

医药生物行业

CXO：是，但不仅仅是业绩超预期

——医药外包行业周报

✍️：分析师：孙建 执业证书编号：S1230520080006
 ☎️：孙建 021-80105900
 ✉️：sunjian@stocke.com.cn

细分行业评级

医药生物 看好

报告导读

我们认为：对 CXO 空间和边际变化的预期差，支撑板块 2021 年持续跑赢指数。本周医药外包板块表现亮眼，其中率先发布业绩预告的药明康德、昭衍新药、博腾股份周累计涨幅均在 30% 附近。在 2020 年外包板块普遍大涨的情况下，我们认为此轮行情不仅仅是业绩表现是否超预期，而是业绩背后所反映的市场预期差，是空间和边际变化的预期差，这也是支撑我们持续看多的重要理由。

投资要点
□ CXO：是，但不仅仅是业绩超预期

2021 年以来，医药 CXO 领涨医药板块。自 2021 年初以来，CXO 板块平均涨幅 17.19%，跑赢医药板块 11.34pct，位列医药板块中子板块涨幅第一。此轮上涨，自 2020 年 12 月起（2020.11.28，我们发布看多报告《从分众传媒到药明康德，看 CXO 景气破了么？》），CXO 底部启动，整体显示出较强走势。仅 12 月单月，CXO 公司平均上涨 30.65%。2021 年 1 月份，药明康德、博腾股份、美迪西、昭衍新药等公司陆续发布超预期业绩预告，再次引燃板块。2021 年 1 月份持续上涨 19.93%，跑赢医药板块 11.34pct，位列医药板块中子板块涨幅第一。截至 1 月 22 日，CXO 板块估值水平已达 125 倍 PE (ttm, 2020 年)，远超医药行业平均估值。

空间和边际变化，才是这个位置持续加仓的最大预期差。1) 空间：市场认知的分歧在于：① 创新药谈判对于空间预期的打压，忽略了需求的阶段性认知；② 疫情对于空间的打压，忽略了我们医药 CXO 在全球产业链的参与阶段和渗透率。2) 边际变化：① 经过 2015-2020 年的积累，国内创新药研发，进入批量商业化阶段，② 国内供给能力提升对于海外中高端订单的承接能力进入新加速阶段。

药明康德：医药 CXO 板块估值性价比最高的标的。我们坚持认为公司 CDMO 业务边际景气加速甚至超预期、细胞和基因疗法、多肽和寡核苷酸等新业务有望通过不断盈利后提升公司业务发展天花板。2021 年，新的天花板刚刚打开。我们认为公司 CMO/CDMO/收入加速趋势有望持续奠定 2021-2022 年整体业绩持续超预期的基础，中国区实验室服务的高增长也验证了公司在全球产业链中较强的话语权和硬实力，后续仍有望通过持续提升市占率带来业绩高增长。

康龙化成：潜在超预期、一体化加速打造的医药 CXO 龙头。我们在近期的报告中深度比较了药明康德、康龙化成的人效数据，同时也提出来一体化对于公司跨阶段发展的重要性，而康龙化成正是处在一体化加速发展的边界期，我们认为这种边界突破带来的潜在业绩弹性超预期，非常值得加仓。

泰格医药：从中国龙头到全球拓展边界期的稀缺 CXO 龙头。泰格医药在 2020 年 9 月底强烈看多（《泰格故事：从中国强到全球大》）以来，大涨 80%，成为市场关注最多的医药 CXO 公司，我们强调公司正处于从中国强到全球大的关键窗口，中国需求的高天花板和海外拓展的边际改善，带来公司基本面的持续裂变，值得长期持有的非卖品。

相关报告

- 1 《医药行业周报 20201225：CXO 龙头新高下的思考：空间、趋势和供需》 2020.12.26
- 2 《医药行业周报 20201219：如何选股？创新赋能、制造升级和降本增效》 2020.12.20
- 3 《医药行业周报 20201211：把握中国优势，就是把握明年行情》 2020.12.12
- 4 《2021 年度医药行业投资策略：中国优势，核心主线》 2020.12.10
- 5 《医药行业周报 20201205：强势反弹，哪些核心赛道必须加？》 2020.12.05

药石科技：医药 CXO 板块唯一产品型基因公司，模式拓展奠定大空间基础。
药石科技自 2018 年，公司开始公斤级以上规模化分子砌块的生产，不断打开行业天花板。我们认为公司未来的增长空间主要来自于两个方面：“规模变现”+“技术变现”。我们认为公司服务平台加速搭建为砌块业务后端纵向拓展提供承接平台；CDMO 产能加速拓展提供了公司产品纵向拓展的可能性，在分子砌块基础上明显贡献业绩弹性；而技术增值变现体现了分子砌块研发的纵向拓展，风险共担商业模式弹性可期。

昭衍新药：你买的是中国创新药研发景气度。公司 2020 年业绩预告显示，2020 年净利润 3.03-3.22 亿，同比增长 69.86%-80.33%，除去 Biomere 并表、股权激励及生物资产公允价值变动的影响公司纯内生增长约 70%。从三季度公司的未结课题和合同负债的增加可以看出公司充足的订单量和产能的持续释放。2021 年作为在岸外包公司的昭衍新药即将上市港股，公司有望进一步打开行业天花板，贡献较高业绩弹性。

九洲药业：低估的、加速迭代的 CDMO 平台。市场普遍认可公司在 2021-2022 年业绩高增长，预期差在于诺华商业化项目之外公司业绩增长持续性如何、早期项目积累情况和公司在行业中的比较优势。我们认为，切入诺华供应链带来的不仅是确定性较强的单一重磅品种，更重要的是研发和生产能力建设、重磅品种管理经验和多业务板块协同的管理能力升级；综合考虑 CDMO 项目爬坡、诺华品种供货情况和国内增量商业化订单，我们预期公司 3 年净利润复合增速有望达到 40%以上，从能力建设期快速走向利润贡献期。

博腾股份：仍处在恢复性高速增长窗口期的医药 CDMO 领先企业。公司 2020 年业绩预告显示，公司预计收入 20.20-20.90 亿元，同比增长 30%-35%；扣非归母净利润 2.75-3.10 亿元，同比增长 70%-90%，2020 年 Q4 净利润几近翻倍。我们认为，公司 2020 年 CRO 及 API 业务均进入快速增长期，长尾客户战略转型顺利，盈利能力及 ROE 等提升明显。随着客户项目的持续推进及基因与细胞治疗 CDMO 生产研发能力的逐步验证，后续有望贡献较大业绩弹性。

我们认为，陆续发布的业绩预告揭示了市场对背后的全球研发投资景气、海外产业转移和供给端能力建设共振下板块的 α 属性的认可，我们持续看好细分领域景气异质下个股投资机会。

□ 医药外包板块表现：CXO 板块再掀热潮，高景气度下的持续超预期

上周（2021.1.18-2021.1.22）医药外包板块整体上涨 19.93%，跑赢中信医药指数 11.90 个百分点。其中泰格医药子公司方达控股及亚太药业领涨板块，周累计涨幅分别为 34.30%及 31.99%，月累计涨幅 40.61%和 30.93%。板块重点公司中仅 ST 百花略有下跌，周累计跌幅达 1.94%，月累计跌幅为 9.00%。我们认为，上周医药外包板块整体强势走高，已经发布业绩预告的公司包括，博腾股份、昭衍新药、药明康德等带动板块整体上扬。我们发现，自 12 月份以来，CXO 公司股价持续走高，特别是景气加速的 CDMO，例如药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、博腾股份等；以及高天花板的临床 CRO，泰格医药，其中管理半径、创新药投融资的持续景气及较成熟的供给端技术平台决定了中国生产要素将有利的抬高领域天花板，突破海外龙头市值。我们再次强调把握“中国优势、核心主线”，坚持“市场化、全球化”两个原则、“创新赋能、制造升级和降本增效”三条选股思路。

□ 重点研究更新

1. 《药明&康龙：CXO 龙头人效背后的基因密码》
2. 《九洲药业：稀缺的、加速迭代的 CDMO 平台》
3. 《药石科技：进入规模换空间新阶段的分子砌块龙头》
4. 《欧印中 CDMO 业态比较，挖掘拐点和平台型投资机会》
5. 《昭衍新药：略超预期，看好公司 H 股上市后的加速增长》
6. 《药明康德：超预期，看好 2021 年高增长延续、天花板提升》
7. 《博腾股份：符合预期，关注盈利能力提升+新产能释放》

□ 景气度跟踪：2020 年国内临床申请总数远超进口，疫苗研发及创新药最受关注

创新药临床申请：景气度持续，Q4 国产生物药 IND 数量近进口 3 倍。2020 年国内 IND 化药及生物药 IND 申请均明显超越进口，2021Q1 差距继续拉大。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态势。

□ 投资建议

我们重点推荐**泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药**。从中长期景气度的角度，我们看好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，如**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 1月22日	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
药明康德	176.00	0.76	1.18	1.52	232	149	116	买入
康龙化成	156.30	0.69	1.18	1.41	227	132	111	买入
昭衍新药	146.28	1.10	1.37	1.80	133	107	81	买入
泰格医药	183.90	1.12	1.73	2.22	164	106	83	买入
凯莱英	339.00	2.39	3.08	4.09	142	110	83	未评级

资料来源：其中凯莱英为 Wind 一致性预测，浙商证券研究所

正文目录

1. 是，但不仅仅是业绩超预期	5
2. CXO 板块再掀热潮，高景气度下的持续超预期	7
3. 重点研究更新	10
3.1. 药明&康龙：CXO 龙头人效背后的基因密码	10
3.2. 九洲药业：稀缺的、加速迭代的 CDMO 平台	11
3.3. 药石科技：进入规模换空间新阶段的分子砌块龙头	12
3.4. 欧印中 CDMO 业态比较,挖掘拐点和平台型投资机会	13
3.5. 昭衍新药：略超预期，看好公司 H 股上市后的加速增长	15
3.6. 药明康德：超预期，看好 2021 年高增长延续、天花板提升	16
3.7. 博腾股份：符合预期，关注盈利能力提升+新产能释放	17
4. 景气度跟踪：赶超进口注册了，边际变化值得重视	18
4.1. 创新药临床申请：Q4 国产生物药 IND 数量是进口 3 倍	18
4.2. 投融资：疫苗、创新药带动，2020 年再创新高	18
5. 投资建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1: 2020 年初至今 A 股 CXO 企业股价相比医药板块整体涨跌幅 (%)	7
图 2: CXO 板块自 2020 年 12 月 1 市场表现复盘 (%)	7
图 3: 1 月 18 日至 1 月 22 日 CRO/CMO 公司上周及当月涨跌幅 (%)	8
图 4: 国产新药 IND 情况 (个)	18
图 5: 进口新药 IND 情况 (个)	18
图 6: A 股上市药企合计研发投入 (亿元)	19
图 7: 全球 2011-2020 年融资总额 (亿人民币) 及事件数	19
图 8: 全球 2011 - 2020 年 Q3 季度融资总额 (亿人民币)	19
图 9: 中国 2011 - 2020 年 Q3 季度融资总额 (亿人民币)	19
图 10: 全球 2020 年 Q3 各领域融资 (亿人民币)	20
图 11: 国内 2020 年 Q3 各领域融资 (亿人民币)	20
图 12: 2011-2020 年全球医药投融资领域数量分布	20
图 13: 2020Q3 生物科技类公司投资金额前 10	21
图 14: 2020Q3 制药类公司投资金额前 10	21
表 1: 国内 CXO 公司估值表	6
表 2: 海外 CXO 估值表 (2019 年)	6
表 3: 11 月份全球融资 TOP5	11
表 4: 2019 年各医药外包公司国内外业务情况	13

1. 是，但不仅仅是业绩超预期

自 2021 年初，医药板块上涨 8.59%，跑赢沪深 300 指数 1.72pct，CXO 板块平均涨幅 17.19%，跑赢医药板块 11.34pct，位列医药板块中子板块涨幅第一。我们发现，自 2020 年 12 月起，CXO 结束前期回调，板块再次启动，整体显示出较强走势。仅 12 月单月，CXO 公司平均上涨 30.65%。2021 年 1 月份，药明康德、博腾股份、美迪西、昭衍新药等公司陆续发布超预期业绩预告，再次引燃板块。2021 年 1 月份持续上涨 19.93%，跑赢医药板块 11.34pct，位列医药板块中子板块涨幅第一。截至 1 月 22 日，CXO 板块估值水平已达 125 倍，远超医药行业平均估值。

CXO 板块龙头效应明显，疫情受损股随业绩恢复市场反应明显。从个股市场表现来看，方达控股自 12 月以来涨幅 65.47%，显示出市场对受疫情影响较为明显的个股在业绩恢复后的持续关注。其余个股龙头效应明显。药明康德、康龙化成、药明生物、昭衍新药及泰格医药分别作为小分子 CDMO、大分子 CDMO、临床前及临床 CRO 龙头公司均有较强市场表现，自 2020 年 12 月初至今，涨幅达 54-63%，显示出市场对板块景气度及业绩确定性的认可。

空间和边际变化，才是这个位置持续加仓的最大预期差。1) 空间：市场认知的分歧在于①创新药谈判对于空间预期的打压，忽略了需求的阶段性认知；②疫情对于空间的打压，忽略了我们医药 CXO 在全球产业链的参与阶段和渗透率。2) 边际变化：①国内创新药研发阶段，经过 2015-2020 年的积累，进入批量商业化阶段，②国内供给能力提升对于海外中高端订单的承接能力进入新的加速阶段。

分个股来看，我们认为，CXO 公司业绩在疫情影响下持续保持高景气度及部分超预期主要来自于以下几个方面：

药明康德：看医药 CXO 板块估值性价比最高的标的

看 2020 年业绩主业强劲增长。我们认为公司 2020 年主业利润端同比增速超预期，Non-IFRS 归母净利润连续四个季度环比持续提高，2020Q4 主业延续强劲增长：公司 2020Q4 Non-IFRS 净利润为 10.14-11.35 亿，相比 2020Q1-Q3（分别为 5.76、9.42 和 9.58 亿）持续创新高，显示公司主营业务持续保持强劲增长，这也验证了我们 2020 年 12 月 30 日发布的《药明康德深度报告：CDMO 加速增长下，医药 CXO 龙头长牛天花板打开》中关于公司业绩加速的逻辑。我们坚持认为公司 CDMO 业务边际景气加速甚至超预期、细胞和基因疗法、多肽和寡核苷酸等新业务有望通过不断盈利后提升公司业务发展天花板。

看 2021 年：看好高增长延续、天花板持续提升。考虑中国区实验室 2020Q1 的低基数、Q2 逐步恢复的趋势、CDMO 加速增长的趋势判断，我们估计 2021 年 Q1-Q3 有望延续加速增长的趋势。正如我们深度报告《药明康德深度报告：CDMO 加速增长下，医药 CXO 龙头长牛天花板打开》中所分析：基于公司服务经验、订单和产能基础分析，我们认为公司 CMO /CDMO/收入加速趋势有望持续奠定 2021-2022 年整体业绩持续超预期的基础。中国区实验室服务的高增长也验证了公司在全球产业链中较强的话语权和硬实力，后续仍有望通过持续提升市占率带来业绩高增长。

药石科技：医药 CXO 板块唯一产品型基因公司，模式拓展奠定大空间基础

药石科技自 2018 年，公司开始公斤级以上规模化分子砌块的生产，不断打开行业天花板。我们认为公司未来的增长空间主要来自于两个方面：“规模变现”+“技术变现”。

我们认为公司服务平台加速搭建为砌块业务后端纵向拓展提供承接平台：CDMO 产能加速拓展提供了公司产品纵向拓展的可能性，在分子砌块基础上明显贡献业绩弹性；而技术增值变现体现了分子砌块研发的纵向拓展，风险共担商业模式弹性可期。

昭衍新药：你买的是中国创新药研发景气度

公司 2020 年业绩预告显示，2020 年净利润 3.03-3.22 亿，同比增长 69.86%-80.33%，除去 Biomere 并表、股权激励及生物资产公允价值变动的影响公司纯内生增长约 70%。从三季度公司的未结课题和合同负债的增加可以看出公司充足的订单量和产能的持续释放。2021 年作为在岸外包公司的昭衍新药即将上市港股，公司有望进一步打开行业天花板，贡献较高业绩弹性。

九洲药业：仍处在恢复性高增长窗口期的医药 CDMO 领先企业

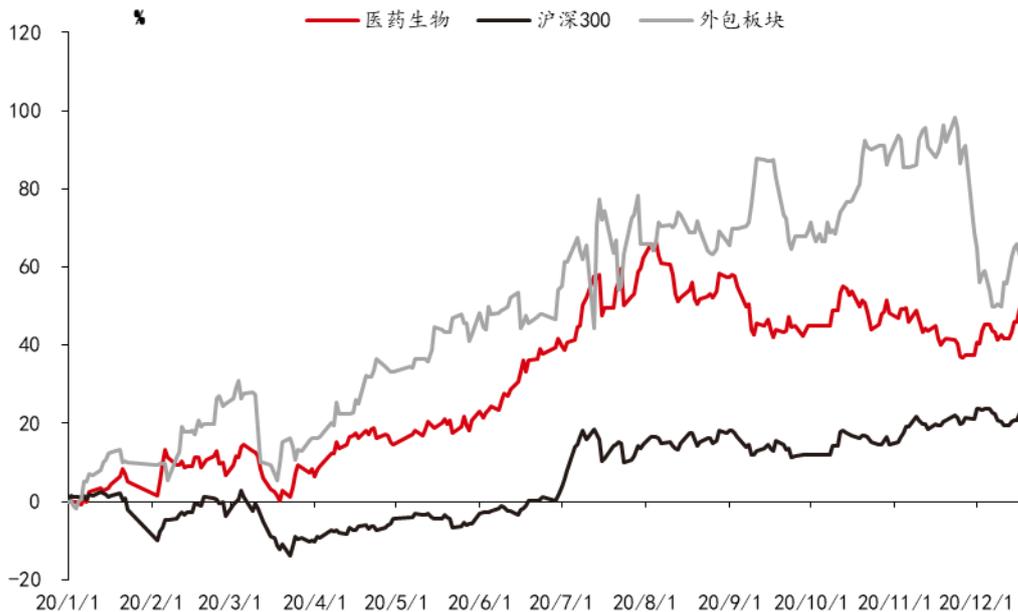
市场普遍认可公司在 2021-2022 年业绩高增长，预期差在于诺华商业化项目之外公司业绩增长持续性如何、早期项目积累情况和公司在行业中的比较优势。我们认为，切入诺华供应链带来的不仅是确定性较强的单一重磅品种，更重要的是研发和生产能力建设、重磅品种管理经验和多业务板块协同的管理能力升级；综合考虑 CDMO 项目爬坡、诺华品种供货情况和国内增量商业化订单，我们预期公司 3 年净利润复合增速有望达到 40%以上，从能力建设期快速走向利润贡献期。

博腾股份：盈利能力持续提升，新业务板块逐步开启，未来可期。

公司 2020 年业绩预告显示，公司预计收入 20.20-20.90 亿元，同比增长 30%-35%；扣非归母净利润 2.75-3.10 亿元，同比增长 70%-90%，2020 年 Q4 净利润几近翻倍。我们认为，公司 2020 年 CRO 及 API 业务均进入快速增长期，长尾客户战略转型顺利，盈利能力及 ROE 等提升明显。随着客户项目的持续推进及基因与细胞治疗 CDMO 生产研发能力的逐步验证，后续有望贡献较大业绩弹性。

我们认为，陆续发布的业绩预告透视了市场对背后的全球研发投资景气、海外产业转移和供给端能力建设共振下板块的 α 属性的认可，我们持续看好细分领域景气异质下个股投资机会。

图 1：2020 年初至今 A 股 CXO 企业股价相比医药板块整体涨跌幅（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

附注：CXO 板块包括药明康德、凯莱英、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、药石科技、九洲药业、博济医药、成都先导等 10 余家公司。

图 2：CXO 板块自 2020 年 12 月 1 日市场表现复盘（%）



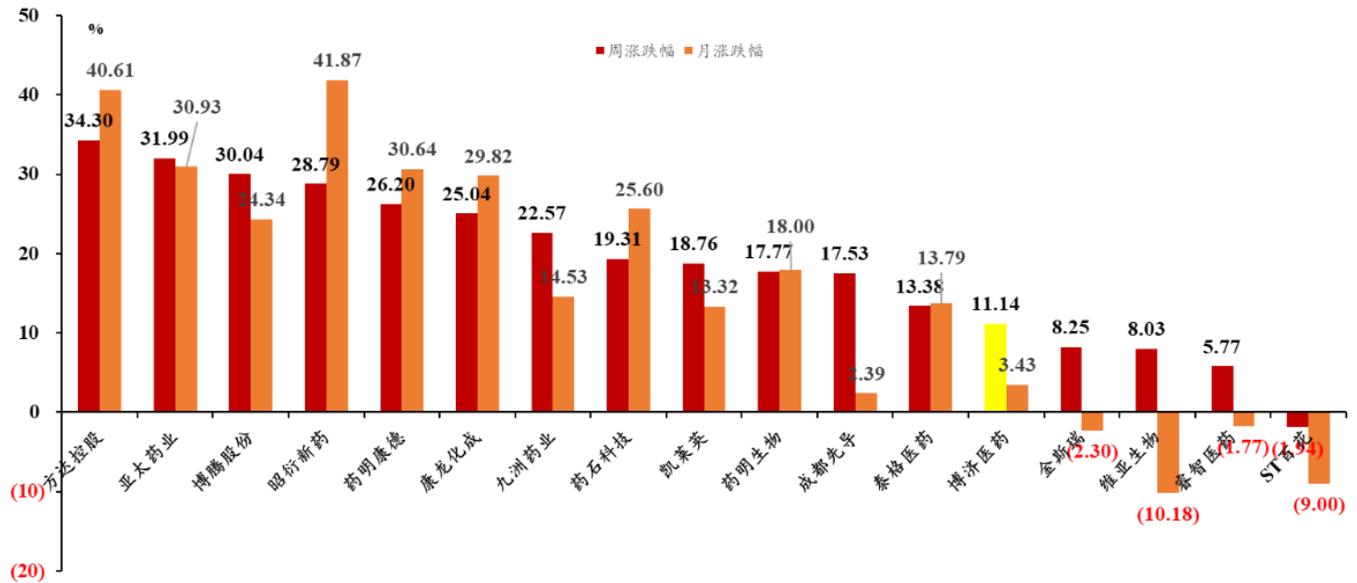
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. CXO 板块再掀热潮，高景气度下的持续超预期

上周(2021.1.18-2021.1.22)医药外包板块整体上涨 19.93%，跑赢中信医药指数 11.90 个百分点。其中泰格医药子公司方达控股及亚太药业领涨板块，周累计涨幅分别为 34.30% 及 31.99%，月累计涨幅 40.61%和 30.93%。板块重点公司中仅 ST 百花略有下跌，周累计跌幅达 1.94%，月累计跌幅为 9.00%。我们认为，上周医药外包板块整体强势走高，已经发布业绩预告的公司包括，博腾股份、昭衍新药、药明康德等带动板块整体上扬。我们发现，自 12 月份以来，CRO 公司股价持续走高，特别是景气加速的 CDMO，例如药明康德、康龙化成、凯莱英、药明生物、博腾股份等；以及高天花板的临床 CRO，泰格医药，其中管理半径、创新药投融资的持续景气及较成熟的供给端技术平台决定了中国生产

要素将有利的抬高领域天花板，突破海外龙头市值。我们再次强调把握“中国优势、核心主线”，坚持“市场化、全球化”两个原则、“创新赋能、制造升级和降本增效”三条选股思路。

图 3：1 月 18 日至 1 月 22 日 CRO/CMO 公司上周及当月涨跌幅（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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、昭衍新药、泰格医药、睿智医药将借助 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）。

表 1：国内 CXO 公司估值表

代码	重点公司	现价 (元)		EPS			PE		
		1 月 22 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603259.SH	药明康德	176.00	0.76	1.18	1.52	232	149	116	
300759.SZ	康龙化成	156.30	0.69	1.18	1.41	227	132	111	
603127.SH	昭衍新药	146.28	1.10	1.37	1.80	133	107	81	
300347.SZ	泰格医药	183.90	1.12	1.73	2.22	164	106	83	
002821.SZ	凯莱英	339.00	2.39	3.08	4.09	142	110	83	
300725.SZ	药石科技	173.33	1.05	1.41	2.01	165	123	86	
300149.SZ	睿智医药	14.47	0.28	0.37	0.57	52	-	-	
002370.SZ	亚太药业	4.91	-3.86	-	-	-1	-	-	
600721.SH	ST 百花	3.54	0.09	-	-	39	-	-	
300404.SZ	博济医药	11.47	0.04	0.12	0.15	287	-	-	
603456.SH	九洲药业	41.00	0.30	0.46	0.67	137	89	61	
300363.SZ	博腾股份	45.41	0.34	0.58	0.81	134	78	56	
1873.HK	维亚生物	7.07	0.18	0.08	0.31	39	88	23	
2269.HK	药明生物	104.39	0.76	0.36	0.49	137	290	213	
1548.HK	金斯瑞生物	9.48	-0.05	-0.09	-0.08	-190	-105	-119	
688222.SH	成都先导	30.84	0.33	0.17	0.27	93	181	114	
1521.HK	方达控股	5.99	0.01	--	--	62	--	--	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

(药明康德、昭衍新药、泰格医药、康龙化成、博腾股份、成都先导、维亚生物为预测值，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 258 倍、193 倍和 184 倍，而 LabCorp (Covance)、ICON、PRA Health Science 的估值较低，2019 年 PE 为 27 倍、32 倍、36 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	EPS	PE
			1 月 22 日	2019A	2019A
LH.N	泰格医药	LabCorp (Covance)	228.90	8.35	27
IQV.N	泰格医药	IQVIA	185.59	0.96	193
SYNH.O	泰格医药	Syneos	76.09	1.25	61
PRAH.O	泰格医药	PRA Health Science	132.26	3.68	36
CRL.N	昭衍新药	Charles River	280.18	5.07	55
ICLR.O	泰格医药	ICON	216.24	6.79	32
CTLT.N	凯莱英	Catalent	116.82	0.90	130
CDXS.O	凯莱英	Codexis	25.96	-0.21	-124
MEDP.O	泰格医药	Medpace	141.80	2.67	53
532523.BO	凯莱英	Biocon	393.00	-	-
LONN.SIX	药明生物	Lonza	595.20	8.65	69
207940.KS	药明生物	Samsung Biologics	794,000.00	3,078.89	258
PPD.O	泰格医药	PPD	34.90	0.19	184

资料来源：Wind，浙商证券研究所 (Biocon、Samsung、Lonza 单位分别为 INR、KRW、CHF，其余单位为 USD)

3. 重点研究更新

3.1. 药明&康龙：CXO 龙头人效背后的基因密码

投资要点：

工程师红利逻辑下医药 CXO 离不开人效变量分析。工程师红利，一直以来是资本市场理解医药 CXO 行业的重要评估变量，我们持续强调该红利逻辑有效的前提来自医药 CXO 中离岸属性的业务，而体现工程师红利的是人力成本占比较高的临床前医药 CXO 公司，典型公司如药明康德、康龙化成；在医药外包板块龙头公司估值中枢上移的背景下，关于这两个龙头公司的比较分析，成为资本市场关注的重点，基于此，我们就从“人效”的角度分析，尝试揭示这两家公司背后发展战略的差异。

人效分析：较高水平、提升空间，反映外包公司弹性。①静态：龙头公司保持较高人效水平，康龙化成相比提升空间大。考虑药明康德、康龙化成业务构成和各业务成本构成的差异，我们认为比较临床前 CRO 人效比较适合的对象应该是：药明康德的中国区实验室和康龙化成整体的比较，参考药明康德中国员工、CDMO 业务、美国区域等员工披露情况，我们估计 2019 年药明康德中国区实验室和康龙化成的人均收入、毛利的差距分别在 22.8%、48.3%。②动态：人效提升*人员拓展，带来业绩弹性。我们发现，2014-2019 年，人均收入复合增速方面，康龙化成保持了更高的增长（康龙化成：8.6%，药明康德：4.6%）；人均纯利复合增速方面，康龙化成依然保持了更高的增长（康龙化成：41.8%，药明康德：29.3%），考虑药明康德的投资收益贡献，我们认为康龙化成人效的提升，更多的反映了经营效率逐步提升的趋势。

人效背后：规模是第一要素，管理提升天花板。规模是第一要素。药明康德相对更激进的服务业务横向拓展下，我们发现中国区实验室业务的人效仍然保持较高的水平，我们认为这也提示了规模在医药 CXO 的重要意义，可以把他理解成平台、品牌等同义词，在一体化外包趋势下，快速搭建一体化平台，对于成本的摊薄、订单的持续性都有重要的意义。可以预期的是，康龙化成在临床前 CRO 服务夯实基础的同时，后续一体化平台的加速拓展成为必然的策略，我们也看好公司新产能、新服务拓展带来的天花板进一步提升。②并购整合能力，是规模拓展中管理的重要挑战。而新服务的拓展方式方面并购是重要的选择，并购方面我们认为涉及的管理整合能力，是医药 CXO 更大的管理挑战，由此，管理能力才是医药 CXO 天花板提升的重要评估变量，尽管该指标很难量化测算，但是在相关业务的人效爬坡窗口期，我们认为不仅仅体现了项目管理能力，更体现了新业务拓展的可行性，因此，人效仍然使我们跟踪这类公司时的重要评估变量。

投资建议：考虑医药外包细分领域的景气差异，我们重点推荐药明康德、康龙化成、泰格医药、昭衍新药、九洲药业、博腾股份，建议关注凯莱英等公司。

风险提示：医保、药审等不确定性政策对产业发展带来的波动性风险；企业订单季度波动导致股价波动的风险。

3.2. 九洲药业：稀缺的、加速迭代的 CDMO 平台

报告导读：我们认为公司作为已经切入大客户、重磅新药、规范市场的医药 CDMO（医药开发生产外包）公司，其质量体系已经得到初步验证，在这种基础上，考虑国内外客户外包平台选择的稀缺性及公司产能扩张节奏，我们认为公司 CDMO 业务正加速进入良性增长期，行业竞争力逐步进入国内第一梯队，打消市场对于公司质地认知的预期差，在这种认知下，我们看好公司中长期投资价值，给予推荐。

投资要点：2018-2020 年是九洲药业 CDMO 业务加速发展的三年，也带来资本市场对其能力的新的认知，随着诺华苏州工厂的收购整合、诺华重磅炸弹品种销售潜力释放和认证转移、国内创新药项目的快速接力、江苏瑞科复产及技改完成，我们认为二级市场已基本认同公司短期业绩确定性高增长，但对于公司产业竞争力和未来发展空间仍存在较大的分歧。我们创新性的从固定资产投资、人效和项目等角度横向对比国内外 CDMO 公司，特别突出对生产要素的分析。总结看，我们认为诺华合作的深入侧面验证了公司 CDMO 能力，公司更深的切入了全球规范市场供应链体系，平台雏形已经呈现，这种平台的稀缺性、后续国内订单的率先承接性，奠定了我们对公司加速发展认知的基础。

边际变化：从平台验证期向业绩加速兑现期过渡。优质 CDMO 平台逐步从能力建设期走向订单、业绩加速兑现期。①创新性的财务数据比较发现，公司处于能力快速跃迁期。我们首次从制造业角度分析公司固定资产投资效率和无形资产投资方向，从人效和项目储备看结果和边际变化，结合财务和公司基本面的变化（项目和技术平台）讨论公司在国内 CDMO 头部平台中的特点和比较优势。我们发现公司呈现资本开支力度加大、人效逐步向头部 CDMO 靠拢、项目储备积淀加速丰富，从这个角度看，公司 CDMO 业务处于一个拐点期，后续随着上述能力应用转化，公司 CDMO 业务有望进入一个新的加速增长的新窗口期。②逐步跨过能力建设期进入订单、业绩加速兑现期。与行业龙头相比，公司无形资产和研发投入多、固定资产（尤其是 CDMO 相关的固定资产）投资相对谨慎，原料药停产/复产扰动叠加 CDMO 业务早期的波动性导致公司整体人效和固定资产创利略低于 CDMO 龙头平均值，但这并不意味着公司 CDMO 平台的“D”和“M”端竞争力不足，我们认为从成长阶段、能力积累方面看，订单、客户丰富正在加速推进，随着 CDMO 项目逐步落地（具体测算详见盈利预测章节），我们有望见证公司 CDMO 业务走向平台化、漏斗化阶段。

CDMO 收入增速、空间：进入长周期、快速增长窗口期。借助诺华的供应链体系，九洲药业在海外和国内 CDMO 赛道上分享多大的市场空间？我们认为，切入诺华供应链带来的不仅是确定性较强的单一重磅品种，更重要的是研发和生产能力建设、重磅品种管理经验和多业务板块协同的管理能力升级。随着海外合作品种转移完成和国内储备项目的陆续上市，2020-2022 年公司 CDMO 业务收入端复合增速有望超过 40%。

原料药：看好新品种、新产能、新空间。借助新品种、新产能拓展奠定稳定增长基础。①瑞科复产、新品种注册、产能建设推动原料药板块走上新台阶：通过分析公司环评、竣工验收报告等资料，我们关注到原料药板块老产品技改推进、新品种产能投放在即、培南类品种一体化&系列化。②大吨位品种一体化空间：产业链纵向延展，专注优势、慢性用药领域，我们关注公司在制剂审评、产能建设等领域的最新进展。

盈利预测及估值：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.46、0.67、0.96 元/股，2021 年 1 月 14 日收盘价对应 2020 年 70 倍 PE、2021 年 47 倍 PE，低于可比公司平均值。我们认为，九洲药业通过切入跨国公司供应链，丰富了产品储备、积累了重磅品种管理经验、树立了国际化品牌形象，在国产创新药陆续上市、突破的关键节点，有助于打开

CDMO 收入的成长空间。相对于可比公司，公司合作品种增长确定性相对更强，首次覆盖给予“买入”评级。

催化剂：签订新战略合作客户；合作项目成功上市；合作项目销售额超于预期等。

风险提示：生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO 业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

3.3. 药石科技：进入规模换空间新阶段的分子砌块龙头

报告导读：我们看好技术起家、产品型公司天花板提升空间。药石科技符合这样的特点，分子砌块，作为药物研发早期新药设计理解的“探针”，我们认为药石科技在该领域聚焦积累了丰富的经验，特色砌块稳固构建护城河，且 2018 年以来 CDMO 业务收入快速增长也对部分砌块的规模化生产能力进行了部分验证。未来天花板提升空间方面有望通过 CDMO 业务及创新药研发风险共担商业模式进一步体现，这也是我们看好公司中长期持续快速增长及高天花板的认知基础。

投资要点

源起：分子砌块，产品型业态奠定新模式拓展基础

①“懂药”的管理人才基础，决定我们对其商业模式理解。药石科技的管理层均来自于罗氏、默克、礼来等药企研发部门，履历堪比创新药企的人才配备。我们认为，管理层资源特点、资深的医药研发经验为公司商业模式拓展奠定了基础，也决定了公司的核心优势及发展重心。②公司基因是产品型而非外包型。公司成立以来，专注分子砌块研究和开发（药物分子结构决定了新药的药理活性及毒副作用，合理设计和优化的分子砌块可以显著提高成药性），药石科技管理者带着新药研发梦，从基础分子砌块出发，为药企提供创新设计的数量庞大的分子砌块工具箱，助力新药研发。公司在砌块的设计、工艺开发中一直是产品型的模式，我们认为这也奠定了公司在 CDMO 业务拓展中的议价能力及往新药方向拓展的可行性。

模式：“0 到 1”向“1 到 N”的拓展

①从 0 到 1：分子砌块开发，解决药筛核心痛点。公司实验室业务 70%+ 的毛利率、20%左右研发费用率（估计）和 25%左右的净利率，吸引我们对于公司产品竞争力的理解。我们认为以分子砌块起家的药石科技天然就是产品型公司，聚焦在分子砌块领域创新设计，打造了公司较强议价能力（反映在实验室业务的单人收入、纯利方面）。在扩大品类规模为药企提供多种研发基础砌块的同时，公司凭借自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的强大技术优势，用创新设计引领客户，极大的增强了客户的粘性；成长性方面，我们认为随着公司募投“创新药物分子砌块研发、工艺研究和开发平台建设项目”年底完工投入生产，以公斤级以下产品为主的实验室业务 2021-2022 年有望实现较快增长。

②从 1 到 N：规模化生产、产品从砌块向后端拓展。我们认为公司处于规模化拓展的初期，这种规模性不仅仅是指 CDMO 业务，还包括公司产品模式从药筛、Hit 到 PCC 的拓展。我们认为，药石科技设计的创新分子砌块增强了客户粘性。同时，公司在多品种、小订单的长尾客户中广泛了解客户需求，为后续精准提供快速推进必需的分子砌块打下较好基础。药物分子砌块，作为药物研发各个阶段基础物料，以此成为公司的核心竞争力起点，走具有“药石特色”的药物研发与生产之路。研发和生产的协同共进，我们认为这是创新药公司必然遇到的问题。对于药石科技，我们认为 CDMO 领域和自身产

品从分子砌块向下游拓展，都是一种规模化拓展（也就是从 1 到 N 的拓展），只不过这个过程商业上呈现外包、风险共担等新的模式，这也为公司的跨越式发展提供的极大的弹性，也是我们看好公司中长期空间的关键基础。

客户：结构转变，看公司业态中的超预期变化

通过药石科技 TOP5 客户分析，我们发现“分子砌块供应商——创新药企——CXO”逐渐转型，我们认为这有助于提高业绩稳定性，利用 CXO 客户有望进一步扩大砌块使用群体，实现业绩良性增长。从过去 5 年前五大客户变化看公司营收结构变化，我们发现经销商客户占比下降、药企客户提升，我们认为这反映了公司产品跨国经销商直接对接终端研发药企或 CDMO 的趋势变化，以及量产产品的渗透率提升。2020 Q1 第一大客户为 CDMO 公司，产业链环节的卡位特点进一步凸显，我们认为在分子砌块-CDMO-药企的服务链生态中，公司量产的拓展体现了规模化业态拓展的可行性。

拓展：规模化拓展换更大成长空间

公司借助产业链的源头地位及核心砌块优势，打造以分子砌块为核心的全产业链平台。加强新药研发中心的升级改造及制剂生产平台的建设，进一步打造“药石研发”+“药石制造”双品牌。我们认为双品牌其实是商业模式的延伸，是公司基于产品/服务的理解，推进从研发到制造商业模式的变现。

①产品变现：新药研发风险共担，2021 年开始有望持续兑现。公司已经与 2020 年 9 月转让 5 个化合物的所有权，我们认为这部分证明了公司自身设计的分子砌块库的有效性。公司此项业务不仅在“风险共担”的模式下享有高回报及相对较低的风险，且有望提升公司天花板。案例验证方面，2014 年药石科技创始人设立创新药公司药捷安康多条管线正在持续推进，我们认为这是公司分子砌块对创新药推动的认可，同时也说明了公司基于核心的分子砌块优势未来发展业务模式的多样性和可行性。

②制造服务变现：制剂 CDMO 加速能力搭建。公司持续拓展补充产业链。进一步加大药物制剂生产基地的建设投资，完善公司的服务链，为客户提供优质的一站式药物开发及生产服务，奠定了公司存量业务高速增长的基础。

盈利预测及估值

基于公司始终深耕的创新型分子砌块领域，我们认为 2020-2022 年，公斤级以上业务随着前端客户管线的逐步推进及商业化放量有望同比增长 70%、40%及 40%。公斤级以下业务随着募投项目的逐步推进，有望实现同比增长 8%、35%、30%。我们预计 2020-2022 年净利润 2.05、2.91、4.13 亿元，EPS 1.41、2.01、2.85 元，最新收盘价对应 2021 年 71 倍 PE，考虑公司业绩未来 3 年 45%左右复合增速，及参考可比公司估值水平（2021 年 83 倍 PE），给予“买入”评级。

风险提示

下游产品研发、销售不达预期，原材料涨价，汇率波动，安全生产与环保，新业务拓展不达预期，核心技术人员流失，解禁风险，大客户依赖风险。

3.4. 欧印中 CDMO 业态比较,挖掘拐点和平台型投资机会

报告导读：无论仿制药 API 转型 C(D)MO 还是本土 CDMO 的快速崛起，都让我们不能忽视 CDMO（医药生产外包）这个细分赛道的讨论，本文试图从欧印中三国 CDMO 龙头出发，全球视角看不同类型 CDMO 商业路径差异、规模效应、API 转型 CDMO 的变化、国内发展阶段，推荐国内拐点性和平台型公司这两类投资机会。

投资要点:**CDMO: 什么奠定了 CDMO 成长稀缺性?**

市场特征: 大空间、快增长, 分散市场下头部效应突出。Frost and Sullivan 预计 2020 年全球中间体和 API 的 CDMO 市场空间为 830 亿美元, 制剂 CDMO 市场空间为约为 260 亿美元。我们认为, CDMO 业务商业模式的核心是强监管和慢周期, 这导致生产转移具有较强的时间和投资壁垒, 进而导致公司业绩存在阶段性差异。同时, 我们认为随着国内供给端工艺、工程化的完善, 国内 CDMO 及仿制药 API 公司成为海外中低端订单加速转移及国内创新红利需求的重要承接方。

欧洲: 从 Lonza 看阶段性、规模经济和平台整合

看发展阶段: 从单一平台到全球龙头, 需要什么? 复盘 Lonza 的发展历史, 我们认为阶段性和爆发性是 CDMO 业务商业模式的显著特点, ①产能及技术平台搭建周期; ②产品认证&转移周期; ③商业化项目培育上市周期等三个周期叠加, 有且仅当公司的客户结构、项目梯队、产能布局达到一定的规模后, 才有望分散投资和产品周期带来的业绩波动性; 而商业化项目贡献的业绩增量显著高于临床期项目, 漏斗作用+项目储备下, 后期收入增长有望持续加速。

看规模经济: CDMO 业务模式有没有规模经济效应? 复盘 Lonza 的发展历程, 我们关注到固定资产产能和无形资产(技术平台)投资前置, 后期产能利用率上升、技术授权加速显著带来规模经济效应; 当公司的收入和产能进入发展新阶段后, 我们有望看到 EBIT Margin 的持续提升。

看平台整合: 全产业链布局有没有协同效应、会不会导致强者恒强? Lonza 之外, 我们研究了全球 CDMO 龙头的业务构成、发展路径和产业链分工, 我们认为, 切入产业链的不同方面是耗时、耗力(整合难度)和费钱的, 平台型公司具有一定的壁垒和优势。

总结: 阶段性、规模经济和平台整合的商业模式下, 平台型公司具有高壁垒的稳定性, 盈利能力有望持续提升; 强监管、慢周期的前提下, 拐点型公司具有确定性较高的业绩弹性, 成长属性更突出。

印度: 仿制药 API 向 CDMO “转型”, 打开成长天花板

从商业模式出发探讨产品型和服务型公司: 我们一直定义仿制药 API 和创新药 CDMO 公司分属不同的业态(前者产品型、后者定制型), 在固定资产灵活性、订单的波动性、工艺技术平台方面都存在比较大的差异, 但是 2018-2020 年越来越多的仿制药 API 公司“转型”CDMO 业务, 但多数单列事业部或者实际是 CMO 而非强调工艺开发的 CDMO 业务, 这其中的模式拓展一直是资本市场讨论的热点。从产能投资周期和产品放量周期的维度看差异, 我们认为, 产品型公司 ROE 的持续提升主要依靠扩产→产能利用率提升→净利率提升, 核心在于①扩产节奏(是否前瞻)、②产品(是否具有竞争力), 前瞻性产能投资是未来 2-3 年收入增长的前导指标, 产能利用率是 ROE 的前瞻指标。从印度 Laurus、Jubilant、Divi's Lab 等公司的发展历程看, 产品型(API 业务)向服务型(CDMO 业务)转换的过程中, 净利率不一定提高, 但打开了成长天花板、平滑了投资周期。

中国: 平台拓展, 加速增长的前夜

①从投资水平看发展阶段和潜力: 国内仍处在产能加速投入期, 龙头公司资产回报走在全球前列;

②从人效看边际变化: 与 Lonza 有差距, 但已处于全球前列, 我们预期持续提升;

③从 ROE 和回报率看中国优势：工程师红利和工业基础带来的行业 α ，我们认为，在中国系统性的成本优势+公司 α 的作用下，我们有望见证国内龙头公司盈利能力持续提升。

投资建议

寻找平台：我们认为，已在全产业链布局的平台型 CDMO 公司业绩增长具有更高的确定性，CDMO 业务的商业模式决定了新成长阶段中盈利能力有望持续提升，叠加中国系统性成本优势和国内创新药陆续上市带来的投资机遇，我们推荐投资者关注行业龙头药明康德，以及产业链扩展加速、国内外项目储备丰富、技术平台认可度较高的凯莱英、康龙化成；

寻找拐点：我们认为，CDMO 业务的商业模式决定了较高的新入局壁垒，处在业绩拐点期的 CDMO 公司成长属性更突出，从这个角度出发，我们推荐关注国内外项目进入业绩兑现期的九洲药业和博腾股份，从分子砌块出发、以规模换空间的药石科技，以及从产品型公司转型 CDMO 业务且技术平台积淀较久、项目储备丰富的原料药公司，如普洛药业、天宇股份。

风险提示：生产安全事故风险；环保事件导致停产风险；CDMO 业务订单波动性风险；新药上市审评进度不及预期风险；重大客户流失风险等。

3.5. 昭衍新药：略超预期，看好公司 H 股上市后的加速增长

报告导读

昭衍新药 2020 年业绩略超预期，扣除股权激励费用及生物资产公允价值变动，再次验证存货中未结课题金额对短期业绩的指引意义。我们认为，短期随着公司广西梧州猴舍的投入使用及 Biomere 能力的建设，长期伴随 H 股上市带来海外品牌力的提升，公司将持续受益于国内市场 β 红利及海外市场增量带来的高增长。

投资要点

Q4 略超预期，看好公司收入、利润的持续增长

2021 年 1 月 19 日，公司发布 2020 年业绩预告，预测 2020 年净利润 3.03-3.22 亿，同比增长 69.86%-80.33%。按预告中位数计算，2020Q4 净利润约 1.94 亿，同比增长 90.4%，占全年总利润的 62.13%。我们估计收入、利润端有望延续高增长，趋势有望延续。2020 年 Biomere 并表 1.5-2 亿收入，我们估计贡献 1500-2000 万利润。参考 2020Q3 及 2020 年产能投放节奏，我们估计生物资产公允价值变动接近 3000w，股权激励费用 2020 年约 3000 万。扣除股权激励费用及并表影响，公司纯内生净利润接近 3 亿元，同比增长 70%。符合我们对存货中未结课题金额对业绩的短期指引。

行业 β 景气度明显，2021-2022 年产能持续释放助推公司业绩成长

从三季度财务数据来看，公司存货金额 3.44 亿，环比上涨 23.48%。我们认为，存货的上涨主要来源于未结课题的增加，或占整体存货金额的 80%，对短期业绩有重要指导意义。由于业务性质决定了短期订单高周转，存货环比的持续增速意味着公司充足的订单量及产能的持续释放，我们估计全年收入端有望达到 70% 的增长。2020 年新签订单约 15 亿，YOY70%。2021 年苏州昭衍将有 5400 平的动物房即将投入使用，有望贡献更多产值。2022 年苏州增建的 20000 平设施，也有望对业绩起到进一步的推动作用。

H 股上市在即，有望进一步打开长期天花板

公司于 2020 年 7 月 23 日发布公告拟在 H 股上市，并于 10 月 19 日提交了申请。公司拥有 FDA 资质，通过了 AAALAC 认证，在上市后有望加速拓展美国市场，提升公司天花板。公司近年来不断拓展产能和加强能力平台的搭建，H 股募集资金或用来进一步开拓国际化市场，包括 Biomere 的产能拓展。我们认为昭衍新药作为在岸外包公司，H 股资金的募集有利于后续海外布局的发力，有望突破行业天花板。

盈利预测及估值

由于公司会计政策变更，选用公允价值对生物资产进行后续计量对公司净利润带来的正贡献，我们上调盈利预测。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.37、1.80、2.35 元，按 2021 年 1 月 20 日收盘价对应 2020 年 89 倍 PE，2021 年 68 倍 PE。参考可比公司估值及行业地位，给予“买入”评级。

风险提示短期订单执行的波动性风险，大额合同增加带来的应收账款控制不当的风险。

3.6. 药明康德：超预期，看好 2021 年高增长延续、天花板提升

报告导读

我们认为公司 2020 年主业利润端同比增速超预期，Non-IFRS 归母净利润连续四个季度环比持续提高，我们坚持认为公司 CDMO 业务边际景气加速甚至超预期、基因细胞治疗等业务提升业务发展天花板，我们维持“买入”评级。

投资要点

超预期，连续四个季度主业利润环比持续提升

2020 年业绩预告：公司预计 2020 年归母净利润、扣非后归母净利润和 Non-IFRS 归母净利润分别为 27.82-29.67 亿（YOY 50%-60%）、22.97-23.94 亿（YOY 20%-25%）和 34.90-36.11 亿（YOY 45%-50%），其中 2020Q4 归母净利润、扣非后归母净利润和 Non-IFRS 归母净利润分别为 4.14-5.99 亿、6.43-7.39 亿和 10.14-11.35 亿（YOY 79.79%-101.24%），其中公司 2020 年实现非经常性损益金额约为 4.85-5.74 亿。

2020Q4 主业延续强劲增长：公司 2020Q4 Non-IFRS 净利润为 10.14-11.35 亿，相比 2020Q1-Q3（分别为 5.76、9.42 和 9.58 亿）持续创新高，显示公司主营业务持续保持强劲增长，这也验证了我们 2020 年 12 月 30 日发布的《药明康德深度报告：CDMO 加速增长下，医药 CXO 龙头长牛天花板打开》中关于公司业绩加速的逻辑。

2021 年：看好高增长延续、天花板持续提升

业务拆分：应该更乐观看 CDMO 业务的景气加速趋势。此次公告显示，2020 年下半年收入同比增长 30%+，考虑 2020Q3 的表现，我们估计 2020Q4 收入增长 25-30%左右，基本延续了 2020Q2 以来的快速增长趋势，我们认为 2020Q4 公司小分子 CDMO 业务和中国区实验室服务仍然受益于海外疫情带来的订单转移以及公司小分子 CDMO 业务漏斗效应持续兑现带来收入端高增长。而临床及其他 CRO 服务业务也受益于国内疫情控制有望在 2020Q4 环比 2020Q3 持续改善。考虑到美国疫情一直未得到有效控制我们预计公司中国区实验室服务 2020Q4 仍然可能对业绩带来拖累。

这个位置怎么看？CDMO 加速提 EPS，基因细胞治疗、CDMO 新产能、技术平台提估值。考虑中国区实验室 2020Q1 的低基数、Q2 逐步恢复的趋势、CDMO 加速增长的趋势判断，我们估计 2021 年 Q1-Q3 有望延续加速增长的趋势。正如我们深度报告《药明康

德深度报告：CDMO 加速增长下，医药 CXO 龙头长牛天花板打开》中所分析：基于公司服务经验、订单和产能基础分析，我们认为公司 CMO/CDMO/收入加速趋势有望持续奠定 2021-2022 年整体业绩持续超预期的基础。中国区实验室服务的高增长也验证了公司在全球产业链中较强的话语权和硬实力，后续仍有望通过持续提升市占率带来业绩高增长。

盈利预测及估值

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 1.18、1.52、2.05 元/股，2021 年 1 月 21 日收盘价对应 2020 年 PE 为 136 倍，维持“买入”评级。

风险提示

不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险；国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险；各事业部间协同效应差造成新业务增长乏力的风险；汇兑风险；公允价值波动带来的不确定性风险。

3.7. 博腾股份：符合预期，关注盈利能力提升+新产能释放

报告导读

公司 2020 年预计收入 20.20-20.90 亿元，同比增长 30%-35%；扣非归母净利润 2.75-3.10 亿元，同比增长 70%-90%，2020 年 Q4 净利润几近翻倍。我们认为扣除苏州博腾产能投放影响，公司盈利能力有明显提升，转型逻辑持续兑现中，随着多业务板块逐步开启，未来弹性值得期待。

投资要点

2020 年业绩增长符合预期，Q4 净利润几近翻倍

2021 年 1 月 10 日，公司发布 2020 年业绩预告，其中公司实现收入 20.20-20.90 亿元，同比增长 30%-35%；归母净利润 3.06-3.43 亿元，同比增长 65%-85%，扣非归母净利润 2.75-3.10 亿元，同比增长 70%-90%；按预告中位数计算，2020 年 Q4 单季营业收入约 5.67 亿元，同比增长 20.64%，净利润约 8550 万元，同比增长 71.58%，扣非归母净利润约 7281 万元，同比增长 92.87%。

产品及客户结构优化效果明显，Q4 扣非净利润主要受新产能投放影响

2020 年公司业绩、盈利能力在产品与客户结构的持续优化下，有明显提升。2020 年四季度公司苏州博腾——基因与细胞治疗 CDMO 产能投放，我们推测全年将对净利润产生 4000-5000 万的负面影响。按照业绩预告，2020 年净利率约 14.64%-16.98%，较去年提升 3.06%-5.40%，2020 年 Q4 单季度净利率约 15.22%，提升 5.87%。扣除苏州博腾影响，2020 年 Q4 净利率提升 7.59%，YOY 88.63%，全年提升 5.17%-7.72%。我们认为，公司 2020 年 CRO 及 API 业务均进入快速增长期，长尾客户战略转型顺利，盈利能力及 ROE 等提升明显。随着客户项目的持续推进及基因与细胞治疗 CDMO 生产研发能力的逐步验证，后续有望贡献较大业绩弹性。

2020 年 Q4 基因与细胞治疗 CDMO 已获多个订单，制剂 CDMO 也正式开启

公司于 2020 年 12 月正式开启基因与细胞治疗及制剂 CDMO 业务。其中基因与细胞治疗 CDMO 已经开始逐步运营，业绩有望逐渐兑现；目前核心团队已基本搭建完成，拥有员工 90 余人，并获多个订单。制剂 CDMO 仍处于能力搭建初期，未来随着能力的逐

步验证及参股的海步医药对自身 API 与制剂服务能力的加强，有望为公司贡献明显业绩弹性。

盈利预测及估值

我们认为公司的技术能力及产品交付能力均在不断提升中，随着一体化战略的逐步推进，及后续 CMO 订单向临床后期乃至商业化前进，公司有望持续保持收入端 30%-35% 的快速增长。由于我们之前对非经常性损益的保守预测及参考业绩预告中披露的全年非经常性损益 3200 万元，上调盈利预测。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.58, 0.81 及 1.12 元/股，对应 2021 年 1 月 8 日收盘价 2021 年 PE 为 41 倍，维持“买入”评级。

风险提示

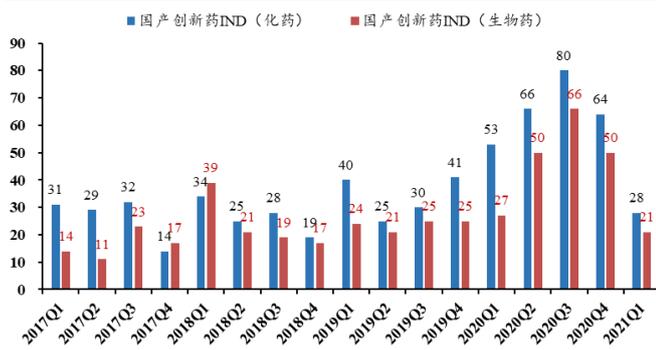
创新药投融资景气度下滑，汇兑风险，生物药 CDMO 等新业务开展不及预期。

4. 景气度跟踪：赶超进口注册了，边际变化值得重视

4.1. 创新药临床申请：Q4 国产生物药 IND 数量是进口 3 倍

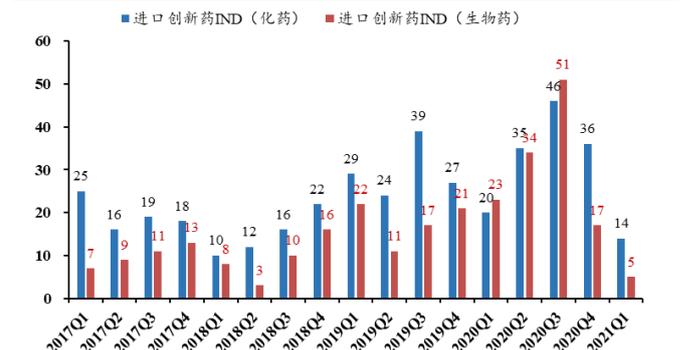
国内新药研发景气判断：2020 年国内 IND 化药及生物药 IND 申请均明显超越进口，2021Q1 差距继续拉大。据 CDE 数据显示，进入 2020 年后国产创新药 IND 申请总数开始全面超越进口创新药数据。2020 年全年，国内 1 类化药 IND 数量合计 263 个，同比上升 93.38%，1 类生物药 IND 数量 193 个，同比上升 103%；进口化药 IND 数量 137 个，同比上升 15.13%，进口生物药 IND 数量 125 个，同比上升 76.06%。2021 年截止至 1 月 24 日，国内 1 类化药 IND 数量 28 个，1 类生物药 IND 数量 21 个；进口化药 IND 数 14 个，生物药 5 个，景气度高涨，同比有望翻倍。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态势。

图 4：国产新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE（截止 2020.12.25），浙商证券研究所

图 5：进口新药 IND 情况（个）



资料来源：CDE（截止 2020.12.25），浙商证券研究所

4.2. 投融资：疫苗、创新药带动，2020 年再创新高

从 A 股上市药企研发投入规模看，2020 年前三季度，合计研发投入为 383.5 亿元，同比上涨 31.92%。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。随着医保、集采等政策的倒逼与创新红利，上市药企研发投入有望持续保持快速增长。

全球 Q3 融资总额及融资项目数量均创历史单季度最高，疫情对医疗健康领域的正面刺激作用明显。2020 年 Q3 全球医疗健康产业融资总额 203 亿美元(约 1420 亿人民币)，一共发生交易 605 起，其中公开披露金额的融资事件为 568 起，创历年 Q3 新高。截止 2020 年 Q3 全球医疗健康融资额已达到 3467 亿人民币，单个项目融资金额 2.35 亿人民币，位于历史高位。我们认为，疫情使投资者更加重视医疗健康领域的投入，在短暂的消极影响后为医疗健康产业，尤其是疫苗行业、IVD 与远程医疗等领域正面刺激作用远大于负面影响，且可能在疫情平复后持续。

图 6：A 股上市药企合计研发投入（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

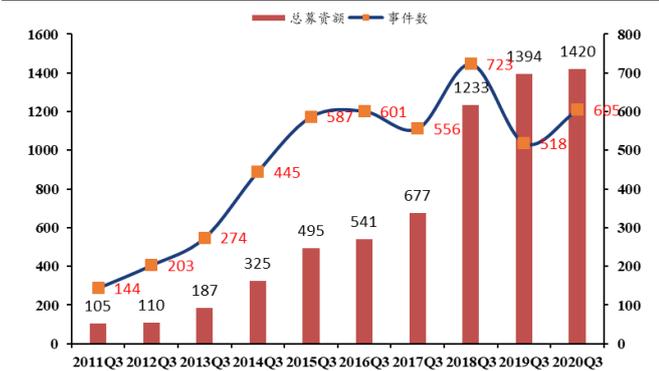
图 7：全球 2011-2020 年融资总额（亿人民币）及事件数



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

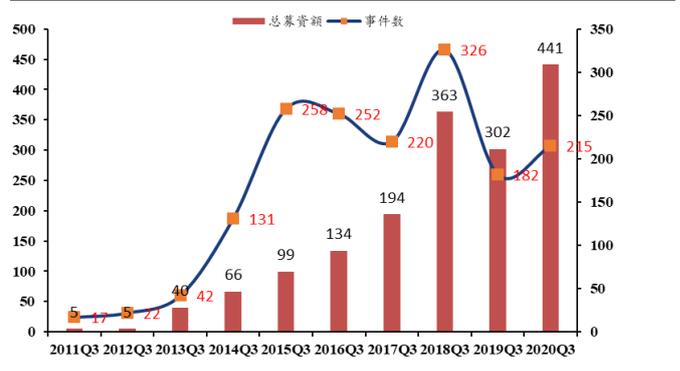
国内 Q3 投融资环境持续活跃，2020 全年有望明显赶超 2019。2020 年 Q3 中国医疗健康产业融资总额 441 亿人民币一共发生交易 215 起其中公开披露金额的融资事件为 199 起，同比增长 46%，为历年 Q3 融资额历史新高。同时，前三季度中国医疗健康产业已经发生 491 起融资事件，共计 929 亿融资，和去年全年融资额差距仅 100 亿，我们预测，2020 年全年融资额将明显超过 2019 年，显现出疫情下医疗健康领域投融资的景气度加速。

图 8：全球 2011 - 2020 年 Q3 季度融资总额（亿人民币）



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

图 9：中国 2011 - 2020 年 Q3 季度融资总额（亿人民币）

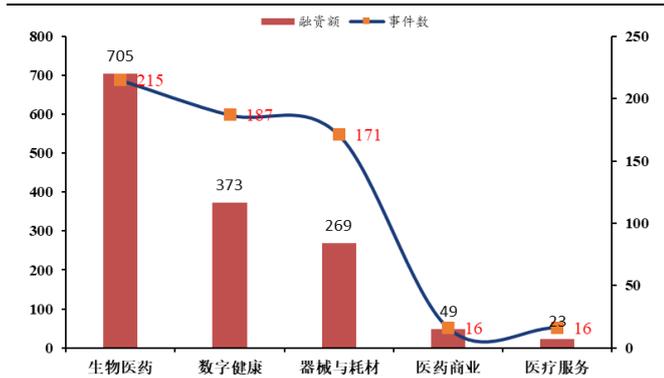


资料来源：动脉网，浙商证券研究所

从投资领域来看，生物医药、数字健康及器械与耗材逐渐成为投融资主要关注领域。从动脉网数据来看，2020 年三季度全球生物医药领域成为投融资最热点领域，共发生 215 起交易，总融资金额 705 亿人民币，高居细分领域之首，占总体投融资金额的 49.68%。数字健康领域排名第二，仅第三季度 1 亿美元以上融资高达 15 起，其中数字医疗保险服务商 Bright Health 完成的 5 亿美元 E 轮融资，荣登榜首，健身、互联网保险、心理健康、数字药房等均备受关注。我们认为，在疫情推动下各大投资机构持续关注数字健康的发展和创，随着政策环境与用户接受度及渗透率的改善，更多公司的商业模式也将得到印证和信任，推动医疗健康新时代的发展。

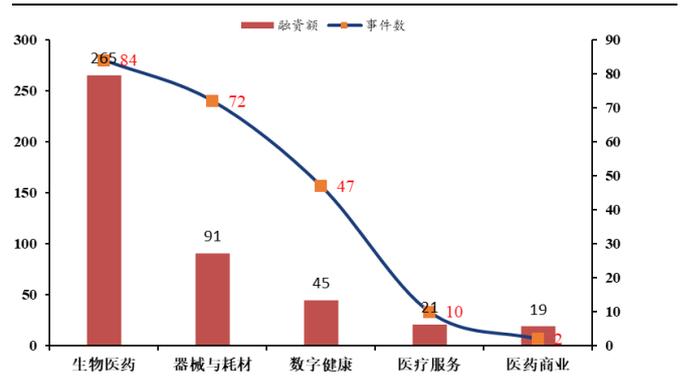
与海外不同，除去同样热门的生物医药领域外，国内更加关注医疗器械领域，医疗机器人成绩最为耀眼。国内的 72 起医疗器械企业的融资事件，总融资金额 91 亿人民币，占三季度总体 20.63%。其中 23 起 IVD 企业的融资，11 家医疗机器人相关企业（2 家康复机器人、9 家手术机器人）完成融资。其中，30 亿战略融资的微创医疗机器人及科创板天智航融资 4.52 亿人民币代表着行业商业化逐渐成熟。我们发现，我国医疗机器人的相关融资事件从以往的康复机器人、服务机器人为主转向手术机器人等新兴领域，代表着向更加智能及精细化领域的突破。

图 10：全球 2020 年 Q3 各领域融资（亿人民币）



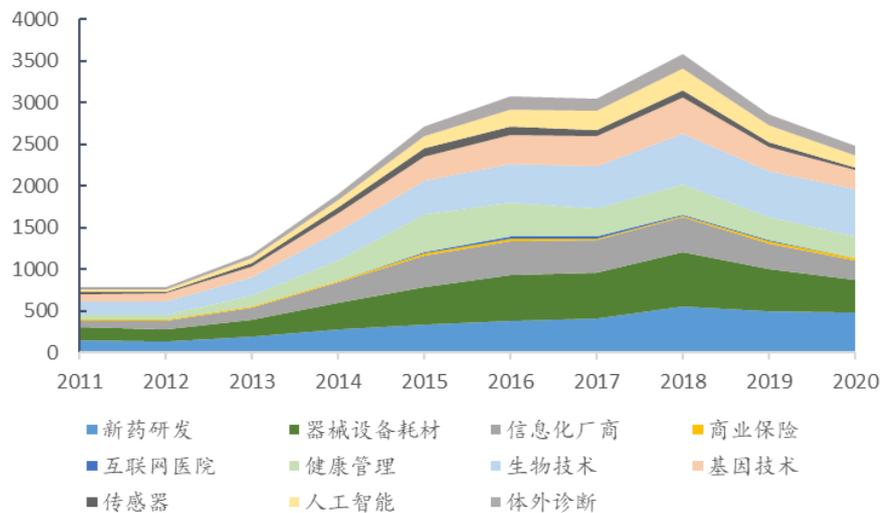
资料来源：动脉网，浙商证券研究所

图 11：国内 2020 年 Q3 各领域融资（亿人民币）



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

图 12：2011-2020 年全球医药投融资领域数量分布



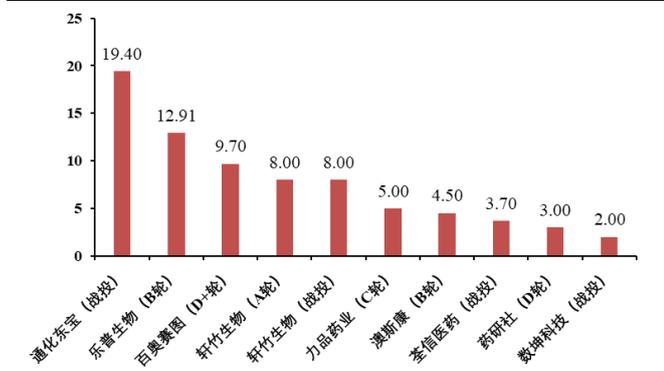
资料来源：动脉网，浙商证券研究所

国内一级市场投融资，同比降幅有限，单项目金额居历史最高位。根据 PE/VC 库 (Wind) 显示，截至 2020 年 9 月 30 日，国内生物科技/制药领域投融资额为 448 亿元，同比下降 19.36%，投资项目数为 247 个 (YOY -13.03%)，单个项目平均投资金额为 2.2 亿元人民币，同比上涨 7.28%，处于 10 年内历史最高位。

细分领域中，生物科技类公司占比较高，大分子创新药及特色 CXO 最受关注。从细分领域来看，生物科技类公司始终占比较高，2020 年 Q3 共有 62 个项目参与投融资，金额总计 144.52 亿，占总体的 77.80%。投资金额排名前 10 的公司中，肿瘤、心脑血管等热门领域创新药公司 6 家，国产胰岛素龙头——通化东宝及肿瘤免疫治疗——乐普生物获 Q3 最大金额投资，显示出大分子创新药较高的关注度。特色 CXO 公司，百奥赛图、

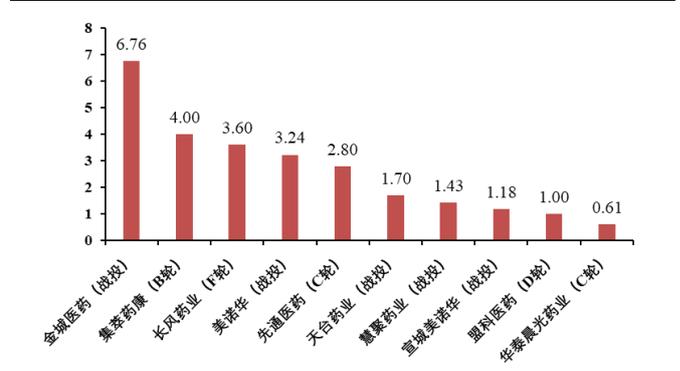
澳斯康、药研社也进入投资金额前 10 位。制药类公司中以特色原料药公司为主，值得注意的是，其中也同样包含了两家 CXO 公司，集萃药康及慧聚药业。我们认为，在中国市场红利、全球产业链分工转移逻辑下外包市场景气度持续高涨，具有特色平台的 CXO 公司及大分子 CDMO 需求旺盛，为外包领域最优质的赛道，仍是投资的极佳选择。

图 13：2020Q3 生物科技类公司投资金额前 10



资料来源：Wind PE/VC 库，浙商证券研究所

图 14：2020Q3 制药类公司投资金额前 10



资料来源：Wind PE/VC 库，浙商证券研究所

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，叠加国内政策面激励政策出台，长期看有望共同驱动医药健康投融资市场的持续活跃。

表 3：12 月份全球融资 TOP5

公司	融资轮次	融资金额	细分领域
1 科兴中维	未公开	5 亿美元	生物疫苗研发商
2 Roivant Sciences	未公开	2 亿美元	生物制药公司
3 优锐医药	D 轮	1.81 亿美元	Biotech
4 Cullinan Oncology	C 轮	1.31 亿美元	抗肿瘤药物研发商
5 艾兰得	A 轮	1.27 亿美元	保健品研发生产商

资料来源：动脉网，浙商证券研究所

12 月份全球融资 TOP5 显示出疫苗研发及创新药企仍是最受关注的投资标的。2020 年 12 月，全球生物医药领域一级市场共发生 89 笔融资交易，比上月多出 17 起；披露的交易总额约为 40.96 亿美元（不包括 IPO、定向增发等），相比上月增长 17.23%。与以往相同，在 12 月的生物医药领域里，生物制药公司的投融资依然位于绝对主导地位，本月生物制药领域共产生 66 起融资事件，融资总额为 33.57 亿美元，与 11 月相比环比增长 35.36%。值得关注的是，研发制造外包产业领域里的保健品研发制造商艾兰得于本月完成 1.27 亿美元 A 轮融资。艾兰得品牌诞生于 1998 年，公司成立于 2010 年。艾兰得坚持以用户体验为核心，专注打造全球营养品的研发、生产、销售全产业链，通过创新科技为用户提供营养品及健康管理服务。

我们认为，在疫情持续发酵下，生物疫苗研发及大癌种肿瘤药物的研发仍是最受关注的投资方向，国内进度领先的 Biotech 也正成为全球医药市场投资的优质标的，推荐持续关注。

投资建议：我们认为，国内创新药研发，尤其是创新药及创新疗法方向，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 龙头公司将是一些海外药企的优先选择。

5. 投资建议

我们重点推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药。从中长期景气度的角度，我们看好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，如凯莱英。

表 4：2019 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%

资料来源：Wind，浙商证券研究

6. 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。

股票投资评级说明

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

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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“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>