

研发投入长期趋势不变，外包板块确定性凸显

—医药外包行业周报 20191216

医药周报

2019年12月16日

报告摘要：

● 本周医药外包板块表现：集采下确定性高，资金选择的新方向

12月9日至12月13日，医药外包板块整体上涨1.21%，跑赢中信医药指数0.75个百分点。昭衍新药、药石科技、凯莱英和康龙化成上涨较多，涨幅分别为4.9%、4.1%、2.9%和1.7%；博济医药下跌最多，跌幅为1.6%。板块龙头公司享受较高估值，药明康德、泰格医药、康龙化成2019年PE都为68倍，而CMO领域药明生物、凯莱英2019年PE分别为122倍、54倍。

我们强调，在医药板块头部公司估值高企、政策风险加剧的背景下，非药板块、低估值成为资金选择的新方向，近期医药外包板块的表现验证了我们的判断。我们认为，药明康德作为医药板块稀缺的国际化标的，自身仍在快速成长期，市值承接能力强，因此享受较高估值；而泰格医药、康龙化成将借助A+H融资平台加速突破能力边际，也享受外包估值；CMO领域在行业红利（产业转移的趋势得到初步验证）和自身技术平台、产能持续拓展下，大分子CDMO龙头药明生物享受估值溢价，小分子CDMO龙头凯莱英的估值提升。

我们的观点是：中国市场红利和工程师红利下的全球产业转移构成国内医药外包产业的主逻辑，短中期我们更看好提供合同生产服务的公司（CDMO、CMO），我们认为目前该领域处于景气度初期，基本面窗口期已经打开，看好2020年开始的表现。

● 行业景气度变量跟踪：政策倒逼创新，研发投入的长期趋势不变

研发投入及投融资：生物技术和制药领域依旧受资本青睐。从上市药企研发投入规模来看，2019年前三季度，合计研发投入为2,676.74亿元，同比上涨35.36%。从一级市场投融资来看，2019年前三季度，生物技术和制药投融资额为1,1063.30亿元，同比上涨56.12%，投资项目数为346（+86.77%），项目数增速高于金额增速，项目数量驱动融资额高增长。

需求端趋势总结：我们认为，创新活力更强、外包需求更高的Biotech融资规模持续扩大，更有利于医药外包行业的景气度延续；同时，在政策倒逼创新下，规模以上药企的研发投入将持续快速增长，行业β红利逻辑不变。

国内新药研发红利期景气判断：国产IND景气度持续，进口IND创新高。2019年前11个月，国内化学药IND数量163个，同比上升52.3%，生物药IND数量107个，同比上升2.9%；进口化学/生物新药IND数量同比去年出现大幅度提升，进口化学药IND数量92个，同比上升114.0%，进口生物药IND数量97个，同比上升177.1%。我们认为这显示了，国内创新药研发，尤其是小分子药物，仍处于高景气度阶段。海外创新药在中国进行临床试验的审评审批提速，利于加快医药外包产业转移的进程，我们认为拥有国际业务经验积累的CRO及CMO企业将是这些海外药企的优先选择。

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

相关研究

● 行业能动性拓展：借助国际化以及纵向一体化，提升自身α能力

1) 国际化节奏：3家已搭建A+H融资平台，加速突破能力边界。

点评：12月13日，泰格医药通过H股上市议案，将成为医药外包领域第3家A+H股公司，验证了我们在《全球化拓展背景下，医药外包A+H或成常态》的判断。再次强调我们的观点——港股发行将拓宽CXO公司募资渠道、简化收购外资流程，是其拓展服务能力边界、提升全球化竞争力的重要步骤。

2) 服务链纵向延伸：大分子CMO延申节奏超预期，订单、产能为重要跟踪指标。

事件：昭衍生物12月10日宣布完成了6000万美元的A轮融资签约，本轮融资将主要用于昭衍生物在中国北京基地十万升规模的蛋白药物产能建设和中美两地业务拓展。

凯莱英金山生物技术研发中心近日启动运营，标志着凯莱英正式开启大分子CDMO业务。

点评：在早期研发阶段、商业化放量阶段，大分子CDMO分别对应人力驱动和重资产的商业模式，潜在的大分子CMO players可通过这两种商业模式参与竞争。我们认为，对于已经布局产能的公司，除了评估技术水平和生产规模，大分子CDMO业务较好跟踪的指标是订单，尤其是早期订单的丰富度及其向后期的导流。

3) 新产能跟踪：业务横向拓展加速，订单为王。

事件：12月11日，昭衍新药拟与广州市开发区管理委员会开展合作，在广州市投资建设昭衍(广州)新药评价中心项目；11月22日，药明生物宣布其子公司药明海德将投资2.4亿美元在爱尔兰新建一座疫苗生产基地。

点评：受益于工程师红利+中国市场红利，国内医药外包公司进入成长期，业务的爆发也促进各公司新建产能。我们乐意于见到CXO公司新产能的建设是基于订单的，这提示公司在领域内的竞争力以及后续成长的健康度。

● 投资建议

推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英。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

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 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | 2019/12/13 | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | |
| 药明康德 | 94.58 | 1.94 | 1.39 | 1.70 | 49 | 68 | 56 | 推荐 |
| 康龙化成 | 49.97 | 0.57 | 0.74 | 1.04 | 87 | 68 | 48 | 推荐 |
| 昭衍新药 | 62.13 | 0.94 | 0.94 | 1.36 | 66 | 66 | 46 | 推荐 |
| 泰格医药 | 64.19 | 0.94 | 0.94 | 1.28 | 68 | 68 | 50 | 推荐 |
| 凯莱英 | 131.60 | 1.86 | 2.44 | 3.26 | 71 | 54 | 40 | 推荐 |
| 药石科技 | 68.29 | 1.21 | 1.27 | 1.8 | 56 | 54 | 38 | 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：集采下确定性高，资金选择的新方向..... | 4 |
| 二、行业景气度跟踪：政策倒逼创新，研发投入的长期趋势不变..... | 5 |
| （一）研发投入及投融资：生物技术和制药领域依旧受资本青睐..... | 5 |
| （二）创新药 IND 申报：国产 IND 景气度持续，进口 IND 创新高..... | 6 |
| 三、行业能动性拓展：借助国际化以及纵向一体化，提升自身 A 能力..... | 7 |
| （一）国际化节奏：3 家已搭建 A+H 融资平台，加速突破能力边界..... | 7 |
| （二）服务链纵向延申：大分子 CMO 延申节奏超预期，订单、产能为重要跟踪指标..... | 7 |
| （三）新产能跟踪：业务横向拓展加速，订单为王..... | 8 |
| 四、投资建议..... | 8 |
| 五、风险提示..... | 9 |
| 插图目录..... | 12 |

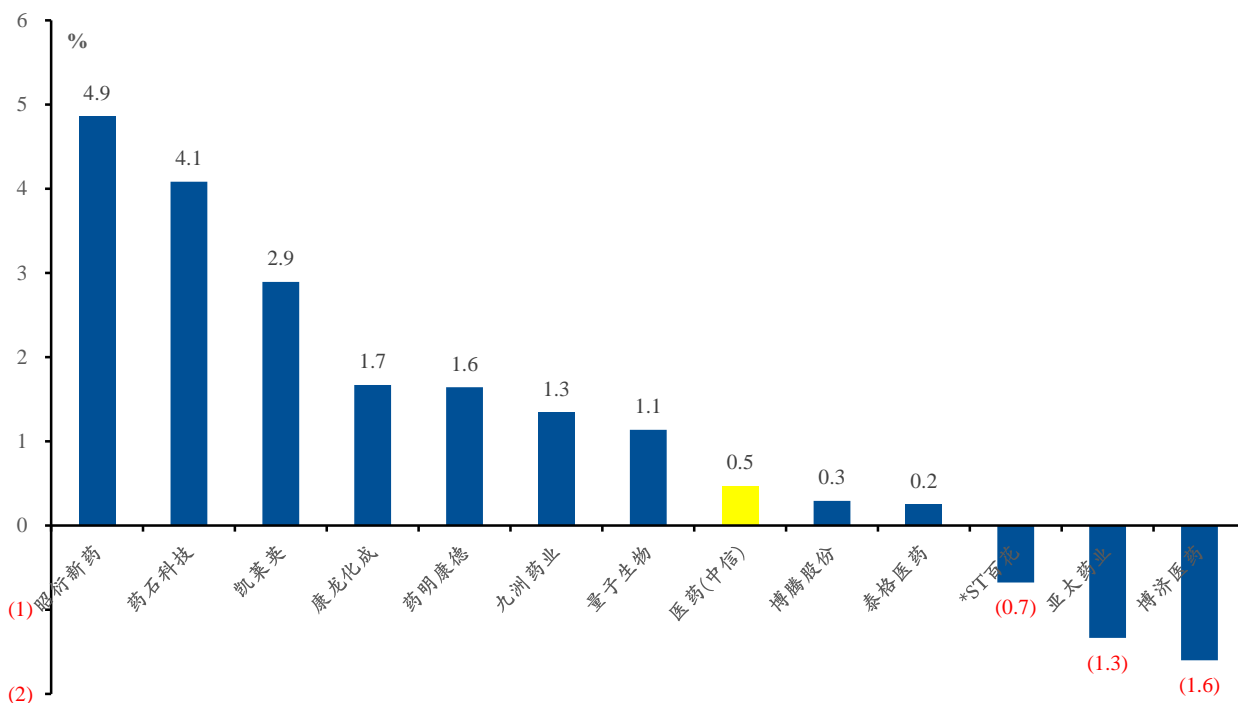
一、本周医药外包板块表现：集采下确定性高，资金选择的新方向

12月9日至12月13日，医药外包板块整体上证1.21%，跑赢中信医药指数0.75个百分点。昭衍新药、药石科技、凯莱英和康龙化成上涨较多，涨幅分别为4.9%、4.1%、2.9%和1.7%；博济医药下跌最多，跌幅为1.6%。

我们强调，在医药板块头部公司估值高企、政策风险加剧的背景下，非药板块、低估值成为资金选择的新方向，近期医药外包板块的表现验证了我们的判断。

板块龙头公司享受较高估值，药明生物、药明康德、泰格医药、康龙化成估值最高，2019年PE分别为122倍、68倍、68倍和68倍，而CMO领域企业凯莱英、博腾股份、九洲药业估值相对较低，2019年PE分别为54倍、43倍、40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，药明康德作为医药板块稀缺的国际化标的，自身仍在快速成长期，市值承接能力强，因此享受较高估值；而泰格医药、康龙化成将借助A+H融资平台加速突破能力边际，也享受外包估值；CMO领域在行业红利（产业转移的趋势得到初步验证）和自身技术平台、产能持续拓展下，大分子CDMO龙头药明生物享受估值溢价，小分子CDMO龙头凯莱英的估值提升。

图1：CRO/CMO公司本周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，民生证券研究

表 1: 重点关注个股估值表

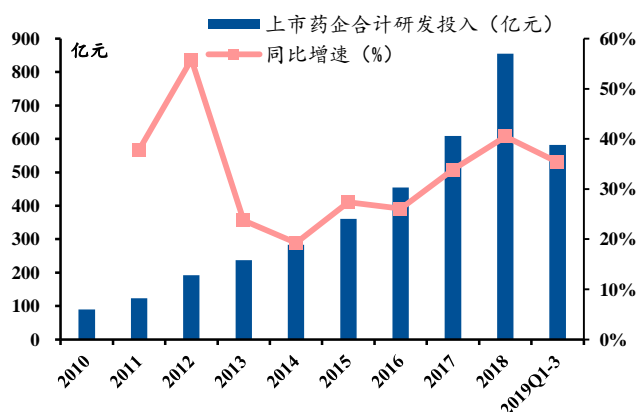
| 代码 | 重点公司 | 现价 | EPS | | | PE | | |
|-----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 12月12日 | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E |
| 603259.SH | 药明康德 | 94.58 | 1.94 | 1.39 | 1.70 | 49 | 68 | 56 |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 49.97 | 0.57 | 0.74 | 1.04 | 87 | 68 | 48 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 62.13 | 0.94 | 0.94 | 1.36 | 66 | 66 | 46 |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 64.19 | 0.94 | 0.94 | 1.28 | 68 | 68 | 50 |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 131.60 | 1.86 | 2.44 | 3.26 | 71 | 54 | 40 |
| 300725.SZ | 药石科技 | 68.29 | 1.21 | 1.27 | 1.8 | 56 | 54 | 38 |
| 300149.SZ | 量子生物 | 13.33 | 0.32 | 0.51 | 0.72 | 41 | 26 | 19 |
| 002370.SZ | 亚太药业 | 6.65 | 0.39 | - | - | 17 | - | - |
| 600721.SH | *ST 百花 | 5.88 | -2.02 | - | - | -3 | - | - |
| 300404.SZ | 博济医药 | 13.52 | 0.06 | - | - | 244 | - | - |
| 603456.SH | 九洲药业 | 13.54 | 0.20 | 0.34 | 0.45 | 69 | 40 | 30 |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 13.72 | 0.23 | 0.32 | 0.43 | 60 | 43 | 32 |
| 1873.HK | 维亚生物 | 4.31 | 0.08 | 0.1 | 0.26 | 54 | 43 | 17 |
| 2269.HK | 药明生物 | 94.85 | 0.48 | 0.78 | 1.13 | 198 | 122 | 84 |
| 1548.HK | 金斯瑞生物 | 18.64 | 0.01 | -0.02 | -0.04 | 1864 | -932 | -466 |

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

二、行业景气度跟踪: 政策倒逼创新, 研发投入的长期趋势不变

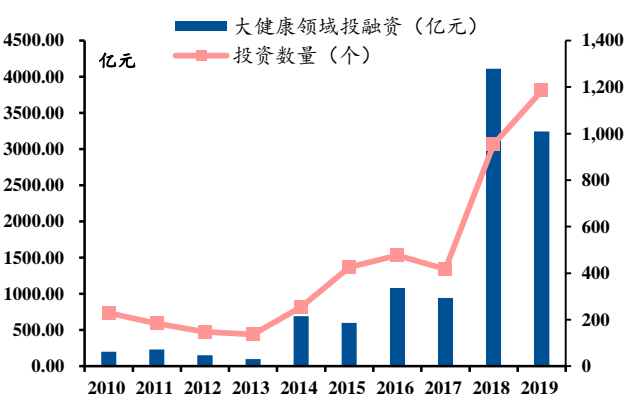
(一) 研发投入及投融资: 生物技术和制药领域依旧受资本青睐

图 2: 上市药企合计研发投入 (百万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3: 大健康领域投融资 (亿元)

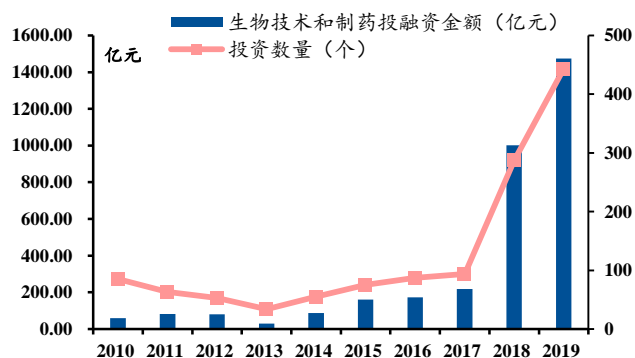


资料来源: Wind, 民生证券研究院

从上市药企研发投入规模来看, 2019 年前三季度, 合计研发投入为 2,676.74 亿元, 同比上涨 35.36%。我们认为在政策倒逼创新的前提下, 研发驱动更加是生物医药公司的重要战略, 2019 年上市药企研发投入有望持续快速增长。

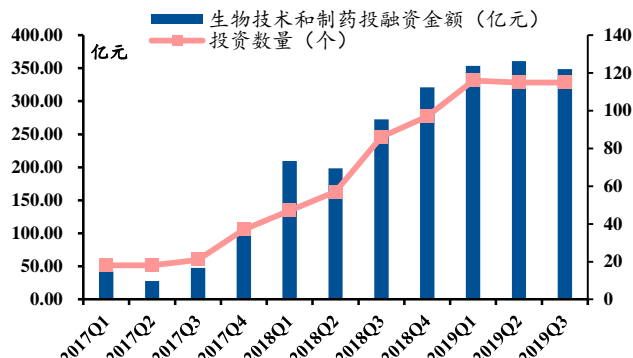
从一级市场投融资来看，2019 年前三季度，大健康领域投融资额为 2,676.74 亿元，同比下滑 21.28%；而生物技术和制药投融资额为 1,1063.30 亿元，同比上涨 56.12%，投资项目数为 346(+86.77%)，项目数增速高于金额增速。以上提示虽然 2019 年大健康领域投融资遇冷，但生物技术和制药领域依旧受资本青睐，且该细分领域融资规模的增长是由项目数量的高增长驱动的。

图 4：年度生物技术和制药投融资金额（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：季度生物技术和制药投融资金额（亿元）

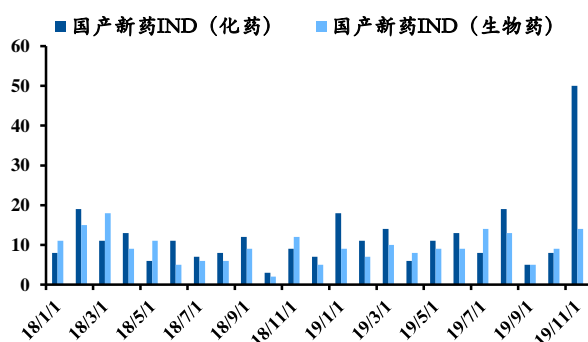


资料来源：Wind，民生证券研究院

需求端趋势总结：我们认为，创新活力更强、外包需求更高的 Biotech 融资规模持续扩大，更有利于医药外包行业的景气度延续；同时，在政策倒逼创新下，规模以上药企的研发投入将持续快速增长，行业 β 红利逻辑不变。

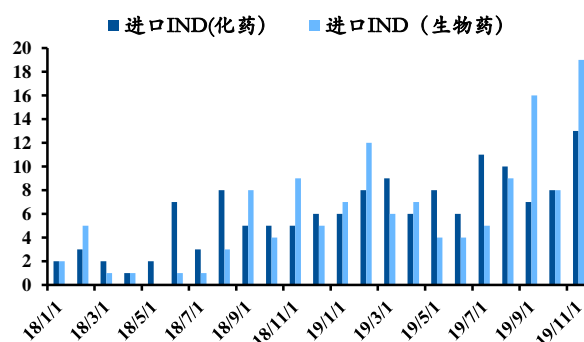
（二）创新药 IND 申报：国产 IND 景气度持续，进口 IND 创新高

图 6：国产新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE，民生证券研究院

图 7：进口新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE，民生证券研究院

2019 年前 11 个月，国内化学药 IND 数量 163 个，同比上升 52.3%；生物药 IND 数量 107 个，同比上升 2.9%。11 月国内化学药 IND 数量 50 个，生物药 IND 数量 14 个，相比 10 月大提升。以上显示了，国内创新药研发，尤其是小分子药物，仍处于高景气度阶段。

2019 年前 11 个月，进口化学/生物新药 IND 数量同比去年出现大幅度提升，进口化学药

IND 数量 92 个，同比上升 114.0%，进口生物药 IND 数量 97 个，同比上升 177.1%。11 月新增进口化学药 IND 数量 13 个，生物药 IND 数量 19 个，相比 10 月明显提升。我们认为，随着海外创新药在中国进行临床试验的审评审批提速，利于加快医药外包产业转移的进程，而拥有国际业务经验积累的 CRO 及 CMO 企业将是这些海外药企的优先选择。

三、行业能动性拓展：借助国际化以及纵向一体化，提升自身 α 能力

（一）国际化节奏：3 家已搭建 A+H 融资平台，加速突破能力边界

表 2：医药外包公司的国际化拓展/国际合作

| 时间 | 公司 | 事件 |
|-----------|-------|--|
| 12 月 13 日 | 昭衍新药 | 昭衍新药收购美国 Biomere 公司 100% 股权的交易完成交割；Biomere 系一家临床前 CRO 公司，其业务包括临床前 CRO 业务和疫苗研发业务两部分 |
| 12 月 13 日 | 泰格医药 | 审议通过《关于授权公司管理层启动公司发行境外上市外资股（H 股）》并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作的议案 |
| 11 月 27 日 | 康龙化成 | 康龙化成 H 股发行成功，融资 43.44 亿港元 |
| 12 月 13 日 | 康龙化成 | 康龙化成宣布与拜耳达成兽用药物分子实体开发方面的全球合作协议，拜耳将充分利用康龙化成的化学、生产及控制（CMC）服务的一体化平台，包括原料药及成品药的制备及生产，以满足拜耳在药物研究研发及商业化方面的需求 |
| 11 月 18 日 | 金斯瑞生物 | 与专注于开发用于免疫肿瘤和神经退行性疾病治疗药物的韩国生物技术公司 ABL Bio 签署协议，双方针对两个双特异性抗体项目开发达成合作 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

点评：12 月 13 日，泰格医药通过 H 股上市议案，将成为医药外包领域第 3 家 A+H 股公司，验证了我们在《全球化拓展背景下，医药外包 A+H 或成常态》的判断。再次强调我们的观点——港股发行将拓宽 CXO 公司募资渠道、简化收购外资流程，是其拓展服务能力边界、提升全球化竞争力的重要步骤。

（二）服务链纵向延申：大分子 CMO 延申节奏超预期，订单、产能为重要跟踪指标

表 3：医药外包公司的纵向一体化节奏

| 时间 | 公司 | 事件 |
|-----------|------|---|
| 12 月 10 日 | 昭衍新药 | 昭衍生物宣布完成了 6000 万美元的 A 轮融资签约，本轮融资将主要用于昭衍生物在中国北京基地十万升规模的蛋白药物产能建设和中美两地业务拓展 |
| 12 月 15 日 | 凯莱英 | 晶型和处方前研究实验室近日成立，凯莱英制剂业务持续拓展 |
| 11 月 20 日 | 凯莱英 | 全资子公司上海凯莱英生物投资承建的凯莱英金山生物技术研发中心启动运营 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

事件：12 月 10 日，昭衍生物宣布完成了 6000 万美元的 A 轮融资签约，本轮融资将主要用于昭衍生物在中国北京基地十万升规模的蛋白药物产能建设和中美两地业务拓展。昭衍生物美国生产基地的投产规模是 1000L+2x500L+200L，中国北京生产基地为 2x200L+2x500L。未来，昭衍生物还将继续拓展自己的业务范围，把更多前沿生物药产品纳入其中。细胞治疗、基

因治疗、溶瘤病毒、重组蛋白等业务都在昭衍生物的规划范围之内。

11月20日，凯莱英全资子公司上海凯莱英生物投资承建的凯莱英金山生物技术研发中心启动运营。上海凯莱英生物将主要承担生物药物研发及GMP生产服务。目前，已建成的研发中心具备细胞株构建/筛选/建库、生物药上下游工艺开发、生物药制剂处方/灌装工艺开发、分析方法开发及验证等平台，并配置 Solentim VIPSTTM自动单克隆铺板验证仪、Fort & bio 亲和力测试传感器、Sartorius Stedim AmbrTM微型生物反应器、GE AKTA Avant150 高通量纯化筛选仪、Unchained Labs Uncle 高通量蛋白稳定测试仪、SHIMADZU Q-TOF 高分辨质谱仪、ProteinSimple cIEF 全柱成像毛细管等电聚焦等抗体开发及分析领域的先进设备，能够为多种生物药（单抗、融合蛋白、双特异性抗体等）提供一站式 CDMO 服务。

点评：在早期研发阶段、商业化放量阶段，大分子 CDMO 分别对应人力驱动和重资产的商业模式，潜在的大分子 CMO players 可通过这两种商业模式参与竞争。我们认为，对于已经布局产能的公司，除了评估技术水平和生产规模，大分子 CDMO 业务较好跟踪的指标是订单，尤其是早期订单的丰富度及其向后期的导流。

（三）新产能跟踪：业务横向拓展加速，订单为王

表 4：医药外包公司的新建产能跟踪

| 时间 | 公司 | 事件 |
|--------|------|---|
| 12月11日 | 昭衍新药 | 拟与广州市开发区管理委员会开展合作，在广州市投资建设昭衍(广州)新药评价中心项目，总投资规模约为人民币 11 亿元 |
| 11月29日 | 九洲药业 | 苏州诺华正在进行资产剥离工作，目前审计工作已完成；苏州诺华生产诺华三种药物（适应症分别为抗心衰治疗、乳腺癌治疗以及白血病治疗）的原料药或中间体 |
| 11月28日 | 药石科技 | 药石科技副总裁李轶表示，明年产业园建成后产能会有很大释放 |
| 11月22日 | 药明生物 | 子公司药明海德将投资 2.4 亿美元在爱尔兰新建一座疫苗生产基地 |

资料来源：Wind，民生证券研究院

事件：12月11日，昭衍新药拟与广州市开发区管理委员会开展合作，在广州市投资建设昭衍(广州)新药评价中心项目，以扩大公司在华南地区的医药研发外包服务范围和影响力，总投资规模约为人民币 11 亿元。该中心建成后，昭衍新药将在全国拥有 4 个安评中心。

11月22日，药明生物宣布其子公司药明海德将投资 2.4 亿美元在爱尔兰新建一座疫苗生产基地，该基地将是一座集疫苗原液及制剂生产、质量控制（QC）实验室于一体的生产基地，专门为一家大型跨国制药企业的一款疫苗产品提供生产服务并供应全球市场。

点评：受益于工程师红利+中国市场红利，国内医药外包公司进入成长期，业务的爆发也促进各公司新建产能。我们乐于见到 CXO 公司新产能的建设是基于订单的，这提示公司在领域内的竞争力以及后续成长的健康度。

四、投资建议

推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英。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。

表 5：2018 年各医药外包公司国内外业务情况

| 代码 | 重点公司 | 海外业务 | | | 国内业务 | | |
|-----------|-------|------------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|
| | | 2018 年收入规模 (百万元) | 2018 年收入占比 (%) | 2018 年收入增速 (%) | 2018 年收入规模 (百万元) | 2018 年收入占比 (%) | 2018 年收入增速 (%) |
| 603259.SH | 药明康德 | 7042.9 | 73.26% | 24.22% | 2444.62 | 25.43% | 60.11% |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 2591.42 | 89.11% | 36.80% | 297.66 | 10.24% | 50.74% |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 12.02 | 2.94% | -16.24% | 395.53 | 96.75% | 36.57% |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 1066.3 | 46.35% | 46.01% | 1231.73 | 53.54% | 80.89% |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 1660.07 | 90.47% | 21.09% | 172.62 | 9.41% | 49.58% |
| 300725.SZ | 药石科技 | 364.87 | 76.29% | 38.78% | 113.39 | 23.71% | 44.43% |
| 300149.SZ | 量子生物 | 530.49 | 53.21% | 254.72% | 466.43 | 46.79% | 80.49% |
| 002370.SZ | 亚太药业 | 0 | 0.00% | / | 1309.71 | 100.00% | 21.07% |
| 300404.SZ | 博济医药 | 2.76 | 1.60% | -26.67% | 169.28 | 98.40% | 30.87% |
| 603456.SH | 九洲药业 | 1102.32 | 59.19% | 6.73% | 657.77 | 35.32% | 22.95% |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 926.79 | 78.22% | -12.17% | 258.07 | 21.78% | 48.29% |
| 1873.HK | 维亚生物 | 161.4 | 76.86% | 69.47% | 48.2 | 22.95% | 151.04% |
| 2269.HK | 药明生物 | 1554.4 | 61.33% | 76.69% | 980 | 38.67% | 77.54% |
| 1548.HK | 金斯瑞生物 | 1156.4 | 72.94% | 22.01% | 329.4 | 20.78% | 63.64% |

资料来源：Wind，民生证券研究

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。

表 6：2019 年我们推荐医药外包行业的逻辑和思路

| 时点 | 排序 | 报告标题 | 报告时间 | 核心观点与投资逻辑 | 推荐公司 |
|--|----|----------------------------------|----------|---|------|
| 第一阶段 (2019 年 2 月~10 月中旬)：我们提出中国医药外包行业核心逻辑是工程师红利+中国市场红利，短中期更看好受益于中国红利的 CRO 公司 | 1 | 《泰格医药：多业务盈利能力释放，确立未来景气度持续》 | 20190219 | 作为市场首家明确临床 CRO 商业模式的卖方机构，提出人员增速对于预测公司营收具指导意义，明确公司短中期的成长逻辑是中国政策红利，突破天花板的关键是国际化拓展 | 泰格医药 |
| | 2 | 《泰格医药：快报符合预期，建议关注数统业务竞争》 | 20190228 | 建议投资者重点关注公司数统业务全球竞争力的提升，以及临床业务导流能力的提升 | 泰格医药 |
| | 3 | 《泰格医药：子公司即将港交所上市，受益于国内仿制药质量升级》 | 20190315 | 我们强调方达控股作为泰格医药国际化战略的桥头堡，又与泰格医药业务高度互补，是泰格医药未来 2-3 年业绩重要弹性点 | 泰格医药 |
| | 4 | 《泰格医药：从数统业务看泰格医药，相比临床更具竞争力的业务》 | 20190320 | 对占泰格医药利润主体的数统业务，进行商业模式分析，我们发现该业务更依赖临床业务导流，提出其稳定的关键是临床 CRO 公司的一体化布局及全球化竞争力 | 泰格医药 |
| | 5 | 《泰格医药：激励方案助力公司业务及国际化拓展推进》 | 20190322 | 我们认为新的激励方案确保员工利益进一步绑定，提升未来公司产能稳定性及国际化拓展过程中的业绩稳定性 | 泰格医药 |
| | 6 | 《康龙化成：能力边界突破、规模性逐步体现的全球化 CRO 公司》 | 20190327 | 我们认为康龙化成处于能力边界加速突破期，其重要看点为从产能依赖型业务向规模性业务（杠杆属性）的加速布局拓展 | 康龙化成 |

| | | | | |
|----|--|----------|--|-----------|
| 7 | 《泰格医药：一季报预告，主业延续高增长，维持推荐》 | 20190409 | 我们估计以数统业务为利润贡献主体的主业保持了 60%左右的高速增长,建议持续关注数统业务盈利持续性 & 国际化进程 | 泰格医药 |
| 8 | 《康龙化成：符合预期，能力边界突破期，关注增量业务》 | 20190419 | 公司能力边界突破期，我们提示关注收入端增量业务的贡献，特别是临床业务、CMC 业务 | 康龙化成 |
| 9 | 《泰格医药：从年报看本土临床 CRO 的产业路径突围》 | 20190427 | 我们提出泰格医药作为本土化临床 CRO 头部公司，短中期关注 SMO、PV 等新领域拓展，中长期关注国际化进程 | 泰格医药 |
| 10 | 《康龙化成：Q1 符合预期，启动 H 股上市筹备》 | 20190428 | 康龙化成业务协同性持续体现，CMC 业务快速增长,我们提示存货显示 CMC 业务具有较强爆发性 | 康龙化成 |
| 11 | 《民生证券关于医药外包行业核心逻辑讨论：从“工程师红利”和“中国市场红利”看，我们买的是什么？》 | 20190513 | 我们提出中国医药外包行业核心逻辑是工程师红利+中国市场红利;提出公司核心变量为所处赛道及发展阶段，而非订单、产能、技术,此观点乃市场首家 | 泰格医药、康龙化成 |
| 12 | 《民生证券医药外包行业专题研究系列：中国市场红利逻辑下，医药外包公司弹性不一样》 | 20190515 | | |
| 13 | 《昭衍新药：从首次海外收购，看昭衍新药业务拓展路径》 | 20190520 | 我们提出,安评行业核心逻辑是中国市场红利，国际化拓展是远期天花板提升的关键;公司逻辑为,市场景气度提升期，关注产能拓展，国际化拓展提升品牌力 | 昭衍新药 |
| 14 | 《泰格医药：子公司港交所上市，业务拓展有望加速》 | 20190530 | 我们提出方达医药未来需重点关注的是上下游产业链的完善 | 泰格医药 |
| 15 | 《泰格医药：临床业务高景气，驱动公司业绩高增长》 | 20190626 | 我们认为公司核心主业的成长仍然处 在高景气阶段,维持之前的关于医药外包核心逻辑,即中国市场红利 | 泰格医药 |
| 16 | 《泰格医药：数统实现整合，中美统筹管理提效》 | 20190702 | 子公司收购方达医药持有的美国 BDM 少数股权,我们认为数统实现整合,中美统筹管理提效 | 泰格医药 |
| 17 | 《泰格医药：战略合作强化，中期意义大于短期业绩影响》 | 20190707 | 泰格医药与 AZ 的合作，我们认为中长期意义更甚于短期业绩影响 | 泰格医药 |
| 18 | 《康龙化成：业绩高增长维持，持续关注业务间导流》 | 20190713 | 公司 2019Q2 归母净利润延续高增长趋势,我们预计公司业务间的协同效应持续 | 康龙化成 |
| 19 | 《药明康德：医药外包龙头从 β 到 α 的路径展望》 | 20190719 | 我们提出,行业逻辑：需求持续+渗透率提升，奠定好赛道 (β) 基础;公司逻辑：优秀的管理基础，奠定路径拓展基础 (α) | 药明康德 |
| 20 | 《药明康德：激励方案保障协同效应，深化一体化平台》 | 20190722 | 我们认为激励方案温和，利于保障核心员工稳定，深化一体化平台优势 | 药明康德 |
| 21 | 《康龙化成：激励方案助推，能力加速拓展》 | 20190731 | 我们认为激励方案温和，助推业务加速布局，对利润端影响较小 | 康龙化成 |
| 22 | 《泰格医药：子公司业绩高弹性，关注一体化平台完善》 | 20190731 | 我们提示方达控股提供业绩弹性,分享中国市场红利，持续完善一体化平台 | 泰格医药 |
| 23 | 《凯莱英：临床订单放量，业绩高增长持续可期》 | 20190804 | 公司临床阶段项目高增长，我们认为核心弹性源于临床订单向后推进及大分子能力拓展 | 凯莱英 |
| 24 | 《泰格医药：国际多中心能力再拓展，天花板逐步提升》 | 20190812 | 我们提示公司能力边界持续改善，处于持续验证关键期，国际化进程相对乐观 | 泰格医药 |
| 25 | 《昭衍新药：存货变化预期短期业绩高增长或持续》 | 20190813 | 中国市场红利逻辑下，公司业绩享受高弹性，我们提示公司长期看点在于业务领域完善及国际化拓展 | 昭衍新药 |
| 26 | 《康龙化成：协同导流持续助力盈利改善》 | 20190816 | 2019H1 协同导流效果进一步体现，规模性业务 (CMC) 盈利能力进一步提升 | 康龙化成 |
| 27 | 《泰格医药：子公司业绩高增长，盈利能力改善》 | 20190821 | 子公司方达控股美国区增收增利，贡献明显弹性；中国区增长稳健，仍为利润贡献主体 | 泰格医药 |
| 28 | 《泰格医药：盈利能力明显提 | 20190823 | 泰格医药盈利能力明显提升，全年有望在低基数基础上实现高 | 泰格医药 |

| | | | | |
|--|---|----------|--|---|
| | 升, 业绩持续高增长可期》 | | 速增长 | |
| 29 | 《民生证券医药外包行业中 期动态报告: 从 ROE 看医药 外包中报, 景气、集聚》 | 20190912 | 我们认为医药外包行业景气度结构性改善, 产业集中度提升, 头部公司更具竞争力, 盈利能力更具优势, 业绩确定性更强 | 药明康德、 泰格医药、 凯莱英、昭 衍新药 |
| 30 | 《康龙化成: 协同效应驱动弹性释放, 业绩加速有望持续》 | 20191014 | 我们认为高基数下, 协同效应推动 CMC 业务增收增利, 业绩加速趋势持续性较强 | 康龙化成 |
| 31 | 《民生证券医药行业外包板 块跟踪简评: 季报期, 外包板 块大涨背后的逻辑》 | 20191015 | 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、并处于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 | 药明康德、 康龙化成、 泰格医药、 昭衍新药、 凯莱英 |
| 第二阶段 (2019 年 10 月中旬至 今): 我们提 示 CDMO/ CMO 领域目 前处于产业 转移的景气 度初期, 基本 面窗口已打 开, 短中期更 值得看好 | 32 《康龙化成: Q3 盈利能力加 速提升, 上调评级》 | 20191027 | 我们发现公司增量业务对净利率拉动效应的兑现略超预期 | 康龙化成, 上调评级 至推荐 |
| | 33 《泰格医药: 符合预期, 关注 盈利能力提升和现金流改善 趋势》 | 20191027 | 我们提示公司盈利能力的提升和现金流改善趋势值得关注 | 泰格医药 |
| | 34 《凯莱英: 三季报点评, 符合 预期, 订单丰富性明显增加奠 定景气基础》 | 20191028 | 我们认为凯莱英 2019 年订单、客户丰富性明显提升, 是小分子 CDMO 行业景气度提升的趋势持续验证 | 凯莱英 |
| | 35 《泰格医药: 与日本 CRO 合 作深化, 关注国际化拓展进 度》 | 20191030 | 跟日本医药 CRO 再次深度合作, 我们认为这可能是加强订单持续性及提升国际化服务能力的一小步探索 | 泰格医药 |
| | 36 《昭衍新药: 基数效应 Q3 增 速略低, 关注存货对业绩指 引》 | 20191030 | 从存货趋势分析, 我们认为 2019 年公司重在消化订单, 经营性现金流的下滑反映订单的消化强化, 全年收入端高增长可预期 | 昭衍新药, 略微上调 盈利预测 |
| | 37 《药明康德: 2019 年三季报点 评, 略超预期, 一体化下 α 优 势持续放大》 | 20191031 | 我们发现多业务协同下内生增长加速, 持续验证公司享受的 α 优势, 我们认为客户渗透率提升和平台协同作为驱动因素, 持续性较强 | 药明康德 |
| | 38 《泰格医药: 泰格医药的临床 前业务布局加速, 值得关注》 | 20191105 | 我们提示本土临床 CRO 的路径拓展, 或许不同于我们熟悉的海外路径 | 泰格医药 |
| | 39 《民生证券医药周报: 全球化 拓展背景下, 医药外包 A+H 或成常态》 | 20191120 | 中国市场红利和工程师红利下的全球产业转移构成国内医药外包产业的主逻辑, 短中期我们更看好提供合同生产服务的公司 (CDMO、CMO), 我们认为目前该领域处于景气度初期, 基本面窗口期已经打开, 看好 2020 年开始的表现。 | 药明康、康 龙化成、凯 莱英、泰格 医药、昭衍 新药 |
| | 40 《康龙化成: 读 H 股招股书, 2020-21 年盈利能力或再提 升》 | 20191120 | 我们强调持续看好公司能力边界持续突破的逻辑, 认为 2020 年对于公司盈利能力可以进一步乐观 | 康龙化成 |
| | 41 《泰格医药: 启动 H 股上市, 国际化加速、管理半径拓展》 | 20191214 | 我们重申临床 CRO 行业的在岸外包属性以及国际化拓展的必要性, 认为 A+H 上市是公司在行业 β 红利的同时提升自身 α 的重要举措 | 泰格医药 |

资料来源: Wind, 民生证券研究院

插图目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1: CRO/CMO 公司本周涨跌幅 (%) | 4 |
| 图 2: 上市药企合计研发投入 (百万元) | 5 |
| 图 3: 大健康领域投融资 (亿元) | 5 |
| 图 4: 年度生物技术和制药投融资金额 (亿元) | 6 |
| 图 5: 季度生物技术和制药投融资金额 (亿元) | 6 |
| 图 6: 国产新药 IND 情况 (个) | 6 |
| 图 7: 进口新药 IND 情况 (个) | 6 |

分析师简介

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。

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。