

不确定性宏观及政策下，外包板块凸显确定性

—民生医药外包行业周报 20191008

医药周报

2019年10月08日

报告摘要：

● 本周医药外包板块表现：略有回调，高确定性将保障资金面需求

9月23日至9月30日，医药外包板块整体下跌1.22%，跑赢中信医药指数2.35个百分点。药石科技、昭衍新药、康龙化成和凯莱英上涨较多，涨幅分别为11.3%、8.6%、6.9%和6.0%；博济医药下跌最多，跌幅为18.8%。

我们认为，节前的股价波动主要受资金面影响。考虑全球宏观经济和医药外部政策仍持续存在不确定性，医药外包作为创新药产业链的一环，头部公司的业绩增长具有较强确定性，海外资金对其关注度仍将持续提高。

公司估值水平持续分化，昭衍新药、泰格医药、康龙化成估值最高，2019年PE分别为72倍、67倍和67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48倍、36倍、47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：投融资相对稳定，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，我们发现2019Q1-2019Q3的融资金额的环比增速分别为108.2%、-9.0%、-19.2%，显示，2019Q1相比2018Q4快速恢复后，Q2和Q3略有回落的趋势，我们认为景气度略有波动。2019Q1-Q3，投融资总金额356.7亿元，同比下降31.1%，主要是受2018年前三季度基数较高的影响导致，我们认为期间制药企业的融资渠道相对稳定。

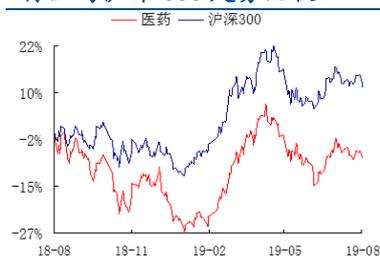
最新IND数据显示，内资创新药申报仍处于高景气阶段，8月达到近期峰值。2019年上半年，国产化学/生物药IND数量自去年下半年的低点恢复，其中1月份为化学/生物药IND申报的高点，2月至5月有所回落，基本保持平稳。2019年前9个月，国内化学药IND数量105个，同比上升10.5%；生物药IND数量84个，同比下降6.7%。8月国内化学药IND数量19个，生物药IND数量13个，达到2019年来的峰值。9月国内化学药IND数量5个，生物药IND数量5个。9月全月IND数量环比出现较大回落，但属于短期波动，并不影响创新药研发的高景气度仍然持续的判断。

2019年前9个月，进口药IND同样延续了快速增长的趋势。2019年前9个月，进口化学/生物新药IND数量同比去年出现较大幅度上升，进口化学药IND数量71个，同比上升115.2%，进口生物药IND数量70个，同比上升218.2%。8月新增进口化学药IND数量10个，生物药IND数量9个。9月新增进口化学药IND数量7个，生物药IND数量16个，仍处于IND申报的高景气阶段。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。

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

● 个股更新

1) 博腾股份发布 2019 前三季度业绩预告, 归母净利润同比增速 25%-30%

● 全球创新药投融资事件

1) 恒润达生获深创投领投 2 亿元 B 轮融资; 2) Newronika 完成 840 万欧元 A 轮融资, 推进首个治疗帕金森病的闭环系统进入全球市场; 3) Ribometrix 完成 780 万美元融资, 持续开发靶向 3D RNA 小分子药物。

● 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 2019/9/30	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
药明康德	86.70	2.23	1.39	1.70	38.88	62.37	51.00	推荐
康龙化成	46.55	0.57	0.70	0.93	81.06	66.62	50.31	谨慎推荐
昭衍新药	67.80	0.94	0.94	1.3	71.97	72.13	52.15	推荐
泰格医药	62.05	0.94	0.92	1.27	65.73	67.45	48.86	推荐
凯莱英	117.85	1.86	2.44	3.16	63.48	48.40	37.33	推荐
药石科技	80.00	1.21	1.34	1.91	65.98	59.70	41.88	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

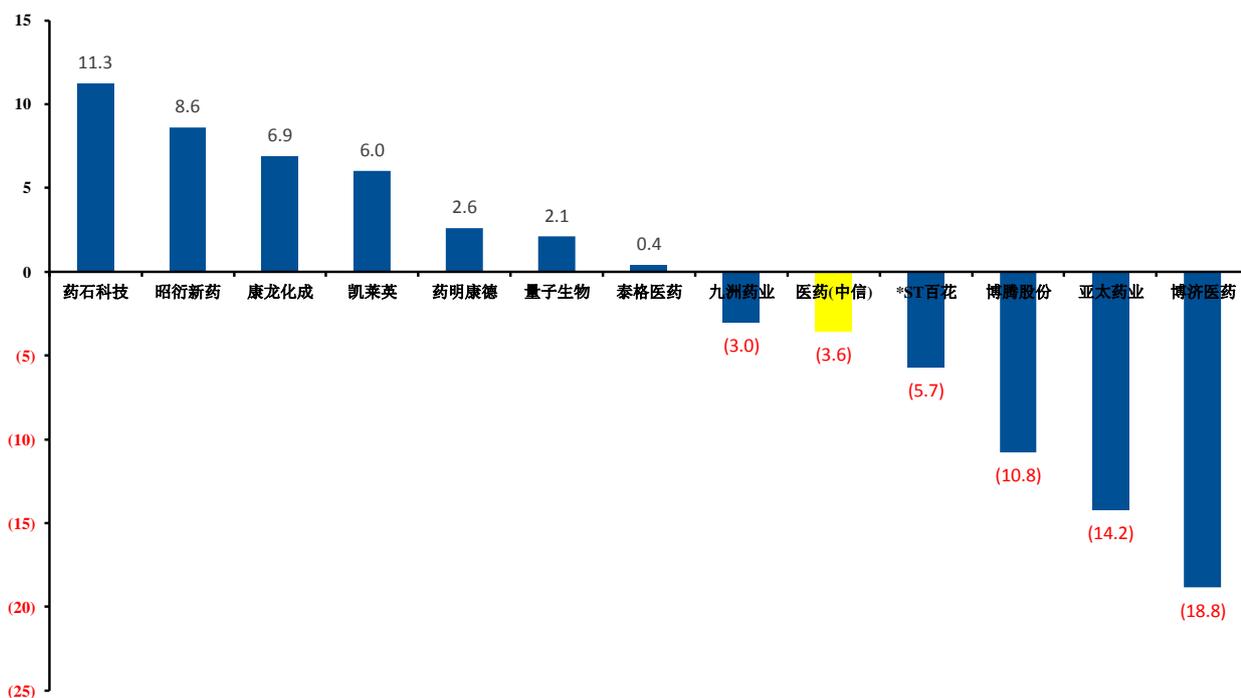
一、本周医药外包板块表现：略有回调，高确定性将保障资金面需求.....	4
二、行业景气度跟踪：投融资相对稳定，创新药 IND 景气度持续.....	5
(一) PE/VC 投融资：6-9 月投融资保持稳定，项目退出略有波动.....	5
(二) 创新药 IND 申报：进口 IND 申报高景气，MRCT 将是大势所趋.....	5
三、行业新闻及个股更新.....	7
(一) 全球创新药投融资事件.....	7
1、恒润达生获深创投领投 2 亿元 B 轮融资.....	7
2、Newronika 完成 840 万欧元 A 轮融资，推进首个治疗帕金森病的闭环系统进入全球市场.....	7
3、Ribometrix 完成 780 万美元融资，持续开发靶向 3D RNA 小分子药物.....	8
(二) 个股更新.....	8
1、博腾股份发布 2019 前三季度业绩预告，归母净利润同比增速 25%-30%.....	8
四、投资建议.....	9
五、风险提示.....	9
插图目录.....	10

一、本周医药外包板块表现：略有回调，高确定性将保障资金面需求

9月23日至9月30日，医药外包板块整体下跌1.22%，跑赢中信医药指数2.35个百分点。药石科技、昭衍新药、康龙化成和凯莱英上涨较多，涨幅分别为11.3%、8.6%、6.9%和6.0%；博济医药下跌最多，跌幅为18.8%。

我们认为，节前的股价波动主要受资金面影响。考虑全球宏观经济和医药外部政策仍持续存在不确定性，医药外包作为创新药产业链的一环，头部公司的业绩增长具有较强确定性，海外资金对其关注度仍将持续提高。

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，昭衍新药、泰格医药、康龙化成估值最高，2019年PE分别为72倍、67倍和67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48倍、36倍、47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 9月30日	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
603259.SH	药明康德	86.70	2.23	1.39	1.70	38.88	62.37	51.00
300759.SZ	康龙化成	46.55	0.57	0.70	0.93	81.06	66.62	50.31
603127.SH	昭衍新药	67.80	0.94	0.94	1.3	71.97	72.13	52.15
300347.SZ	泰格医药	62.05	0.94	0.92	1.27	65.73	67.45	48.86
002821.SZ	凯莱英	117.85	1.86	2.44	3.16	63.48	48.40	37.33
300725.SZ	药石科技	80.00	1.21	1.34	1.91	65.98	59.70	41.88
300149.SZ	量子生物	15.42	0.32	0.51	0.72	47.84	30.24	21.42
002370.SZ	亚太药业	8.56	0.39	-	-	22.10	-	-
600721.SH	*ST 百花	5.45	-2.02	-	-	-2.70	-	-
300404.SZ	博济医药	17.25	0.06	-	-	311.93	-	-
603456.SH	九洲药业	12.45	0.20	0.35	0.45	63.85	35.57	27.67
300363.SZ	博腾股份	13.75	0.23	0.29	0.41	59.94	47.41	33.54

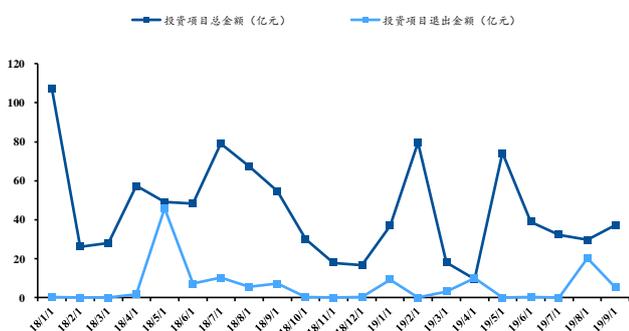
资料来源: Wind, 民生证券研究 (康龙化成、昭衍新药、泰格医药、药明康德、凯莱英为预测值, 其余为 WIND 一致预测)

二、行业景气度跟踪: 投融资相对稳定, 创新药 IND 景气度持续

(一) PE/VC 投融资: 投融资缓慢恢复, 维持较高景气度

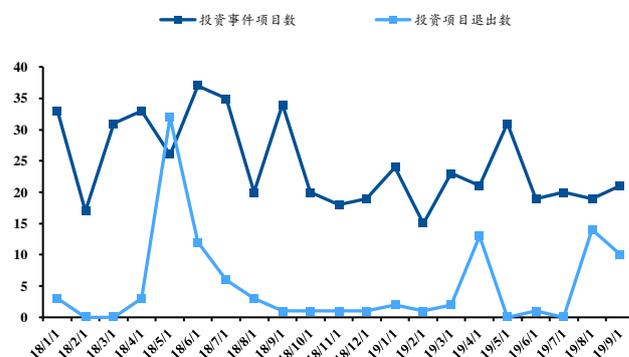
根据 PE/VC 库 (WIND) 显示, 从生物科技/制药领域投融资项目数及总金额来看, 我们发现 2019Q1-2019Q3 的融资金额的环比增速分别为 108.2%、-9.0%、-19.2%, 显示, 2019Q1 相比 2018Q4 快速恢复后, Q2 和 Q3 略有回落的趋势, 我们认为景气度略有波动。2019Q1-Q3, 投融资总金额 356.7 亿元, 同比下降 31.1%, 主要是受 2018 年前三季度基数较高的影响导致, 我们认为期间制药企业的融资渠道相对稳定。

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



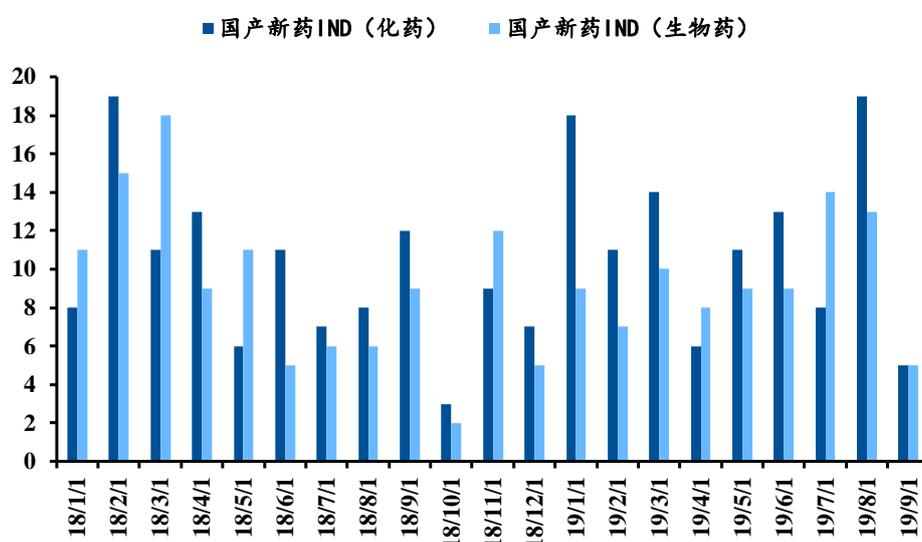
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 创新药 IND 申报: 进口 IND 申报高景气, 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。**2019年前9个月,国内化学药IND数量105个,同比上升10.5%;生物药IND数量84个,同比下降6.7%。**8月国内化学药IND数量19个,生物药IND数量13个,达到2019年来的峰值。**9月国内化学药IND数量5个,生物药IND数量5个。**9月全月IND数量环比出现较大回落,但属于短期波动,并不影响创新药研发的高景气度仍然持续的判断。

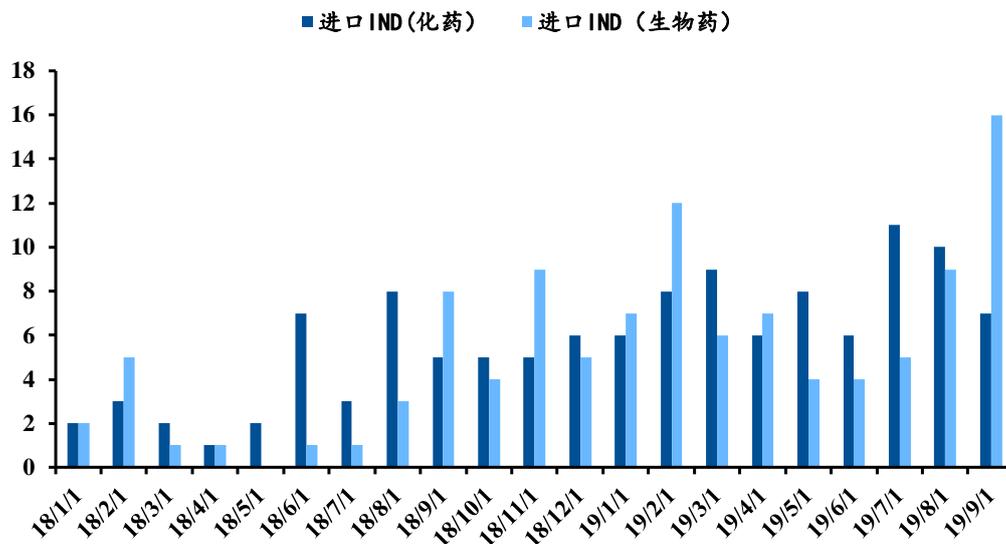
图4: 国产新药IND情况



资料来源: CDE, 民生证券研究院

2019年前9个月,进口化学/生物新药IND数量同比去年出现较大程度上升,进口化学药IND数量71个,同比上升115.2%,进口生物药IND数量70个,同比上升218.2%。8月新增进口化学药IND数量10个,生物药IND数量9个。9月新增进口化学药IND数量7个,生物药IND数量16个,仍处于IND申报的高景气阶段。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、恒润达生获深创投领投 2 亿元 B 轮融资

恒润达生宣布已完成 2 亿元 B 轮融资。据悉，本轮融资由深创投领投，阳明康怡、君宸达资本、漳龙海发、上海雍润、择遇基金、前海资本等投资机构参与跟投。恒润达生透露，本次募集资金将用于支持其在 CAR-T 领域获得的 3 个批件的注册临床试验，助力 CAR-T 产品的产业化，为后续 IPO 计划提供相应基础。

恒润达生是一家肿瘤免疫治疗技术研发商，成立于 2015 年 7 月。利用肿瘤免疫治疗技术 CAR-T，为肿瘤患者提供基于生物和细胞技术的精准治疗方案，在北京、江苏、重庆、河南等多地构建了中心临床试验平台。据悉，去年恒润达生接连取得 3 个 CAR-T 注册临床批件，是当前国内获 CAR-T 应用血液肿瘤批件最多的企业。此外，恒润达生在国内多家三甲医院启动 CAR-T 细胞治疗注册临床试验，上海张江金山生物医药基地 CAR-T GMP 制备中心也处于建设中，为大规模产业化生产进行准备和布局。

2、Newronika 完成 840 万欧元 A 轮融资，推进首个治疗帕金森病的闭环系统进入全球市场

近日，由米兰大学和米兰世界级神经研究中心 Polimento 分拆出来的分支机构——Newronika，完成了 840 万欧元 A 轮融资。该轮融资由法国风险投资基金 Omnes 牵头，现有投资者 Innogest capital 和 Indaco venture Partners SGR 分别代表 Indaco Ventures I 和 Atlante Ventures funds 参加。此外，F3F 和一个未公开的家族办公室也参与了联合投资。

Newronika 公司开发了一种用于深层脑刺激 (DBS) 的闭环系统，该系统也是领域内首个

此类系统。这项技术将应用于帕金森症患者，且未来还将继续探索其他的适应症。此次融资将使 Newronika 完成它的第一个人体临床研究，该研究分别获得 CE 认证和 FDA 批准。

“Newronika 是第一家开发出治疗帕金森病闭环系统的公司。” Newronika 公司首席执行官 Lorenzo Rossi 表示，“自从美敦力在 20 多年前发明了第一个 DBS 系统以来，这一系列相关的解决方案就为医学界需要和期待。目前，Newronika 的技术可以记录并实时适应深部脑刺激。可以说，Newronika 的闭环系统是神经学领域的一个游戏规则改变者，并帮助开启了许多潜在的应用。我们希望建立一个平台，让我们的技术可以应用到从帕金森氏症到创伤性脑损伤等领域。”。

目前，深部脑刺激（deep brain stimulation, DBS）已在临床上广泛用于治疗帕金森病等疾病引起的运动障碍，它在难治性癫痫、顽固性强迫症等其他脑中枢神经系统疾病的治疗上也展现出良好的应用前景。经过 30 多年的临床应用、动物实验和计算模型仿真等多方面的研究，DBS 的机制也逐渐明朗。

3、Ribometrix 完成 780 万美元融资，持续开发靶向 3D RNA 小分子药物

生物技术初创公司 Ribometrix 宣布获得 780 万美元融资，以发展其靶向 RNA 药物发现平台。这笔资金来自公司现有投资者 Dementia Discovery Fund 和 Illumina Ventures。

新资金将支持 Ribometrix 发现平台的继续发展，该平台使用复杂的结构分析和专有的检测技术，识别具有治疗能力的 RNA 中高度结构口袋结合的配体，以调节蛋白质表达。Ribometrix 的方法旨在发现选择性的、口服的、RNA 结合的小分子，这种小分子具有广泛的组织分布和生物利用度。

Ribometrix 是一家平台治疗公司，成立于 2014 年，由位于南卡罗来纳州格林维尔的 Katie Warner 创立。Ribometrix 致力于发现靶向 3D RNA 功能性结构的小分子药物，来治疗人类疾病。Ribometrix 团队利用其创始人 Kevin Weeks 博士在实验室中发明的技术——3D 结构分析和 RNA 功能测定方面的专业知识，来驱动其发现平台。

新加入 Ribometrix 董事会的 Clayman 博士，于 2007 年与他人共同创立了 Flexion Therapeutics，此后一直担任该公司的总裁兼首席执行官，指导 ZILRETTA® 的发现和开发，以解决与骨关节炎相关的膝盖疼痛。他还担任 AnokionSA 的董事长，该公司是一家致力于治疗自身免疫性疾病的瑞士生物技术公司。

在创立 Flexion 之前，Clayman 博士曾在礼来公司（Eli Lilly and Company）担任过领导职务，领导众多部门从事从发现研究、临床调查以及全球监管事务。他曾担任礼来早期发展加速器 Chorus 的总经理，以及礼来研究实验室的副总裁。

（二）个股更新

1、博腾股份发布 2019 前三季度业绩预告，归母净利润同比增速 25%-30%

2019 年 10 月 7 日，博腾股份发布公告：2019 年前三季度，营收 10.5-10.9 亿元，同比增长 25%-30%；归母净利润 1.31-1.36 亿元，同比增长 25%-30%。其中 Q3 单季度营收 4.2-4.6 亿

元，同比增长 30%-40%，Q3 单季度归母净利润 0.66-0.73 亿元，同比增长 0%-10%。

2019 年前三季度，公司非经常性损益对净利润影响金额约 1216 万元，去年同期约 5126 万元。

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。