

中国景气，上游新势力

——中小CXO及科学服务2021中报总结

行业评级：买入

2021年9月5日

姓名	孙建	王帅
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	wangshuai1@stocke.com.cn
电话	13641894103	13548094491
证书编号	S1230520080006	S1230120120025

1、股价复盘:分化加剧，本质是短期业绩叠加长期空间

- 截止2021年9月1日，中小CXO及科学服务板块年度涨幅大幅跑赢医药指数，其中，科研服务>临床前分析>中小CDMO>一线CXO>药物筛选。科研服务板块随着制药上游的崛起获得较多关注，背后是较大的市场空间及逐渐强大的国产自主研发品牌力。临床前受中国创新药产业链高景气带动，表现持续亮眼。

2、高景气，高议价，边际拓展加速

- 业绩边际加速：**我们认为，科学服务板块的加速显示着疫情后上游势力的逐渐崛起，临床前分析体现了不可忽视的中国景气，而CDMO作为具有明显中国优势的细分板块制造能力逐渐受到认可，模式拓展不断突破。临床前板块公司盈利能力明显上扬，显示了行业内临床前优质产能的稀缺性、管理能力的升级，药石科技等公司的超预期表现也显示了公司产品结构升级的加速兑现。
- 投融资及IND持续景气：**2021年H1全球医疗领域投融资金额651.42亿美元，占2020年全年的81%，显示出疫情对医药领域投融资的正向推动。2021年H1国内IND化药及生物药IND申请均明显超越进口，且生物药增长持续加速。我们认为随着临床试验的逐步推进，生物药更有望实现弯道超车，以成本驱动成为国内创新新趋势。
- 资本开支加速，中小公司进入模式拓展期：**从ROE角度来看，药物筛选>临床前分析、科研服务>CDMO。随着中小公司主营业务逐渐成熟，商业模式的拓展愈发多样，ROE等指标略有波动。从在建工程看，临床前分析及CDMO相关公司均进入加速建设期，背后是不容忽视的中国景气及逐渐加速的一体化CXO拓展。从存货角度，昭衍新药、美迪西等临床前CXO存货绝对值达历史最高值，与未结题课题的明显增加密切相关，揭示高增长持续性。阿拉丁、药石科技、皓元医药等存货驱动型公司，存货的高增长也提供了未来发展的长期驱动力。从合同负债角度，CXO公司自2018年合同负债增加值加速，奠定了公司未来2年业绩高增长的基础，议价能力的提升背后是上下游地位的提升及对能力突破的认可。

3、重点公司分析

- 成都先导：创新属性逐渐凸显，政策升级受益股
- 维亚生物：CFS高增长，协同凸显
- 药石科技：结构升级，看好长期空间打开
- 美迪西：高增长持续，国内创新高景气不容忽视
- 昭衍新药：无惧季度波动，延续高景气+高议价
- 方达控股：最具性价比CXO，一体化加速推进，确定性逐渐清晰
- 博腾股份：协同导流，关注新客户、新平台、新产能
- 阿拉丁：盈利能力仍然亮眼，期待新区域新表现
- 泰坦科技：区域拓展逐见成效，踏实有序稳步发展
- 皓元医药：核心技术促前后端协同发展

4、投资建议

- 重点推荐昭衍新药、美迪西、泰坦科技、阿拉丁、药石科技、博腾股份、方达控股等。

表：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价（元/股）	EPS（元）			PE（倍）			评级
		9月3日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
1521.HK	方达控股	5.7	0.06	0.16	0.23	88	37	24	买入
688179.SH	阿拉丁	84.0	0.93	1.12	1.47	114	75	57	增持
300363.SZ	博腾股份	76.9	0.60	0.84	1.12	129	92	69	买入
603127.SH	昭衍新药	134.9	1.39	1.23	1.54	162	110	88	买入
300725.SZ	药石科技	162.0	1.27	2.02	2.83	176	80	57	买入
688202.SH	美迪西	590.0	2.09	4.26	7.30	283	138	81	增持
688133.SH	泰坦科技	246.5	1.70	1.84	2.64	183	134	93	增持

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：方达控股股价为HKD外其余为RMB，除方达控股EPS为百万美元外，其余为百万人民币。

5、风险提示

- 国内药审政策的波动性风险、一级市场投融资周期波动的风险、新业务拓展不及预期风险、汇兑风险。

目录

CONTENTS

01 股价复盘：分化加剧，上游崛起

02 高景气，高议价，边际拓展加速

03 重点公司解析

04 投资建议

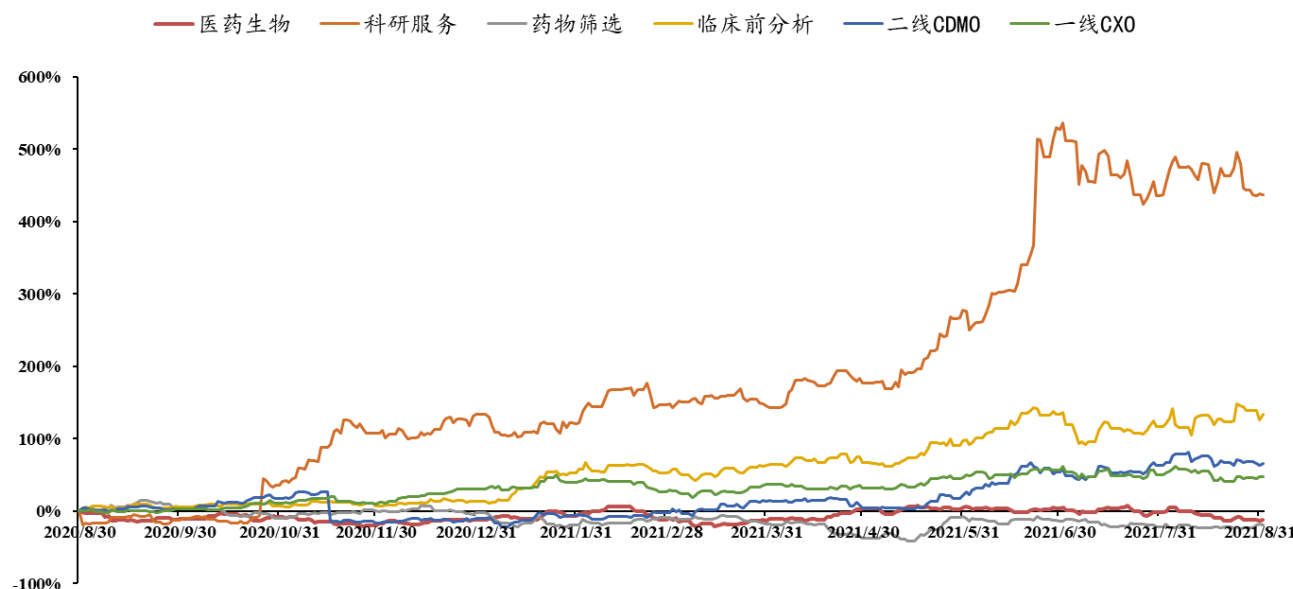
05 风险提示

01

股价复盘

从板块来看，截止2021年9月1日，中小CXO及科学服务板块年度涨幅大幅跑赢医药指数，其中，**科研服务>临床前分析>中小CDMO>一线CXO>药物筛选**；具体标的来看（新股），纳微科技（1155%）>泰坦科技（479%）>皓元医药（414%）>阿拉丁（356%），（非新股）美迪西（+300%）>金斯瑞（213%）>博腾股份（133%）>昭衍新药（91%）>药石科技（58%）。**科研服务板块**随着制药上游的崛起获得较多关注，除化学试剂外，越来越多的生物试剂公司（义翘神州、诺唯赞、菲鹏生物、百普赛斯等）将逐渐进入资本市场，背后是较大的市场空间及逐渐强大的国产自主研发品牌力。**临床前**公司同样表现出色，背后是不容忽视的中国创新药产业链高景气，建议持续关注。

图：2020年9月至2021年9月1日累计涨跌幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：“科研服务”指数主要包括阿拉丁、泰坦科技、药石科技、纳微科技、金斯瑞、皓元医药。“药物筛选”指数主要包括维亚生物、成都先导；“临床前分析”指数主要包括美迪西、昭衍新药、方达控股；“中小CDMO”指数主要包括药明生物、博腾股份；“一线CDMO”指数主要包括药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药。超额收益指相对申万医药指数的超额收益。

02

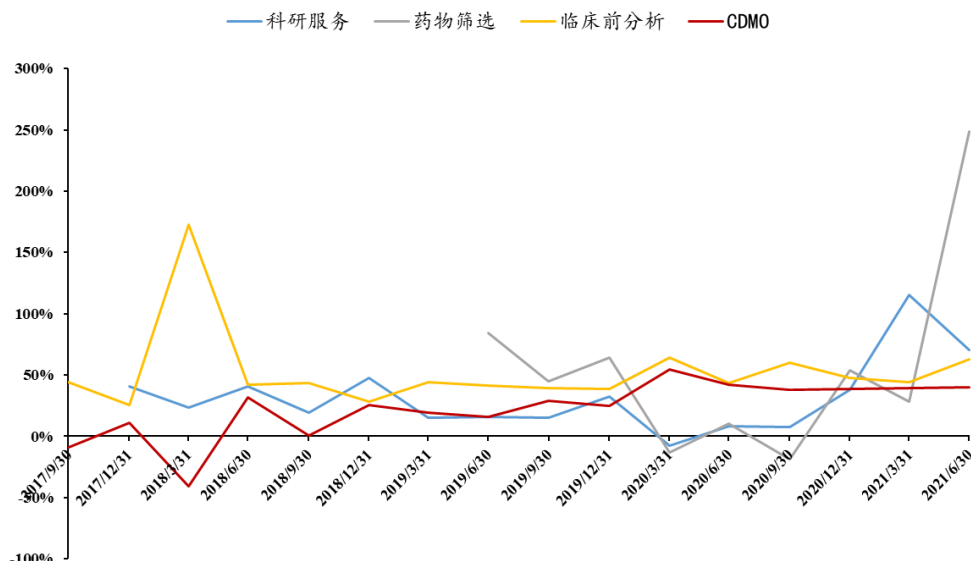
高景气，高议价
边际拓展加速

2017-2020H1收入端、利润端持续加速，国内创新景气也持续上扬。

收入端，除去科学服务板块外（2020Q1疫情原因低基数），各细分板块2021H1收入端平均同比增速持续加速。我们认为，科学服务板块的加速显示着疫情后上游势力的逐渐崛起，临床前分析体现了不可忽视的中国景气，而CDMO作为具有明显中国优势的细分板块制造能力逐渐受到认可，模式拓展不断突破。

利润端，各公司受股权激励、汇兑、并表等影响表现各异。从经营层面看，临床前板块公司盈利能力明显上扬，显示了行业内临床前优质产能的稀缺性、管理能力的升级，药石科技等公司的超预期表现也显示了公司产品结构升级的加速兑现。

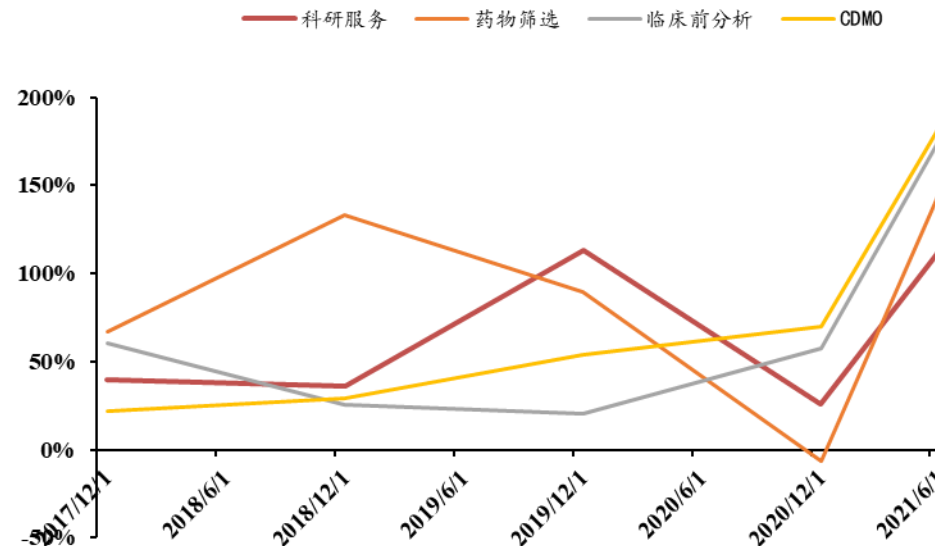
图：2017-2021H1 中小CXO公司及科学服务收入同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

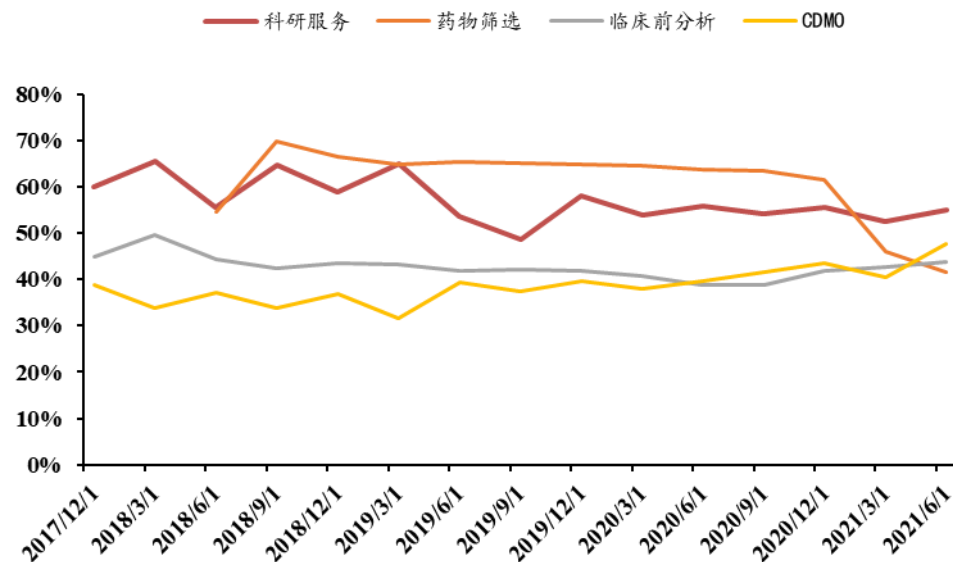
注：“科研服务”指数主要包括阿拉丁、泰坦科技、药石科技、纳微科技、金斯瑞、皓元医药。“药物筛选”指数主要包括维亚生物、成都先导；“临床前分析”指数主要包括美迪西、昭衍新药、方达控股；“中小CDMO”指数主要包括药明生物、博腾股份；“一线CDMO”指数主要包括药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药。超额收益指相对申万医药指数的超额收益。

图：2017-2021H1 中小CXO公司及科学服务净利润同比增速

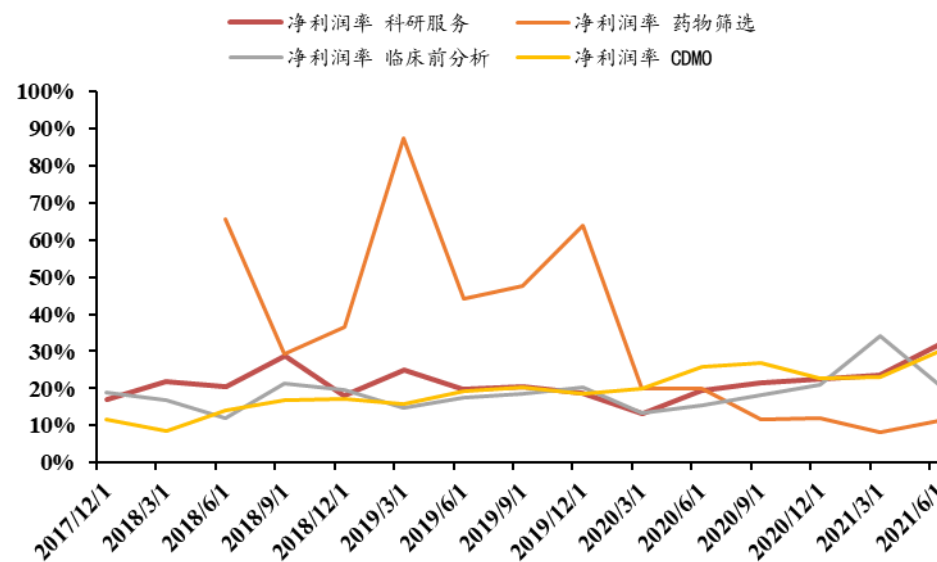


各板块之间盈利能力分化明显：药物筛选>科研服务>临床前分析>CDMO。药物筛选标的由于较强的前端IP附加值，盈利能力较强，但随着商业模式的拓展或有所降低。科学服务板块由于“专精特新”的特质，盈利能力较强，且有望随着规模的扩大，费用率仍有降低的空间。临床前板块由于较强的产能稀缺性整体盈利能力较强，作为在岸外包CXO，建议关注海外能力的加速拓展。CDMO盈利能力在博腾股份管理、运营能力的提升及药明生物的规模效应下稳中有升。净利率水平药石科技、维亚生物、成都先导受投资收益及新药转让收益具有较大波动，也同时显现了药筛CXO商业模式的强拓展能力。

图：2016-2021Q1 CXO公司毛利率变化



图：2016-2021Q1 CXO公司净利率变化



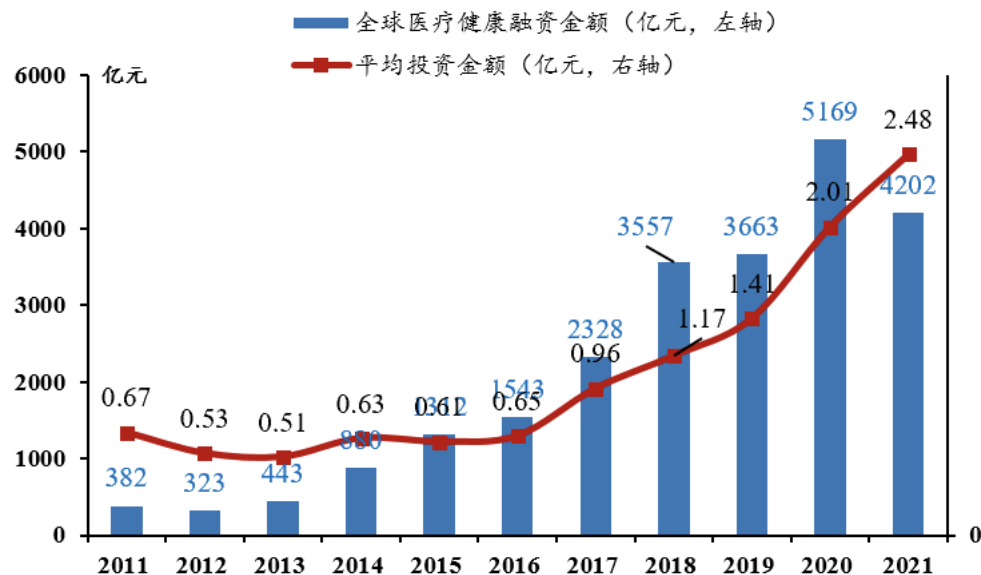
资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：“科研服务”指数主要包括阿拉丁、泰坦科技、药石科技、纳微科技、金斯瑞、皓元医药。“药物筛选”指数主要包括维亚生物、成都先导；“临床前分析”指数主要包括美迪西、昭衍新药、方达控股；“中小CDMO”指数主要包括药明生物、博腾股份；“一线CDMO”指数主要包括药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药。超额收益指相对申万医药指数的超额收益。

1、全球景气持续走高，国内延续高景气。2021年H1全球医疗健康领域投融资金额651.42亿美元（约4202亿元），占2020年全年的81%；项目数量1692个，平均投融资金额2.48亿元，显示出疫情对医药领域投融资的明显正向推动。2021年国内医疗健康领域投融资金额1013.38亿元，占2020年全年的57%；项目数量602个，平均投融资金额1.7亿元，延续2020年国内创新药产业链的高景气。

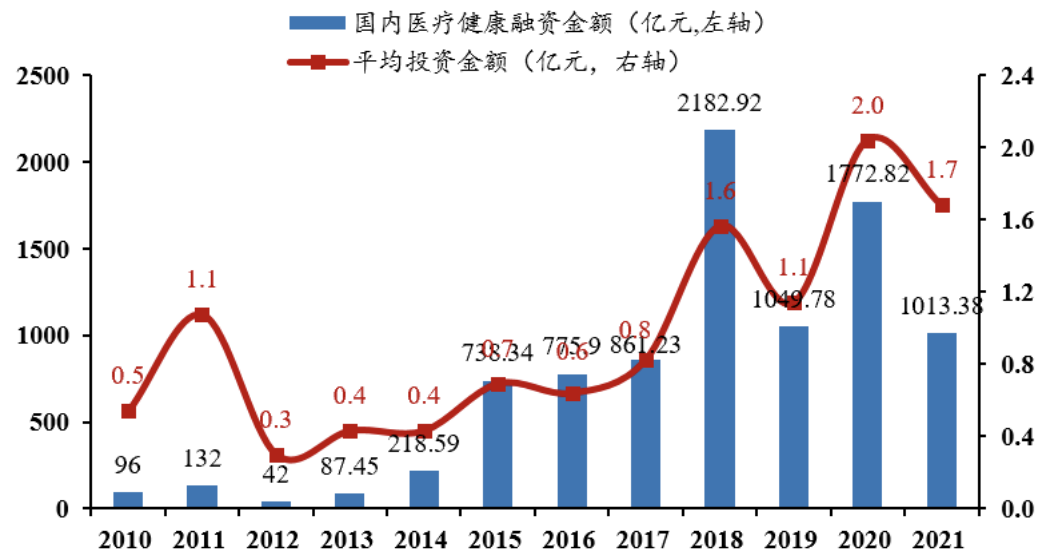
2、国内外关注领域略有不同，但创新药均列榜首。从投资领域来看，海外更关注生物医药、医疗信息化及互联网+医疗健康，国内更加关注生物医药、医疗器械领域，医疗信息化等。

图：2011年以来全球投融资概览



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

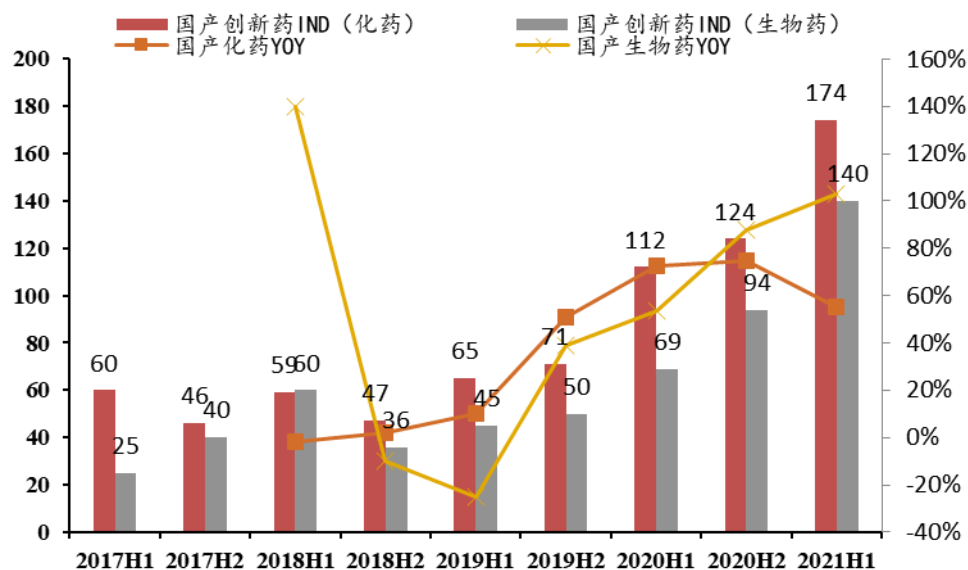
图：2011年以来国内投融资概览



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

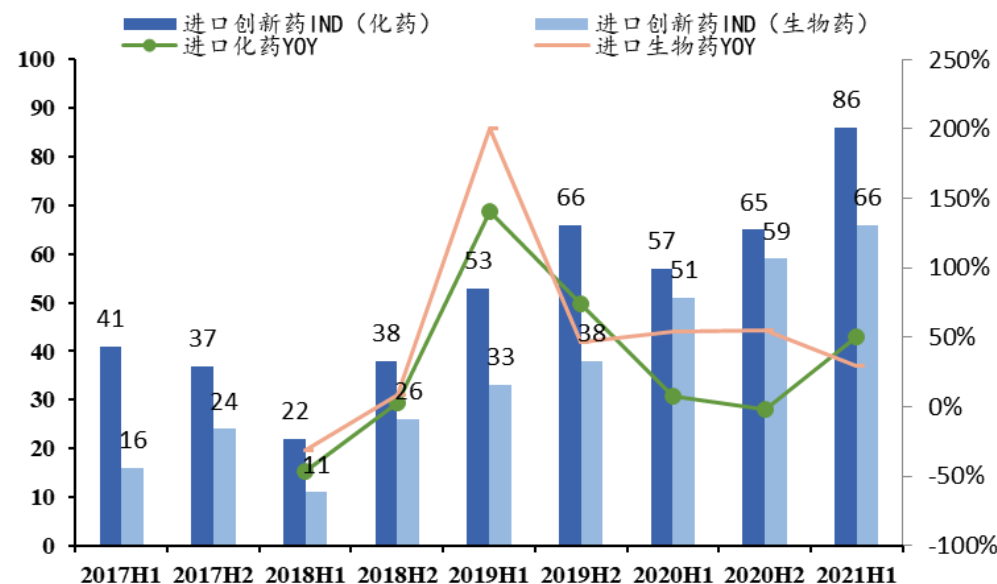
2021年H1国内IND化药及生物药IND申请均明显超越进口，且生物药增长持续加速。2021H1，国内1类化药IND数量合计174个，同比上升55.36%，1类生物药IND数量140个，同比上升102.90%；进口化药IND数量86个，同比上升50.88%，进口生物药IND数量66个，同比上升29.41%。我们发现，与进口IND比较，国产IND反超后领先进口生物药及化药的数量持续拉大。我们认为随着临床试验的逐步推进，国产创新药NDA申请及上市数量有望在5-10年内全面反超进口，生物药更有望实现弯道超车，创新药格局将迎来新常态。

图：2017年至2021H1国产IND申请数量



资料来源：CDE，浙商证券研究所

图：2017年至2021H1进口IND申请数量

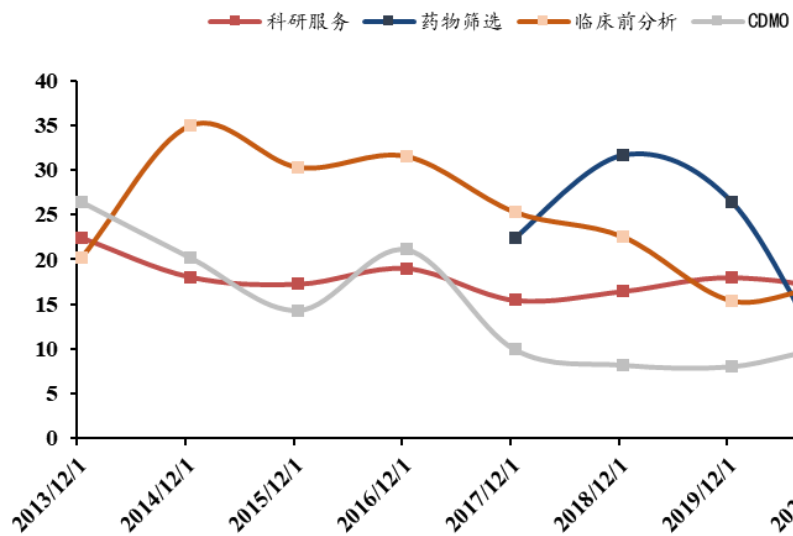


资料来源：CDE，浙商证券研究所

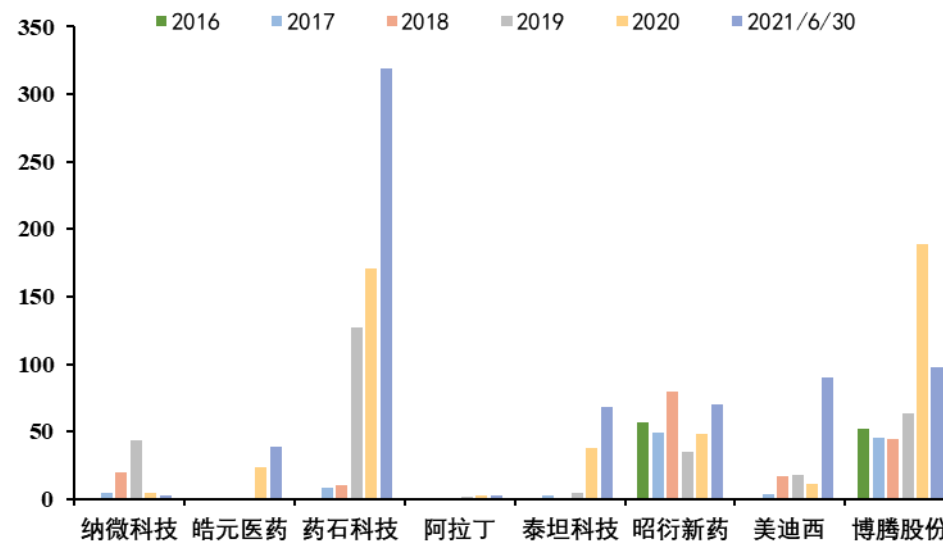
从ROE角度来看，药物筛选>临床前分析、科研服务>CDMO,主要由于药物筛选及产品型科学服务公司较高的盈利能力及资产周转率。随着中小公司主营业务逐渐成熟，商业模式的拓展愈发多样，因此ROE等指标略有波动。2020年药石科技、昭衍新药、博腾股份等呈现明显经营效率的快速提升。

从在建工程角度看，临床前分析及CDMO相关公司均进入加速建设期，背后是不容忽视的中国景气及逐渐加速的一体化CXO拓展，如皓元医药、药石科技、维亚生物等在前端客户积累逐渐成熟后，开始进入CDMO板块分享后续更大的市场空间。而如昭衍新药、美迪西、方达控股等在较高的国内景气及产能稀缺的背景下，更进入了加速产能拓展期。

图：2013-2020H1年ROE



图：2016-2021H1年 在建工程



资料来源：Wind，浙商证券研究所

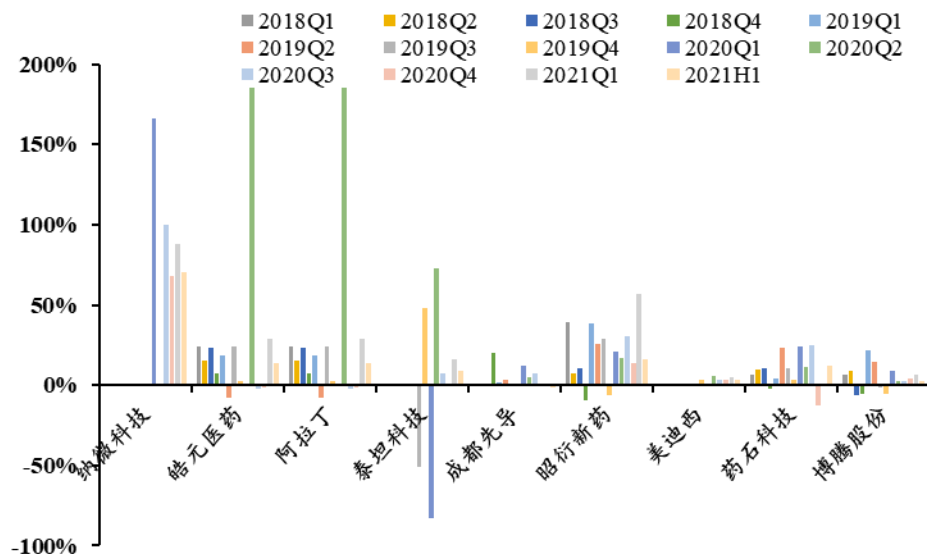
注：“科研服务”指数主要包括阿拉丁、泰坦科技、药石科技、纳微科技、金斯瑞、皓元医药。“药物筛选”指数主要包括维亚生物、成都先导；“临床前分析”指数主要包括美迪西、昭衍新药、方达控股；“中小CDMO”指数主要包括药明生物、博腾股份；“一线CDMO”指数主要包括药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药。超额收益指相对申万医药指数的超额收益。

表：中小CXO及科学服务公司产能拓展

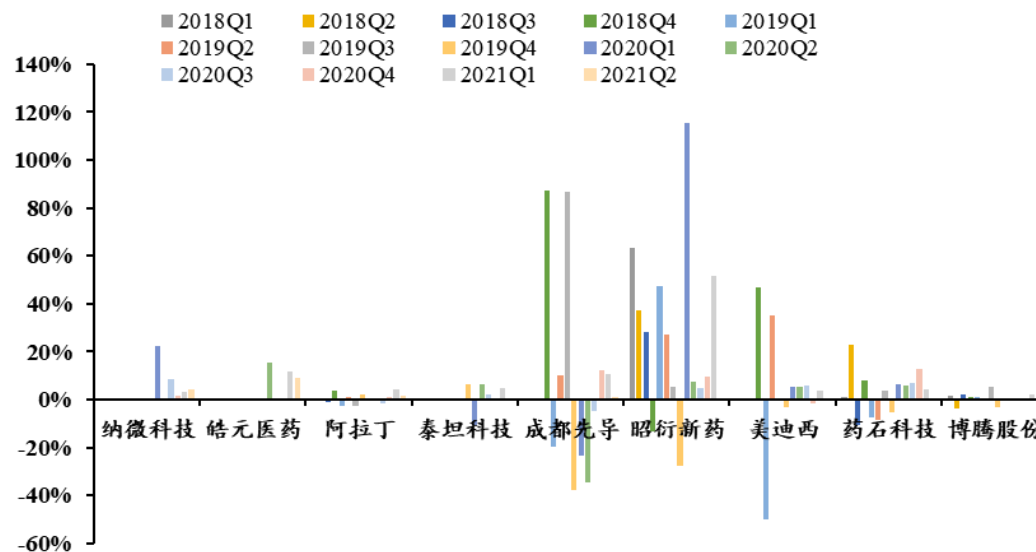
公司	产能/量
药明生物	MG5-无锡（60000L流加）；MFG13-杭州（2*1000L病毒制备）；MFG14-杭州（300L/2000L微生物）；MFG18-克兰伯里（6000L流加）；MFG19-伍珀塔尔（12000L流加/3000L灌流）等
博腾股份	重庆301车间（170立方，GMP多功能）；重庆两江制剂一期（制剂GMP产能）；东邦工厂二期（non-GMP，260立方）；J-STAR研发实验室（2000平）；苏州生物CDMO二期（16500平）等
药石科技	山东制剂车间；南京 浙江晖石剩余5个车间用于GMP砌块及CDMO等
维亚生物	周浦CRO/CMC实验室、朗华制药5个新车间共计1500个立方，分三年投入使用等
昭衍新药	苏州动物房（16400平米）；苏州实验室（1500平）；广州新药评价中心+BA+中心实验室（18000平米）；重庆GLP评价中心、繁衍设施、中心实验室（20000平）；梧州动物房+实验室（376667平米）；北加州实验室及动物模型（6000平米）等
方达控股	中国区：3000平米生物分析实验室；21500平米DMPK及安评设施；8300平米CMC及临床用药设施；700平米化学合成扩增；3000平米中心实验室；美国区：4500平米生物分析实验室；3000平米CMC实验室及2100平米
美迪西	川沙经济园区20000平米研发实验楼；南汇区域19000平米临床前动物房，9000平方的药物发现实验室
阿拉丁	奉贤化学实验室建设及张江生物试剂实验室的建设

从存货和合同负债看CXO行业高景气。从存货角度来看，昭衍新药、美迪西等的临床前CXO存货绝对值达历史最高值，与占存货金额80%的未结题课题的增加密切相关，对短期具有明显指导意义。阿拉丁、药石科技、皓元医药等存货驱动型公司，存货的增长是公司未来发展的长期驱动力。从合同负债角度来看，CXO公司自2018年合同负债增加值加速，如昭衍新药合同负债+预收账款变动值从2020H1 1466万增加至2021H1 2.29亿，我们认为这一方面奠定了公司未来2年业绩高增长的基础，另一方面也显示了公司议价能力的提升背后是上下游地位的提升及对能力突破的认可。

图：2018-2021Q2 中小CXO公司存货/收入



图：2018-2021Q2 中小CXO公司合同负债变化/收入



03

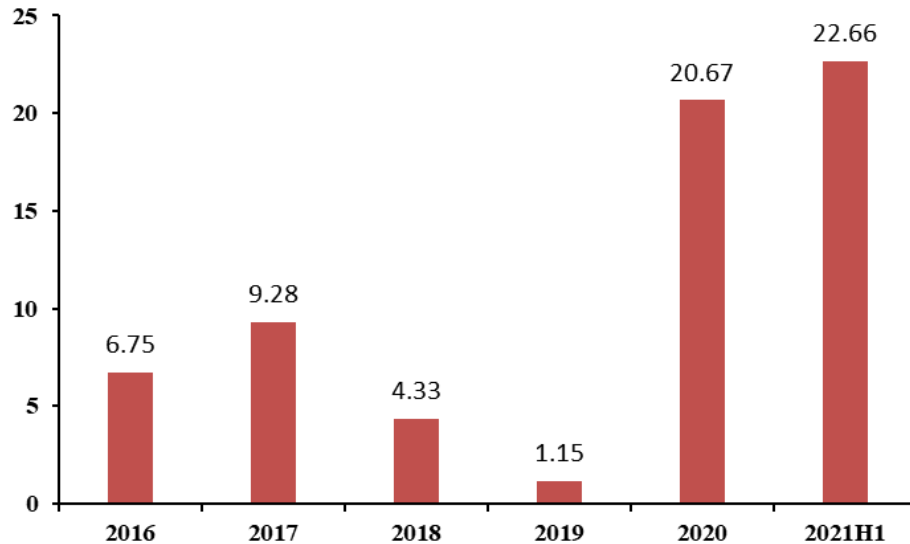
重点公司分析

03 成都先导：创新属性逐渐凸显，政策升级受益股

业绩：2021Q2 公司实现收入8497万，YOY 99.11%，归母净利润 1488万，YOY 122.36%，扣非归母887万，YOY 355.74%。

1) 主DEL业务：DEL筛选难成药靶点能力不断增强，IP结构转让数7个，逐步迈入收获期。**2) 自有管线：**新获两项IND，加速推进，为业绩提供较强弹性。**3) 新看点：**基于公司优势的DNA编码库，拓展进入核酸药物和蛋白降解领域，目前已建立多条小核酸新药产品管线，着力开发核酸递送系统，知值的期待。**4) 国内：**收入YOY 1362%，随着国内创新升级政策的不断推动，药筛业务及新药转让业务的国内热度均明显上涨，国内业务的拓展或成为公司未来新亮点。

图：2016-2021H1国内收入（百万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图：2021H1核酸新药研发管线

疾病领域	项目	适应症	种子siRNA设计及初筛	苗头siRNA优化	先导siRNA确定	PCC确认	IND申报	临床试验
肿瘤	HGP2142: 小干扰核酸 (天然靶基因下调)	肝癌						
	HGN001: 小干扰核酸 (点突变基因选择性下调)	实体瘤						
	HGN002: 小干扰核酸 (天然靶基因上调)	实体瘤						

资料来源：公司2021年中报，浙商证券研究所

图：2021H1部分自主在研项目管线

疾病领域	项目	适应症	苗头化合物优化	先导化合物优化	PCC确认	IND申报	临床试验
肿瘤	HG146: 选择性HDAC抑制剂, 胶囊剂	多发性骨髓瘤					
		实体瘤					
	HG030: 第二代NTRK/ROS1抑制剂						(global exl. China mainland)
	HG381: 免疫肿瘤激动剂	肿瘤					
	HGT01: 肿瘤免疫 (FIC)	肿瘤					
	HGT02: 肿瘤免疫 (FIC)	肿瘤					
	HGT03: 蛋白降解剂 (FIC)	肿瘤					
	HGT04: 转录组学 (FIC)	肿瘤					
	HGT05: 激酶抑制剂 (FIC)	肝癌					
炎症	HGP0508: 抗炎治疗小分子 (FIC)	炎症					
其他	HGC245: 激酶抑制剂	青光眼					

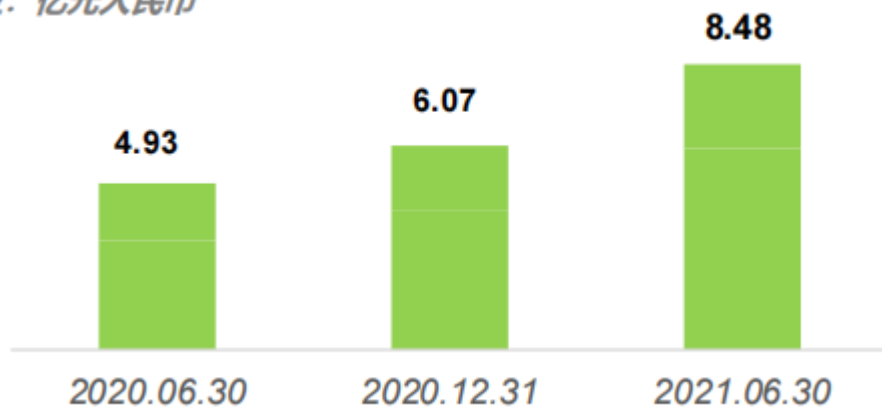
资料来源：公司2021年中报，浙商证券研究所

业绩：2021H1 公司实现收入10.26亿元，YOY419.5%，毛利润3.16亿元，YOY 216.0%;经调整净利润2.05亿元，YY 65.6%。

1) CRO: 持续高增长，收入3.21亿元YOY 62.5%，在手订单8.48亿元，YOY 72%，公司高增长持续，龙头效应稳固。**2) CDMO:** 整合期+产能紧缺，关注协同。收入7.05亿元，YOY -13%，主要受到汇率及产能调整的影响。CMC研发中心将于11月份建成，EFS项目维眸生物VVN001的放大生产也已导流进朗华，公司一体化平台逐渐凸显。**3) EFS:** 完成10项投资，孵化公司管线总计达140条，18条进入临床阶段。其中Totient与合成生物学公司AbSci达成收购协议

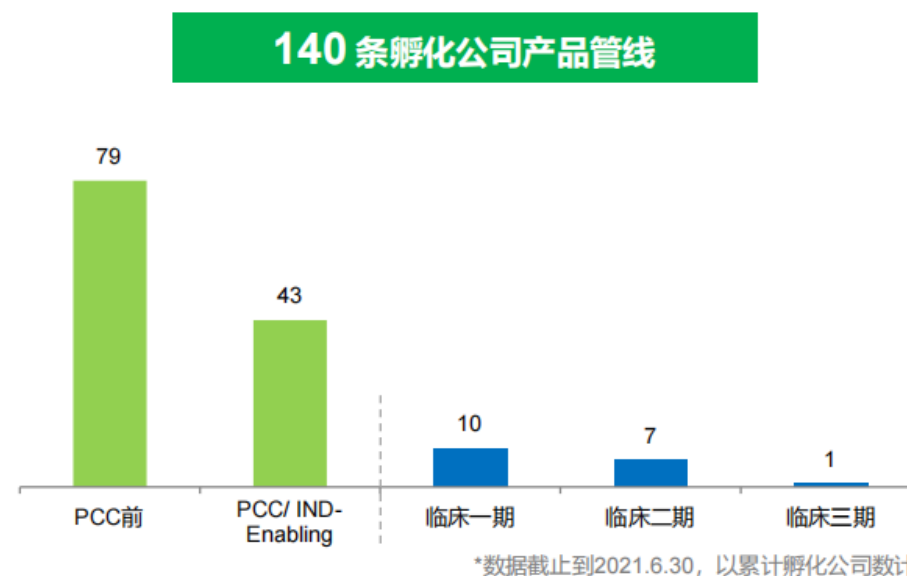
图：2020至今药物发现服务在手订单

单位：亿元人民币



资料来源：公司PPT，浙商证券研究所

图：EFS公司产品管线

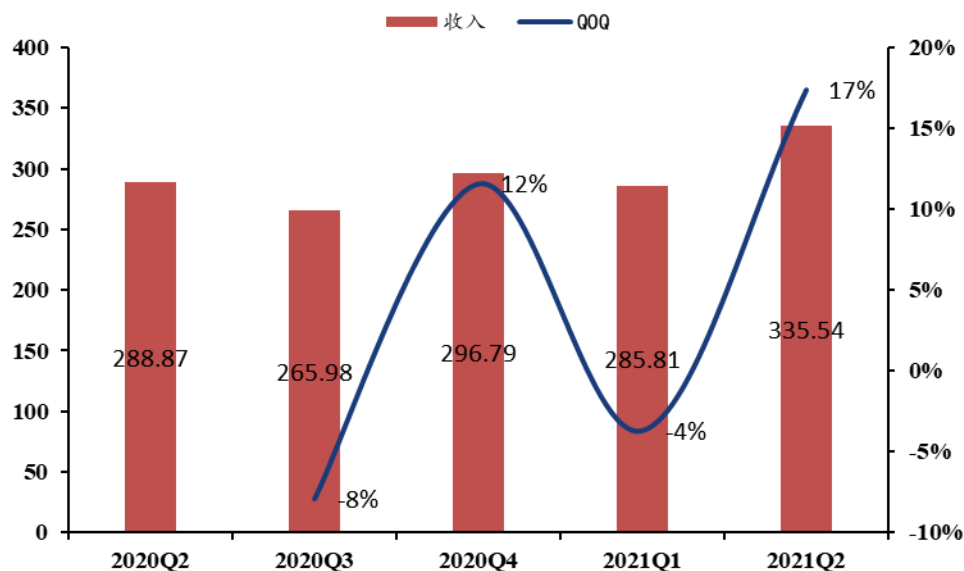


资料来源：公司PPT，浙商证券研究所

业绩：公司 2021 年 H1 总收入 6.21 亿元（YOY +35.24%）；扣非归母净利润 1.45 亿元（YOY 77.16%），经营现金流 1.90 亿（YOY 59.33%）。单看 Q2，公司收入 3.35 亿元（YOY +16%），扣非 8036 万（YOY +43%），在较去年同期产能无明显增加的情况下，创单季历史新高。

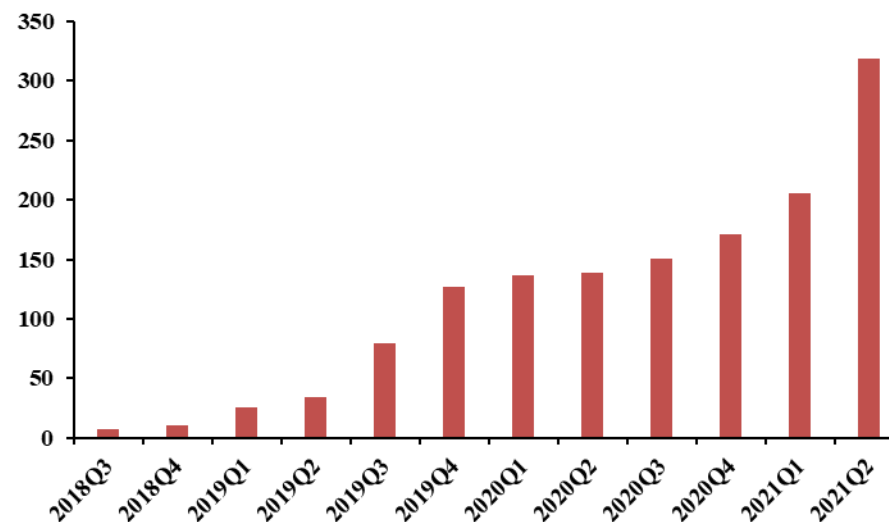
1) 亮点：API CDMO 加速兑现，突破产能瓶颈公司，Q2 营业收入创历史单季最高。我们认为主要来源于产品结构的转变（API CDMO 收入 YOY 44.43%，完成项目 21 个）。我们认为，CDMO 板块是能力的重要纵向拓展，对公司短期盈利能力及长期天花板的提升均具有重要意义。**2) 看未来：**静待产能释放，看好公司长期空间的打开。我们认为随着研发实验室的投入及晖石年末 501 多功能 GMP 车间的投产有望对业绩明显提升。

图：自 2020Q2 至 2021Q2 收入端单季贡献（百万）



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图：2018Q3 至 2021Q2 在建工程（百万）



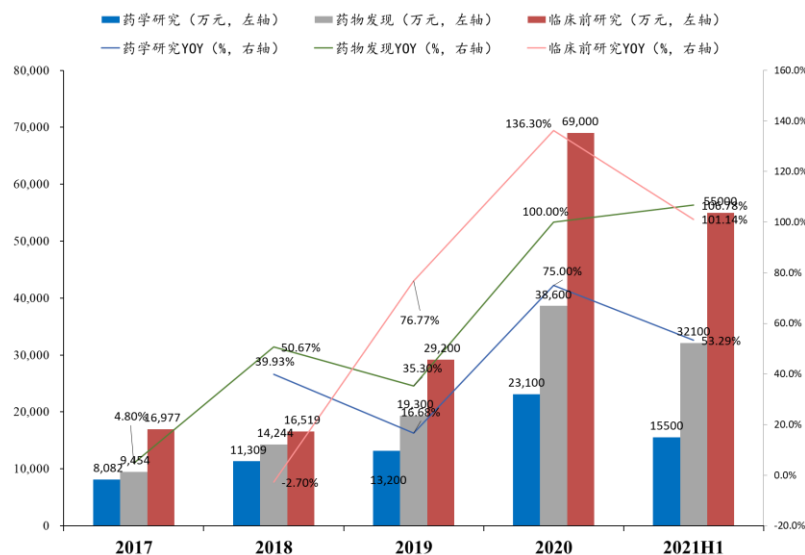
资料来源：WIND，浙商证券研究所

03 美迪西：高增长持续，国内创新高景气不容忽视

业绩：2021H1收入4.85亿元，YOY 86.26%，扣非归母1.10亿元，YOY 150.14%。药物发现板块多板块同步高增长。单看Q2，收入2.7亿元，YOY 74.93%，扣非归母6620万元，YOY 131.04%，订单持续兑现。

1) 盈利能力逐渐对标一线：我们发现公司毛利率、净利率、人均创收等多项财务数据已基本接近一线水平，未来盈利能力的提升主要取决于海外高FTE客户的拓展。2) 短期持续性：2021H1公司新签订单10.26亿元，YOY 93.64%，其中药物发现与药学研究YOY 85.65%，临床前服务101.14%，同步发展，一体化战略持续兑现。3) 存货、预付、在建工程高增长，保障中长期持续兑现：存货及预付账款主要用于锁定食蟹猴资源，在建工程8996万，主要用于南汇及川沙实验室的建设，将保障公司未来2-3年的长期高增长。4) 国际化拓展正加速，盈利能力有望再优化：公司也于2021年7月21日任命戴学东博士为国际研发部执行副总裁，其MIT留学及西安杨森、GSK、Xenoport等海内外药企及CRO工作经验有望持续加速公司的国际化拓展，提升公司的品牌地位及盈利能力。

图：2017年至今新签订单及增速



资料来源：美迪西财报，浙商证券研究所

图：国际研发部执行总裁——戴学东博士



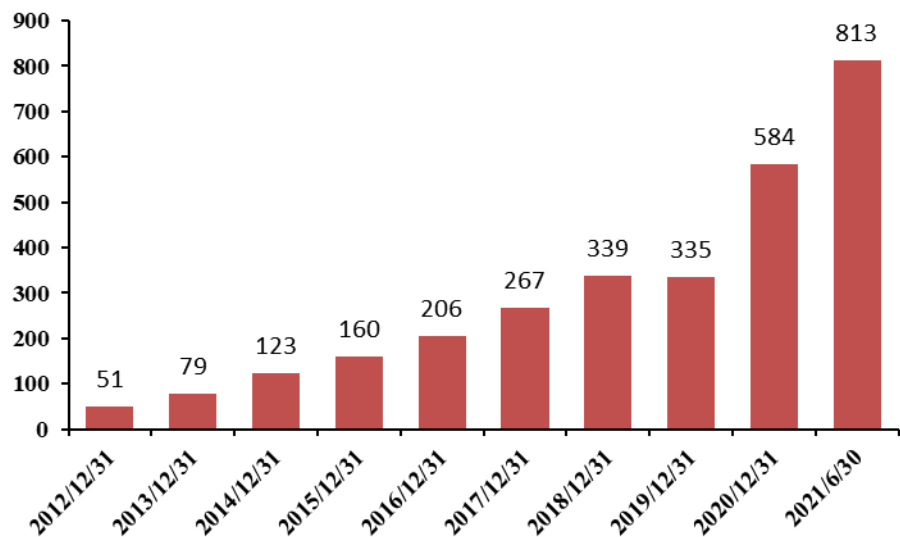
戴学东，美国麻省理工大学有机化学博士，博士后，深耕于中枢神经系统疾病、传染病和肿瘤疾病化学药物的研发20余载，对药物发现过程中包括苗头化合物的确定及优化，以及成功发展到高质量的临床候选化合物有着深刻的理解和丰富的实践经验。在加入美迪西之前，戴博士曾于西安杨森、辉源生物科技、GSK、Xenoport等国内外知名药企及CRO担任高管，有着卓越的项目管理记录和丰富的管理经验。

资料来源：美迪西官网，浙商证券研究所

业绩：昭衍新药发布 2021H1 业绩，去除公允价值变动及汇兑影响，2021Q2 收入 3.34 亿元，YOY +37.47%，扣非归母 8872 万元，YOY 80%，扣非净利率 26.60%，较 2020 年同期增长 6.27pct。

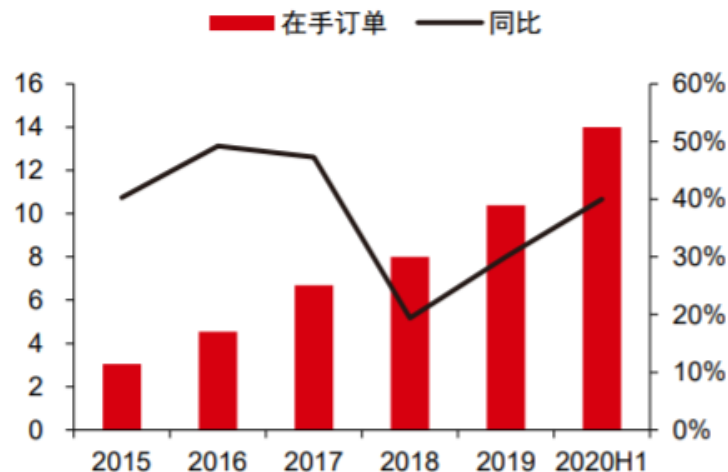
1) 订单亮眼，高景气不减，新业务、新技术或成未来增长点。从资产负债表来看，存货增加值较 2020 年 H1 YOY132%，主要受到未完成课题增长的带动。2021H1 在手订单金额 23 亿，其中 CGT YOY 35%，mRNA 及 siRNA 订单 YOY 60%，临床样本检测订单超 2000w，临床业务新签 YOY 150%。2) 产能稀缺、高议价持续，2-3 年内业绩确定性强：公司 2021H1 预付账款较 2020H1 增加值大幅减少，合同负债增加值大幅增加 YOY 229%，均显现出优质临床前产能在产业链上下游较强的稀缺性及公司较高的议价能力。3) 内生+导流，海外市场正加速打开：2021H1 Biomere 新签订单 YOY 60%，国内承接海外订单 7300 万元，YOY 80%。我们认为随着海外品牌力的建设及合作加深，公司有望逐渐打开海外市场，有效提高天花板。4) 期待新产能带来的业绩释放。

图：2012-2020H1 合同负债+预收账款（百万元）



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图：公司在手订单（亿元）

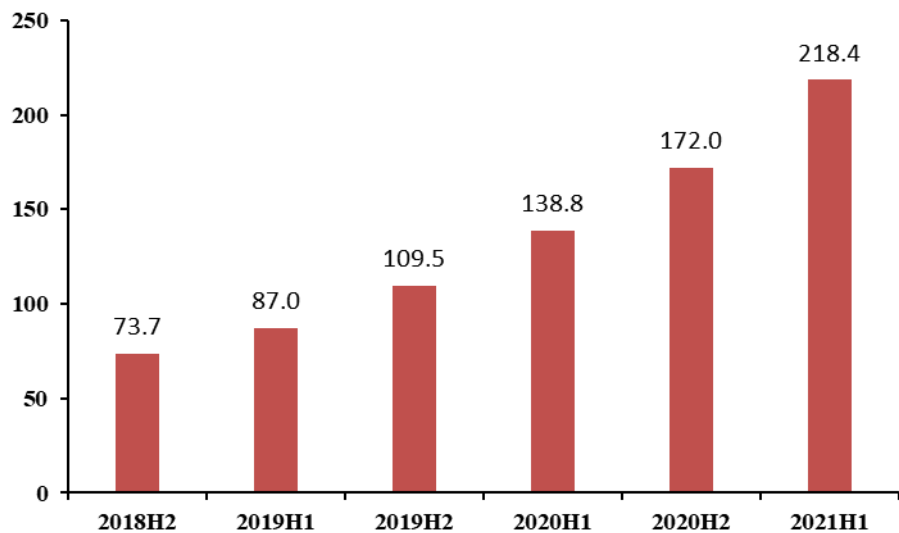


资料来源：公司财报，浙商证券研究所

业绩：2021年H1收入8510万美元，YOY 67.9%，毛利率34.8%，较去年+5.9pct；经调整利润1450万美元，YOY 163.6%，经调整净利率17.1%，在新业务板块持续扩张的情况下恢复至较高水平。

1) 新板块推进短期利润率波动：毛利率受新业务板块（亏损）及化学并表（毛利率约28%）影响略低于2020H2，我们预计全年或在新板块持续推进中维持H1盈利能力。**2) 人员增长加速，高在手静待产能释放：**2021H1中国区增加人员91人，主要为新板块人员；2021H1在手订单2.18亿美元，YOY 57.3%，其中新板块已签订单约500万美元。我们预计，随着产能的逐步释放，高增长在手订单将逐步消化，支撑短期加速成长。**3) 新药比例持续提升：**中国区新药在手订单占比已超60%，较2019年年末几近翻倍。这显示了公司随着新药服务能力的增强，未来有望加强与泰格的协作能力，助力新板块的顺利开展。**4) 一体化加速推进，技术、管理双支撑：**公司2020年北美及中国区业务总裁均更换为有20+年临床前经验的高管，技术层面北美区的持续收购将为方达中国区技术赋能。我们认为随着中国临床前产能在2022年的持续释放及潜在收购对公司一体化链条的补充，有望进一步打开天花板及增强泰格的协同力。

图：2018至2021H1在手订单（百万美元）



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图：全球设施概览



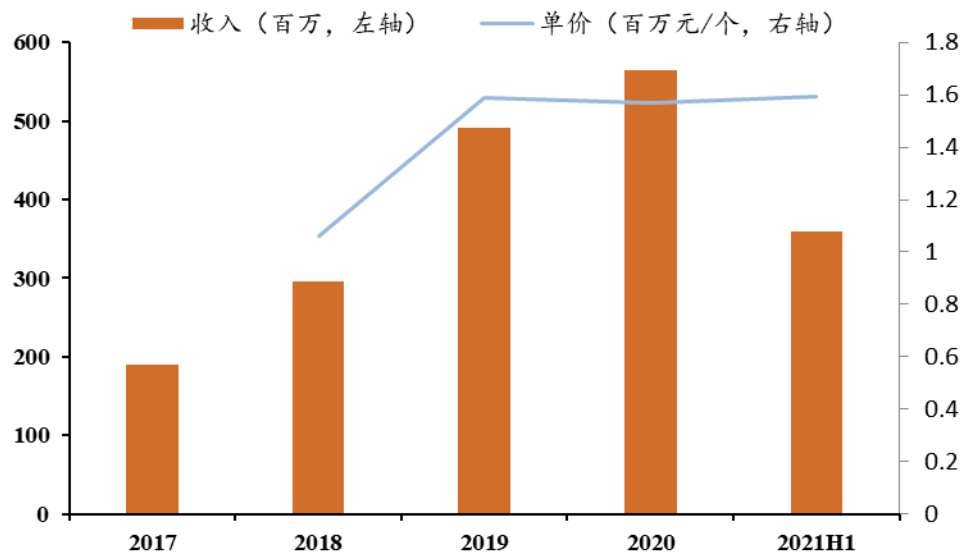
资料来源：公司PPT，浙商证券研究所

03 博腾股份：协同导流，关注新客户、新平台、新产能

业绩：H1 实现收入 12.56 亿元（YOY +35.73%）；扣非净利润 2.01 亿元（YOY+69.99%）。剔除新业务影响后，实现净利润为 2.61 亿元（+YOY 78.65%）。单看 Q2，毛利率 44.95%，较去年同期增加 5.87pct，净利率约 17.65%，在新业务开展的影响下，较去年同期增加2.08pct。

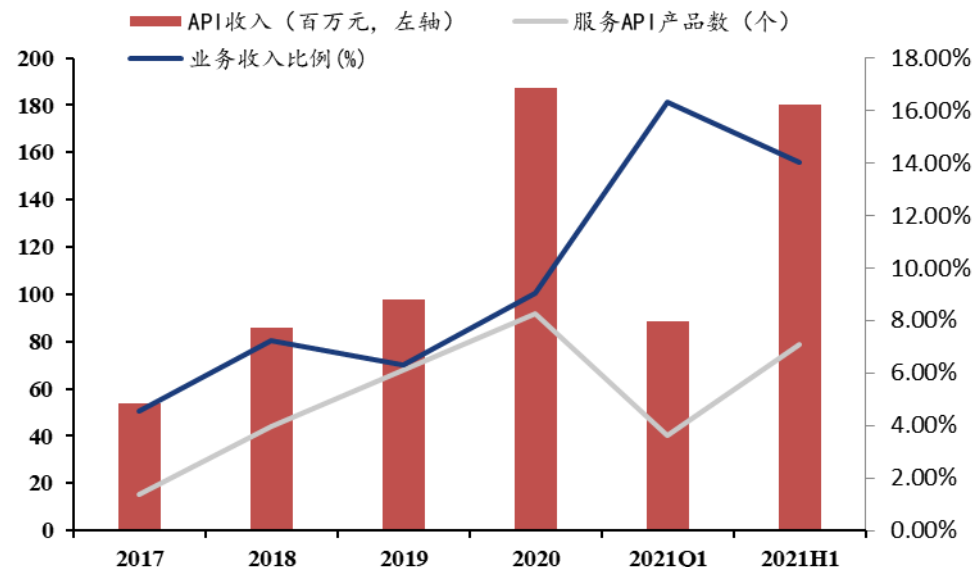
1) **存量业务**：技术赋能下 CRO 盈利能力明显提升，2021 H1 公司小分子业务已恢复到一线水平，其中 CRO 带动整体增长，并向 CMO 业务导流 12 个，4800 万美元，J-STAR 向国内的导流 28 个项目，显示出战略转型对长期稳定发展的蓄能。2) **新增业务**：2021H1 制剂 CDMO 收入 353 万元，完成项目 7 个；CGT CDMO 收入 626 万，完成项目 7 个，新签 9 个新订单，共 5466 万元；在手订单 14 个，两项新业务均实现市场端的突破。3) **新产能驱动**：2022 年开始更值得关注的变量，实验室及GMP产能均加速扩建。8月18日，公司收购宇阳药业有望缓解短期产能短缺，也是公司对行业景气度感知、产能规划及执行力的证明，我们看好公司产能逐步释放后 API、制剂、CGT CDMO 三大板块的长期发展。

图：2017-2021H1CRO收入及项目单价



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图：API CDMO中原料药收入及增速



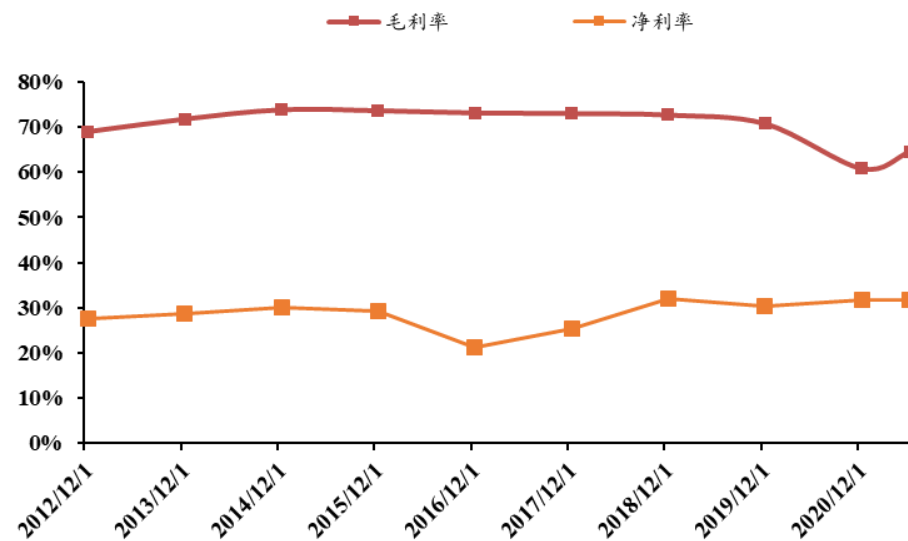
资料来源：公司财报，浙商证券研究所

03 阿拉丁：盈利能力仍然亮眼，期待新区域新表现

业绩： 2021Q2收入6752万，YOY 20.91%，归母2125万，YOY32.24%，略低于我们预期，其中，毛利率65.07%，在成本结构改变的情况下，较去年提升2.76pct；净利率31.48%，与Q1基本持平，主要受到了税率变动的影响。

1) 盈利能力亮眼： 公司H1受到“高新技术企业资质”到期影响，所得税率较去年高10pct，目前已重获认证。去除影响后，净利率达35%。**2) 收入略低：** 公司Q2收入端增长20.91%，略低于预期，主要受到ERP系统更新换代对服务能力的影响。Q3已经全面恢复，我们看好后续随品牌力及品类数增长后公司收入端的加速成长。**3) 现金流下滑：** 公司H1受到品类增加（H1约10000种）、区域扩张前期投入等因素，现金流同比下滑33.80%。建议关注公司品类数增长及多区域拓展带来的长期优势。

图：2012年至今公司毛利率及净利率变化



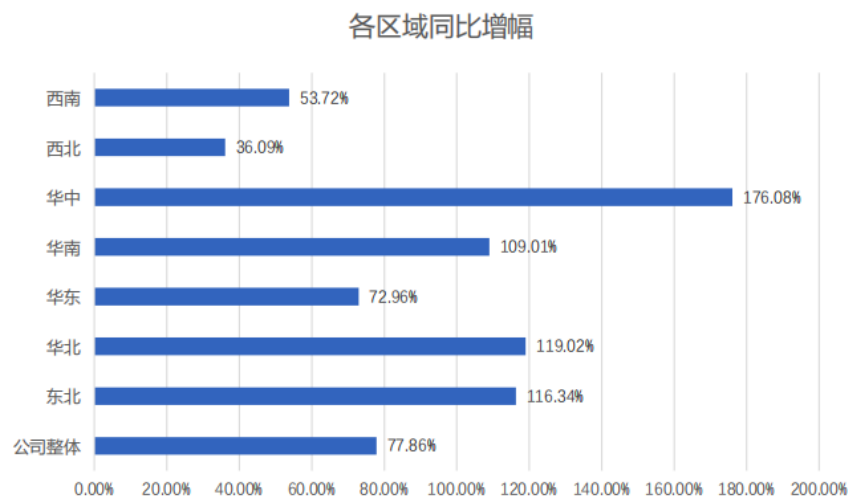
资料来源：WIND，浙商证券研究所

03 泰坦科技：区域拓展初见成效，踏实有序稳步发展

业绩：2021H1收入 9.23亿元，YOY 77.86%；归母净利润4569.82 万元，YOY 124.43%；单Q2，收入5.13亿，YOY 61.84%，扣除股权激励影响净利约3622万，净利率7.06%，已至历史较高水平。

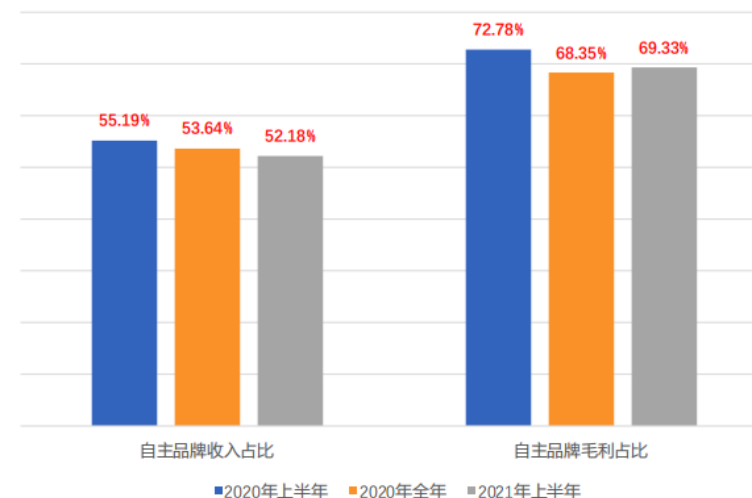
1) 利润表：自主、代理同步推进，区域拓展初见成效。华东地区占比下降约2pct，其中华北、华南增长明显，显示区域拓展的有效性。**2) 资产负债表：**公司稳步保持应收账款增加值9641万，账期始终保持约2.5个月，存货周转率较2020年同期明显上涨。我们认为，较好的资产负债表管理的背后是公司优秀管理能力的体现。**3) 合作：**2021H1公司一系列合作陆续落地，包括铂金爱尔默、瑞安、pilyplus、键凯科技等，坚持与产品型公司合作，提供优质平台能力，拉动自主品牌发展。我们看好公司在巨大的科研服务市场的稀缺性及必要性。

图：2021H1各区域收入同比增幅



资料来源：公司PPT，浙商证券研究所

图：2020H1至2021H1自主品牌收入及毛利占比

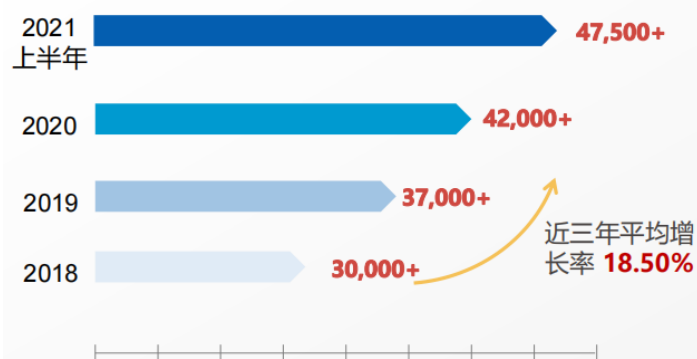


资料来源：公司PPT，浙商证券研究所

业绩：2021年H1收入4.55亿元（YOY+83%）；实现归母净利润0.95亿元（YOY+110%），实现扣非归母净利润0.94亿元（YOY+116%）。

1) **前端**：分子砌块及工具化合物业务实现高增长，YOY 72.91%，工具化合物+分子砌块产品数累计超 4.75 万个，新增 5,000 余种，品类扩展+口碑效应长期发展可期。2) **后端**：逐渐加速，创新药CDMO形成良好梯队。公司原料药和中间体业务营业收入 2.12 亿元，YOY +95.81%，由于CDMO业务的前端业务毛利率较低，导致毛利率36.19%（-4.65PP），我们预计创新药业务有望为后续发展提供驱动力。3) **产能**：安徽研发中心和安徽皓GMP工厂将为客户提供技术支持及药物研发及实验服务，为后端业务的快速发展提供有力支撑。4) **ADC**：赋能荣昌ADC体现公司硬科技，小分子新技术广泛布局未来可期。公司储备了 600余种ADC linker。上半年，新增客户数 74 家，YOY 94.74%；新增项目数 78 个，YOY 59.18%。

图：2018-2020H1公司前端产品累计数



资料来源：公司PPT，浙商证券研究所

图：在建新产能



安徽皓元年产121.095吨医药原料药及中间体建设项目（一期）

项目进度：已完成仓储物流的主体施工及车间反应釜设备采购

项目预期：将形成符合 GMP 标准的原料药、中间体生产基地，完成公司在原料药产业化领域的布局



臻皓生物ADC研发与生产一站式CDMO服务平台

项目进度：规划建设中

项目预期：打造抗体偶联药物（ADC）研发与生产一站式 CDMO服务平台；加强 ADC 版块的创新研发与产业化布局，加速赋能全球化合作伙伴研发高质量生物偶联药物

资料来源：公司PPT，浙商证券研究所

04

投资建议

- 基于2021中报的分析，我们认为CXO上游科学服务板块正逐渐进入品牌成熟期及商业模式拓展期，具有较强的业绩确定性及新模式带来的天花板的拓展与高弹性。
- 临床前服务板块，昭衍新药、美迪西、方达控股等在中国需求红利驱动下，业绩确定性较高的细分领域，业绩增长持续性有望超预期，超预期来源可能有订单高景气、新产能释放等因素。
- 我们重点推荐：
 - 临床前CRO龙头：昭衍新药、美迪西、方达控股等。
 - 科学服务板块：药石科技、阿拉丁、泰坦科技等。
 - CDMO板块：博腾股份等。

05

风险提示

- 1、国内药审政策的波动性风险
- 2、一级市场投融资周期波动的风险
- 3、新业务拓展不及预期风险
- 4、汇兑风险

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>