医药研发外包服务行业系列深度专题

行业专题研究报告

景气度持续提升，上调预期，关注细分新机遇

投资逻辑

- **投融资超预期：**自上而下看，投融资环境受到全球流动性、国内科创板及疫情的影响，保持了良好势头，2020Q3 国内外医疗健康融资创历史新高，好于我们之前的预期。
- **国内创新需求小幅超预期：**疫情环境下，国内医药创新环境继续保持旺盛状态，从前九个月 IND 申报及新登记临床情况来看小幅超预期。
- **CXO 板块预期上调：**CXO 板块需求旺盛，我们小幅上调了 2020 及未来三年收入复合成长预期。
- 整体来看，我们认为全球，特别是中国的医药创新需求依旧旺盛（存在大量未满足临床需求），CXO 全产业链可以通过医药创新赋能全球医药创新。外需方面，疫情客观上加速了产业升级和产业转移；内需方面，从国内医药创新趋势来看，未来 3-5 年将逐渐从研发立项&早期临床开发阶段过渡进入到临床后期开发和落地兑现阶段，CXO 全产业链整体持续高景气，细分产业链中 CDMO 和临床 CRO 的内需将进一步提振。

投资建议

- 建议重点关注行业内龙头公司，细分领域特色公司以及 CDMO 细分领域，药明康德、康龙化成、泰格医药、美迪西、九洲药业等。

风险提示

- 海外疫情进一步发展的风险，新药研发失败风险，监管风险，汇率波动风险，IP 保护风险，核心技术人员流失风险，解禁风险，投资风险，安全生产及环保风险，贸易纠纷风险。

王班 联系人
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

融资回暖，国内外医疗健康融资超预期.....3
疫情下，国内创新需求仍小幅超预期.....4
CXO 全产业链整体高景气，未来 3-5 年部分细分领域内需将进一步提振.....4
疫情环境下，国内创新需求小幅超预期.....4
CXO 板块需求旺盛，预期上调.....5
投资逻辑.....7
投资建议.....7
风险提示.....7

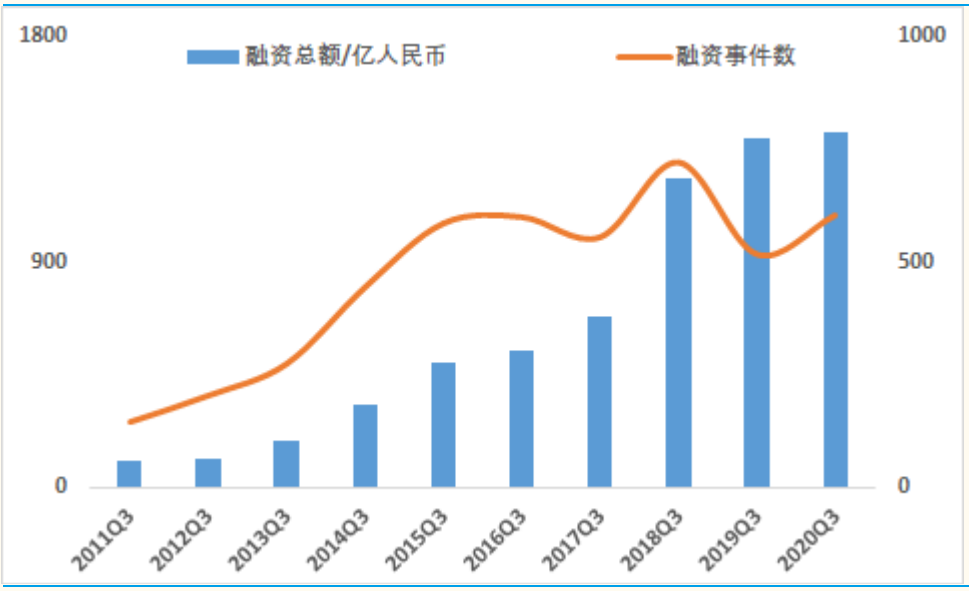
图表目录

图表 1：全球医疗健康融资额情况.....3
图表 2：国内医疗健康融资额情况.....3
图表 3：中国医药研发创新浪潮 1.0.....4
图表 4：国内 1 类新药 IND 申报情况.....5
图表 5：国内新登记临床情况.....5
图表 6：中国 CXO 板块收入增速及预期变化.....6

融资回暖，国内外医疗健康融资超预期

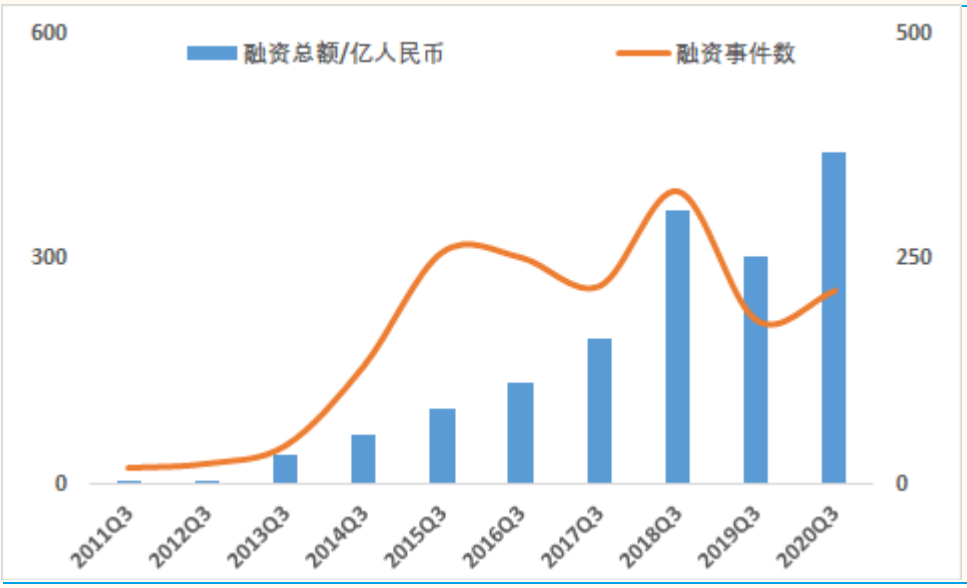
- 自上而下看，投融资环境全球流动性、国内科创板及疫情的影响，保持良好势头，2020Q3 国内外医疗健康融资创历史新高，特别是国内医药创新投融资回暖，好于我们之前的预期。

图表 1：全球医疗健康融资额情况



来源：动脉网，国金证券研究所

图表 2：国内医疗健康融资额情况



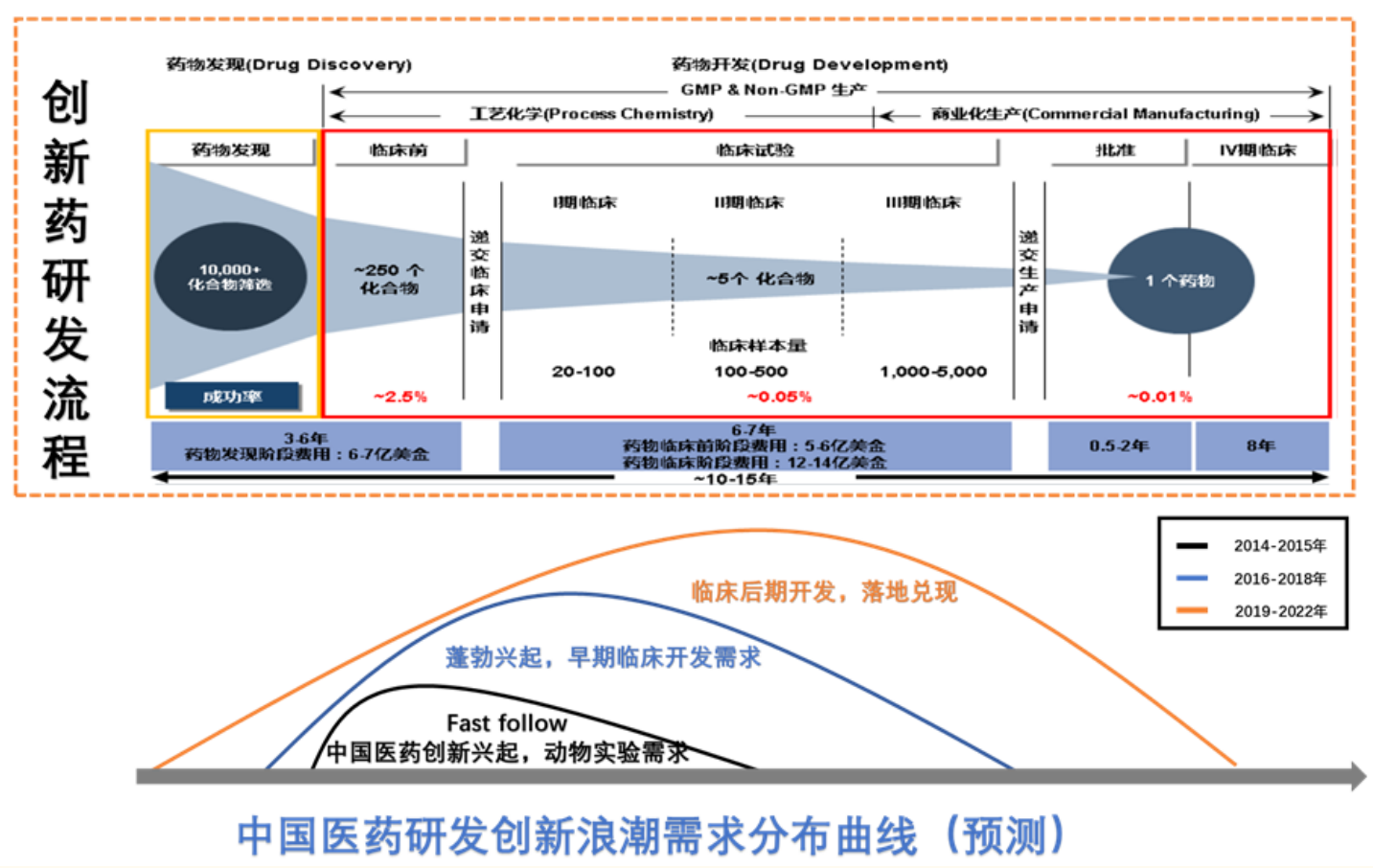
来源：动脉网，国金证券研究所

疫情下，国内创新需求仍小幅超预期

CXO 全产业链整体高景气，未来 3-5 年部分细分领域内需将进一步提振

- 自 2018 年以来，我们对国内医药创新及 CXO 全产业链的判断：目前我们处在中国医药研发创新 1.0 浪潮中，从国内医药创新趋势来看，未来 3-5 年将逐渐从研发立项&早期临床开发阶段过渡进入到临床后期开发和落地兑现阶段，CXO 全产业链整体持续高景气，细分产业链中临床 CRO 和 CDMO 的内需将进一步提振。
- CDMO：大量新药研发项目进入临床后期开发和落地兑现阶段，带来验证批次需求和新国产商业化 CMO 订单：①验证批次，商业化规模，量大于早期临床开发阶段订单；②MAH 制度下，新的国产商业化 CMO 订单：渠道零库存，药企超量备货。**建议关注 CDMO 细分领域中，未来 3 年内需订单弹性较大的重点标的，如药明康德（合全药业）、凯莱英、九洲药业等。**
- 临床 CRO：大量新药研发项目进入后期临床开发阶段，临床 CRO 需求激增；全球竞争力方面，我们预计未来 3 年，中国临床 CRO 头部企业将会持续通过产能扩张、海外并购方式推进全球化布局，全球多中心临床订单承接能力将出现拐点式变化，中国临床 CRO 产业的全球竞争力将显著提升。**建议关注泰格医药、药明康德、康龙化成等。**

图表 3：中国医药研发创新浪潮 1.0



来源：招股说明书，国金证券研究所

疫情环境下，国内创新需求小幅超预期

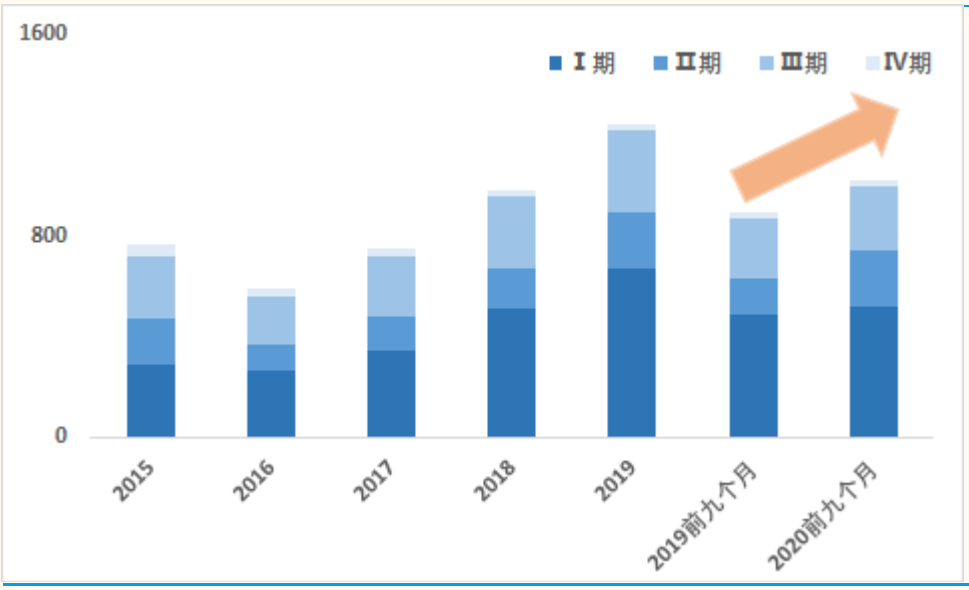
- 在 2020 年 1-2 季度国内疫情影响的情况下，国内医药创新环境继续保持旺盛状态，从前九个月 IND 申报及新登记临床情况来看，整体符合我们对产业的趋势判断，小幅超预期。

图表 4：国内 1 类新药 IND 申报情况



来源：CDE，医药魔方，国金证券研究所

图表 5：国内新登记临床情况



来源：CDE，医药魔方，国金证券研究所

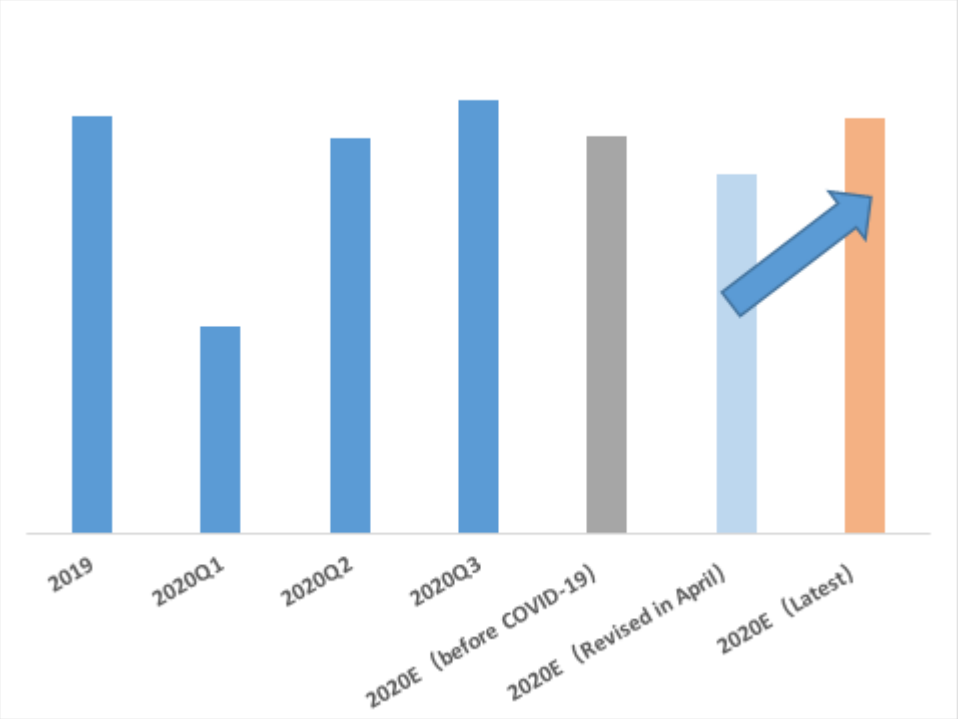
- 临床 CRO 板块受到国内疫情的影响，2020 年病人招募、入组进度低于疫情前预期，但如上图所示，需求端保持旺盛增长态势。2021 年来看，我们预计随着中国医药研发创新浪潮的进一步推进，临床需求将持续增长，临床 CRO 板块有两大增长逻辑①需求旺盛，入组恢复，收入端高增长②景气度高涨，龙头公司有行业溢价能力，毛利率小幅提升。**建议关注泰格医药、药明康德、康龙化成等。**

CXO 板块需求旺盛，预期上调

CXO 板块需求旺盛，我们小幅上调了 2020 及未来三年收入复合成长预期。

- Q1：受到国内疫情影响，CXO 产业普遍 2 月份开工受到影响，单 3 月份即已恢复正常，通过经营管理效率的提升（加班等），后续季度将持续弥补 2 月份损失工时，全年影响不大；临床 CRO 板块，受到疫情影响较大，全年逐渐恢复。Q1 收入增速下降，同时毛利率、主营业务净利率和利润增速受到一定程度影响；全年预期小幅下调。
- Q2：2 季度小幅超预期，需求端旺盛，国内需求旺盛，海外需求订单加速转移；供给端，排产充足，毛利率提升，盈利能力恢复性改善。
- Q3：3 季度超预期，疫情加速产业转移趋势明显，结合我们对全产业链的订单和排产情况跟踪，我们小幅上调全年及未来 3 年复合成长预期。

图表 6：中国 CXO 板块收入增速及预期变化



来源：公司公告，国金证券研究所

投资逻辑

- **投融资超预期：**自上而下看，投融资环境全球流动性、国内科创板及疫情的影响，保持良好势头，2020Q3 国内外医疗健康融资创历史新高，好于我们之前的预期。
- **国内创新需求小幅超预期：**疫情环境下，国内医药创新环境继续保持旺盛状态，从前九个月 IND 申报及新登记临床情况来看小幅超预期。
- **CXO 板块预期上调：**CXO 板块需求旺盛，我们小幅上调了 2020 及未来三年收入复合成长预期。
- 整体来看，我们认为全球，特别是中国的医药创新需求依旧旺盛（存在大量未满足临床需求），CXO 全产业链可以通过医药创新赋能全球医药创新。外需方面，疫情客观上加速了产业升级和产业转移；内需方面，从国内医药创新趋势来看，未来 3-5 年将逐渐从研发立项&早期临床开发阶段过渡进入到临床后期开发和落地兑现阶段，CXO 全产业链整体持续高景气，细分产业链中 CDMO 和临床 CRO 的内需将进一步提振。

投资建议

- 建议关注：药明康德、康龙化成、泰格医药、药明生物、凯莱英；美迪西、九洲药业、维亚生物、药石科技、博腾股份等。

风险提示

- 海外疫情进一步发展的风险。海外疫情存在一定不确定性，存在对经济的负面影响风险，进而影响公司海外客户的相关研发业务。
- 新药研发失败风险。新药研发存在不确定性，存在一定研发失败风险。
- 监管风险。客户涉及全球多个地区和国家，受到多个地区和国家的监管，监管政策存在一定不确定性，可能会对公司的收入和盈利能力产生影响。
- 汇率波动风险。海外业务收入以外币结算，汇率波动可能会对公司收入和利润产生影响。
- IP 保护风险。新药研发过程中，可能存在知识产权泄露的风险。
- 核心技术人员流失风险。核心技术人员的流失可能会对公司的盈利能力产生影响。
- 解禁风险。部分企业面临限制性股票解禁。
- 投资风险。部分公司通过产业基金等形式，对被服务企业进行投资，可能存在一定的投资风险。
- 安全生产及环保风险。医药中间体、原料药和制剂生产，可能存在一定安全生产和环保风险。
- 国际贸易纠纷风险，影响转移趋势及进度。
- 高估值导致的市场波动风险。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH