

季报期，外包板块大涨背后的逻辑

—医药外包板块跟踪简评

动态研究报告/医药

2019年10月15日

报告摘要：

● 二级市场：医药外包板块列医药板块涨幅第一位

民生医药团队的板块分类情况看（纳入分类 66 家重点医药公司），2019 年年初以来，医药外包涨幅 81%，远高于医药板块涨幅 53%，并且医药外包板块涨幅位列板块涨幅第一位（2019.1.1.-2019.10.14）。其中，涨幅明显公司的包括康龙化成（400%）、泰格医药（133%）、昭衍新药（113%）、凯莱英（83%）、博腾股份（76%）、药明康德（66%）。（相关板块分类请参考我们中期报告说明）

● 外包订单执行的特点及持续性奠定了板块业绩确定性的基础

从节前集采扩面推进下医药外包板块的强势表现，我们认为一定程度上反映了投资者对确定性板块的追逐，而医药外包板块内的公司，无论是长周期订单的**泰格医药**、高周转率订单的**昭衍新药**、还是自身业务拓展带来弹性的全球龙头**药明康德**、**康龙化成**及产业转移逻辑逐步清晰的 CDMO 公司**凯莱英**，订单执行的持续性都是有一定的可预期性。

近期**凯莱英**、**泰格医药**、**康龙化成**等相继发布业绩预告，呈现非常靓丽的业绩持续性，我们认为比较好的验证了以上我们对产业特点判断。

● 行业逻辑：中国市场红利和全球产业转移两个逻辑支撑板块表现持续性

我们年初在深度报告《今非昔比-论集采后的中国医药产业趋势》中提到 2019 年开始的选股思路：市场化、全球化思路，推荐创新药产业链（特别是外包）、特色原料药产业链及非药领域。年初以来的行情持续兑现我们这种选股思路。而对于医药外包板块，我们更是首次提出（2019.5.15《医药外包深度：中国市场红利逻辑下，医药外包公司弹性不一样》）：中国医药外包产业内在的异质性，中国市场红利逻辑和工程师红利带来的产业转移两个逻辑影响我们对医药外包板块的投资，这一点直接影响投资者对于相关公司业绩持续性和弹性的判断。

中国市场红利和工程师红利，前者如**泰格医药**、**昭衍新药**，后者如**药明康德**、**康龙化成**、**凯莱英**、**量子生物**、**博腾股份**、**九洲药业**等。

附：我们系列报告的阐述：

2019.2.11,《今非昔比——论集采后的中国医药产业趋势》，提出：市场化、全球化的选股思路，并基于医药外包产业本身全球化的特点，重点提示推荐。

2019.2.19,《泰格医药深度研究:多业务盈利能力释放，确立未来景气度持续》，提出我们对泰格医药多业务盈利综合分析和盈利模型，并对景气度进行分析。

2019.3.27,《康龙化成深度研究:能力边界突破、规模性逐步体现的全球化 CRO 公司》，提出我们对于康龙化成目前发展阶段和弹性的认识，2019Q2-Q3 业绩持续验证我们的判断。

2019.5.10,《医药外包行业简评:从“工程师红利”和“中国市场红利”看，我们买的是什么？》，首次尝试归纳提炼我们对外包板块核心逻辑的阐述。

2019.5.15,《医药外包深度：中国市场红利逻辑下，医药外包公司弹性不一样》，首次系统化梳理我们团队对于医药领域的核心逻辑，并首次提出当下更具弹性的是受益于中国市场红利逻辑下的医药外包公司。

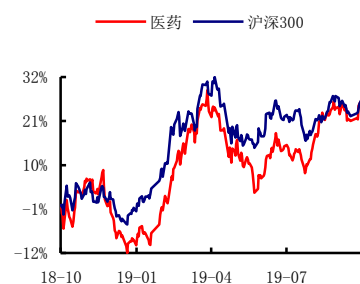
2019.5.20,《昭衍新药深度报告：从首次海外收购，看昭衍新药业务拓展路径》，首次提出昭衍新药短期业绩弹性和人员的相关性更高，并系统阐述昭衍新药业务拓展路径。

2019.5.29,《化学原料药生产企业专题研究:从不同视角看待产品型和外包型小分子 API 公司》，首次从商业模式的角度分析原料药产品型和外包型公司，重点提出技术壁垒在外包型公司中的重要评估变量。

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

1.行业动态报告:新增君实生物和艾迪药业，3家公司本周申购

2.生物药和外包板块表现优异，关注业绩高增长标的

● 投资建议

从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于新能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

● 风险提示

- 1) 投融资的景气度变化可能给受中国市场红利逻辑的公司带来短期的业绩波动性；
- 2) 长周期订单执行过程中导致短期业绩波动性风险；
- 3) 审批政策变化带来的需求结构变化给外包服务公司带来的服务能力挑战。

代码	重点公司	现价 10月14日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
300347.SZ	泰格医药	66.11	0.94	0.94	1.28	70	70	52	推荐
002821.SZ	凯莱英	123.36	1.88	2.44	3.16	66	51	39	推荐
603127.SH	昭衍新药	72.1	0.94	0.94	1.3	77	77	55	推荐
603259.SH	药明康德	88.3	2.23	1.39	1.7	40	64	52	推荐
300759.SZ	康龙化成	54.93	0.57	0.74	1.04	96	74	53	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。