

医药

行业研究/周报

疫情加速离岸外包转移，中国力量受全球青睐

—医药外包周报 20200629

医药周报

2020年06月29日

报告摘要：

- 上周医药外包板块表现：药石科技领涨，市场对研发早期CRO平台商业模式拓展的认知提升

6月22日至6月24日，医药外包板块整体上升3.77%，跑赢中信医药指数3.13个百分点。其中，药石科技、泰格医药、量子生物、药明康德表现较为强劲，分别上涨10.57%、8.35%、7.75%和7.51%，亚太药业、九洲药业跌幅较为明显，本周分别下跌2.92%和2.65%。本周，药石科技、泰格医药表现强势。

以药石科技为代表的研发早期CRO公司，正处于商业模式拓展初期（药石科技处于技术和规模驱动的初期），中长期天花板有望提高。我们认为对其商业模式拓展的认知提升是研发早期CRO公司二级市场表现持续靓眼的主要原因。

- 公司跟踪：凯莱英、昭衍新药公布股权激励计划

凯莱英：小分子CDMO产业转移窗口期，常态化股权激励有利于公司巩固CMC优势。6月24日，凯莱英公布《2020年限制性股票激励计划（草案）》。此次股权激励计划的2020年业绩考核目标是净利润同比增长率分别不低于25%，在一季度延期复工的影响下全年预计稳健增长，与我们在公司2020年一季报点评中的预期相符。从员工构成上看，2017-2019年公司技术人员占比分别为43%、45%和48%（持续提升），生产人员占比分别为31%、32%和31%（保持稳定）。公司目前处于临床项目注水期，商业化项目爬坡期，常态化的股权激励有利于提高员工积极性。尤其对人力驱动的CMC业务，研发人员积极性的提高对公司早期项目池子的持续扩大有利。

昭衍新药：发布2020年股权激励计划。6月28日，昭衍新药公布《2020年股票期权激励计划（草案）》。按照我们在2020年一季报点评中做出的盈利预测，以2019年营业收入为基数，公司2020-2022年营业收入增长率分别为42%、97%和164%，明显高于此次股权激励计划的业绩考核指标。公司所处细分领域仍然是受益于中国市场红利比较明显的市场，我们认为公司作为细分领域龙头有望持续受益于该进程。同时，我们也更加关注公司全球区域布局加速推进、服务链的持续拓展。

- 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。

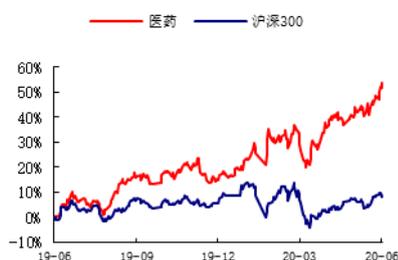
- 风险提示

行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性。

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

1. 行业周报:持续推荐特色原料药及医药服务，关注全国集采后的替代空间
2. 行业周报:医药牛市思考，选赛道 vs 选标的

盈利预测与财务指标

| 重点公司 | 现价 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 2020/6/24 | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E | |
| 药明康德 | 95.88 | 1.12 | 1.78 | 2.07 | 86 | 54 | 46 | 推荐 |
| 康龙化成 | 89.59 | 0.69 | 1.05 | 1.37 | 130 | 85 | 65 | 推荐 |
| 昭衍新药 | 94.61 | 1.10 | 1.15 | 1.56 | 86 | 82 | 61 | 推荐 |
| 泰格医药 | 97.62 | 1.12 | 1.46 | 1.87 | 87 | 67 | 52 | 推荐 |
| 凯莱英 | 231.00 | 2.39 | 3.10 | 3.98 | 97 | 75 | 58 | 推荐 |

资料来源：Wind、民生证券研究院

目录

| | |
|--|----|
| 一、上周医药外包板块表现：药石科技领涨，对研发早期 CRO 平台商业模式拓展的认知提升 | 4 |
| 二、公司跟踪：凯莱英、昭衍新药公布股权激励计划 | 6 |
| (一) 凯莱英：小分子 CDMO 产业转移窗口期，常态化股权激励有利于公司巩固 CMC 优势 | 6 |
| (二) 昭衍新药：发布 2020 年股权激励计划 | 6 |
| 三、景气度跟踪：Q1 国内 IND、海外投融资景气度持续 | 8 |
| (一) 研发投入及投融资：国内药企 Q1 研发投入增加，国内外投融资市场分化 | 8 |
| (二) 创新药临床申请：国产 IND 申请持续走高，进口申报呈现新趋势 | 9 |
| 四、投资建议 | 10 |
| 五、风险提示 | 10 |
| 插图目录 | 16 |
| 表格目录 | 16 |

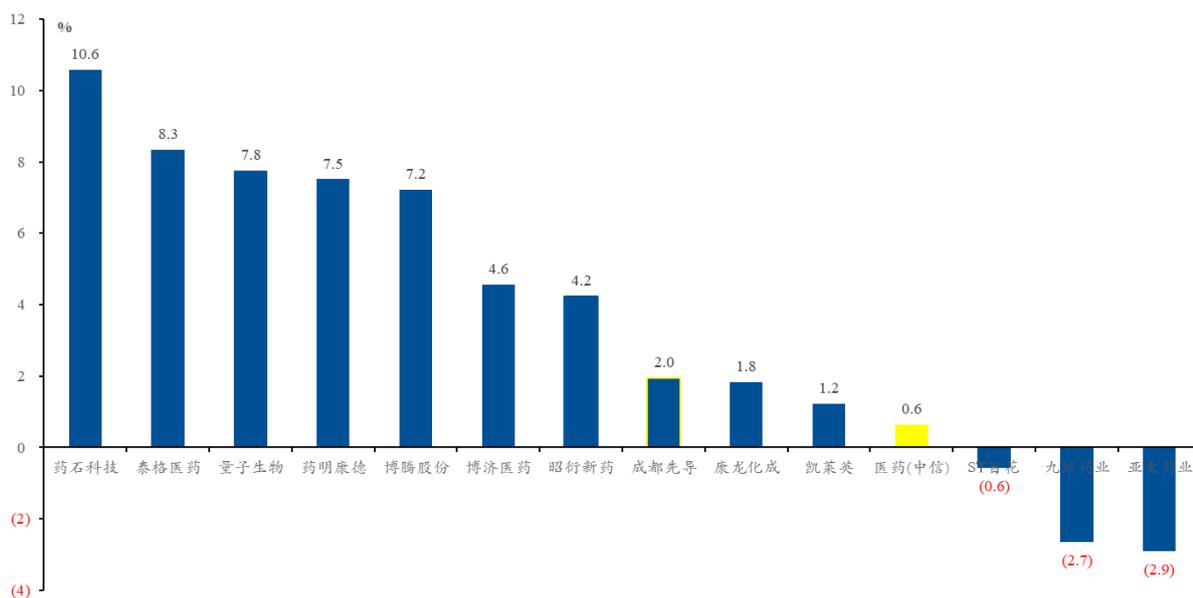
一、上周医药外包板块表现：药石科技领涨，对研发早期 CRO 平台商业模式拓展的认知提升

6月22日至6月24日，医药外包板块整体上升3.77%，跑赢中信医药指数3.13个百分点。其中，药石科技、泰格医药、量子生物、药明康德表现较为强劲，分别上涨10.57%、8.35%、7.75%和7.51%，亚太药业、九州药业跌幅较为明显，本周分别下跌2.92%和2.65%。以药石科技为代表的研发早期CRO公司，正处于商业模式拓展初期（药石科技处于技术和规模驱动的初期），中长期天花板有望提高。我们认为对其商业模式拓展的认知提升是研发早期CRO公司二级市场表现持续靓眼的主要原因。

上周CXO板块表现强劲，我们持续强调全球化、市场化逻辑下CXO板块的中国力量持续提升。中长期来看，在产业逻辑的支撑下，该板块仍具备重新向上的动力。在此，我们重申医药外包产业的三个核心逻辑：1、产业转移成熟阶段的离岸外包业务，重点关注其α能力拓展；2、产业转移初期的CDMO/CMO业务，供给端技术实力、产能规模的提升；3、中国市场红利逻辑下在岸外包公司的α能力拓展。

本周龙头公司估值回升，药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药、凯莱英2020年预测PE分别为54倍、85倍、82倍、67倍、75倍（6月24日收盘价，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）。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；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，提升全球化竞争力；而药明生物、凯莱英在自身技术平台、产能持续拓展同时，中长期将持续享受CMO行业红利（产业转移的趋势得到初步验证）。

图1：CRO/CMO公司上周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，民生证券研究

表 1: 国内 CXO 估值表

| 代码 | 重点公司 | 现价 6月24日 | EPS | | | PE | | |
|-----------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 603259.SH | 药明康德 | 83.18 | 1.12 | 1.78 | 2.07 | 86 | 54 | 46 |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 84.38 | 0.69 | 1.05 | 1.37 | 130 | 85 | 65 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 89.5 | 1.1 | 1.15 | 1.56 | 86 | 82 | 61 |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 85.79 | 1.12 | 1.46 | 1.87 | 87 | 67 | 52 |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 221.66 | 2.39 | 3.1 | 3.98 | 97 | 75 | 58 |
| 300725.SZ | 药石科技 | 103.45 | 1.21 | 1.30 | 1.61 | 96 | 89 | 72 |
| 300149.SZ | 量子生物 | 16.19 | 0.28 | - | - | 71 | - | - |
| 002370.SZ | 亚太药业 | 4.66 | -3.86 | - | - | -1 | - | - |
| 600721.SH | *ST 百花 | 5.08 | 0.09 | - | - | 57 | - | - |
| 300404.SZ | 博济医药 | 15.11 | 0.04 | - | - | 401 | - | - |
| 603456.SH | 九洲药业 | 28.8 | 0.30 | 0.45 | 0.72 | 92 | 61 | 38 |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 27.25 | 0.34 | 0.45 | 0.6 | 95 | 72 | 54 |
| 1873.HK | 维亚生物 | 7.74 | 0.18 | 0.23 | 0.32 | 40 | 31 | 23 |
| 2269.HK | 药明生物 | 129 | 0.76 | 1.06 | 1.50 | 191 | 137 | 97 |
| 1548.HK | 金斯瑞生物 | 16.08 | -0.05 | -0.10 | -0.11 | -325 | -162 | -148 |
| 688222.SH | 成都先导 | 49.48 | 0.33 | 0.3 | 0.41 | 163 | 179 | 131 |

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、药石科技、成都先导为预测值, 其余为 WIND 一致预测)

海外 CXO 公司的估值较为分化, Samsung Biologics、IQVIA 和 PPD 拥有较高估值, 2019 年 PE 分别为 266 倍、142 倍和 139 倍, 而 LabCorp (Covance)、ICON、PRA Health Science 的估值较低, 2019 年 PE 为 19 倍、24 倍、26 倍。我们认为, 全球医药外包行业头部公司通过兼并收购不断延伸服务、完善产业链, 临床研究、商业推广及咨询服务相互促进发展的公司往往享受更为高企的估值。

表 2: 海外 CXO 估值表 (2019 年)

| 代码 | 国内对标 | 海外公司 | 现价 6月24日 | EPS | PE |
|-----------|------|--------------------|-------------|---------|-------|
| | | | | 2019A | 2019A |
| LH.N | 泰格医药 | LabCorp (Covance) | 157.09 | 8.35 | 19 |
| IQV.N | 泰格医药 | IQVIA | 136.47 | 0.96 | 142 |
| SYNH.O | 泰格医药 | Syneos | 54.26 | 1.25 | 43 |
| PRAH.O | 泰格医药 | PRA Health Science | 94.74 | 3.68 | 26 |
| CRL.N | 昭衍新药 | Charles River | 170.64 | 5.07 | 34 |
| ICLR.O | 泰格医药 | ICON | 162.58 | 6.79 | 24 |
| CTLT.N | 凯莱英 | Catalent | 70.47 | 0.90 | 78 |
| CDXS.O | 凯莱英 | Codexis | 10.64 | -0.21 | -51 |
| MEDP.O | 泰格医药 | Medpace | 87.73 | 2.67 | 33 |
| 532523.BO | 凯莱英 | Biocon | 391.95 | - | - |
| LONN.SIX | 药明生物 | Lonza | 493.60 | 8.65 | 57 |
| 207940.KS | 药明生物 | Samsung Biologics | 819,000.00 | 3078.89 | 266 |
| PPD.O | 泰格医药 | PPD | 26.44 | 0.19 | 139 |

资料来源: Wind, 新浪财经, 民生证券研究, (Biocon、Samsung、Lonza 单位分别为 INR、KRW、CHF, 其余为 USD) 单位为

二、公司跟踪：凯莱英、昭衍新药公布股权激励计划

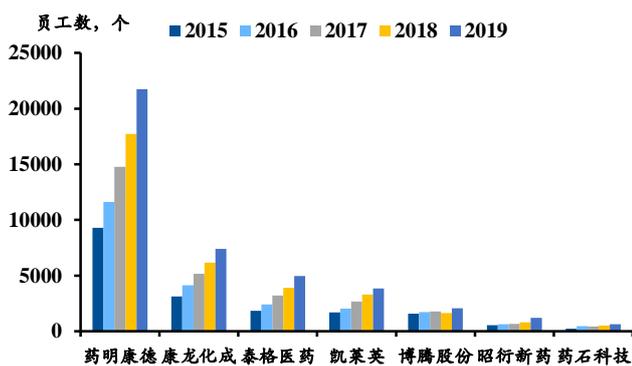
（一）凯莱英：小分子 CDMO 产业转移窗口期，常态化股权激励有利于公司巩固 CMC 优势

事件：6月24日，凯莱英公布《2020年限制性股票激励计划（草案）》，拟授予122.80万股，约占总股本的0.531%，其中首次授予102.65万股，预留20.15万股；激励对象总人数为225人，包括公司公告本计划时在公司任职的高级管理人员、管理人员及核心技术（业务）人员；首次授予的限制性股票的授予价格为117.07元/股；业绩考核目标，以2019年净利润为基数，公司2020-2022年净利润增长率分别不低于25%、50%和75%（激励成本摊销前并扣除非经常性损益后的净利润）。

点评：股权激励常态化，体现公司对人才的重视，背后是公司不断提升自身α的努力。从员工构成上看，2017-2019年公司技术人员占比分别为43%、45%和48%（持续提升），生产人员占比分别为31%、32%和31%（保持稳定）。公司目前处于临床项目注水期，商业化项目爬坡期，常态化的股权激励有利于提高员工积极性。尤其对人力驱动的CMC业务，研发人员积极性的提高对公司早期项目池子的持续扩大有利。

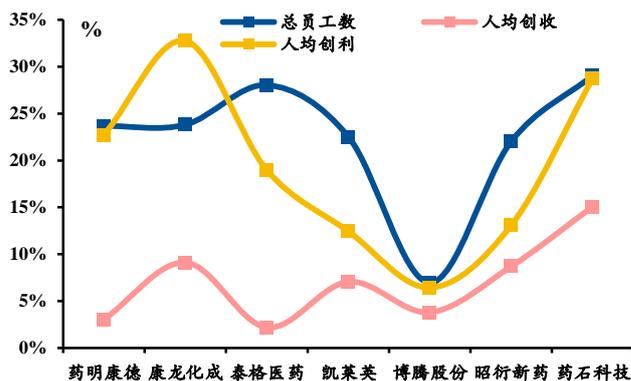
公司此次股权激励计划的2020年业绩考核目标是净利润同比增长率分别不低于25%，与我们前次的预期相符。在公司2020年一季报点评中，我们提到“结合预付款项增长和在建工程转固的节奏，我们预计公司全年执行项目仍按预期进行，通过复工后增长排产等举措，公司2020年收入有望维持稳健增长”。

图2：部分CXO公司历年总员工数（个）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：部分CXO公司人均创收/创利的五年CAGR（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）昭衍新药：发布2020年股权激励计划

事件：6月28日，昭衍新药公布《2020年股票期权激励计划（草案）》，拟授予权益209万份，约占总股本的0.922%；激励对象总人数为356人，包括公司（含控股子公司）董事、高管及核心技术（业务）骨干；计划授予的股票期权的行权价格为94.77元/股；业绩考核目标，以2019年营业收入为基数，2020-2022年营业收入增长率分别不低于25%、56.25%和95.31%。

点评：按照我们在 2020 年一季报点评中做出的盈利预测，以 2019 年营业收入为基数，公司 2020-2022 年营业收入增长率分别为 42%、97%和 164%，明显高于此次股权激励计划的业绩考核指标。公司所处细分领域仍然是受益于中国市场红利比较明显的市场，我们认为公司作为细分领域龙头有望持续受益于该进程。同时，我们也更加关注公司全球区域布局加速推进、服务链的持续拓展。

三、景气度跟踪：Q1 国内 IND、海外投融资景气度持续

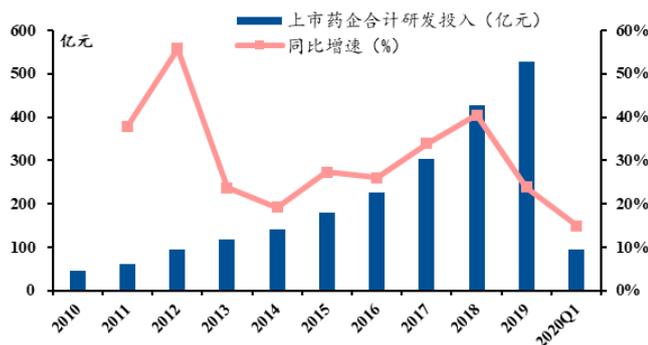
(一) 研发投入及投融资：国内药企 Q1 研发投入增加，国内外投融资市场分化

1. 从 A 股上市药企研发投入规模来看，2020 年第一季度，合计研发投入为 93.46 亿元，同比上涨 14.95%。伴随国内疫情逐步缓和国内药企经营活动回归正轨。我们认为，疫情驱动下医药板块需求端强劲，叠加国内政策红利持续，将共同刺激企业研发动力，2020 年上市药企研发投入有望呈现加速增长态势。

2. 一级市场投融资

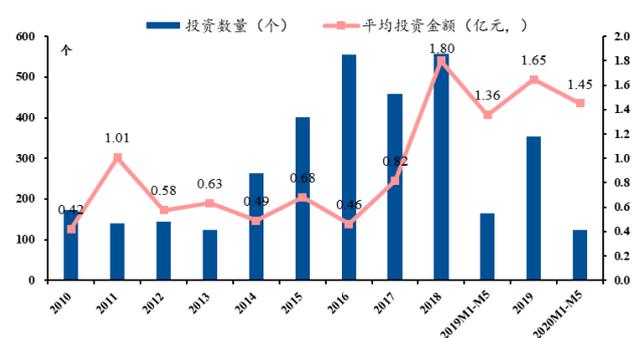
国内一级市场投融资：根据 PE/VC 库 (Wind) 显示，2020 年 1 月到 5 月，国内生物科技/制药领域投融资额为 179 亿元，同比下降 20.23%，投资项目数为 123 个 (-25.46%)，单个项目平均投资金额为 1.45 亿元人民币，同比上涨 7%。

图 4：A 股上市药企合计研发投入 (亿元)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：国内生物科技/制药领域平均投融资金额 (亿元)



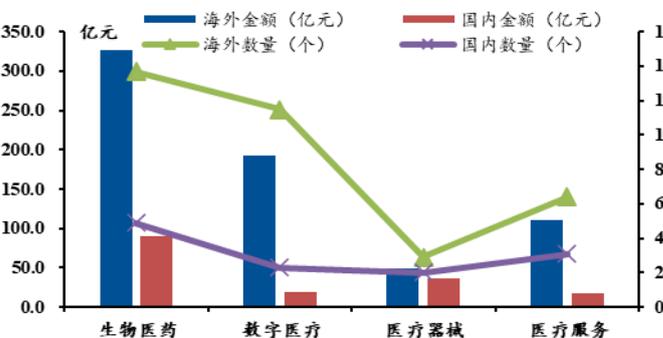
资料来源：PE/VC 库，民生证券研究院

图 6：海外医疗健康领域投融资 (公开披露金额的事件)



资料来源：动脉网，民生证券研究院

图 7：2020Q1 海外及国内医疗健康各细分领域投融资



资料来源：动脉网，民生证券研究院

海外一级市场投融资：据动脉网统计，2020 年 Q1 海外医疗健康领域投融资总额、投资项目数持续走高，投融资额为 677.0 亿人民币，同比上涨 18.81%，投资项目数为 313 起。

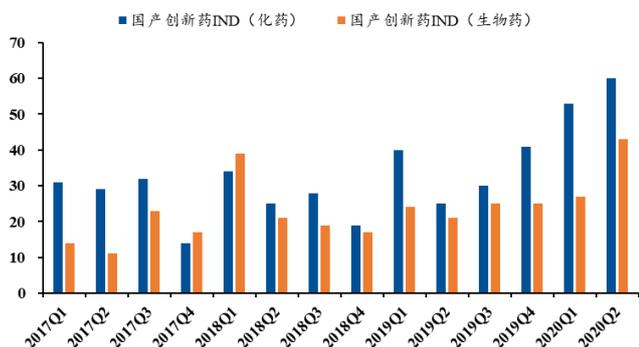
观察投资细分领域，除海内外市场对生物医药投融资热度最高外，海外市场对数字医疗领域投资更为重视位列第二，国内市场则为医药器械领域。

3. 投融资趋势判断：我们认为，疫情对国内医药外包企业的短期负面影响已经趋于尾声，而疫情带来全球性的医药健康领域的需求和重视增长，长期看有望驱动投融资市场的活跃。

（二）创新药临床申请：国产 IND 申请持续走高，进口申报呈现新趋势

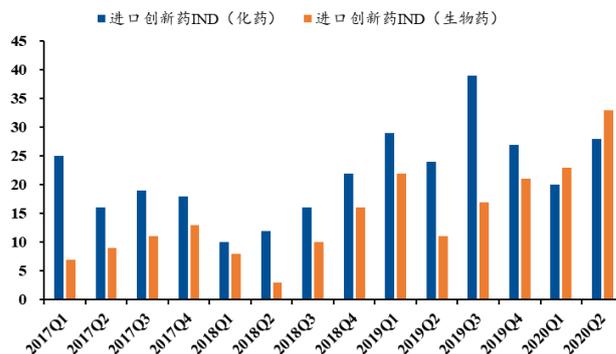
国内新药研发景气判断：国产 IND 景气度持续，进口化药 IND 下滑明显。2020 年 Q1，国内 1 类化药 IND 数量合计 53 个，同比上升 32.50%，1 类生物药 IND 数量 27 个，同比上升 12.50%；进口化药 IND 数量 20 个，同比下降 31.03%，进口生物药 IND 数量 23 个，与去年同期基本持平。2020 年截止至 6 月 24 日，国内 1 类化药 IND 数量 113 个，1 类生物药 IND 数量 70 个；进口化药 IND 数量 48 个，生物药 56 个，景气度仍有望持续。另外，2020 年来进口生物药 IND 申报数量连续两个季度高于进口化药 IND 数量，新趋势有望形成，体现海外药企对生物药研发的持续投入正在逐步发生成果转化。

图 8：国产新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE，民生证券研究院

图 9：进口新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE，民生证券研究院

投资建议：我们认为，国内创新药研发，尤其是小分子药物，仍处于高景气度阶段。随着海外创新药在中国进行临床试验的审评审批提速，其在中国上市的窗口期将缩短，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 龙头公司将将是这些海外药企的优先选择。

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 3：2019 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 | | |
|-----------|------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | | 2019 年收入规模 (百万元) | 2019 年收入占 比 (%) | 2019 年收入增 速 (%) | 2019 年收入规模 (百万元) | 2019 年收入占 比 (%) | 2019 年收入增 速 (%) |
| 603259.SH | 药明康德 | 9907.1 | 76.97% | 40.67% | 2965.11 | 23.03% | 15.34% |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 3259.24 | 86.75% | 25.77% | 497.92 | 13.25% | 25.49% |
| 1873.HK | 维亚生物 | 248.6 | 76.94% | 53.65% | 74.5 | 23.06% | 54.56% |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 1213.43 | 43.29% | 13.80% | 1589.88 | 56.71% | 29.08% |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 44.36 | 6.94% | 269.05% | 595.02 | 93.06% | 87.88% |
| 002821.SZ | 凯莱英 | 2240.65 | 91.08% | 34.97% | 219.34 | 8.92% | 25.47% |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 1282.08 | 82.65% | 38.34% | 269.22 | 17.35% | 4.32% |
| 603456.SH | 九洲药业 | 1328.12 | 65.85% | 20.48% | 688.7 | 34.15% | -9.37% |
| 2269.HK | 药明生物 | 2576.1 | 64.67% | 65.72% | 1407.6 | 35.33% | 43.63% |
| 300725.SZ | 药石科技 | 482.23 | 72.82% | 32.16% | 180 | 27.18% | 58.74% |
| 603259.SH | 药明康德 | 9907.1 | 76.97% | 40.67% | 2965.11 | 23.03% | 15.34% |

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 4：2019 年初以来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市场红利的 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及国际化进程 | 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 | 20190719 | 我们提出,行业逻辑:需求持续+渗透率提升,奠定好赛道(β) | 药明康德 |

| | | | | | |
|---|--------------------------------------|---------------------------------------|---|--|---------------|
| | β到α的路径展望》 | | 基础;公司逻辑:优秀的管理基础,奠定路径拓展基础(α) | | |
| 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,业绩高速增长持续可期》 | 20190804 | 公司临床阶段项目高速增长,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速增长或持续》 | 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:子公司业绩高速增长,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:盈利能力明显提升,业绩持续高速增长可期》 | 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速增长 | 泰格医药 | |
| 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,全年收入端高速增长可预期 | 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 |
| | 42 | 《普洛药业：兽药业务梳理，CDMO 业务弹性可期》 | 20200110 | 提示公司通过技术突破逐步实现与全球兽药龙头合作升级，通过产品、产能、客户分析，我们认为公司兽药 CDMO 业务基础较好，未来 3 年有望贡献明显业绩弹性 | 普洛药业 |
| | 43 | 《医药外包行业周报：本土 CXO 有望赋能本土 fast-follow 创新升级》 | 20200106 | 基于对 Biotech 长尾客户的技术迭代方向的把握，产业转移成熟的 CRO 龙头持续拓展、更新赋能平台，我们提示平台的技术外溢效应有望在本土药企创新升级阶段贡献业绩弹性 | 药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、昭衍新药 |
| 第三阶段 (2020 年 1 月中旬至今)：持续看好全球化、市场化逻辑下 CXO 板块的中国力量持续提升，此逻辑下看好 α 能力强的公司 | 44 | 《昭衍新药：符合预期，关注产能利用率带来的弹性》 | 20200108 | 基数效应、存货结转变量兑现，导致 2019Q4 单季增速高于前三季度水平，2020 年关注产能拓展、产能利用率提升带来的业绩弹性 | 昭衍新药 |
| | 45 | 《泰格医药：符合预期，关注大临床弹性和 α 持续拓展》 | 20200111 | 主业延续高增长，符合预期，会计准则变化导致表现业绩超我们前次预期，建议关注临床业务加速背景下的业绩弹性，本土临床 CRO 的 α 体现，或许不同于我们熟悉的海外路径 | 泰格医药 |
| | 46 | 《医药外包行业周报：强势反弹，建议关注 CXO 板块基本面》 | 20200113 | 我们提出医药外包三条核心逻辑主线，建议重点关注这条主线的 α 拓展，包括国际化能力、新服务平台搭建、新商业模式的持续性等。 | 药明康德、泰格医药、凯莱英、昭衍新药 |
| | 47 | 《康龙化成：持续超预期，看好增量业务盈利弹性及布局》 | 20200121 | 我们发现 Q4 单季的盈利能力提升节奏持续超我们预期，可能是 CMC 的毛利率提升节奏超过我们的预期 | 康龙化成 |
| | 48 | 《医药外包行业周报：疫情下的 CXO 板块，缘何如此靓丽表现？》 | 20200209 | 我们认为医药外包（生产）板块并非天然和疫情有极强的关联性，板块的表现更多体现是我国医药外包在全球重大新药研发产业链分工过程中的参与能力，因此我们更强调的板块的“全球化、市场化”属性。 | 泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英 |
| | 49 | 《医药外包行业周报：景气度持续，看好中国市场红利下的生物药 CDMO 领域》 | 20200216 | 看好中国市场红利下的生物药 CDMO 细分领域 | 药明康德、泰格医药、凯莱英、昭衍新药 |
| | 50 | 《凯莱英：引入战投，有望加码服务广度、深度》 | 20200216 | 业务拓展期，引入战略投资者高瓴资本，有望加速提升服务广度、深度 | 凯莱英 |
| | 51 | 《康龙化成：符合预期，协同及规模效应奠定高增长基础》 | 20200229 | 我们认为上市以来公司重点在做的就是存量业务产能拓展和服务链的纵向拓展，这也为公司长期业务天花板的提升及协同效应的进一步增加奠定基础。 | 康龙化成 |
| | 52 | 《凯莱英：符合预期，海外订 | 20200301 | 2019 年临床阶段收入延续高增长，主要由海外订单的拓展驱 | 凯莱英 |

| | | | | |
|----|--|----------|--|-------------------------|
| | 单的拓展进入加速期》 | | 动, 商业化阶段业务的增长主要受益于下游客户的产品放量。 | |
| 53 | 《医药外包行业周报: 持续推荐 CXO 板块具备 α 属性的公司》 | 20200308 | 作为创新药产业链中的重要一环, CXO 行业处于景气度较高的发展阶段, 中长期来看, 在产业逻辑的支撑下, 具备强劲的向上动力。 | 药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、昭衍新药 |
| 54 | 《康龙化成: Q1 预告超预期, 盈利能力提升再兑现》 | 20200330 | 我们认为公司 2020 年开始在存量业务产能持续拓展的同时, 通过新业务 (生物制剂) 及收购拓展提升天花板成为必要, 这一点在 H 股融资中也有提到, 基于此, 我们认为公司的平台拓展渡过盈利逐步提升的阶段, 进入加速拓展期。 | 康龙化成 |
| 55 | 《泰格医药: 子公司业绩良性增长, 符合预期》 | 20200331 | 我们强调的是在行业保持持续景气的同时, 关注不断拓展自身 α 业务能力的 CRO 企业 | 泰格医药 |
| 56 | 《药石科技: 药石科技的模式讨论: 技术 vs 规模?》 | 20200401 | 我们认为药石科技处于技术和制造能力变现的初期, 分子砌块核心设计技术奠定的高壁垒提供了公司参与全球创新药产业链的“钥匙” | 药石科技 |
| 57 | 《九洲药业: 考虑产能释放, 2019 年或是 ROE 相对低点》 | 20200409 | 我们认为公司的 CDMO 业务正处于能力搭建及产品、产能释放的关键窗口期 | 九洲药业 |
| 58 | 《凯莱英: 跨过规模化量产期, ROE 有望持续提高》 | 20200410 | 我们认为原料药、制剂是 CDMO 业务产业升级的必然路径, 我们看好公司在这方面的探索, 这也为公司盈利能力的提升打开了天花板。 | 凯莱英 |
| 59 | 《昭衍新药: 略超预期, ROE 仍有提升空间》 | 20200412 | 我们一直特别强调人员是公司收入增长影响权重更大的变量, 而不是固定资产, 这一点从 2019 年是公司人员和收入增速双双创最高值也可以得到验证。 | 昭衍新药 |
| 60 | 《医药外包行业周报: 从本土 CXO 业绩和 IND 数据看中国市场红利》 | 20200420 | 随着各公司年报披露催化, CXO 板块连续两周上涨。在海外疫情蔓延中, 持续影响市场对 CXO 板块的预期, 我们持续强调板块内在投资逻辑的异质性 | 泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英 |
| 61 | 《凯莱英: Q1 积极扩产能、加人员, 预计全年维持稳健增长》 | 20200426 | 临床项目早期阶段的产能主要是人员, 而技术平台的更新显示公司提高自身 α 的努力 (例如生物大分子抗体药物平台), 我们认为这体现了在“漏斗效应”注水期, 公司持续加大临床早期项目培育、提高订单粘性的努力。 | 凯莱英 |
| 62 | 《康龙化成: 降负债提供弹性, 更关注盈利提升和扩产能节奏》 | 20200428 | 新的融资大幅降低负债率, 经营性现金流显示增长质量较高 | 康龙化成 |
| 63 | 《药石科技: 符合预期, 2020 年仍是量产能力验证年》 | 20200428 | 我们认为 2020 年仍然是公司量产能力的验证年。我们也特别关注在这个过程中新增订单的毛利率及产能利用率逐步提升过程中, 公司量产能力提升的趋势。 | 药石科技 |
| 64 | 《昭衍新药: 符合预期, 看好服务链持续加速布局》 | 20200430 | 我们认为公司所处细分领域仍然是受益于中国市场红利比较明显的市场, 同时我们也更加关注公司全球区域布局加速推进、服务链的持续拓展。 | 昭衍新药 |
| 65 | 《凯莱英: 引入 VC 战投, 生态共享助力 CDMO 业务拓展》 | 20200513 | 我们认为共享生态圈资源的合作方式利于加速公司的新客户、新订单拓展。 | 凯莱英 |
| 66 | 《成都先导: DEL 平台赋能的未来创新药企》 | 20200609 | 我们认为公司 DEL 平台逐步步入成熟期, 随着平台在药物发现领域商业化的认可, 在化合物筛选及 DEL 库的定制两大主营业务上可能获得更多的订单。 | 成都先导 |
| 67 | 《医药外包行业周报: 不确定外部环境下, 中国市场红利持 | 20200614 | 疫情影响下, 创新药研发投入及产业转移的趋势不变, 投融资下滑幅度明显 | 泰格医药、药明康德、 |

续》

康龙化成、
昭衍新药、
凯莱英

资料来源：Wind，民生证券研究院

插图目录

| | |
|---|---|
| 图 1: CRO/CMO 公司上周涨跌幅 (%) | 4 |
| 图 2: 部分 CXO 公司历年总员工数 (个) | 6 |
| 图 3: 部分 CXO 公司人均创收/创利的五年 CAGR (%) | 6 |
| 图 4: A 股上市药企合计研发投入 (亿元) | 8 |
| 图 5: 国内生物科技/制药领域平均投融资金额 (亿元) | 8 |
| 图 6: 海外医疗健康领域投融资 (公开披露金额的事件) | 8 |
| 图 7: 2020Q1 海外及国内医疗健康各细分领域投融资 | 8 |
| 图 8: 国产新药 IND 情况 (个) | 9 |
| 图 9: 进口新药 IND 情况 (个) | 9 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 国内 CXO 估值表 | 5 |
| 表 2: 海外 CXO 估值表 (2019 年) | 5 |
| 表 3: 2019 年各医药外包公司国内外业务情况 | 10 |
| 表 4: 2019 年初以来我们推荐医药外包行业的逻辑和思路 | 10 |

分析师简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，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。