

# 行业红利驱动，中报持续靓丽

—民生医药外包行业周报 20190826

医药周报

2019年08月26日

## 报告摘要：

### ● 本周医药外包板块表现：细分领域龙头涨幅更大，估值水平持续分化

本周医药外包板块整体上涨 2.22%，跑输中信医药指数 2.78 个百分点。药明康德上涨最多，涨幅为 14.8%。康龙化成、泰格医药也有较高上涨，涨幅分别为 7.2% 和 6.4%。亚太药业下跌最多，跌幅达 4.3%。

我们认为，本周药明康德、泰格医药的较高上涨主要受益于其中报相对靓丽，这也持续验证医药外包板块仍处于高景气度阶段。从涨幅来看，本周更具竞争力的细分领域龙头公司的涨幅相对较高，我们认为主要受资金面的影响。

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 66 倍、65 倍和 63 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 46 倍、32 倍、48 倍（康龙化成、昭衍新药、泰格医药、药明康德、凯莱英为预测值，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：投融资存在短期波动，创新药IND景气度持续

**2019H1 投融资缓慢恢复，维持较高的景气度。**根据 PE/VC 库（WIND）显示，从生物科技/制药领域投融资项目数及总金额来看，2019 年上半年景气度相比去年下半年来下滑趋势有所恢复，其中 2 月、5 月单月为上半年投融资金额高点。7 月 PE/VC 投资事件项目数量共 20 个，总金额 32.35 亿元；无投资项目退出。截至 8 月 25 日，PE/VC 投资事件项目共 11 个，总金额为 22.79 亿元，退出项目共 11 个，总金额 20.29 亿元。退出项目数及金额环比显著增加，我们认为属于短期波动。

**最新 IND 数据显示，内资创新药申报仍处于高景气阶段，8 月环比保持稳定。**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 1 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。7 月国内化学药 IND 数量 8 个，生物药 IND 数量 14 个。截至 8 月 25 日，国内化学药 IND 数量 18 个，生物药 IND 数量 9 个，化学药 IND 数量已显著超过 7 月全月，达到 2019 年来的高点，创新药研发的高景气度仍然持续。

**上半年，进口药 IND 同样延续了快速增长的趋势。**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。7 月新增进口化学药 IND 数量 11 个，生物药 IND 数量 5 个。截至 8 月 25 日，新增进口化学药 IND 数量 7 个，生物药 IND 数量 6 个，我们预计本月进口 IND 数量可能与上月持平或略有上升。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。国际多中心临床试验（MRCT）的数量及占比也将持续上升，对医药外包市场面对的需求市场的放大，是明显的增量。

### ● 全球创新药投融资事件

1) 新型微生物疗法开发公司 Finch Therapeutics 完成 5300 万美元 C 轮融资，推进其新型微生物疗法的研发；2) 生物技术公司 Chinook Therapeutics 完成 6500 万美元 A 轮融资，开发治疗肾病的精准药物；3) 墨西哥制药公司 Sanfer 完成 5 亿美元融资，拓展拉丁美洲非处方药物市场；4) 肿瘤免疫公司 Oncorus 完成 7950 万美元 B 轮融资，推进下一代溶瘤病毒治疗；5) 生物技术公司 Graybug 完成 8000 万美元 C 轮融资，开发长效眼科注射药物；6) 华瓮生物宣布完成新一轮数千万元融资。

## 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

### ● 重点推荐个股更新

- 1) 《药明康德 (603259): 多业务弹性释放, 一体化平台加速验证》
- 2) 《泰格医药 (300347): 子公司业绩高增长, 盈利能力改善》
- 3) 《泰格医药 (300347): 盈利能力明显提升, 业绩持续高增长可期》

### ● 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; 药明康德具有较强国际竞争力, 目前持续加强其自身业务间的导流, 增加客户粘性, 业绩确定性强, 持续推荐; 凯莱英处于能力加速拓展期, 业绩高确定性且兼具弹性, 持续推荐。

### ● 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。

### 盈利预测与财务指标

| 重点公司 | 现价<br>2019/8/23 | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级   |
|------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      |                 | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |      |
| 药明康德 | 82.57           | 1.94  | 1.38  | 1.63  | 42.54 | 59.83 | 50.66 | 推荐   |
| 康龙化成 | 44.27           | 0.57  | 0.70  | 0.93  | 77.09 | 63.36 | 47.84 | 谨慎推荐 |
| 昭衍新药 | 60.67           | 0.94  | 0.94  | 1.3   | 64.40 | 64.54 | 46.67 | 推荐   |
| 泰格医药 | 60.79           | 0.94  | 0.92  | 1.27  | 64.40 | 66.08 | 47.87 | 推荐   |
| 凯莱英  | 112.30          | 1.86  | 2.44  | 3.16  | 60.49 | 46.12 | 35.58 | 推荐   |
| 药石科技 | 66.48           | 1.21  | 1.38  | 1.99  | 54.83 | 48.17 | 33.41 | 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、药明康德、凯莱英为民生证券预测值, 其余为 WIND 一致预测)

## 目录

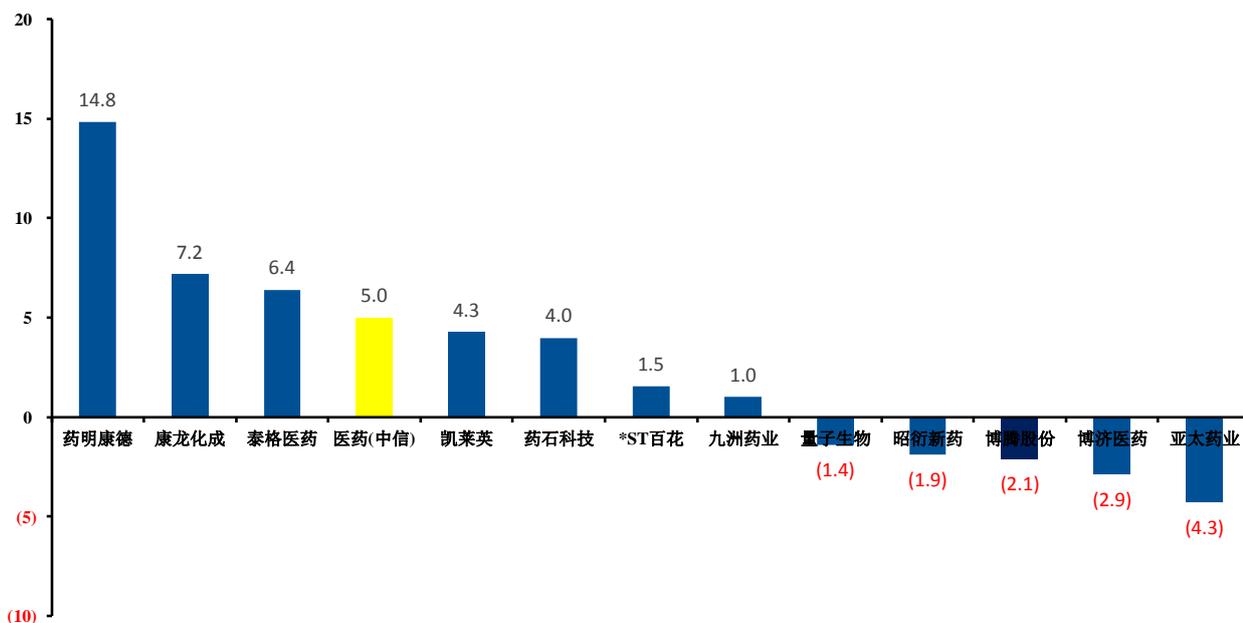
|  |    |
|--|----|
| 一、本周医药外包板块表现：细分领域龙头高增长，估值水平持续分化.....                                   | 4  |
| 二、行业景气度跟踪：投融资存在短期波动，创新药 IND 景气度持续 .....                                | 5  |
| (一) PE/VC 投融资：8 月投融资退出项目数及金额显著增加 .....                                 | 5  |
| (二) 创新药 IND 申报：景气度持续，MRCT 将是大势所趋 .....                                 | 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、新型微生物疗法开发公司 Finch Therapeutics 完成 5300 万美元 C 轮融资，推进其新型微生物疗法的研发 ..... | 7  |
| 2、生物技术公司 Chinook Therapeutics 完成 6500 万美元 A 轮融资，开发治疗肾病的精准药物 .....      | 8  |
| 3、墨西哥制药公司 Sanfer 完成 5 亿美元融资，拓展拉丁美洲非处方药物市场 .....                        | 8  |
| 4、肿瘤免疫公司 Oncorus 完成 7950 万美元 B 轮融资，推进下一代溶瘤病毒治疗 .....                   | 8  |
| 5、生物技术公司 Graybug 完成 8000 万美元 C 轮融资，开发长效眼科注射药物 .....                    | 9  |
| 6、华瓮生物宣布完成新一轮数千万元融资，实现自动化三维干细胞培养 .....                                 | 9  |
| (二) 重点推荐个股更新 .....   | 10 |
| 1、《药明康德（603259）：多业务弹性释放，一体化平台加速验证》 .....                               | 10 |
| 2、《泰格医药（300347）：子公司业绩高增长，盈利能力改善》 .....                                 | 11 |
| 3、《泰格医药（300347）：盈利能力明显提升，业绩持续高增长可期》 .....                              | 12 |
| 四、投资建议 .....   | 13 |
| 五、风险提示 .....   | 14 |
| 插图目录 .....   | 15 |

## 一、本周医药外包板块表现：细分领域龙头高增长，估值水平持续分化

本周医药外包板块整体上涨 2.22%，跑输中信医药指数 2.78 个百分点。药明康德上涨最多，涨幅为 14.8%。康龙化成、泰格医药也有较高上涨，涨幅分别为 7.2% 和 6.4%。亚太药业下跌最多，跌幅达 4.3%。

我们认为，本周药明康德、泰格医药的较高上涨主要受益于其中报相对靓丽，这也持续验证医药外包板块仍处于高景气度阶段。从涨幅来看，本周更具竞争力的细分领域龙头公司的涨幅相对较高，我们认为主要受资金面的影响。

图 1: CRO/CMO 公司本周涨跌幅



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 66 倍、65 倍和 63 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 46 倍、32 倍、48 倍（康龙化成、昭衍新药、泰格医药、药明康德、凯莱英为预测值，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<br>8月23日 | EPS   |       |       | PE     |       |       |
|-----------|--------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |        |             | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A  | 2019E | 2020E |
| 603259.SH | 药明康德   | 82.57       | 1.94  | 1.38  | 1.63  | 42.54  | 59.83 | 50.66 |
| 300759.SZ | 康龙化成   | 44.27       | 0.57  | 0.70  | 0.93  | 77.09  | 63.36 | 47.84 |
| 603127.SH | 昭衍新药   | 60.67       | 0.94  | 0.94  | 1.3   | 64.40  | 64.54 | 46.67 |
| 300347.SZ | 泰格医药   | 60.79       | 0.94  | 0.92  | 1.27  | 64.40  | 66.08 | 47.87 |
| 002821.SZ | 凯莱英    | 112.30      | 1.86  | 2.44  | 3.16  | 60.49  | 46.12 | 35.58 |
| 300725.SZ | 药石科技   | 66.48       | 1.21  | 1.38  | 1.99  | 54.83  | 48.17 | 33.41 |
| 300149.SZ | 量子生物   | 14.07       | 0.32  | 0.54  | 0.71  | 43.65  | 26.06 | 19.82 |
| 002370.SZ | 亚太药业   | 9.55        | 0.39  | -     | -     | 24.66  | -     | -     |
| 600721.SH | *ST 百花 | 5.95        | -2.02 | -     | -     | -2.95  | -     | -     |
| 300404.SZ | 博济医药   | 21.53       | 0.06  | -     | -     | 389.33 | -     | -     |
| 603456.SH | 九洲药业   | 10.84       | 0.20  | 0.34  | 0.45  | 55.59  | 31.88 | 24.09 |
| 300363.SZ | 博腾股份   | 14.06       | 0.23  | 0.29  | 0.39  | 61.29  | 48.48 | 36.05 |

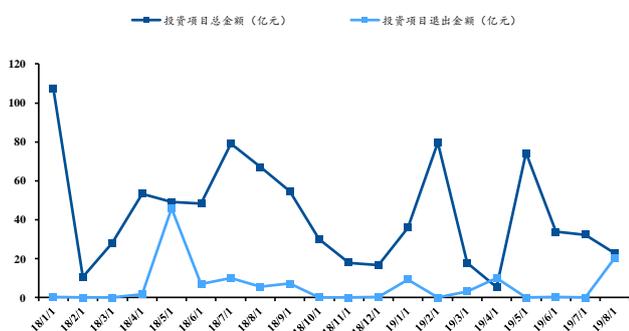
资料来源: Wind, 民生证券研究 (康龙化成、昭衍新药、泰格医药、药明康德、凯莱英为预测值, 其余为 WIND 一致预测)

## 二、行业景气度跟踪: 投融资存在短期波动, 创新药 IND 景气度持续

### (一) PE/VC 投融资: 8 月投融资退出项目数及金额显著增加

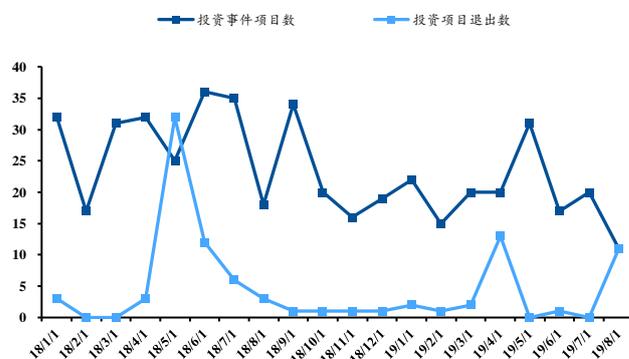
从生物科技/制药领域的 PE/VC 的投融资项目数及总金额来看, 2019 年上半年景气度略有波动, 2 月份和 5 月份为投融资金额的高点。7 月 PE/VC 投资事件项目数量共 20 个, 总金额 32.35 亿元; 无投资项目退出。截至 8 月 25 日, PE/VC 投资事件项目共 11 个, 总金额为 22.79 亿元, 退出项目共 11 个, 总金额 20.29 亿元。退出项目数及金额环比显著增加, 我们认为属于短期波动。

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

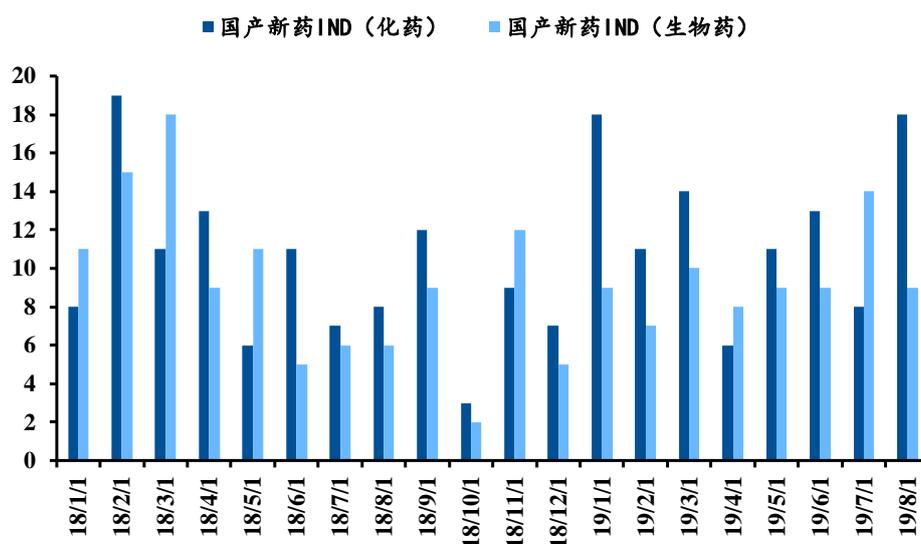


资料来源: Wind, 民生证券研究院

### (二) 创新药 IND 申报: 景气度持续, MRCT 将是大势所趋

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。7月国内化学药 IND 数量 8 个，生物药 IND 数量 14 个。**截至 8 月 25 日，国内化学药 IND 数量 18 个，生物药 IND 数量 9 个**，化学药 IND 数量已显著超过 7 月全月，达到 2019 年来的高点，创新药研发的高景气度仍然持续。

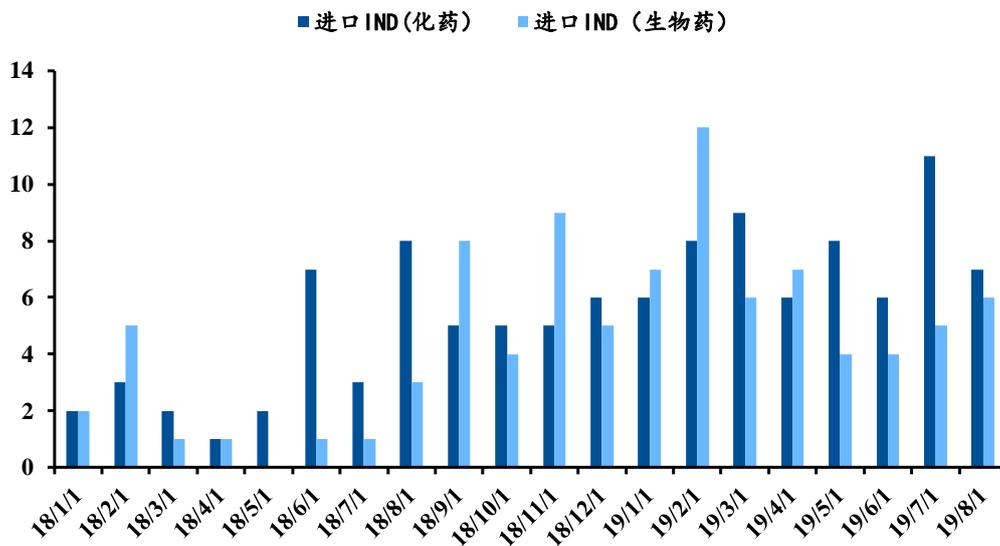
图 4：国产新药 IND 情况



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。7月新增进口化学药 IND 数量 11 个，生物药 IND 数量 5 个。**截至 8 月 25 日，新增进口化学药 IND 数量 7 个，生物药 IND 数量 6 个**，我们预计本月进口 IND 数量可能与上月持平或略有上升。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、新型微生物疗法开发公司 Finch Therapeutics 完成 5300 万美元 C 轮融资，推进其新型微生物疗法的研发

新型微生物疗法开发公司 Finch Therapeutics 宣布完成 5300 万美元 C 轮融资。本轮融资有 4 家 B 轮投资机构参与其中，包括 Avenir Growth Capital、Morgan Noble、Shumway Capital 和 Willett Advisors。另外还有 4 家新投资机构参与进来，包括 OCV Partners、Susquehanna International Group (SIG)、Symbiosis 和 Trans-Pacific Technology Fund。

Finch Therapeutics 成立于 2004 年，总部位于美国马萨诸塞州，是一家新型微生物疗法开发公司。专注开发新型微生物疗法，为存在严重未满足医疗需求的患者提供服务。该公司由麻省理工学院和 OpenBiome 的数据科学家、临床医生和微生物学家共同创立，采用创新的机器学习算法，基于高通量微生物分子数据，反向分析推导构建成功的临床微生物疗法，这类创新疗法是以粪便移植科学为基础的。Finch 使用这种以人体为先的微生物学方法，来鉴定和开发具有临床获益的菌株，并将这些微生物群落输入给患者。

Finch Therapeutics 将利用本轮融资资金推进其新型微生物疗法的研发，其中包括 CP101，这是一种全谱微生物区系 (FSM) 疗法，通过口服胶囊提供治疗。目前，在 Finch Therapeutics 的 PRISM3 试验中，CP101 正被评估用于预防难辨梭菌感染 (CDI) 的复发，这是一项关键的临床研究。据 Finch Therapeutics 称，PRISM3 试验的结果可能会获得 FDA 的批准。

C 轮融资资金也将使 Finch Therapeutics 能够加速其 FSM 治疗自闭症谱系障碍 (ASD) 的发展。ASD 是一种以行为症状为特征的发育障碍，常伴有胃肠道综合征 (GI)。研究表明 GI

和行为症状可能与一个被破坏的微生物群有关。Finch Therapeutics 正在积极参与 NCT03408886 的 II 期临床研究，评估其 FSM 治疗成人 ASD 的安全性和有效性。Finch Therapeutics 的儿童 ASD 项目也被 FDA 授予快速审批资格。

## 2、生物技术公司 Chinook Therapeutics 完成 6500 万美元 A 轮融资，开发治疗肾病的精准药物

生物技术公司 Chinook Therapeutics 宣布完成 6500 万美元 A 轮融资，本轮融资资金将用于发现和开发治疗肾病的精准药物，并为 2021 年的几个肾脏疾病项目的临床试验提供资金。本轮融资由 Versant Ventures 领投，Apple Tree Partners 和 Samsara BioCapital 也参与其中。

Chinook Therapeutics 成立于 2019 年，总部位于加拿大温哥华，是一家生物技术公司，致力于研发肾脏疾病精准药物。Chinook Therapeutics 正在应用其专有的研发平台，利用单细胞 RNA 测序、人源类器官和新的翻译模型，发现和开发针对肾病的新作用机制治疗方法。该公司的主要候选项目集中于罕见的、严重的疾病，这些疾病具有明确和快速的临床发展途径。这些项目也可用于治疗常见的肾脏疾病，扩大潜在的患者人群。

Chinook Therapeutics 由经验丰富的管理团队管理，他们拥有成功的药物开发和管理公司的经验。Eric Dobmeier 目前担任 Chinook Therapeutics 总裁兼首席执行官，他是一位拥有近 20 年行业经验的领导者，Eric Dobmeier 曾在 Seattle Genetics 工作超过 15 年，带领这家公司推出其首款产品，即淋巴瘤药物 ADCETRIS (brentuximab vedotin)，并将其转型为一家价值超过 100 亿美元的商业生物技术公司。

## 3、墨西哥制药公司 Sanfer 完成 5 亿美元融资，拓展拉丁美洲非处方药物市场

墨西哥制药公司 Sanfer 宣布完成 5 亿美元融资。轮融资由 Caisse de Depot et Placement du Quebec (CDPQ) 领投。此次交易预计将于不久之后完成。Sanfer 将利用本轮融资资金扩大公司规模，并拓展在墨西哥及拉丁美洲其他地区的非处方药物市场。

Sanfer 总部位于北美墨西哥，是一家领先的私人制药公司，拥有近 80 年的历史。该公司主要生产各种处方药、非处方药和健康产品，涉及传染病学、泌尿学、心脏病学、胃肠病学、中枢神经系统、代谢综合征、泌尿学和肿瘤学等多个领域。Sanfer 致力于为广大患者提供创新药物和治疗方案，其业务遍及拉丁美洲 25 个国家。

## 4、肿瘤免疫公司 Oncorus 完成 7950 万美元 B 轮融资，推进下一代溶瘤病毒治疗

免疫肿瘤公司 Oncorus 宣布完成 7950 万美元 B 轮融资，本轮融资由 Cowen Healthcare Investments 和 Perceptive Advisors 共同领投。A 轮融资部分投资者，包括 MPM Capital、UBS Oncology Impact Fund 等 6 家投资机构跟投，另外有 7 家新投资机构也参与了本轮融资。

Oncorus 成立于 2015 年 4 月 1 日，总部位于美国马萨诸塞州，是一家免疫肿瘤公司，专注于溶瘤病毒癌症免疫疗法的开发。Oncorus 通过开发新一代免疫平台来治疗癌症，开发的溶瘤病毒免疫治疗平台，将病毒设计成为能够进入肿瘤细胞进行复制，并引起肿瘤细胞爆破，同时在这一过程中激活免疫系统，以破坏任何残留的癌细胞，该公司目前正在开发一种溶瘤单纯疱疹病毒，主要是针对像胶质母细胞瘤 (GBM) 这类的恶性程度高、侵袭性强的肿瘤。

Oncorus 计划在 2020 年初将其主要候选药物 ONCR-177 推进临床。ONCR-177 是肿瘤内病毒临床候选药物，用于多种实体肿瘤适应症。ONCR-177 建立在该公司的下一代溶瘤性单纯疱疹病毒 (oHSV) 平台之上，该平台采用了下一代的溶瘤病毒疗法技术，其载体单纯疱疹病毒 (HSV) 本身就具有极高的感染性和扩增速度，而经过基因改造过的 HSV 可选择性地感染肿瘤，并在与化疗或放疗等的共同杀死癌细胞，进而激发抗肿瘤免疫反应。Oncorus 还打算推进其创新的合成溶瘤病毒平台。

## 5、生物技术公司 Graybug 完成 8000 万美元 C 轮融资，开发长效眼科注射药物

生物技术与制药公司 Graybug Vision (Graybug) 宣布完成 8000 万美元 C 轮融资。此次融资由 CBC 集团 (C-Bridge Capital) 领投，Deerfield Management、OrbiMed Advisors、Hatteras Venture Partners 和 Blackstone Life Sciences 跟投。Graybug 拟利用本轮融资资金进行眼科注射药物 GB-102 和 GB-401 的 II 期临床研究。

Graybug 成立于 2011 年，总部位于美国加利福尼亚州，是一家临床阶段制药公司。该公司主要针对湿性老年黄斑变性 (wet-AMD)、糖尿病性黄斑水肿 (DME)、视网膜静脉阻塞 (RVO) 和原发性开角型青光眼 (POAG) 等眼部疾病开发长效疗法，以减轻患者个人医疗负担。Graybug 的长效眼部注射药物 GB-102 和 GB-401 可改善患者治疗效果。

GB-102 是一种泛血管内皮生长因子 (pan-VEGF) 抑制剂，主要用于治疗 wet-AMD 和 DME，患者每年只需进行两次注射给药。Graybug 于 2019 年上半年完成了该药物的 I 期临床试验，对其安全性和患者耐受性进行了初步评估。该公司计划于 2019 年第三季度招募 220 名志愿者，进行为期一年的 GB-102 II b 期临床试验。

GB-401 是 Graybug 开发的一种新型分子药物，主要用于 POAG 患者的玻璃体内注射。目前 POAG 常规治疗药物的给药频率一般为每天一次或数次，患者依从性差且疗效欠佳。而 GB-401 支持每 4-6 个月给药一次，并可通过持续降低眼压改善患者依从性和临床疗效。Graybug 计划于 2020 年开始 GB-401 的 II a 期临床研究。

## 6、华龛生物宣布完成新一轮数千万元融资，实现自动化三维干细胞培养

华龛生物宣布完成新一轮数千万元融资。本轮融资由国科嘉和领投，常见投资、水木清华校友基金、华控基石基金团队等跟投，清华大学参股共建，资金将用于 GMP 厂房建设，进而规模化产品线，为后期技术产品的注册申报奠定基础。

华龛生物成立于 2018 年 8 月，主要从事 3D 微组织工程技术的研发、干细胞培养增殖扩增、3D 干细胞微组织再生治疗新药以及 3D 细胞高通量药物筛选产品研发。

区别于传统的二维人工培养，华龛生物已开发出一套定制化干细胞三维培养系统，包括干细胞三维培养扩增微载体产品及配套试剂盒、干细胞三维自动化大规模培养装置、三维干细胞扩增培养工艺标准的建立 (SOP) 以及三维培养扩增后干细胞的质量评价标准。

在 3D 干细胞微组织疗法的进展方面，华龛生物已经完成了糖尿病足下肢缺血、骨与软骨缺损、椎间盘退变、肝纤维化及皮肤损伤等疾病模型的临床前有效性及安全性验证。目前正在寻求下游干细胞企业及临床合作伙伴，共同推进临床试验的验证。

3D 细胞高通量药物筛选产品方面，华瓮生物研发的 3D 微组织阵列——3D PlaTrix™ 细胞培养孔板可同时筛选 384 个条件，周期仅需 7 天，而传统的小鼠试药模型从接种、成瘤到试药的周期需要五到六个月。

## （二）重点推荐个股更新

### 1、《药明康德（603259）：多业务弹性释放，一体化平台加速验证》

**事件：披露 2019 年半年报，业绩增长稳健长**

2019 年 8 月 19 日晚，公司发布 2019 年半年报，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别为 58.94 亿、10.57 亿和 9.93 亿元，同比增长 33.68%、-16.91% 和 20.05%。经营活动产生的现金流净额为 9.79 亿元，同比上升 96.45%。

公司经调整 non-IFRS 归母净利润 11.79 亿元，同比增长 32.0%。

**点评：一体化平台驱动弹性业务放量，加速验证新能力**

**连续 10 季度收入环比增长，弹性业务持续得到验证**

我们发现，从 2017Q1 至 2019Q2，公司季度收入环比始终保持增长，且呈现加速趋势。我们认为，这可能得益于公司的 DDSU、临床研究服务、美国区细胞基因治疗、CDMO 等弹性业务放量，持续验证公司新能力的拓展。

**核心导流业务稳健增长，临床研究、细胞基因治疗、CDMO 业务高弹性，一体化平台优势深化**

中国区实验室服务增长稳定，关注里程碑及销售分成逐步兑现。2019H1，公司中国区实验室服务实现营收 29.9 亿元，同比增长 23.7%。作为公司的核心业务及导流入口，中国区实验室服务收入稳健增长，是公司其他业务发展具有持续性以及一体化平台深化建设的保障。DEL 平台逐步完善，已有化合物分子约 900 亿个，作为辅助小分子新药发现的平台，我们认为 DEL 的完善将为公司提供更多药物发现阶段的客户和项目。此外，报告期内，公司还为客户提供包括里程碑和产品上市后销售分成的临床前研发一体化服务，我们估计公司的 DDSU 部门较多参与，截至 2019H1 末，公司已累计为国内客户完成 65 个 IND 申报，我们认为，其里程碑及销售分成在 3 年内会逐步兑现，是公司业绩的核心弹性之一。

临床研究服务尽享行业红利，处于快速扩张期，口径调整致毛利率水平下滑。2019H1，公司临床研究及其他 CRO 服务实现营收 4.7 亿元，同比增长 104.2%，得益于国内创新药临床研究行业的高增长，以及并购带来的 0.84 亿元的并表收入。截至报告期末，公司 CDS 团队人数超过 850 人（期初 750 人），SMO 人数超过 2200 人（期初 1800 人）。临床团队人员的快速扩张以及效率的提升，驱动临床研究服务高增长。报告期内其毛利率为 19.8%，同比下降 4.6pct，主要归因于临床业务代付费用收入随业务规模扩大大幅增加（该项目毛利率较低）。

美国区实验室收入增速及盈利能力均有改善，细胞基因治疗 CDMO 放量为核心看点。2019H1，美国区实验室服务实现营收 7.1 亿元，同比增长 30.0%；毛利率 26.85%，同比上升 3.92pct。其主要受益于细胞基因治疗 CDMO 产能的释放，以及客户、项目数的增加。截至

2019H1, 公司细胞基因治疗项目包括 21 个 I 期临床和 9 个 II/III 期临床项目。我们认为, 随着细胞基因治疗项目向临床后期/商业化推进, 以及产业高景气带来更多早期项目, 美国区实验室的收入增长有望持续加速, 其盈利能力亦有望持续改善。

CDMO/CMO 业务加强协同效应, 强化技术优势保障持续性。2019H1, 公司 CDMO/CMO 业务实现营收 17.2 亿元, 同比增长 42.0%。公司通过强化药物发现阶段与 CDMO 阶段的协同效应, 为公司带来新的临床后期及商业化的项目, 助推公司 CDMO/CMO 服务收入快速增长。另一方面, 2019 年初, 公司第一个支持寡核苷酸和多肽类药物临床用药原料药 cGMP 车间已经启用, 另有商业化规模寡核苷酸和多肽类药物原料药生产平台预计于 2019 年底和 2020 年上半年投入使用。

#### 人才激励致使费用增加, 经营性现金流显示整体业绩增长质量较高

公司整体毛利率 38.78%, 同比下降 1.28pct, 主要归因于 1) 公司加大对关键人才的激励导致成本提高; 2) 临床业务代付费用收入随业务规模扩大大幅增加。费用率方面, 2019H1, 公司管理费用率 11.13%, 同比上升 1.44pct, 我们发现, 主要归因于管理费用条目中的工资、奖金及福利同比大幅上升 65.0%, 考虑到行业处于高景气阶段, 保障人员的稳定性具有战略意义, 公司通过股权激励等方式向员工释放利益, 有助于加速一体化平台的建设以及新能力的拓展。现金流方面, 公司经营活动产生的现金流净额为 9.79 亿元, 同比上升 96.45%, 主要归因于公允价值变动较大。

**投资建议:** 考虑到公司临床研发服务拓展较快, 美国区实验室收入有望持续加速, 盈利能力有望持续改善, 我们略微上调 2019-2021 年 EPS 分别为 1.39、1.70、2.08 元, 按 2019 年 8 月 19 日收盘价对应 2019 年 53 倍 PE, 参考可比公司估值及公司行业龙头地位, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险; 国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险; 各事业部间协同效应差造成新业务增长乏力的风险; 汇兑风险。

## 2、《泰格医药 (300347): 子公司业绩高增长, 盈利能力改善》

### 事件: 子公司方达控股发布 2019 年半年报, 净利润增速 233.1%

2019 年 8 月 20 日, 泰格医药子公司方达控股发布 2019 年半年报, 营业收入、净利润和经调整净利润分别为 49.7、9.3 和 12.1 百万美元, 同比增长 34.0%、233.1% 和 138.6%。

### 点评: 美国区增收增利, 贡献明显弹性; 中国区增长稳健, 仍为利润贡献主体

美国区增收增利, 药代动力学和安评业务高增长贡献弹性。2019H1, 方达控股美国区实现营收 34.56 百万美元, 同比增长 37.8%; 营业利润 5.31 百万美元, 同比增长 110.2%。其中美国区药代动力学业务和安评业务高增长贡献弹性: 2019H1, 美国区药代动力学业务实现营收 5.64 百万美元, 同比增长 64.8%; 安评业务实现营收 4.59 百万美元, 同比增长 114.3%, 我们认为主要归因于 Concord 并表基数影响以及整合推进加快。

中国区增长稳健，利润贡献仍占比较高。2019H1，方达控股中国区实现营收 15.13 百万美元，同比增长 25.9%；营业利润 6.25 百万美元，同比增长 45.8%。中国区营业利润占总营业利润的 54.1%。其中，中国区生物分析实现营收 9.81 百万美元，同比增长 25.0%；生物等效性实现营收 5.32 百万美元，同比增长 27.7%。

订单稳定增长，产能有序扩张，业绩持续性可期。2019H1 末，公司在手订单 87.0 百万美元，同比增长 18.1%。产能方面，公司扩建其上海张江实验室 4.2 万平方英尺，于本公告日准备投入运营；亦扩建宾夕法尼亚州实验室 1 万平方英尺，预计将于 2020 年 Q1 投入运营。我们认为，稳定增长的在手订单，以及有序扩张的产能保障了公司业绩增长的持续性。

经营效率提升，盈利能力有望持续改善。2019H1，方达控股毛利率 38.7%，同比上升 1.4pct，主要受益于收购的 Concord 并购整合持续推进，其开展的安评业务效率提升。公司净利率 18.7%，同比上升 11.2pct，上市费用的减少具有较大影响：2019H1，公司上市费用约 1.5 百万美元，同比减少 55.2%。考虑到方达控股和泰格医药的协同效应持续提高，Concord 并购整合持续推进，以及上市开支影响消除，公司的盈利能力有望持续改善。

**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 8 月 20 日收盘价对应 2019 年 64 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。

### 3、《泰格医药（300347）：盈利能力明显提升，业绩持续高增长可期》

**事件：泰格医药发布 2019 年半年报，归母净利润同比增速 61.0%**

2019 年 8 月 20 日，公司发布 2019 年半年报，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别为 13.37、3.52 和 2.88 亿元，同比增速分别为 29.5%、61.0% 和 52.0%。经营活动产生的现金流净额 1.26 亿元，同比减少 36.6%。

**点评：盈利能力明显提升，全年有望在低基数基础上实现高速增长**

大临床业务实际收入同比增速估计 30%+，战略客户及 MRCT 拓展提升竞争力。2019H1，公司临床试验技术服务收入 6.34 亿元，同比增长 26.7%，毛利率同比提升 0.17pct 通过比较母公司（大临床服务的主体）的财务数据，我们发现 2019H1，母公司收入同比增长 32%（基本代表了大临床业务的收入增速水平），毛利率 37.7%，同比上升 3.1pct，大临床业务盈利能力提升，我们估计可能是人均效率逐步提升及医院转付费用的控制因素导致。同时，2019H1 公司与 AZ 达成战略合作及海外临床业务拓展进度较快，积极拓展优质订单，为临床业务盈利能力的提升奠定订单基础。

**临床咨询服务快速增长，高毛利率业务拓展提升盈利能力。**

——数统、SMO、方达医药快速收入增长奠定咨询板块收入增长基础。2019H1，公司临床研究相关咨询服务实现营收 6.97 亿元，同比增长 31.2%，我们认为其核心驱动力源于方达控股、SMO 和数统业务的高增长（我们估计数统业务收入 YOY30% 左右，SMO 业务收入 YOY50% 左右，根据方达控股中报披露，其 2019H1 收入 YOY34.0%）。

——高毛利率业务及部分业务盈利恢复提升咨询板块盈利能力。临床咨询服务毛利率 50.7%，同比上升 3.2pct。我们估计主要受益于 1) 高毛利率业务（如数统）的收入增速可能快于咨询整体收入增速；2) 方达控股并购整合持续推进，经营效率提升。3) 其他小公司比如英放等高毛利率业务快速增长也对咨询业务毛利率的提升带来弹性。考虑到中国区新药研发仍处于高景气阶段，公司大临床导流持续加强，以及数统空间仍然巨大（参考我们之前的深度报告《从数统业务看泰格医药，相比临床更具竞争力的业务》），我们认为，临床咨询服务未来收入增长、盈利改善的趋势有望持续。

2018 年子公司上市费用造成盈利能力低基数，应收账款导致经营现金流短期波动。1) 毛利率分析：2019 年毛利率有望持续实现明显提升。2019H1，公司毛利率 47.6%，同比上升 1.7pct，同时考虑 2018 年下半年毛利率的季度波动，我们对比 2018 年底的毛利率水平，发现 2019H1 毛利率环比提升 4.4pct，我们认为可能是临床技术业务人均产出提高、控制医院转付费用比例、Concord 处于盈利能力环比改善及临床咨询服务高毛利率业务占比提升等原因导致，同时，我们认为以上因素均具持续性，有望持续影响全年盈利能力。2) 费用率：子公司上市费用奠定 2018 年底基数，2019 年弹性明显。公司管理费用率 11.2%，同比下降 1.7pct，主要是 2018 年方达控股的上市费用影响，导致去年基数较高，全年看，上市费用的基数影响估计可能给公司带来的利润弹性在 2500-3000 万元左右（2018 年全年上市费用 638 万美元，今年确认上市费用 150 万美元）。3) 现金流分析：上半年应收账款增速较快，回款举措有待跟进。经营活动产生的现金流净额 1.26 亿元，同比减少 36.6%，主要归因于应收账款增加较多（上半年经营性应收项目增加值 2.5 亿元，同比增长 135%）。我们估计可能是部分创新药客户今年上半年融资周期内回款存在一定延迟导致，我们也将持续关注公司进一步的举措改善回款节奏提升盈利质量。

投资收益与主业具有协同性，行业高景气下增长持续性良好。2019H1，公司投资收益 0.72 亿元，同比增加 128.3%。同时，我们发现公司投资收益兑现的基础“可供出售金融资产”（现其他非流动金融资产项）较年初提高 11.6%，增加 1.4 亿元，显示公司仍在积极参与创新药的早期投资业务，我们认为中国创新药研发处于高景气阶段，公司的投资收益具有较好的持续性。

**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 8 月 22 日收盘价对应 2019 年 64 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。药明康德具有较强国际竞争力，目前持续加强其自身业务间的导流，增加客户粘性，业绩确定性强，持续推荐；康龙化成、凯莱英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 公司本周涨跌幅 ..... | 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其他方式发送、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。