展期；而药石科技坚持产品型公司的定位下，目前处于商业模式和战略选择的关键期，建议持续关注。

五、风险提示

行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性。

插图目录

图 1: CRO/CMO 公司本月涨跌幅	4
图 2: 投资项目/退出项目总金额	5
图 3: 投资事件/退出事件数量	5
图 4: 国产新药 IND 情况	6
图 5: 进口新药 IND 情况	6

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

徐默凡，研究助理，复旦大学药学学士，格拉斯哥大学国际金融硕士，2019年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。