医药

行业研究/周报

不确定外部环境下，中国市场红利持续

—医药周报 20200615

医药周报　　2020 年 06 月 15 日

报告摘要：

- **上周医药外包板块表现：行业景气度高，CXO领域持续利好**

6 月 8 日至 6 月 12 日，医药外包板块整体上升 3.29%，跑赢中信医药指数 1.22 个百分点。其中，量子生物、九洲药业、康龙化成、ST 百花表现较为强劲，分别上涨 16.47%、15.76%、9.17% 和 6.50%。昭衍新药、成都先导股价回调，上周分别下跌 3.36%和 4.97%。上周，CXO 板块表现良好，行业景气度高，行业持续利好。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。

我们本周发布了《成都先导：DEL 平台赋能的未来创新药企》，结合 2019 年 8 月 28 日发布的 DEL 专题报告《从 DEL 看药物筛选平台的商业路径选择》，对创新药研发产业链早期公司的优质技术平台及创新商业模式带来的巨大市场空间进行了全面的分析。

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。

- **景气度跟踪：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**

（一） **研发投入及投融资：2020 年 Q1 药企研发投入依旧，国内投融资下滑幅度明显。**

——A 股上市药企研发投入规模：2020 年第一季度，合计研发投入为 93.46 亿元，同比上涨 14.95%。我们认为在全球疫情影响、经济下滑的大背景下，研发投入持续走高显示出 A 股上市药企对研发战略的重视。随着政策的倒逼与红利，国内疫情的逐渐平稳，2020 年上市药企研发投入有望保持快速增长。

——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（同比下降 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%。

——国内各细分领域投融资：据动脉网统计，2020 年 Q1 我国生物医药领域融资总额最高（90.40 亿人民币）且事件最多（49 起）；融资总额排第二位的是医疗器械，20 起融资事件累计筹集 36.60 亿人民币。

——海外医疗健康领域投融资：2020 年 Q1 海外医疗健康领域投融总资额、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，其中公开披露金额的 283 起。

——海外各细分领域投融资：2020 年 Q1，海外生物医药领域融资总额最高 826.30 亿人民币，总投资项目数量 137 个。数字医疗领域位列第二，融资事件最多 115 起累计筹集 192.40 亿人民币。

——投融资趋势判断：我国医药外包头部公司，在全球创新药研发产业链的参与能力已经初步得到验证。我们认为，目前国内药物创新领域投融资有所下滑，2020 年受全球疫情影响投融资整体趋势可能会受到较大冲击。

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.医药行业周报 20200615：板块超额收益明显，持续推荐估值性价比高的 API

2.行业周（月）报:疫苗集中采购政策对疫苗价格和量影响很有限，持续关注后疫情时代下“枢纽性”和内需驱动型板块的成长确定性

（二）国内新药研发景气判断：国产 IND 景气度持续，进口 IND 创新高。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 12 日，国内 1 类化药 IND 数量 48 个，1 类生物药 IND 数量 39 个；进口化药 IND 数量 27 个，生物药 31 个，景气度仍有望持续。

● 行业能动性拓展：金斯瑞子公司在美上市，药明生物再拓产能

金斯瑞生物：子公司传奇生物成功登录纳斯达克。2020 年 6 月 5 日，子公司传奇生物宣布其 18,425,000 股美国存托股（ADSs）计划在纳斯达克以"LEGN"为代号开始进行交易，首次公开发行定价为每 ADS（两股普通股）23 美元，预计总募资金额为 4.238 亿美元。我们认为此次传奇生物在美上市成为 2020 年美股生物技术板块规模最大的 IPO。今年，中美关系持续紧张，且伴随中概股饱受质疑，在此节点成功上市显示了市场对传奇生物的技术与商业化变现能力的信心。

成都先导深度报告：DEL 平台赋能的未来创新药企。我们本周首次覆盖早期药物发现 CRO 公司——成都先导。我们发现以成都先导、维亚生物、药石科技为代表的一批公司，他们在资产属性（往往轻资产的模式）、研发投入（远高于 CXO 的研发费用率）、盈利能力（高净利率）等方面和我们熟悉的 CXO 公司存在较大的差异，但是普遍享受比较高的估值，我们认为一方面因为这些公司的商业模式的可拓展性提供了比较大的天花板提升空间，另一方面这种高净利率水平也让投资者认为他们的壁垒远高于一般的 CXO 公司。作为我们医药创新产业链研究的一部分，我们对此开展了系统化研究。本篇我们就 DEL 技术相关的成都先导，跟投资者做沟通分享。

药明生物：再布局美国临床生产基地，预计 2020 年底投产。2020 年 6 月 9 日，药明生物（2269.HK）宣布，公司对位于美国新泽西州克兰伯里地区的生物药临床生产厂（药明生物十八厂，MFG18）签署长达 10 年的租赁合同。我们认为这次布局临床生产厂是对美国原原有生物制药生产基地及研发实验室等 CDMO 业务的补充。我们始终强调 CDMO 领域 α 能力拓展，产能规模提升的重要性。我们认为，随着其产能的扩张，在美服务范围的延伸，未来业绩将有更好的弹性。

● 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
	2020/6/12	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
药明康德	83.18	1.12	1.78	2.07	74	47	40	推荐
康龙化成	84.38	0.69	1.05	1.37	122	80	62	推荐
昭衍新药	89.50	1.1	1.15	1.56	81	78	57	推荐
泰格医药	85.79	1.12	1.46	1.87	77	59	46	推荐
凯莱英	221.66	2.39	3.10	3.98	93	72	56	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：行业景气度高，CXO 领域持续利好.....4
二、景气度跟踪：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.....6
（一）研发投入及投融资：2020 年 Q1 药企研发投入依旧，国内投融资下滑幅度明显。.....6
（二）创新药临床申请：国产 IND 景气度持续，进口 IND 创新高.....7
三、行业能动性拓展：金斯瑞子公司在美上市，药明生物再拓产能.....8
（一）板块跟踪：金斯瑞子公司成功在美上市，首次覆盖早期药物发现 CRO 成都先导.....8
1.金斯瑞生物：子公司传奇生物成功登录纳斯达克.....8
2.成都先导深度报告：DEL 平台赋能的未来创新药企.....9
（二）A 拓展：引入平台或收购产能，服务链延伸加速.....10
1. 药明生物：再布局美国临床生产基地，预计 2020 年底投产.....10
四、投资建议.....11
五、风险提示.....11
插图目录.....12
表格目录.....12

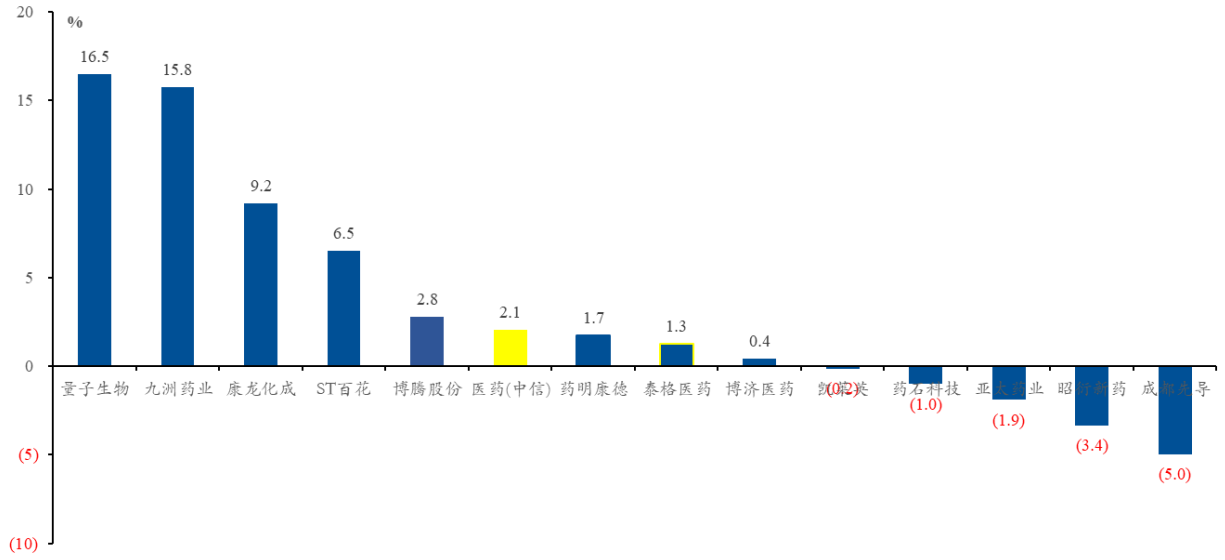
一、上周医药外包板块表现：行业景气度高，CXO 领域持续利好

6 月 8 日至 6 月 12 日，医药外包板块整体上升 3.29%，跑赢中信医药指数 1.22 个百分点。其中，量子生物、九州药业、康龙化成、ST 百花表现较为强劲，分别上涨 16.47%、15.76%、9.17% 和 6.50%，昭衍新药、成都先导跌幅较为明显，本周分别下跌 3.36%和 4.97%。**我们本周发布了《成都先导：DEL 平台赋能的未来创新药企》，结合 2019 年 8 月 28 日发布的 DEL 专题报告《从 DEL 看药物筛选平台的商业路径选择》，对创新药研发产业链早期公司的优质技术平台及创新商业模式带来的巨大市场空间进行了全面的分析。**

上周，CXO 板块表现良好，行业景气度高，CXO 行业持续利好。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。

本周龙头公司估值下跌，康龙化成、药明康德、昭衍新药、泰格医药和凯莱英的 2019 年 PE 分别为 122 倍、74 倍、81 倍、77 倍和 93 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；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	EPS			PE		
		6 月 12 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603259.SH	药明康德	83.18	1.12	1.78	2.07	74	47	40
300759.SZ	康龙化成	84.38	0.69	1.05	1.37	122	80	62
603127.SH	昭衍新药	89.5	1.1	1.15	1.56	81	78	57
300347.SZ	泰格医药	85.79	1.12	1.46	1.87	77	59	46
002821.SZ	凯莱英	221.66	2.39	3.1	3.98	93	72	56
300725.SZ	药石科技	103.45	1.21	1.30	1.61	99	80	64
300149.SZ	量子生物	16.19	0.28	-	-	58	-	-
002370.SZ	亚太药业	4.66	-3.86	-	-	-1	-	-
600721.SH	*ST 百花	5.08	0.09	-	-	56	-	-
300404.SZ	博济医药	15.11	0.04	-	-	378	-	-
603456.SH	九洲药业	28.8	0.30	0.45	0.71	96	64	41
300363.SZ	博腾股份	27.25	0.34	0.45	0.6	80	61	45
1873.HK	维亚生物	7.74	0.18	0.24	0.33	43	32	23
2269.HK	药明生物	129	0.78	1.18	-	165	109	-
1548.HK	金斯瑞生物	16.08	-0.05	-0.75	-	-322	-21	-
688222.SH	成都先导	49.48	0.33	0.3	0.41	-	165	121

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，Syneos、IQVIA 和 Catlent 的 2019 年 PE 分别为 42 倍、142 倍和 76 倍，而 Lonza 的估值较低，2019 年 PE 仅为 9 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）（单位：本币）

代码	国内对标	海外公司	现价	EPS	PE
			6 月 12 日	2019A	2019A
CVD.N	泰格医药	LabCorp (Covance)	106.42	-	-
IQV.N	泰格医药	IQVIA	138.82	0.98	142
SYNH.O	泰格医药	Syneos	52.80	1.27	42
PRAH.O	泰格医药	PRA Health Science	94.63	3.77	25
CRL.N	昭衍新药	Charles River	179.60	5.17	35
ICLR.O	泰格医药	ICON	158.07	6.85	23
CTLT.N	凯莱英	Catalent	69.57	0.92	76
MEDP.O	泰格医药	Medpace	84.57	2.79	30
BIONc1:NS	凯莱英	Biocon	384.50		
O6Z.SG	药明生物	Lonza	79.97	8.70	9
207940.KS	药明生物	Samsung Biologics	805,000		

资料来源：Wind，新浪财经，民生证券研究

二、景气度跟踪：疫情影响下，投融资及进口化药 IND 申请下滑幅度明显

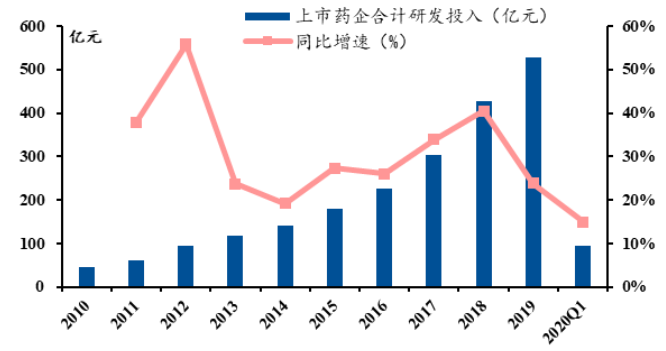
（一）研发投入及投融资：2020 年 Q1 药企研发投入依旧，国内投融资下滑幅度明显

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%。我们认为在全球疫情影响、经济下滑的大背景下，研发投入持续走高显示出 A 股上市药企对研发战略的重视。随着政策的倒逼与红利，国内疫情的逐渐平稳，2020 年上市药企研发投入有望保持快速增长。

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%。

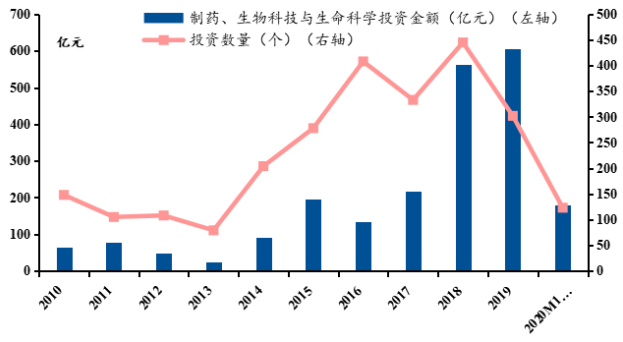
国内各细分领域投融资：据动脉网统计，2020 年 Q1 我国生物医药领域融资总额最高（90.40 亿人民币）且事件最多（49 起）；融资总额排第二位的是医疗器械，20 起融资事件累计筹集 36.60 亿人民币。

图 2：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 3：国内生物科技/制药领域投融资金额（亿元）



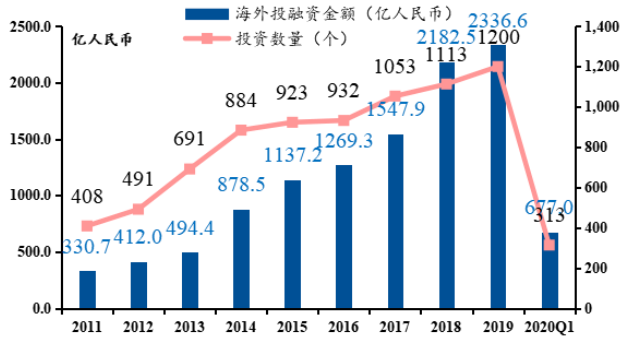
资料来源：PE/VC 库，民生证券研究院

2. 海外医疗健康领域投融资：2020 年 Q1 海外医疗健康领域投融总资额、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，其中公开披露金额的 283 起。

海外各细分领域投融资：2020 年 Q1，**海外生物医药领域融资总额最高 826.30 亿人民币，总投资项目数量 137 个。**数字医疗领域位列第二，融资事件最多 115 起累计筹集 192.40 亿人民币。

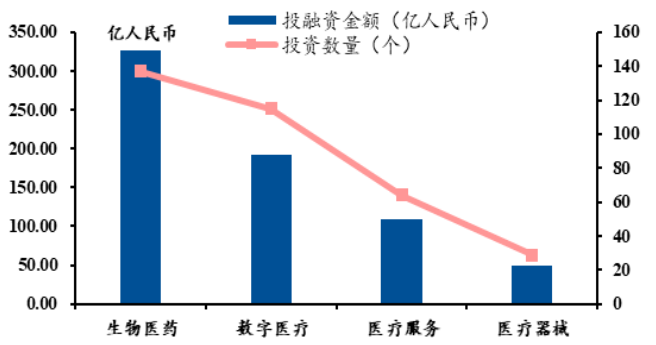
3. 投融资趋势判断：我国医药外包头部公司，在全球创新药研发产业链的参与能力已经初步得到验证。我们认为，目前国内药物创新领域投融资有所下滑，2020 年受全球疫情影响投融资整体趋势可能会受到较大冲击。

图 4：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 5：2020Q1 海外医疗健康各细分领域投融资

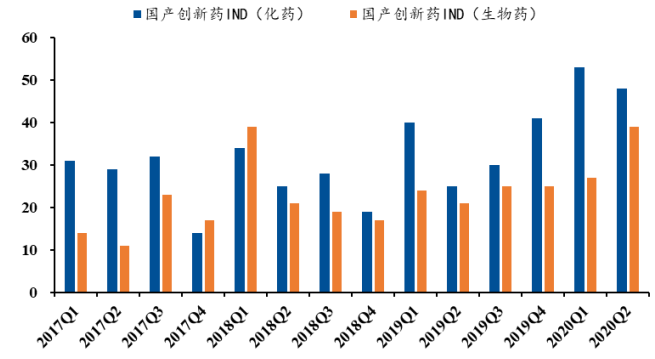


资料来源：动脉网，民生证券研究院

（二）创新药临床申请： 国产 IND 申请持续走高，进口化药下滑明显

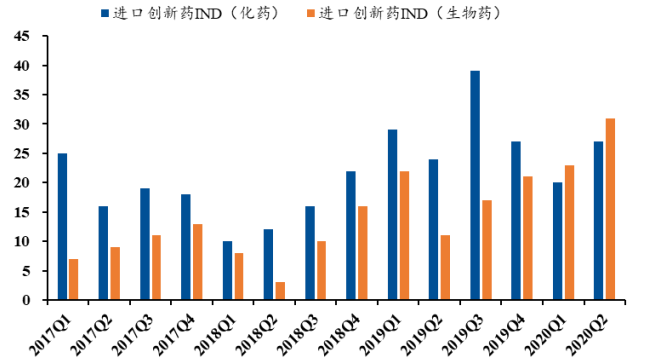
国内新药研发景气判断：国产 IND 景气度持续，进口化药 IND 下滑明显。2020 年 Q1，国内 1 类化药 IND 数量合计 53 个，同比上升 32.50%，1 类生物药 IND 数量 27 个，同比上升 12.50%；进口化药 IND 数量 20 个，同比下降 31.03%，进口生物药 IND 数量 23 个，与去年同期基本持平。2020 年截止至 6 月 12 日，国内 1 类化药 IND 数量 48 个，1 类生物药 IND 数量 39 个；进口化药 IND 数量 27 个，生物药 31 个，景气度仍有望持续。

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

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 龙头公司将是这些海外药企的优先选择。

三、行业能动性拓展：金斯瑞子公司在美上市，药明生物再拓产能

（一）板块跟踪：金斯瑞子公司成功在美上市；首次覆盖早期药物发现 CRO 成都先导

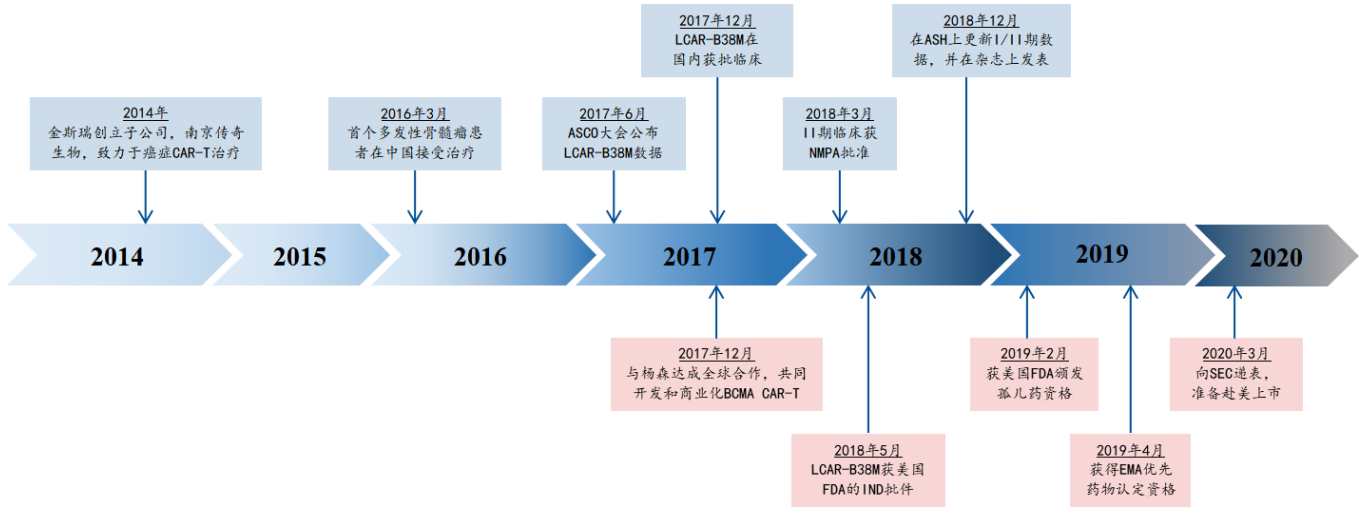
1.金斯瑞生物：子公司传奇生物成功登录纳斯达克

事件：2020 年 6 月 5 日，子公司传奇生物宣布其 18,425,000 股美国存托股（ADSs）计划在纳斯达克以"LEGN"为代号开始进行交易，首次公开发行定价为每 ADS（两股普通股）23 美元，预计总募资金额为 4.238 亿美元。

点评：传奇生物是金斯瑞生物科技（01584.HK）全资子公司，成立于 2014 年，致力于发现和开发肿瘤、血液和感染性疾病的新型细胞疗法。

公司 BCMA CAR-T 产品 LCAR-B38M 进度领先，临床数据处于同类最优。2017 年 6 月，早期临床数据登录 2017ASCO 大会，数据亮眼，结果获得了国内外的一致认可。2017 年公司与强生公司签署了全球战略合作协议，强生支付了 3.5 亿美元的预付款，并于金斯瑞共同开发、生产和销售 LCAR-B38M。这是迄今为止中国制药公司对外授权合作获益金额最大的事件。

图 8：LCAR-B38M 商业化进程



资料来源：传奇生物官网，民生证券研究

公司研发管线覆盖多赛道。南京传奇针对 LCAR-B38M 在国内国际均有较快的临床进展，目前布局了从末线治疗至二线、甚至一线的临床管线。此外，公司还针对目前 CAR-T 已有的血液瘤市场开辟了许多新靶点，包括针对 DLBCL 的 CD19xCD22 和针对急性髓细胞白血病的 CD33xCLL-1，以及同种异体 CAR-T 细胞疗法；覆盖适应症除血液瘤领域外，针对胃癌和胰腺癌等实体瘤的研究也已进入临床，并且同步探索感染性疾病。

表 3：南京传奇研发管线

药品分类	药品名	适应症及靶点	临床前	I 期	II 期	III 期	计划
	自体 CAR-T						
恶性血液病	LCAR-B38M JNJ-4528	R/R MM (BMCA)					2020 下半年:美国 BLA 欧盟填写 MAA 信息
	LB1909	NHL-DLBCL (CD19+CD22)					
	LB1910	AML (CD33+CLL-1)					
	LB1901	TCL (CD4)					2020 下半年:IND 申请
	同种异体 CAR-T						
	LB1905	NHL-DLBCL,FL,MCL,SLL (CD20)					
实体瘤	LB1904	Gastric Cancer (Claudin 18.2)					
	LB1904	Pancreatic Cancer (Claudin 18.2)					
	LB1902	Ovarian Cancer					2020 上半年:IND
感染性疾病	LB1903	HIV					

美国/中国　中国　美国/其他区域

资料来源：南京传奇官网，民生证券研究院

公司 LCAR-B38M 由于竞争对手 Bluebird 的同靶点产品 bb2121 CMC 数据缺陷，被 FDA 拒绝审查，有望成为首个 BCMA-CAR-T 上市药物，获得先发优势，占领 10 亿市场。

此次传奇生物在美上市成为 2020 年美股生物技术板块规模最大的 IPO。今年，中美关系持续紧张，且伴随中概股饱受质疑。在此节点成功上市显示了市场对传奇生物的技术与商业化变现能力的信心。

2.成都先导深度报告：DEL 平台赋能的未来创新药企

——创新药研发产业链早期的公司：小公司、大空间

以成都先导、维亚生物、药石科技为代表的一批公司的上市，让资本市场对于处于新药研发产业链早期的公司关注度提升，他们在资产属性（往往轻资产的模式）、研发投入（远高于 CXO 的研发费用率）、盈利能力（高净利率）等方面和我们熟悉的 CXO 公司存在较大的差异，但是普遍享受比较高的估值，我们认为一方面因为这些公司的商业模式的可拓展性提供了比较大的天花板提升空间，另一方面这种高净利率水平也让投资者认为他们的壁垒远高于一般的 CXO 公司。作为我们医药创新产业链研究的一部分，我们对此开展了系统化研究。总体，我们认为这个领域是具有“小公司、大空间”特点的细分领域，商业模式存在服务型和产品型两

条路径。本篇我们就 DEL 技术相关的成都先导，跟投资者做沟通分享。

——DEL：药筛平台，有技术和资源优势的公司优享应用成熟化红利

2019 年 8 月 28 日发布 DEL 的专题报告《从 DEL 看药物筛选平台的商业路径选择》中，我们提出：针对不同的 DEL 平台变现模式，我们认为未来产品变现（自研）和高溢价服务变现（外包）模式可能并行发展。目前 DEL 领域企业形成了两种主要技术变现模式，一种是 GSK 和 Nuevolution 利用 DEL 平台进行创新药自主研发，通过最终药物上市的技术到产品变现模式（已有雏形，还在验证中），另外一种就是像 X-Chem、DiCE Molecules、药明康德和康龙化成等依靠 DEL 平台为创新药研发企业提供高溢价的创新性药物筛选外包服务的技术到服务变现模式（已得到验证）。我们认为未来 DEL 筛选平台甚至整个药物筛选领域将最终形成产品变现和高溢价服务变现并行式发展的经营模式，有技术和资源优势的公司有望率先受益于该技术成熟化的红利。

——成都先导：模式拓展，由服务变现到产品变现的延伸

2016-2019 年公司业绩的高增长主要是在收入快速增长的同时，研发费用率的降低导致，表观上体现了作为研发密集型公司研发效率的体现；从公司的商业模式看，研发投入打造的先导库和自身新药研发平台成为公司商业模式变现的基础。两条路径下，先导库的变现已经通过筛选服务、定制库服务、化合物 IP 转让、筛选方法使用费等业务持续的导流体现，且随着公司研发人员的持续增长，我们认为该业务有望保持持续的快速增长趋势；自身新药研发平台的业绩体现，我们认为类似 Biotech 公司，建议重点关注临床品种的临床推进节奏，目前公司进展最快的品种处于临床 I 期。我们认为，短期先导库延伸来的 CXO 服务依然是公司业绩稳定增长的基础，公司过去几年筛选服务合同定价、定制的客户持续丰富及化合物转让业务均体现了公司竞争力提升的趋势，我们看好该服务业务增长的持续性。

——投资建议

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。DEL 平台的优质药物筛选将对 DEL 库定制服务起到导流的作用，而自有 DEL 库化合物结构信息和筛选方法使用费收入这一 2019 年新增业务也可能随着建库订单的增加导致营收进一步扩增。我们认为由于公司优质的 DEL 筛选能力及全球独家的 DEL 库定制能力，成都先导的营收增速将有望继续保持。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.30、0.41 和 0.52 元，2020 年 6 月 8 日收盘价格对应 PE 为 166 倍，参考可比公司我们给予“中性”评级。

（二）α 拓展：引入平台或收购产能，服务链延伸加速

1. 药明生物：再布局美国临床生产基地，预计 2020 年底投产

事件： 2020 年 6 月 9 日，药明生物（2269.HK）宣布，公司对位于美国新泽西州克兰伯里地区的生物药临床生产厂（药明生物十八厂，MFG18）签署长达 10 年的租赁合同。此厂将总计安装共 6000 升一次性生物反应器，集工艺开发、质量控制实验室及配套设施于一体，总

建筑面积约 6.6 万平方英尺，预计 2020 年底正式投入运营，将为该地区新增达 100 个就业岗位。这也是药明生物在美国继马萨诸塞州伍斯特市生物制药生产基地、宾夕法尼亚州普鲁士王市研发实验室后布局的第三个基地。

点评：公司作为药明康德集团旗下生物制药研发服务平台，自上市以来不断在海内外扩大产能，拓展客户，占领市场份额。这次布局临床生产厂是对美国原原有生物制药生产基地及研发实验室等 CDMO 业务的补充。我们始终强调 CDMO 领域 α 能力拓展，产能规模提升的重要性。大分子 CDMO 商业化阶段的在岸属性，在海外新建或者并购产能是参与全球化竞争的必要选择。我们认为，随着其产能的扩张，在美服务范围的延伸，未来业绩将有更好的弹性。

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 4：2018 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。

插图目录

图 1：CRO/CMO 公司上周涨跌幅（%）.....4
图 2：A 股上市药企合计研发投入（亿元）.....6
图 3：国内生物科技/制药领域投融资金额（亿元）.....6
图 4：海外医疗健康领域投融资（公开披露金额的事件）.....7
图 5：2020Q1 海外医疗健康各细分领域投融资.....7
图 6：国产新药 IND 情况（个）.....7
图 7：进口新药 IND 情况（个）.....7
图 8：LCAR-B38M 商业化进程.....8

表格目录

表 1：国内 CXO 估值表.....5
表 2：海外 CXO 估值表（2019 年）（单位：本币）.....5
表 3：南京传奇研发管线.....9
表 4：2018 年各医药外包公司国内外业务情况.....11

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。