民生证券 MINSHENG SECURITIES

医药

行业研究/点评报告

股权激励加强科学家绑定，持续看好 CXO

—医药外包行业事件点评

点评报告/医药 2020 年 06 月 29 日

一、事件概述

①6 月 23 日，凯莱英发布 2020 年限制性股票激励计划（草案），本计划拟授予的限制性股票数量 122.80 万股，约占本计划草案公告时公司股本总额 23,131.9762 万股的 0.531%，其中首次授予 102.65 万股，预留 20.15 万股。本计划首次授予的激励对象总人数为 225 人，首次授予的限制性股票的授予价格为 117.07 元/股。首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标，以 2019 年净利润为基数，公司 2020、2021 和 2022 年净利润增长率不低于 25%、50%和 75%。

②6 月 28 日昭衍新药发布 2020 年限制性股票激励计划（草案）。本计划拟向激励对象授予权益总计 209 万份，约占本计划草案公告时公司股本总额 22,668.1929 万股的 0.922%。本计划授予的股票期权的行权价格为 94.77 元/股，授予的激励对象总人数为 356 人，包括公司公告本计划草案时在公司（含控股子公司）任职的董事、高级管理人员及核心技术（业务）骨干。业绩考核目标以 2019 年营业收入为基数，2020、2021 和 2022 年营业收入增长率不低于 25%、56.25%和 95.31%。

二、分析与判断

➢ 从激励名单看：科学家红利奠定 CXO 行业基础，股权激励加强科学家绑定

在本次股权激励计划名单中，凯莱英预计有 210 位核心技术人员获得激励，加上 10 位管理人员获授股票数量占比 68.93%， 昭衍新药在本次激励名单中含核心技术（业务）骨干 351 人，获授 188.9 万股，占本次授予股票期权总数的 90.38%。**科学家红利奠定本土 CXO 企业业绩基础，CXO 企业通过股权激励措施不断对核心科学家进行深度绑定，有助保证订单稳定持续推进并带来业绩确定性。**

➢ 从考核目标看：疫情冲击相对有限，CXO 公司业绩仍有望保持快速增长

从考核目标来看，未来 3 年公司业绩均能保持快速增长。凯莱英首次授予限制性股票解除限制条件以 2019 年净利润为基数，公司 2020、2021 和 2022 年净利润增长率不低于 25%、50%和 75%（2020-2022 净利润 YOY 分别为 25%、20%和 17%）；昭衍新药以 2019 年营业收入为基数，2020、2021 和 2022 年营业收入增长率不低于 25%、56.25%和 95.31%（收入的年复合增长率约在 25%）。**从以上考核目标可以看出凯莱英和昭衍新药对未来业绩仍然保持快速增长的预期，从 2020 年考核目标来看，我们认为疫情对 CXO 业绩影响相对有限，未来 3 年仍然有望保持较快的增长。**

➢ 持续看好外包行业基本面，关注中国区市场红利

在疫情影响下，全球经济基本面持续走低，但国内医药外包企业的短期负面影响已趋于尾声，反而带来全球性的医药健康领域的高需求和强增长。由于国内对疫情较好的控制，以及临床前 CRO 离岸外包属性，我们认为本土 CRO 龙头企业市占率可能进一步提升。**在此，我们重申 CXO 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，如药明康德、康龙化成；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，如凯莱英、九洲药业；3、中国市场红利逻辑下在岸外包公司的α能力拓展，如泰格医药、昭衍新药等。**

三、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

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：郭双喜

执业证号： S0100119100011
电话： 010-85127728
邮箱： guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1.行业周（月）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（月）报:医药牛市思考，选赛道 vs 选标的

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。

四、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
	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	1.1	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

分析师与研究助理简介

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。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7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。