

创新药产业蓬勃发展，CRO 龙头腾飞在即 买入（首次）

2019 年 11 月 20 日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,614	12,520	16,074	20,312
同比（%）	23.8%	30.2%	28.4%	26.4%
归母净利润（百万元）	2,261	2,130	2,714	3,333
同比（%）	80.0%	-1.7%	24.8%	22.7%
每股收益（元/股）	1.38	1.30	1.66	2.03
P/E（倍）	71.60	75.99	59.64	48.56

投资要点

- **创新药大潮持续，国内临床 CRO 进入发展黄金期，行业年均增长率 20% 以上，全球小分子 CDMO/CMO 市场有望保持 12.0% 左右增长，国内增速预计达 19.4%。**随着国内鼓励创新药政策不断推出，一致性评价等政策促进药企进行改革，国内 CRO 进入发展黄金期，行业年均增长率 20% 以上，市场空间广阔。预计全球小分子 CDMO/CMO 市场规模 2022 年将达到 1,021 亿美元，2018-2022 年均复合增长率 12.0% 左右，新药研发黄金阶段，CMO 需求大幅增加，发达国家 CMO 业务向发展中国家转移，我国市场份额不断增加。
- **公司作为全球 CRO/CMO 龙头，全产业链布局臻于完善。**1) 中短期公司业绩增长主要依赖中国区实验室及合全药业，临床 CRO 业务有望快速增长。中国区实验室小分子药物发现业务依托行业增长及公司龙头地位，有望保持 20% 以上增长。CDMO/CMO 全产业链覆盖，订单充足增长强劲，预计维持 30% 左右增长，后期商业化项目有望持续提供业绩弹性，临床 CRO 业务通过收购 MedKey、Pharmapace 等完善业务布局，预计未来有望通过上下游业务协同提升市场占比。2) 长期看，公司 DDSU 部门为国内药企赋能，随着项目推进，未来有望成为公司重要业务增量，并逐步巩固行业龙头地位，美国区实验室的细胞与基因治疗产品随着该领域技术升级迭代，未来几年有望迎来重磅产品，成为公司布局创新前沿业务的重要桥头堡。
- **公司全产业链布局，提升上下游渗透率有望进一步巩固行业地位，充分利用行业优势布局投资领域。**公司业务范围从早期临床前发现延伸至 CMO 领域，进一步提升公司上下游业务部门间渗透率，有望增加公司业绩与客户忠诚度。同时，公司布局投资领域，一方面有效增强公司业务能力水平，丰富产业链布局，另一方面，发挥自身行业优势，充分挖掘优质公司，并利用自身资源协助标的的发展成长。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 125.20 亿元、160.74 亿元、203.12 亿元，增速分别为 30.2%、28.4%、26.4%。归母净利润分别为 21.30 亿元、27.14 亿元、33.33 亿元，增速分别为 -1.7%、24.8%、22.7%，EPS 分别为 1.30、1.66、2.03 元/股，对应 PE 分别为 76X、60X、49X。CRO 行业随着国内医药改革驱动创新药蓬勃发展，公司从临床前 CRO 至下游的 CMO/CDMO 全产业链覆盖，同时在细胞与基因治疗领域提前布局，逐步发展 DDSU 部门业务，综合行业景气度及公司绝对行业龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业景气度低于预期的风险，行业竞争加剧的风险，研发创新低于预期的风险，投资收益低于预期的风险，汇兑损益的风险。

证券分析师 许汪洋

执业证号：S0600519060002
021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	98.80
一年最低/最高价	61.62/101.60
市净率(倍)	9.40
流通 A 股市值(百万元)	99400.36

基础数据

每股净资产(元)	10.51
资产负债率(%)	36.75
总股本(百万股)	1638.18
流通 A 股(百万股)	1006.08

相关研究

内容目录

1. 药明康德：国内 CRO/CMO 绝对龙头	5
1.1. 公司简介	5
1.2. 股权结构	6
1.3. 公司主营业务：多业务开展逐步完成 CRO 全产业链覆盖	7
1.4. 公司盈利能力	8
1.5. 公司员工专业性保证竞争力，员工激励加强凝聚力	12
2. 政策波动应接不暇，CRO 龙头企业为创新产业赋能	13
2.1. 带量采购压制仿制药市场空间，MAH 等促进创新药发展	13
2.2. CRO/CMO 空间增长迅速，行业竞争激烈	14
3. 加强临床前 CRO 核心竞争优势，DDSU 发展可期	19
3.1. 中国区实验室服务：核心业务发展平稳	19
3.2. 美国区实验室服务：医疗器械检测稳健推进，细胞基因治疗产品成为未来关键看点	20
3.3. DDSU：新药研发部门，为下游客户创新业务赋能	23
4. 上下产业协同助力临床 CRO 业务快速发展	23
4.1. 国内临床 CRO 进入发展黄金期，行业年均增长率 20% 以上	23
4.2. 产业链上下业务协同助力，数据统计等业务增长有望提升盈利水平	24
5. CMO/CDMO：合全药业作为承接平台，增长迅猛	26
合全药业：CDMO 全产业链覆盖，订单充足增长强劲	26
6. 投资业务：收购模式助力企业发展，持续稳健投资收益	27
6.1. 投资并购丰富产业链布局	27
6.2. 资本融资加快公司业务发展	28
6.3. 发挥新药研发环节优势进行投资合作	29
7. 盈利预测与投资评级	30
8. 风险提示	32

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司全球分公司分布	5
图 3: 药明康德股权结构	6
图 4: 公司主要业务分布	7
图 5: 2018 年公司收入结构	7
图 6: 全球前 20 大制药企业业务占公司收入比重	8
图 7: 公司全球业务构成占比 (按区域)	8
图 8: 2014-2019Q3 公司营业总收入及增速	9
图 9: 2014-2019Q3 公司归母净利润及扣非归母净利润情况	9
图 10: 2014-2019Q3 公司销售毛利率&销售净利率	9
图 11: 2014-2019Q3 管理费用&管理费用率 (含研发费用)	9
图 12: 2014-2019Q3 销售费用&销售费用率	10
图 13: 公司 ROE&ROA	10
图 14: 2014-2019H1 销售费用&销售费用率	10
图 15: 销售商品和劳务收到现金	10
图 16: 公司客户数量 (个)	11
图 17: 现有客户产生收益及占全年营收比例	11
图 18: CRO 公司人均创收 (万元)	11
图 19: CRO 公司人均薪酬水平	11
图 20: CMO/CDMO 业务毛利率对比	12
图 21: 公司员工数量	12
图 22: 公司员工学历构成	12
图 23: CRO 公司人工成本占总成本比例情况	12
图 24: 国内 MAH 发展进程	14
图 25: CRO 开发流程与各模块内容	15
图 26: 全球&中国 CRO 行业规模及增速	15
图 27: 各 CRO 公司人工成本占整体成本比例	16
图 28: 中美印人均薪酬对比 (美元/年)	16
图 29: 中国医学类硕博研究生毕业生人数	16
图 30: 1.1 类化学新药临床申请数 (个)	17
图 31: 一、二类生物药申报临床及获批临床情况 (个)	17
图 32: 我国 1 类抗体新药申报情况 (个)	17
图 33: 中国 CMO 行业规模及其增长率	18
图 34: 2011 年各国 CMO/CDMO 市场份额	19
图 35: 2016 年各国 CMO/CDMO 市场份额	19
图 36: 中国区实验室收入及毛利率	20
图 37: 中国区实验室各细分业务收入构成	20
图 38: 公司美国区实验室服务收入情况	21
图 39: 2014-2018 全球细胞与基因治疗融资数额情况 (亿美元)	22
图 40: 基因治疗的临床试验项目	22
图 41: 国内 IND、NDA 数量	23
图 42: 国内外临床 CRO 市场变化	24

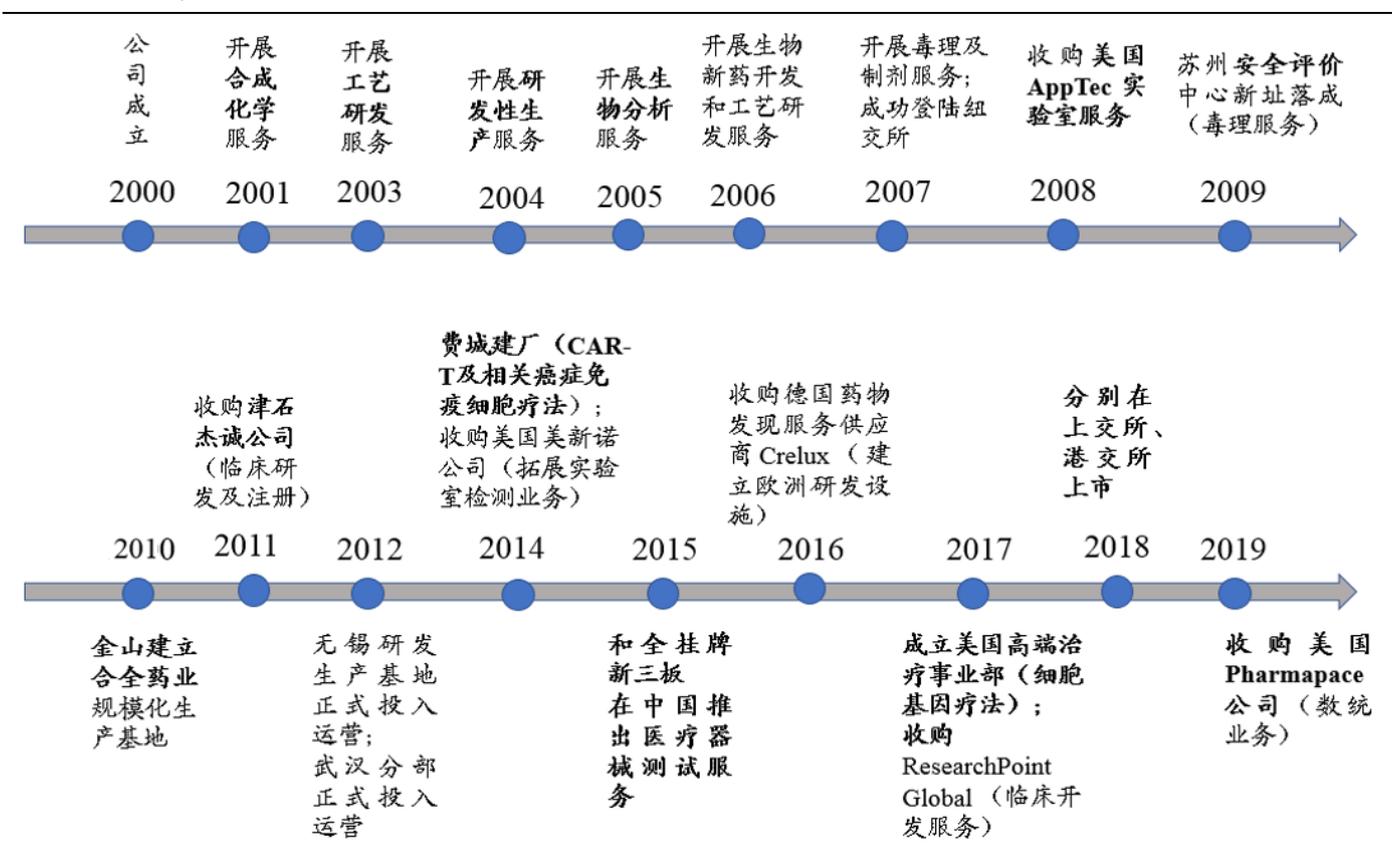
图 43: 公司临床 CRO 业务情况	24
图 44: 上市公司临床 CRO 毛利率比较	26
图 45: 公司 CMO/CDMO 收入	26
图 46: 合全药业扣非归母净利润情况	27
图 47: 合全药业 ROE&ROA 情况	27
表 1: 员工激励情况	13
表 2: 中国区实验室服务综合药物发现客户项目进度情况 (截止 2018.9.30)	20
表 3: 公司产业并购布局历史	28
表 4: 药明康德资本运作历史	28
表 5: 公司投资方向及相关标的	29
表 6: 公司部分风险投资项目及金额	29
表 7: 公司部分股权投资收益	30
表 8: 公司各业务板块预测 (单位: 亿元)	31
表 9: 可比公司分析	32

1. 药明康德：国内 CRO/CMO 绝对龙头

1.1. 公司简介

药明康德成立于 2000 年 12 月，为全球生物医药行业提供全方位、一体化的新药研发和生产服务。通过赋能全球制药、生物科技和医疗器械公司，药明康德致力于推动新药研发进程，为患者带来突破性的诊疗方案。目前，药明康德的赋能平台正承载着来自全球 30 多个国家的 3600 多家合作伙伴的研发创新项目，公司客户涵盖跨国制药企业、生物技术公司、初创公司、虚拟公司以及学者和非营利研究机构等。2018 年，公司分别在上交所及港交所挂牌上市。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司业务布局涵盖了亚洲、北美、欧洲的区域，基本涵盖全球。

图 2：公司全球分公司分布

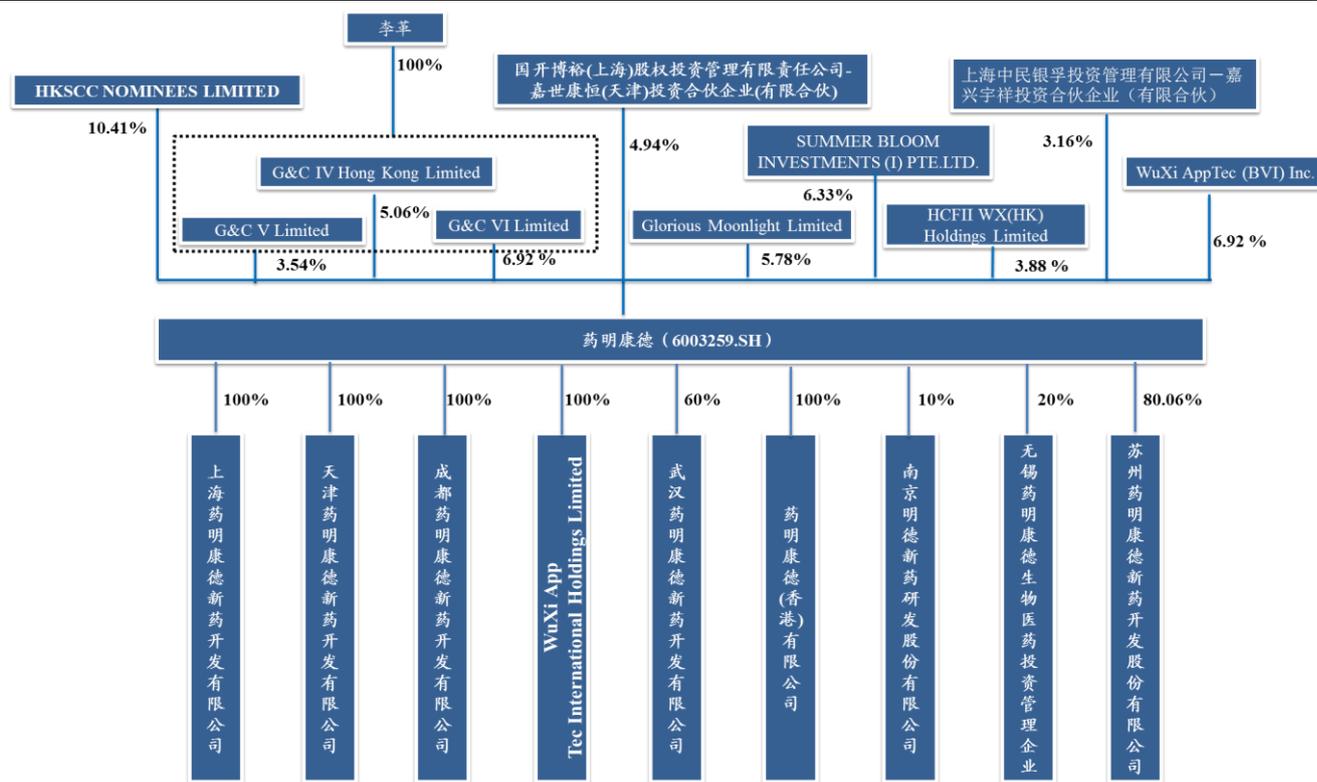


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构

Ge Li (李革) 及 Ning Zhao (赵宁)、刘晓钟、张朝晖四人为公司的创始人，为公司一致行动人，也是公司的实际控制人。截至 2019 年 9 月 30 日，公司董事长李革间接持股 15.53%。(G&CVI Limited、G&CIV HongKong Limited、G&CV Limited 为李革博士控制)。

图 3：药明康德股权结构



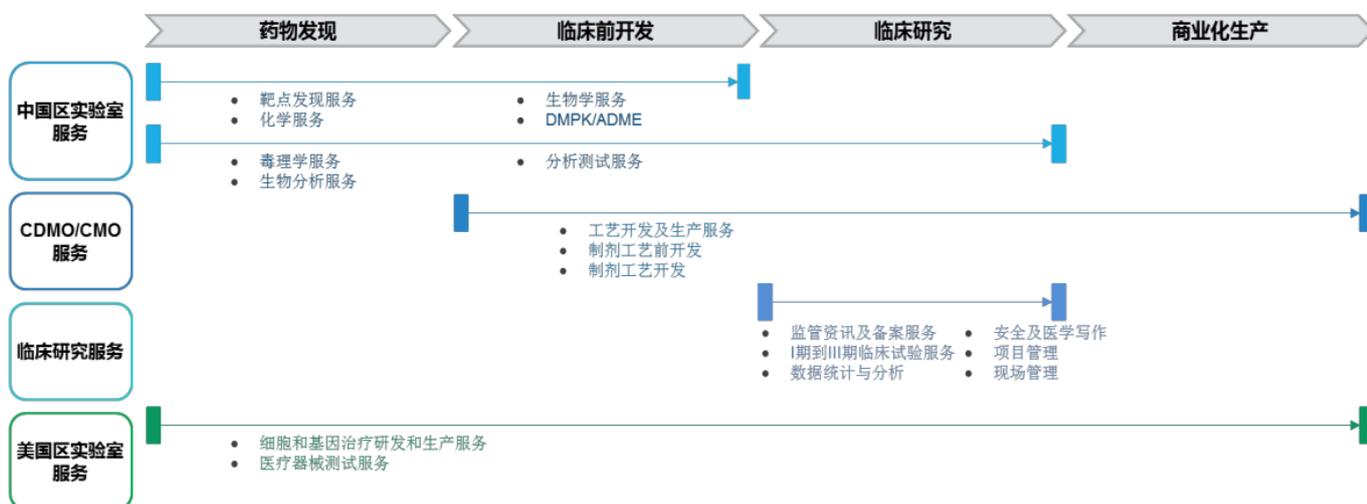
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司主营业务：多业务开展逐步完成 CRO 全产业链覆盖

公司拥有全球领先的开放式药物研发和生产服务平台，为客户提供全面配套的研发及生产服务，覆盖小分子药物发现、开发和生产的各个流程。公司以 CDMO 模式为客户提供细胞和基因治疗的研发和生产服务，并提供医疗器械检测服务及临床试验服务。公司的服务范围覆盖从概念产生到商业化生产的整个流程，是全球为数不多的“一体化、端到端”新药研发服务平台之一，能够满足不断扩大且多元化的全球客户需求。

公司主营业务可以分为中国区实验室服务、合同生产研发/合同生产服务（CDMO/CMO）、美国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 服务等四个板块，贯穿药物发现、临床前开发、临床研究，以及商业化生产全产业链。

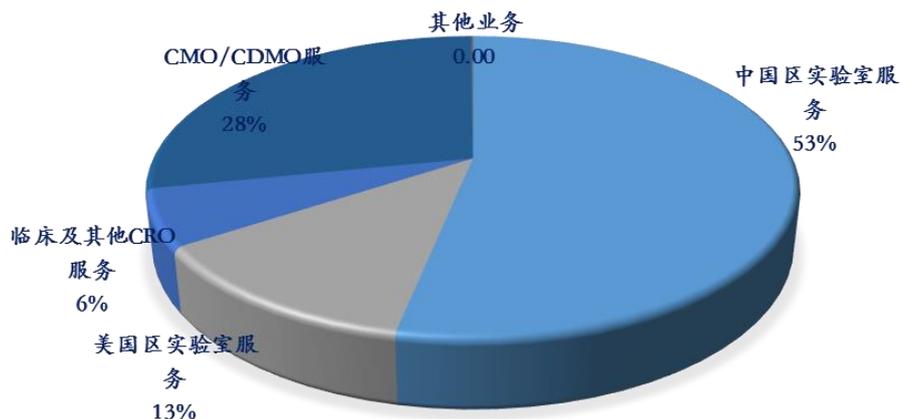
图 4：公司主要业务分布



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司核心业务仍为 CRO 业务，其中中国区实验室服务占比最高，2018 年同比增速达 24%，CDMO/CMO 业务增速也达到了 28%，而临床研究及其他 CRO 业务随着临床 CRO 业务大力发展，增长明显（2018 年同比增长 64%）。

图 5：2018 年公司收入结构

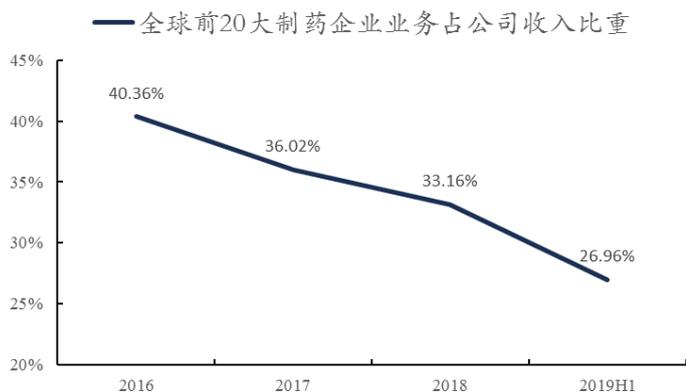


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

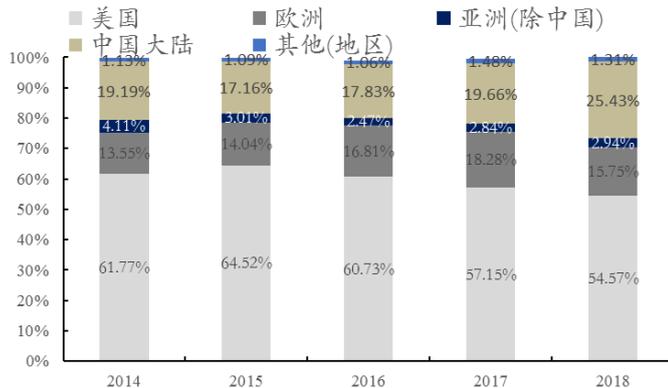
公司拥有庞大、多样且忠诚的客户群。2019年1-6月，公司新增客户近600家，合计为来自全球30多个国家的超过3,600家客户提供服务，覆盖所有全球前20大制药企业。公司大力拓展客户，尤其是Biotech公司等，因此近年来前20大制药企业的药物收入占公司收入比重呈现逐年下降的趋势，截止2019年上半年，该比重已经下降至26.96%。2019H1公司新增客户近600家，活跃客户超过3,600家。

图6：全球前20大制药企业业务占公司收入比重

图7：公司全球业务构成占比（按区域）



数据来源：港股招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：港股招股说明书，东吴证券研究所

公司国内业务占比不断提升（由2014年的19.19%提升至25.43%），美国区收入占比略有下滑，公司逐步在全球各区域开展业务，成为全球性优质CRO企业，区域间协同作用有望进一步放大。

公司逐步形成产业链闭环，后期提升上下游业务协同优势有望协同发展。公司持续驱动新知识、新技术的发展，提高研发效率、降低研发成本，平台创新赋能的能力不断增强，并形成良性循环的生态圈。加强上下游服务部门之间的客户转化，不断扩大服务，各个业务板块间的协同性进一步增强。

1.4. 公司盈利能力

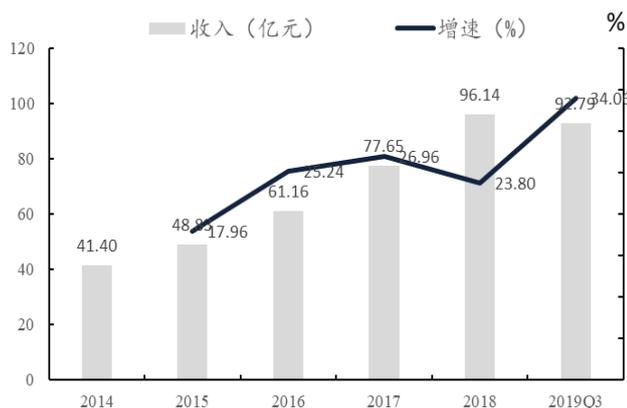
2019 年上半年公司实现营业收入 58.94 亿元，同比增长 33.68%，实现归母净利润 10.57 亿元，同比下降 16.91%，公司扣非归母净利润为 9.93 亿元，同比增长 20.05%。公司毛利率和净利率由于临床业务（毛利率较低）占比提升，整体略有下降，2019 年上半年，公司销售毛利率 38.78%，较去年全年增长 0.67 个百分点。

2019Q1-Q3 公司营业收入 92.79 亿元(+34.06%)，归母净利润 17.65 亿元(-8.46%)，扣非归母净利润 17.14 亿元 (+36.88%)，归母净利润同比下降主要是由于报告期内，公司所投资标的的公允价值变动损失 0.45 亿元，而去年同期实现公允价值变动收益 6.69 亿元。2019 年第三季度经调整 Non-IFRS 归母净利润增长 50.2%至 6.64 亿元，经调整 Non-IFRS 归属于上市公司股东的净利润增速较去年显著加快。

公司费用端保持稳定，管理费用率（含研发费用）及销售费用率始终维持在 15% 及 3.5% 左右。

公司 CMO/CDMO 由于需要重资产投入建设厂房以及购买设备，因此在一定程度上拖累了公司 ROE。由于公司在临床 CRO 方面逐步加大投入，其轻资产的特性将有利于公司 ROE 不断提升。

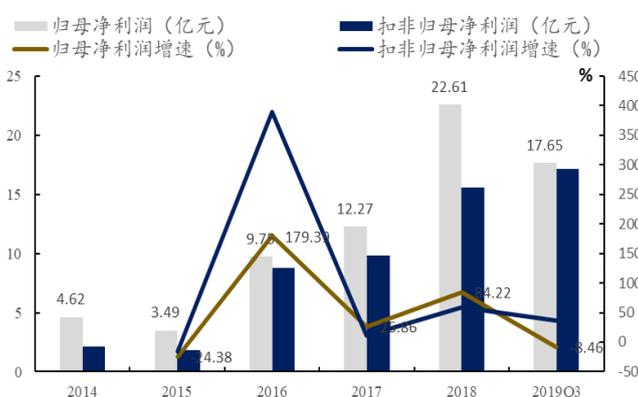
图 8：2014-2019Q3 公司营业总收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 10：2014-2019Q3 公司销售毛利率&销售净利率

图 9：2014-2019Q3 公司归母净利润及扣非归母净利润情况



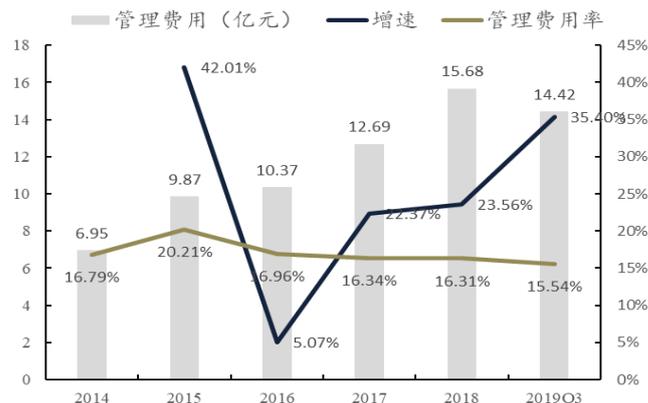
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 11：2014-2019Q3 管理费用&管理费用率（含研发费用）



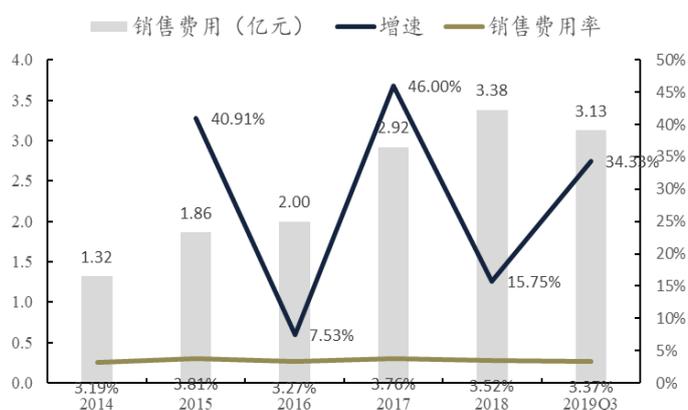
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2014-2019Q3 销售费用与销售费用率

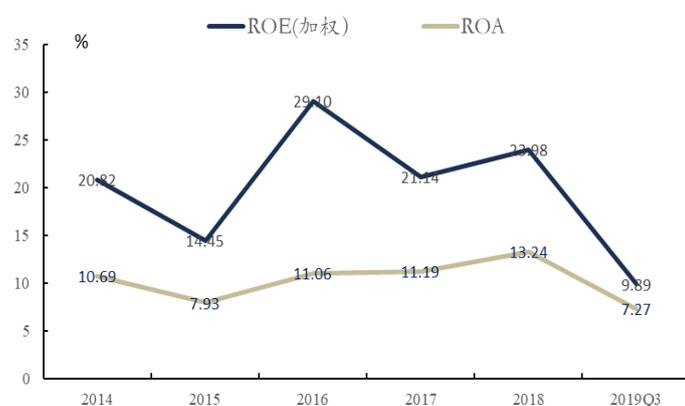


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 公司 ROE&ROA



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司回款情况近良好, 作为订单驱动的企业, 公司业务回款保证了现金流的稳健。

图 15: 销售商品和劳务收到现金



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司拥有庞大、多样且忠诚的客户群。2018 年, 公司新增客户 1,400 余家, 合计为

来自全球 30 多个国家的超过 3,500 家客户提供服务，覆盖所有全球前 20 大制药企业。随着公司赋能平台服务数量及类型的不断增强，公司新老客户数量稳步增长。公司能为客户提供高质量新药研发服务和严格的知识产权保护，帮助客户提高研发效率并降低研发成本。

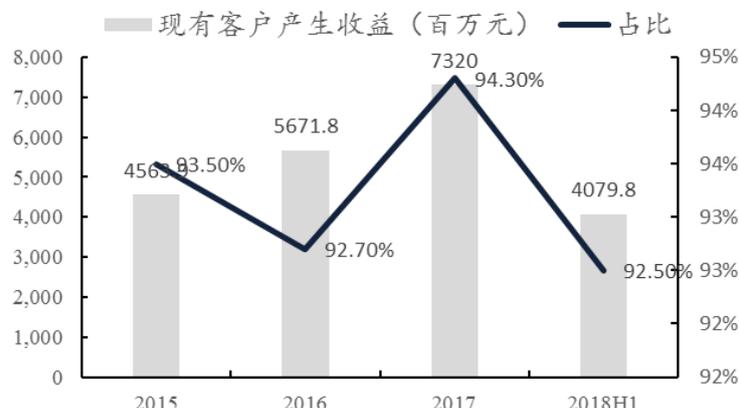
在药物研发价值链推进期间、以及客户开始新项目时，持续提供创新及多样的服务，即在 CRO 和 CDMO/CMO 阶段，从“跟随项目发展”到“跟随药物分子发展”，不断扩大服务。公司深化长尾战略，通过提供全面及定制化的服务，满足不断增长且多元化的中小型生物技术公司、虚拟公司和个人创业者的需求。长尾客户对于 CRO 和 CDMO/CMO 需求更大，公司从能力和规模等方面为长尾客户赋能，客户无需投资建设实验室以及其他固定资产，能专注于创新科学研究，加速项目推进并提高资本效率。

图 16: 公司客户数量 (个)



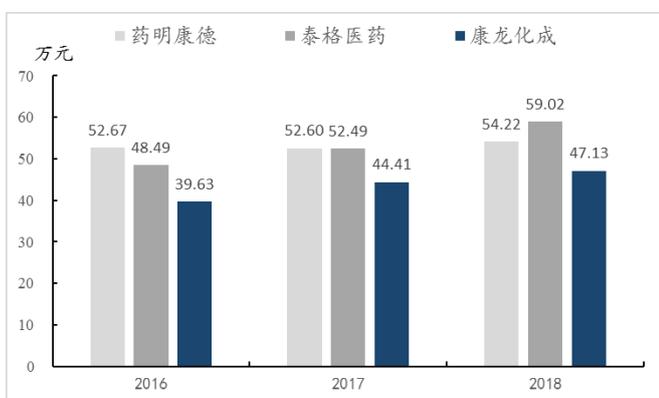
数据来源：港股招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

图 17: 现有客户产生收益及占全年营收比例



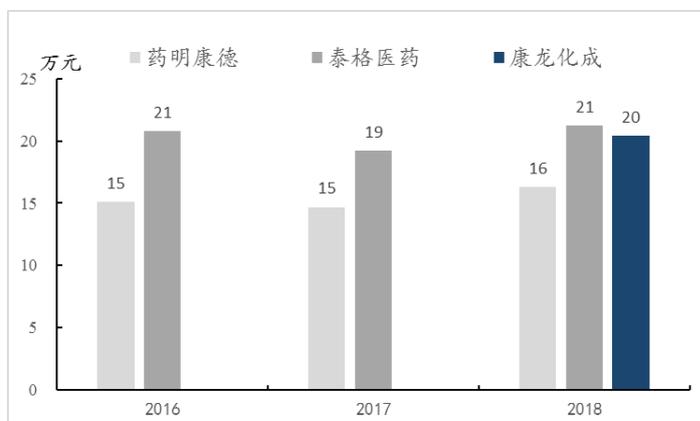
数据来源：港股招股说明书，东吴证券研究所

图 18: CRO 公司人均创收 (万元)



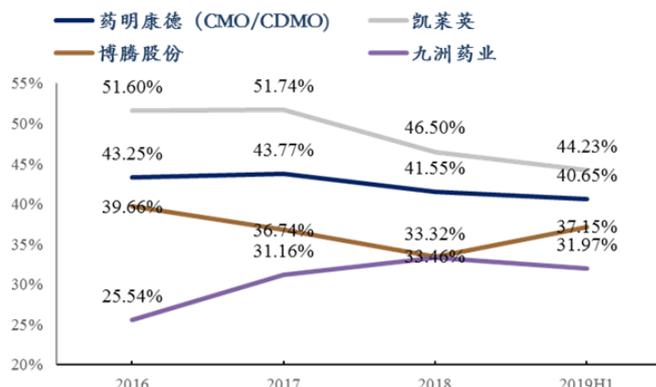
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19: CRO 公司人均薪酬水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20: CMO/CDMO 业务毛利率对比

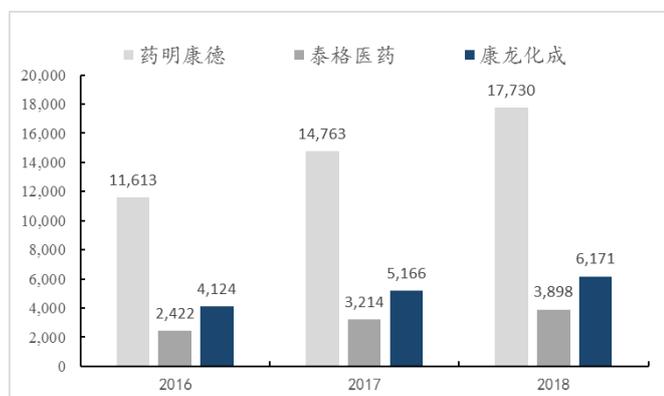


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.5. 公司员工专业性保证竞争力, 员工激励加强凝聚力

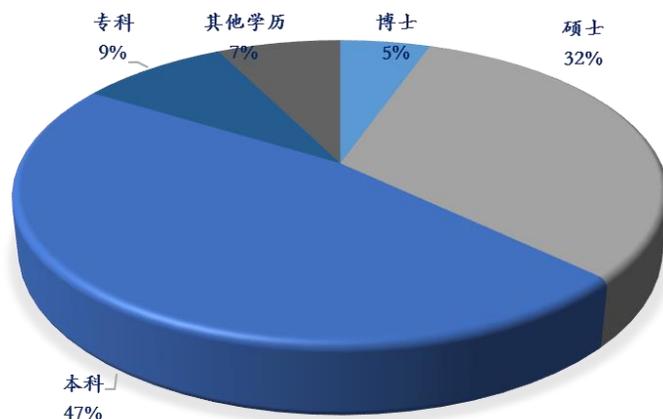
行业技术壁垒高, 公司员工素质高。截止 2018 年底, 药明康德共有员工 17730 人, 其中技术人员 13940 人。公司业务以药物发现为主, 因此对于人才的技术素质水平要求较高, 公司博士以上学历人数达到 949 人, 硕士学历 5636 人, 分别占总人数的 5%、32%。公司员工人数远远高于国内其他同行, 规模效应凸显。

图 21: 公司员工数量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

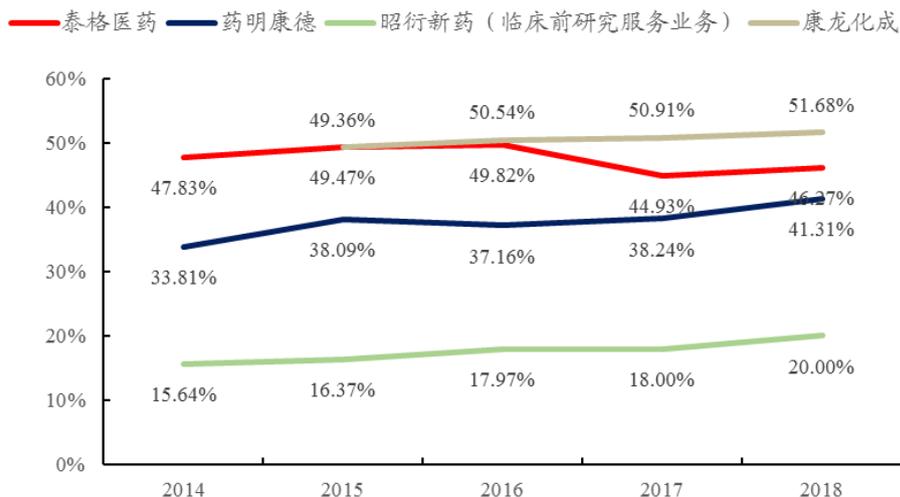
图 22: 公司员工学历构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

CRO 行业对于人才依赖性较高, 过去几年公司人力成本占整体成本比例持续升高 (临床 CRO 业务持续发力布局), 达到 41.31% 以上。公司人员结构的稳定性是公司持续发展的重要基础。

图 23: CRO 公司人工成本占总成本比例情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

员工激励提升员工积极性。公司在药明康德及子公司合全药业两个平台进行了多次员工激励，激励范围广，能够更好保证公司核心人员的稳定性，为公司后续业务开展提供保障。

表 1：员工激励情况

激励项目	说明
合全药业期权激励（2015、2016）	激励费用 2015/2016/2017/2018H1 分别为 15.3/26.0/13.2/11.6 百万元。
合全药业股权激励（2016、2017）	激励费用 2016/2017/2018H1 分别为 535.3、370.9/622.0 万元
药明康德股权激励（2018）	向 1528 名激励对象授予权益总计 885.7 万份，约占 2017 年底公司 14763 名总人数的 10.4%； 2018-2020 年公司营业收入考核目标分别为 89.4 亿、101 亿、112.7 亿元，复合增速为 13.2%。 2018-2021 对应摊销费用分别为 2580 万、6047 万、2080 万、609 万元。
药明康德股权激励（2019）	2048 名激励对象授予不超过 2105.55 万股 A 股股票，对 487 名激励对象授予 529.22 万份 A 股股票期权，对 234 名激励对象授予 290.12 万股 H 股股票增值权； 考核主要指标是公司 2019-2021 年的收入比 2018 年增长分别不低于 15、30、45 亿元。 2019-2022 年的费用摊销预计总计分别为 4896 万、2.64 亿、1.03 亿、3808 万元左右。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 政策波动应接不暇，CRO 龙头企业为创新产业赋能

2.1. 带量采购压制仿制药市场空间，MAH 等促进创新药发展

“4+7”带量采购全国落地，低壁垒仿制药空间大幅压缩

9月24号国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟中选结果,25个“4+7”

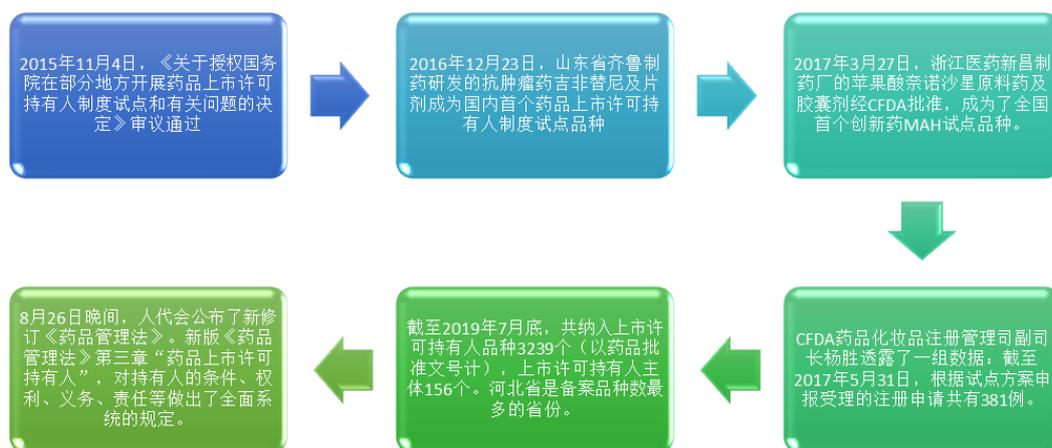
试点药品扩围采购全部成功，产生拟中选企业 45 家，拟中选产品 60 个。本次带量采购全国推广，在相应品种采购价格上有了进一步的降价，与联盟地区 2018 年最低采购价相比，**拟中选价平均降幅 59%**；与 2018 年“4+7”试点中选价格水平相比，**平均降幅 25%**。

从官方数据来看，2018 年执行的“4+7”带量采购是试点的 25 个品种，截至 8 月底，“4+7”城市采购量 17 亿片，中选药品采购量占同通用名药品采购量的 78%。未来带量采购在全国推广将逐步扩面，无论是药品种类还是推行区域。因此仿制药仍然面临较大的压力。

MAH 制度放开限制，政策红利逐渐显现

随着我国一系列政策的实施，CMO 红利逐渐显现。在推行 MAH 之前，药品上市许可与生产许可被捆绑在一起。而 MAH 制度分离了上市许可与生产许可，使得 CMO/CDMO 企业具备承接生产订单的资质，也使得没有生产资质的研发机构可以通过 CMO 完成药物生产，大幅促进了 CMO 市场的发展。

图 24：国内 MAH 发展进程



数据来源：国务院，CDE，东吴证券研究所

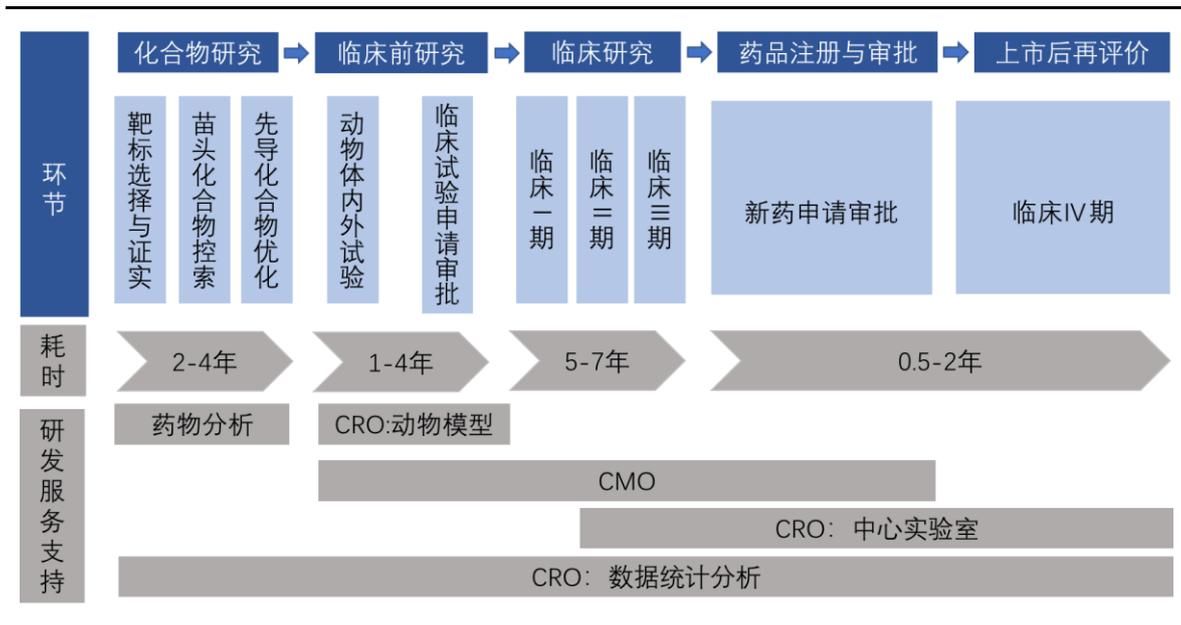
2.2. CRO/CMO 空间增长迅速，行业竞争激烈

1) 中国 CRO 行业增速超过 20%，成本&工程师红利凸显竞争优势

目前国内 CRO 市场主要由跨国 CRO 和本土 CRO 组成。国际巨头主要包括 QuintilesIMS、Covance 等，跨国 CRO 具备全产业链研发能力、提供服务涵盖药物发现阶段、临床前研究、临床研究、新药注册申报服务等多个环节，但因为临床 CRO 的成本高，周期长，故跨国巨头研发外包服务主要以临床 CRO 为主。本土 CRO 目前划分为临床前 CRO 和临床 CRO 两个类别。临床前 CRO 主要参与者包括药明康德、康龙化成、

昭衍新药等。临床 CRO 包括泰格医药、康德弘翼、博济医药等。

图 25: CRO 开发流程与各模块内容



数据来源：方达港股招股说明书，Frost&Sullivan，东吴证券研究所

根据 Frost&Sullivan 的预测，2014 年-2018 年期间，全球 CRO 销售额年复合增速为 9.6%，2020 年全球 CRO 行业规模预计达到 687 亿美元，CRO 行业将占整体研发投入支出的 58.3%。

根据 Frost&Sullivan 预测，2016~2020 年期间我国 CRO 行业年复合增长率为 21%，至 2020 年末我国 CRO 行业市场规模将超过 600 亿元。在国际制药企业研发外包往新兴国家转移，生物医药园区、人才以及创新药 VC/PE 井喷式发展，一致性评价落地、CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国 CRO 行业实现跨越式发展。

图 26: 全球&中国 CRO 行业规模及增速

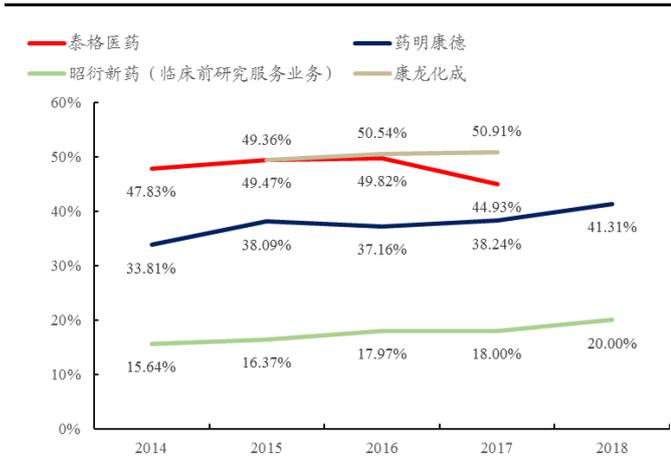


数据来源：Frost&Sullivan，东吴证券研究所

我们认为未来几年将迎来本土 CRO 的黄金发展期，逐渐占据更重要的地位，主要原因有以下几点：

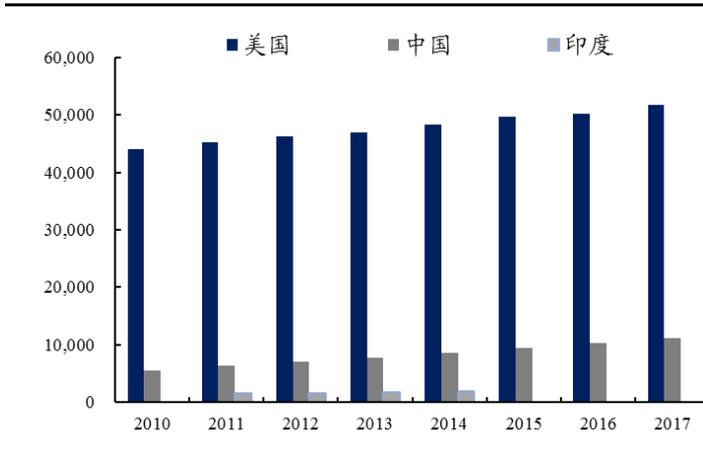
- 1) 本土 CRO 熟悉国内市场，可提供大部分临床前或临床试验研究服务，研究成本更加低廉。考虑到临床 CRO 的成本高，周期长，是研发支出的重要组成部分，企业在选择 CRO 供应商方面更加注重性价比。CRO 行业是人力资源密集型行业，中国的劳动力资源更加丰富，价格较美国而言更加低廉。公司整体人工成本占比有所下降。

图 27：各 CRO 公司人工成本占整体成本比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：中美印人均薪酬对比（美元/年）

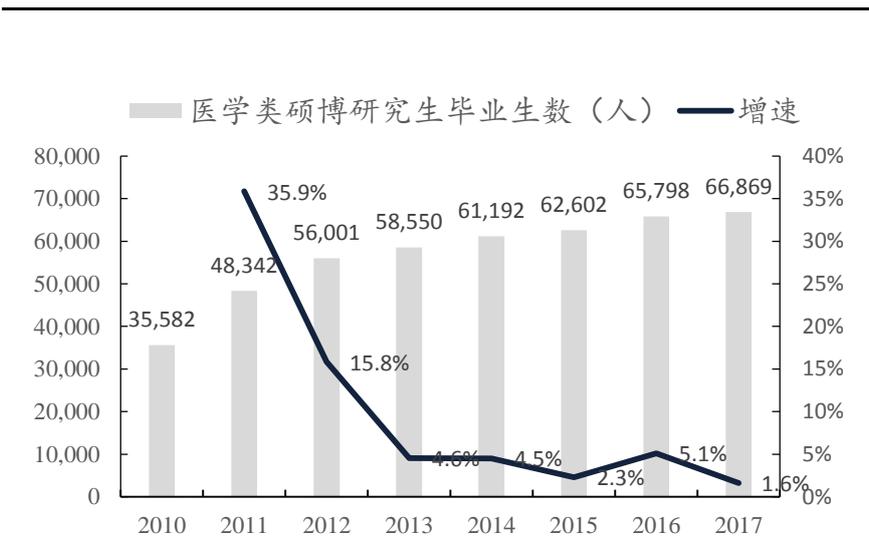


注：印度 2015 年后数据缺失

数据来源：国家统计局，美国劳工部，东吴证券研究所

工程师红利逐步显现。国内人工资源丰富，每年医学类硕博研究生毕业生人数均在 6 万以上，为行业提供充足的人力基础。

图 29：中国医学类硕博研究生毕业生人数



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- 2) 中国创新药崛起，科创板为医药创新助力。

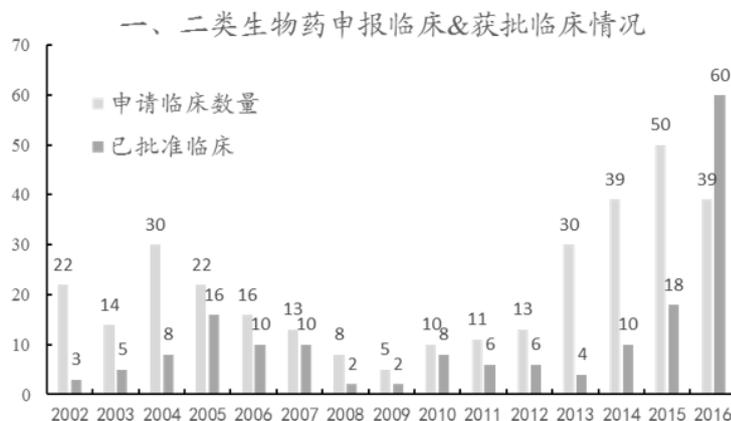
鼓励创新药相关政策的出台，使新药申报数量、IND 批件数量增长迅速，药品临床试验开展增多。

图 30：1.1 类化学新药临床申请数（个）



数据来源：CDE，东吴证券研究所

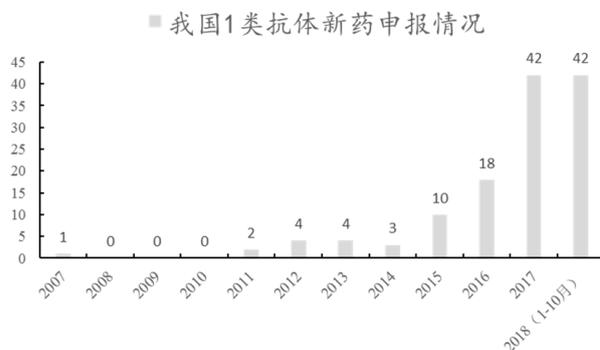
图 31：一、二类生物药申报临床及获批临床情况（个）



数据来源：CDE，东吴证券研究所

以抗体为代表的国内生物创新药临床申报逐步迎来快速增长。主要由于目前 4+7 带量采购影响，仿制药价格承压大，以恩替卡韦为例，价格降幅超过 90%。而目前全球前十大销售药品中，抗体药物占据 6 位，其中阿达木单抗销售额达 199 亿美元，国内 PD1、CD20、VEGFR、HER2 的靶点药物研发开展如火如荼。

图 32：我国 1 类抗体新药申报情况（个）



数据来源：CDE，东吴证券研究所

2) 全球小分子 CDMO/CMO 市场快速增长，新药研发需求大增

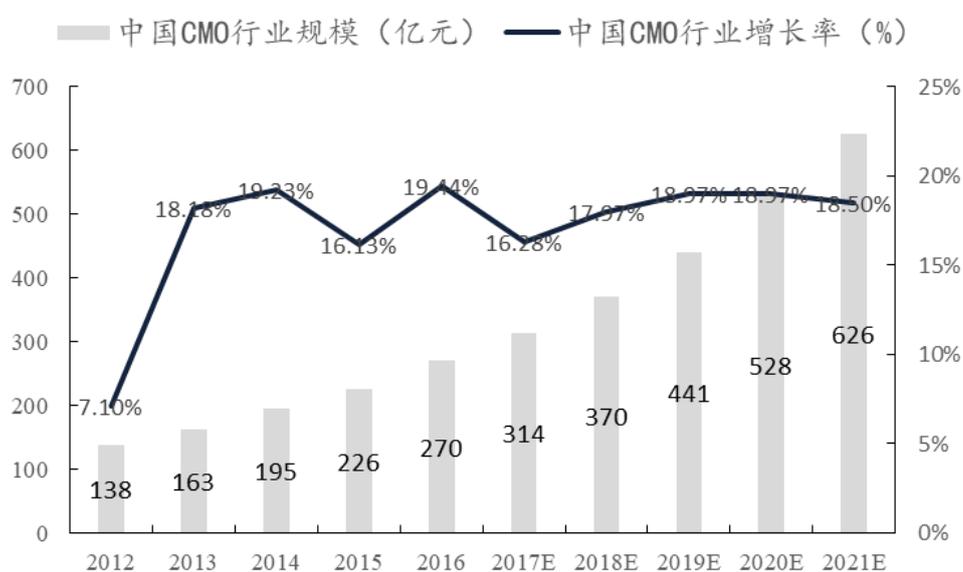
CMO/CDMO 行业主要针对国际大型制药公司以及新型研发型公司。随着 CMO/CDMO 技术水平及管理系统不断完善，再加上中国、印度等国家保障知识产权法律日趋完善，中国、印度已经成为北美、欧洲、日本等同业强有力竞争者。人才、基建、成本结构等多项竞争优势促进中国 CMO/CDMO 行业逐步成为国际制药公司核心战略伙伴。

未来全球小分子 CDMO/CMO 市场有望保持 12.0% 左右较快增长。根据 Frost&Sullivan 报告预测，2018 年，全球小分子 CDMO/CMO 市场规模约 649 亿美

元。为了寻求更加高效率、低成本的生产方式，跨国制药公司在未来一段时间内将继续向专业 CDMO/CMO 公司寻求外部订单支持服务，全球 CDMO/CMO 市场将保持快速增长。预计 2022 年全球小分子 CDMO/CMO 市场规模将达到 1,021 亿美元，2018-2022 年均复合增长率 12.0% 左右。

未来中国小分子 CDMO/CMO 市场有望保持 19.4% 左右快速增长。根据 Frost&Sullivan 报告统计,2018 年,中国小分子 CDMO/CMO 市场规模约 57 亿美元。CDMO/CMO 行业的门槛较高,故我国企业进入该细分领域时间较晚。但凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势,在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发、推出上市许可人制度 (MAH) 等政策的大环境下,我国 CDMO/CMO 企业已成为制药公司的战略供应商并起到日益重要的作用。预计 2022 年中国小分子 CDMO/CMO 市场规模将达到 116 亿美元,2018-2022 年均复合增长率 19.4% 左右。

图 33: 中国 CMO 行业规模及其增长率



数据来源：南方所，欧洲仿制药协会、汤森路透药物研发综合情报数据库、前瞻产业研究院，东吴证券研究所

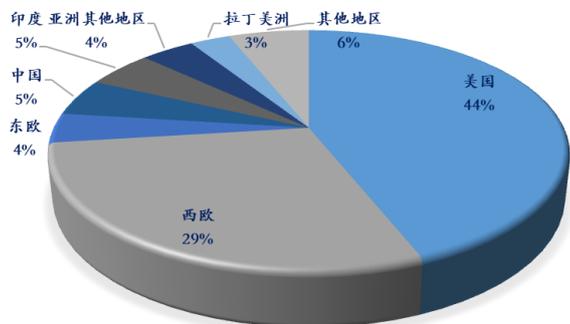
发达国家 CMO 业务向发展中国家转移，我国市场份额不断增加。

根据 BusinessInsights 的统计，截至 2015 年底，全球只有 5 家 CMO/CDMO 企业的业务收入超过 5 亿美元，均集中在欧美和亚洲区域，主要服务于欧美和日本等发达地区的药企及科研单位。从世界范围来看，欧美的 CMO/CDMO 企业历史悠久，生产工艺、设备先进性及管理能力均处于世界领先水平；而中国和印度的 CMO/CDMO 企业由于发展时间较短，可以直接采用最先进的生产工艺从事业务，在研发创新方面具备灵活、高效等竞争优势，发展潜力大。

我国 CMO 起步较晚，与欧美发达国家市场份额相差较大。但由于发达国家成本、环保等方面的问题，越来越多的跨国公司选择将部分业务承包给中印等发展中国家。而

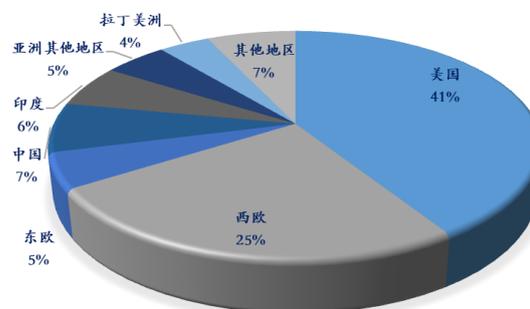
以中国为代表的新兴市场国家 CMO 企业在其原有的低成本人才资源的优势上，不断加强创新药物的研究和制药工艺的创新，在 CMO 市场上的份额越来越大。

图 34：2011 年各国 CMO/CDMO 市场份额



数据来源：Informa，东吴证券研究所

图 35：2016 年各国 CMO/CDMO 市场份额



数据来源：Informa，东吴证券研究所

新药研发黄金阶段，CMO 需求大幅增加。由于国内政策的扶植等原因，新药获批数量呈迅速上升趋势。而从整体上讲，新药研发业务对 CMO 的需求整体较高。而对于进行新药研发的中小型企业，由于资金实力薄弱，缺乏固定资产，因此更多选择将生产环节外包给 CMO 企业。

3. 加强临床前 CRO 核心竞争优势，DDSU 发展可期

3.1. 中国区实验室服务：核心业务发展平稳

中国区实验室服务主要包括小分子化合物发现服务以及药物分析及测试服务，包括上海药明、苏州药明、天津药明、武汉药明等分公司。

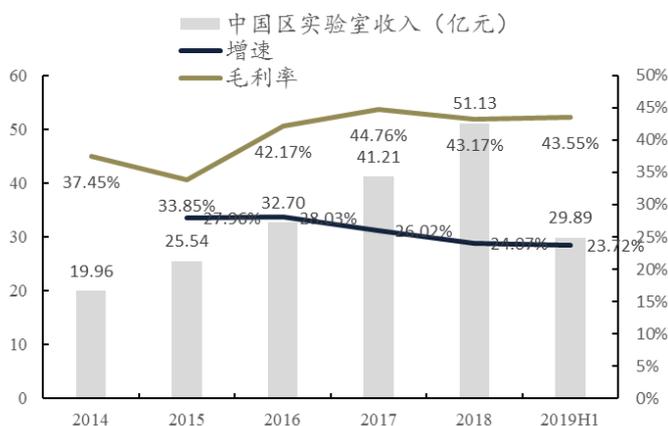
小分子药物发现服务主要在中国上海、苏州、天津、武汉等地的研发基地，公司极具规模的药物化学家团队由数百名具有国际视野和丰富经验的复合型药物化学家领军。公司还为国内客户提供**一体化新药发现和研发服务**，服务从药物发现阶段即开始，直至完成向国家药监局提交 IND 申报为止。

药物分析及测试服务：通过位于上海和苏州等地分别经过 OECD、FDA、MPA、国家药监局或 AAALAC 权威认证的分析实验室，为全球客户提供从药物发现到产品上市各阶段所需的分析服务，如药代动力学及毒理学服务、生物分析服务和检测服务等，为客户在美国、中国等地的 IND 申报提供一揽子服务。

公司拥有目前全球规模最大、经验最为丰富的小分子化学药研发团队之一，每天进行逾 7,000 个化学反应。

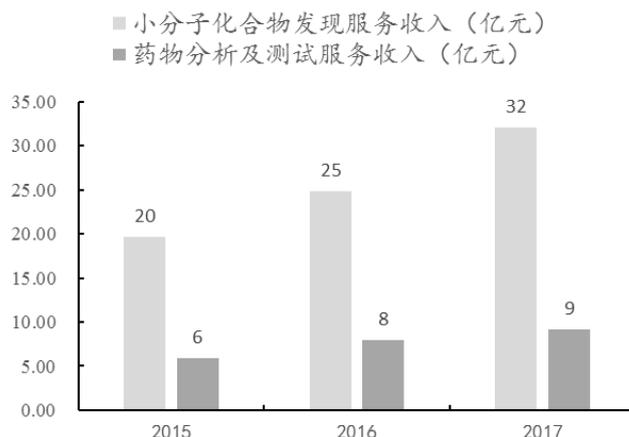
公司 2019H1 中国区实验室服务实现收入 29.89 亿元 (+23.70%)。公司构建的 DNA 编码化合物库 (DEL) 化合物分子约 900 亿个，为越来越多的全球客户赋能。

图 36：中国区实验室收入及毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 37：中国区实验室各细分业务收入构成



注：2018 年后不披露细分业务收入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司中国区实验室服务 2019H1 毛利为 13.02 亿元 (+19.38%)，毛利率下降 1.57 个百分点，主要由于公司加大对关键人才激励包括股权激励计划等导致成本比去年同期增加，以及业务构成和去年同期有所差异。

公司还为国内客户提供包含产品未来对外授权的里程碑分成和产品上市后的销售收入分成的临床前一体化研发服务。2019 年前三季度公司累计为国内客户完成 71 个研究性新药的临床试验申报，并获得 54 个项目的临床试验许可。

从中国区实验室服务客户项目情况可以发现，肿瘤及免疫肿瘤仍为当前热门领域，同时，公司主要项目仍处于临床前及临床 I 期等早期阶段。

表 2：中国区实验室服务综合药物发现客户项目进度情况（截止 2018.9.30）

	发现	临床前	I 期	II 期	合计
肿瘤学及免疫肿瘤学	19	22	14	-	55
传染病	4	8	7	1	20
肝病	2	6	2	-	10
呼吸疾病	2	7	-	-	9
代谢性疾病	3	4	2	-	9
中枢神经系统疾病	2	4	3	-	9
自身免疫病	2	3	2	-	7
合计	34	54	30	1	119

数据来源：港股招股说明书，东吴证券研究所

加大产能建设，为后续业务发展储能。公司总部基地及分析诊断服务研发中心已经投入使用，苏州药物安全评价中心扩建项目已经开始建设，天津化学研发实验室扩建升级项目首批新实验室已投入使用。公司与启东市签署战略合作协议，将在启东设立研发中心，首批新实验室预计 2019 年下半年可投产。

3.2. 美国区实验室服务：医疗器械检测稳健推进，细胞基因治疗产品成为未

来关键看点

美国区实验室服务主要包括**细胞和基因治疗产品 CDMO 服务**，以及**医疗器械检测服务**。

细胞和基因治疗——前沿治疗方式提前布局。公司主要通过位于中美两地的高度一体化生产基地提供 GMP 细胞疗法的研发和生产服务，利用基因工程的细胞疗法产品和载体的研发和生产服务。细胞和基因治疗服务包括相关产品的工艺开发、测试、cGMP 生产等。目前，公司在美国费城新建的 15,000 平方米研发实验室和 GMP 生产厂房陆续投入使用。2019 年前三季度公司细胞和基因治疗 CDMO 平台为 24 个 I 期临床试验项目以及 9 个 II/III 期临床试验项目提供服务。

未来全球细胞和基因治疗产品 CDMO/CMO 市场有望实现 24.5%左右高速增长。根据 Frost&Sullivan 报告统计，2018 年，全球细胞和基因治疗产品 CDMO/CMO 市场规模约 15 亿美元。技术创新、工艺优化和监管申报需求持续上升，将驱动细胞和基因治疗产品 CDMO/CMO 行业保持高速发展。预计 2022 年全球细胞和基因治疗产品 CDMO/CMO 市场规模将达到 36 亿美元，2018-2022 年均复合增长率 24.5%左右。

中国细胞和基因治疗产品 CDMO/CMO 有望进入高速发展期，2022 年市场规模有望达到 5 亿美元。根据 Frost&Sullivan 报告统计，2017 年全球约有 27%的细胞和基因治疗项目在中国开发，项目数量仅次于美国。随着相关产品监管政策的日益完善，中国细胞和基因治疗产品 CDMO/CMO 市场有望进入高速发展期，预计 2022 年市场规模将达到 5 亿美元。

医疗器械检测服务——贯穿医疗器械研发和生产全产业链。服务包括临床前安全性咨询服务、医疗器械从设计到商业化的检测服务、医疗器械 cGMP 生产服务等。公司主要通过美国明尼苏达州的 cGMP 和 GLP 的研发生产基地。

2019H1 公司美国区收入 7.10 亿元 (+29.98%)，细胞和基因治疗产品 CDMO 服务以及医疗器械检测业务增速均较上年明显提高。

图 38：公司美国区实验室服务收入情况

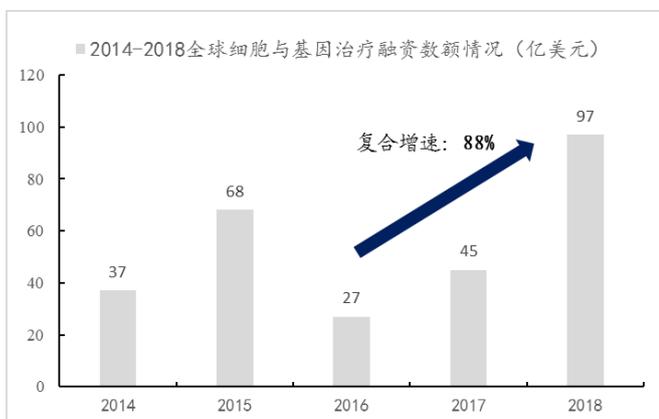


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

合资成立药明巨诺, CAR-T 产业布局行业领先。公司 2016 年 4 月和 Juno Therapeutics 在华建立合资公司药明巨诺。JWCAR029 (CD19 靶向嵌合抗原受体 T 细胞) 已获批临床 (治疗复发难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤), 在国内诸多竞争对手中处于领先地位。

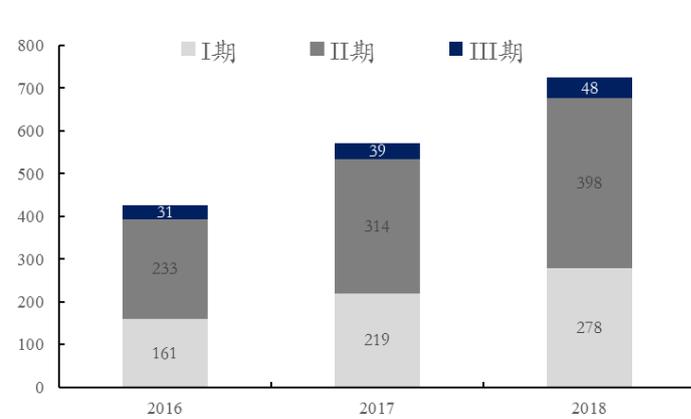
细胞与基因治疗凭借极具潜力的前景吸引资本入局, 基因治疗的方案和药物在全球范围内接连获批。目前基因治疗的临床试验项目中以 II 期阶段为主, 全球以美国和中国为主导。基因治疗中仍以 CAR-T 细胞疗法最为热门, 自 2017 年上市来热度不减, 但是价格昂贵令人生畏。2019 年 2 月, CAR-T 细胞疗法已被美国医保与医助服务中心批准列入医保。根据国际再生医学联盟的统计, 2018 年全球细胞与基因治疗融资数额达到 97 亿美元, 较 2017 年翻倍, 2016-2018 年的年均复合增长率高达 88%。从临床试验项目来看, 自 2016 年 12 月 FDA 的再生医学先进疗法认定 (RAMT) 发布实施以来, 基因治疗的临床试验项目不断提升。2018 年全球细胞与基因治疗的临床试验项目达到 724 起, 同比增加 27%。

图 39: 2014-2018 全球细胞与基因治疗融资数额情况 (亿美元)



数据来源: 国际再生医学联盟, 前瞻经济学人, 东吴证

图 40: 基因治疗的临床试验项目



数据来源: 国际再生医学联盟, 前瞻经济学人, 东吴证券

3.3. DDSU: 新药研发部门, 为下游客户创新业务赋能

国内新药研发服务部(DDSU)是于2014年正式成立, 依托于药明康德成功打造的国内领先、国际一流的一体化新药研发服务平台, 包括靶点验证、药物设计、药物化学、药效学、药代动力学、毒理学、CMC等临床前研究开发服务子平台。DDSU通过对各子平台的有机整合, 采用全新的合作模式, 专注于为中国药企赋能研发小分子一类新药提供以IND申报为目标的一站式新药研发服务。

目前预计药明康德DDSU部门约有40多家客户, 主要以国内销售能力靠前的大药企为主, 我们估计中国生物制药、石药等国内龙头药企均和药明合作。

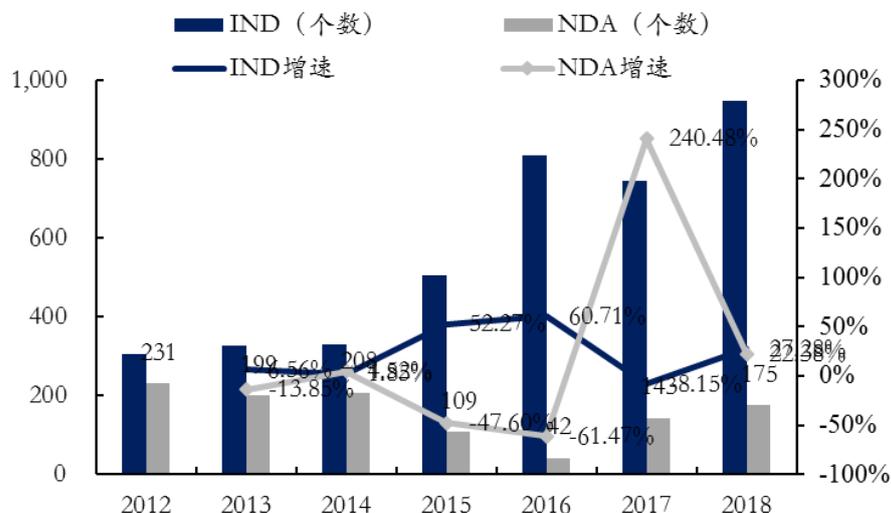
4. 上下产业协同助力临床CRO业务快速发展

4.1. 国内临床CRO进入发展黄金期, 行业年均增长率20%以上

目前国内CRO市场主要由跨国CRO和本土CRO组成。国际巨头主要包括QuintilesIMS、Covance等, 跨国CRO具备全产业链研发能力、提供服务涵盖药物发现阶段、临床前研究、临床研究、新药注册申报服务等多个环节, 但因为临床CRO的成本高, 周期长, 故跨国巨头研发外包服务主要以临床CRO为主。本土CRO目前划分为临床前CRO和临床CRO两个类别。临床前CRO主要参与者包括药明康德、康龙化成、昭衍新药等。临床CRO包括泰格医药、博济医药等。

国内IND数量增加, 预计随着临床试验推进, 未来3-5年进入III期临床项目将不断增加, 而临床试验服务需求也将随之提高, 因此我们认为对应的临床CRO行业将迎来高速增长阶段。

图 41: 国内IND、NDA 数量



数据来源: CDE、东吴证券研究所

在国际制药企业研发外包往新兴国家转移，生物医药园区、人才以及创新药 VC/PE 井喷式发展，一致性评价落地、CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国 CRO 行业实现跨越式发展。根据 Frost&Sullivan 预测，2016~2020 年期间我国 CRO 行业年复合增长率为 21%，至 2020 年末我国 CRO 行业市场规模将超过 600 亿元，其中，国内临床 CRO 增速超过 30%，成为公司发展的重要弹性来源。

图 42：国内外临床 CRO 市场变化



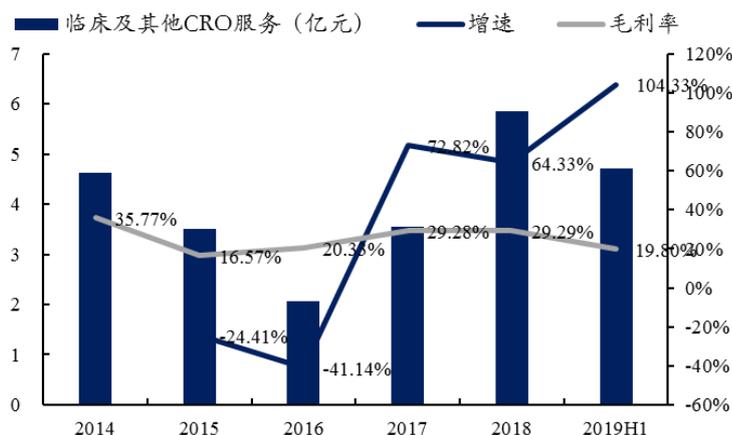
数据来源：方达控股港股招股说明书、Frost&Sullivan、东吴证券研究所

4.2. 产业链上下业务协同助力，数据统计等业务增长有望提升盈利水平

公司临床研究及其他 CRO 服务包括临床试验服务(CDS)和现场管理服务(SMO)。临床试验服务包括临床试验方案设计、项目管理、I 至 IV 期临床试验监察及管理、结果研究和医疗器械临床试验服务；嵌入式外包及临床信息学。SMO 服务包括项目管理及临床现场管理服务。公司继续推进全球范围内的网点布局以及临床中心建设，成都 I 期临床试验中心已通过药物临床试验质量管理规范认证，设有 117 张床位，可以为客户提供高质量高效率的临床研究服务。截止 2019H1，公司 CDS 团队拥有超过 850 人的专业临床试验服务团队覆盖在全球 60 多个主要城市；公司 SMO 团队拥有超过 2200 位临床协调员，分布在全国超过 120 个城市的 900 余家医院提供临床中心管理服务。

公司临床 CRO 业务 2019H1 收入达 4.7 亿元 (+104.22%)，得益于国内新药临床试验市场的快速发展以及并购带来的 8,447.59 万元并表收入。剔除并购因素，公司临床研究及其他 CRO 服务收入同比增长 67.68%。

图 43：公司临床 CRO 业务情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司临床 CRO 起步较晚，业务占比仍相对较低，公司在临床 CRO 方面基本采用多种模式进行探索布局。

1) SMO：收购 MedKey，成立上海津石（2009 年）

上海津石成立于 2009 年，在全国各地设有近 20 个办公室。截至 2019 上半年，津石医药在全国 110 多个城市拥有一支超过 2200 人的 CRC 团队，拥有 500 多个 I-IV 期临床研究项目操作经验，与全国 700 多家医院有深度合作。**临床实验服务：与 PRA 建立合作（2012 年），重组成立康德弘翼（2015 年）。**

PRA Health Sciences 创立于 1976 年，是 PRA Holdings Inc. 旗下子公司，是世界领先的全球 CRO 之一，向生物技术公司和制药行业提供外包临床开发服务。PRA 的全球临床开发平台包括遍布北美、欧洲、亚洲、拉丁美洲、南非、澳大利亚和中东的 70 多个办事处，并且雇佣 13,300 多名员工。自 2000 年以来，PRA 在全球范围内进行了大约 3,500 项临床试验。此外，PRA 还参与了 70 多种药物的关键性或支持性临床试验，促使这些药物取得美国食品和药物管理局或国际监管机构的批准。

2012 年公司与 PRA 建立合作关系，并于 **2015 年重组成立康德弘翼**。服务范围覆盖各阶段的研究领域，包括医疗器械、IVD 和疫苗，为客户提供从研究启动到最终交付的完美外包体验服务。

2) 收购美国临床研究服务公司 Pharmapace，全球化部署和国际多中心临床服务

总部位于美国圣地亚哥的临床研究服务公司 Pharmapace，正是以临床数据统计分析为核心亮点，吸引了诸多大型药企和生物新锐公司。2019 年 5 月成功收购 Pharmapace，药明康德旗下全资子公司康德弘翼将与 Pharmapace 实现资源整合，中美两地拥有超过 **850 人** 的服务团队，着重拓展全平台临床研究数据统计分析服务能力，为全球性和区域性客户提供从临床前开发、临床研究到注册申报的一站式临床数据统计分析服务。

公司目前临床 CRO 业务仍处于开拓阶段，数据统计等业务占比较小，该业务毛利

率显著低于同行的泰格医药、博济医药等。随着临床项目增加，未来高毛利率的临床试验服务业务（数据统计等）有望继续增长。

图 44：上市公司临床 CRO 毛利率比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

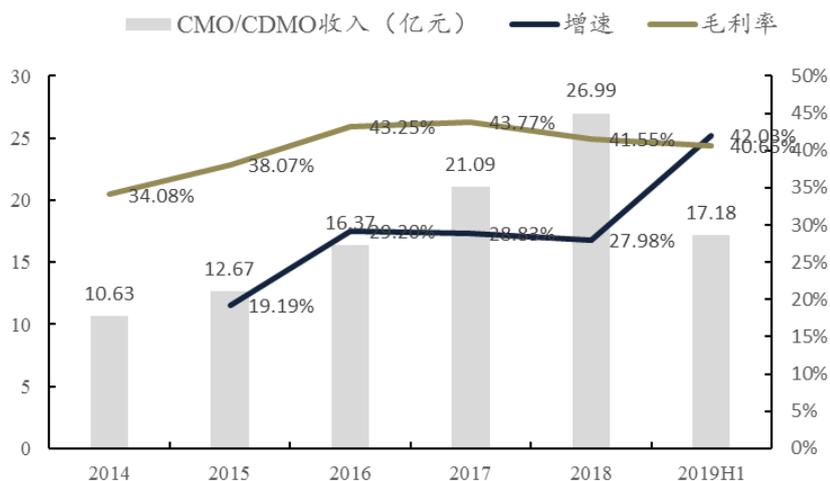
5. CMO/CDMO:合全药业作为承接平台，增长迅猛

合全药业：CDMO 全产业链覆盖，订单充足增长强劲

公司 CMO/CDMO 业务收入主要来自合全药业，2018 年合全药业收入 27 亿（+28%）。其中 API 临床后期（含商业化）阶段收入 12.6 亿（+30%）；API 临床前期阶段收入 11.6 亿（+11%）；PDS 业务收入 2.8 亿（+69%）。合全药业在 PDS 业务整合完成后，是目前国内比较少见的能为客户从中间体、原料药到制剂提供 CMC 全产业链一体化服务的 CDMO 公司。2018 年合全药业 CDMO/CMO 服务项目所涉新药物分子超过 650 个，其中临床 III 期阶段 40 个、已获批上市的 16 个。在服务国内客户方面，2018 年公司帮助歌礼制药的丙型肝炎新药戈诺卫®、和记黄埔的结直肠癌新药爱优特®在国内成功获批，成为中国 MAH 试点开展以来，首个支持获批创新药的受托生产商。

2019 年前三季度公司小分子 CDMO/CMO 服务项目所涉新药物分子超过 900 个，其中，处于 III 期临床试验阶段的项目 40 个、已获批上市的项目 17 个

图 45：公司 CMO/CDMO 收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

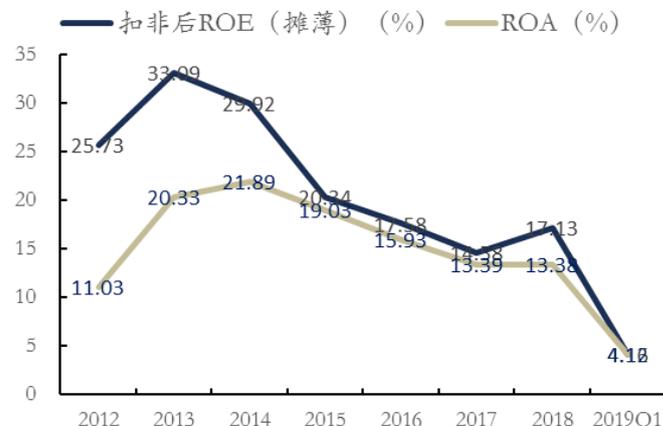
合全药业在 2018 年建立了酶发酵生产、商业化规模喷雾干燥等新的技术能力平台，并建立寡核苷酸和多肽类药物的工艺开发能力。合全药业将于 2019 年开始进行寡核苷酸药和多肽类药物的研发性生产，并启动商业化生产能力的建设。未来，公司将继续在工艺研发、原料药生产、制剂研发及生产方面增强新的能力平台建设，并扩大产能，以满足客户需求在未来年度的强劲增长。

图 46: 合全药业扣非归母净利润情况

图 47: 合全药业 ROE&ROA 情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 投资业务：收购模式助力企业发展，持续稳健投资收益

6.1. 投资并购丰富产业链布局

CRO 及 CMO (CDMO) 涉及细分领域广泛，通过投资并购能够加快企业全产业链布局，同时更好地发挥业务之间的协同作用。

公司先后收购了 AppTec，百奇生物，Crelux，辉源生物等多家优质公司，并在收购

后对其业务与公司现有业务体系进行整合，实现完善产业链的同时增强协同效应。2018年7月，公司收购了一家位于美国德克萨斯的临床试验 CRO 公司 WuXi Clinical Development, Inc. (Research Point Global)，将临床试验服务拓展到美国，增强为国内外客户进行创新药中美双报的临床试验服务能力。

表 3：公司产业并购布局历史

年份	标的	说明
2007	中国临床研究服务公司 Jiecheng, MedKey	临床研究服务
2008	美国 CRO 实验室服务公司 AppTec	美国 CRO
2011	百奇生物	生产、销售抗体及相关免疫试剂的生物技术公司
2011	津石杰成	中国 SMO
2014	美新诺公司	药明康德实验室检测事业部的生物分析和药物代谢/药代动力学研发服务能力，尤其是对放射性标记化合物的研究能力
2015	美国 Ambrx 公司（联合收购）	专有的能将药物活性分子更加精准地偶联到蛋白质分子内的特定位置技术平台
2015	NextCODE	全球唯一一家拥有大规模储存人类全基因组信息的集中式数据库
2016	药明巨诺	与 Juno 成立主攻 CAR-T 免疫治疗的
2016	德国 Crelux	增强和充实药明康德基于蛋白质结构的药物发现平台的技术及能力，同时建立和扩大药明康德在欧洲地区的研发设施。
2017	美国临床服务 RPG 公司	美国临床 CRO
2017	辉源生物	临床前药物研发外包公司，增强药明康德从靶标验证到先导化合物发现和优化的药物研发能力
2019	美国 Pharmapace 公司	数据统计业务

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2. 资本融资加快公司业务发展

公司最早于 2007 年在纽交所上市，募资 1.85 亿美元，2015 年 12 月公司完成私有化，从纽交所退市。

公司 CMO 核心子公司合全药业于 2015 年顺利在新三板挂牌，通过多轮股权融资 24.51 亿元，完成公司产能建设布局，2019 年，合全药业从新三板退市。公司子公司药明生物于 2017 年在港股登陆，募资 41 亿元，为生物 CDMO 板块产能建设布局奠定基础。

表 4：药明康德资本运作历史

时间	事件	说明
2007	纽交所上市	
2015	药明康德完成私有化从美股退市	
2015	合全药业挂牌新三板	累计股权融资 24.51 亿元
2017	药明生物港股上市	募资 41.23 亿元
2017	药明康德 A 股上市	募资 22.5 亿元
2018	药明康德港股上市	募资 74.71 亿元
2019	药明康德可转债	募资 3 亿元

2019 合全药业从新三板退市

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.3. 发挥新药研发环节优势进行投资合作

公司股权投资主要以自有资金通过风投基金 WuXiPharmaTechHealthcareFundIL.P. 进行风险投资。随着公司投资组合扩大，该风投基金预期将在生态系统的发展中担当日益重要的角色。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司投资 52 家公司（不包括于合营企业及联营公司的投资），权益介乎 0.1% 至 20.0%。**公司投资项目主要集中在医药健康领域。

表 5：公司投资方向及相关标的

投资领域	标的	说明
创新生物技术	UnityBiotechnology, Inc 华领医药	专注开发抗衰老药物以选择性清除衰老细胞，从而治疗老年相关疾病，如骨关节炎、眼疾及肺病
	SyrosPharmaceuticals, Inc.	专注于开发用于治疗 2 型糖尿病的全球首创口服新药
	FOGPharmaceuticals, Inc	开发先进药物控制致病基因的显现，并储备治疗癌症、自体免疫疾病及罕见基因疾病的基因控制药物
人工智能	InsilicoMedicine, Inc.	专注于发现及开发可穿透细胞迷你蛋白质为基础的用途广泛的新药，用于为癌症及其他危及生命疾病提供全新疗法。
	VergeGenomics	专长于利用人工智能技术以及基因组学、大数据分析及深度学习方面等技术进行新药研发，以及老龄化与年龄相关疾病的药物研发与再利用。
变革性技术	TwistBioscience Corporation	以机器学习、神经科学及实验生物学为基础加速药物发现进程，开发肌萎缩侧索硬化症(ALS)及帕金森病的治疗方案，
	Transcriptic Inc.	开发专有基于半导体的合成 DNA 制造流程，配备高通量硅平板，可缩小合成 DNA 所需化学物质 为生命科学研究开发所需的机器人云实验室平台

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司为建立生态系统成立合营企业，并于医药健康生态系统内多类公司中进行选择性投资。本公司的投资主要集中于：(a)适合且支持公司现有价值链的目标；(b)公司认为可推动医药健康行业发展的尖端技术；(c)战略性长期投资；(d)风险投资基金，全部均可让公司进一步接触到更多医药健康生态系统的参与者并保持科学前沿地位。

表 6：公司部分风险投资项目及金额

目标公司编号	投资额	持股比例	主营业务
F	5 亿元	5%	投资有关医药健康及其他业务的建设及产业化
T	5000 万美元	4.90%	人工智能公司，将基因组学大数据分析及深度学习用于 insilico 药物发现
U	4000 万美元	20%	专为潜在收购医疗健康及其他业务的投资公司
G	2.73 亿元	99.64%	连锁医院少数股权投资
H	3000 万美元	3.33%	于医药健康及其他业务进行风险投资
N	2000 万美元	15%-20%	专注 G 蛋白联接受体靶标的小分子发现

L	2000 万美元	2.25%	连锁医院少数股权投资
M	1200 万美元	18%	医疗器械开发及商业化
S	1000 万美元	6.70%	生物技术投资的投资基金
R	6000 万元	不超过 20%	帕金森病治疗的方案供应商
I	500 万美元	0.86%	分子模拟和企业软件解决方案供应商
Q	380 万美元	8%	生命科学公司，专注人体微组织治疗
A	326 万美元	6.25%	开发疗法
V	200 万美元	1.30%	开发疗法

数据来源：港股招股说明书，东吴证券研究所

公司充分发挥自身业务协同性、专业性，获得相对客观的收益率。

表 7：公司部分股权投资收益

被投资公司	投资额	投资时间	出售时所 持被投资 公司股权	主营业务	出售时我们实现的收益
公司 a	3.0 百万美元	2011 年 11 月	0.80%	成熟生物科技公司，专注肿瘤药物的发现及开发	7.2 百万美元
公司 b	3.0 百万美元	2012 年 1 月 2013 年 2 月	26.50%	生物医药公司，专注各种罕见病和孤儿疾病药物的发现、开发及商业化	16.0 百万美元
公司 c	1.0 百万美元	2012 年 9 月	0.50%	生物技术公司，开发、生产及销售基于下一代测序技术的基因组普分析	1.6 百万美元
公司 d	1.0 百万美元	2014 年 8 月	0.10%	生物技术公司，进行先进的癌症免疫疗法治疗	2.3 百万美元
公司 e	7.7 百万美元	2012 年 8 月 2013 年 4 月 2014 年 3 月 2014 年 9 月 2016 年 6 月	1.40%	生物技术公司，专注于通过绘制基因调控回路及调节调控基因表达的因子以治疗疾病	3.9 百万美元
公司 f	2.6 百万美元	2012 年 8 月 2014 年 1 月 2014 年 12 月	6.10%	抗病毒药物发现公司，专注于发现用于治疗 HBV 和 HIV 的首创新型疗法	32.7 百万美元
公司 g	20.9 百万美元	2015 年 5 月 2015 年 6 月	13.80%	抗体药物偶联平台开发公司，于 HER2 阳性乳腺癌领域具有领先资产	-

数据来源：港股招股说明书，东吴证券研究所

7. 盈利预测与投资评级

核心假设：

- 1) 基于当前 CRO 行业增速及公司订单情况，预计中国区实验室业务在未来三年保持在 20%-25% 增速；
- 2) 美国区未来 3-5 年细胞基因治疗有望随着产品陆续上市迎来业绩，预计未来三年增速在 30%-35%；

- 3) 公司临床 CRO 重整旗鼓, 结合临床 CRO 行业高速增长趋势, 预计未来三年增速较高;
- 4) 预计公司 CDMO/CMO 将维持一定程度资本投入, 预计未来三年增速在 30% 以上。

表 8: 公司各业务板块预测 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77.65	96.14	125.20	160.74	203.13
增速	26.96%	23.81%	30.23%	28.39%	26.37%
毛利率	41.83%	39.45%	38.88%	39.68%	40.50%
CRO 服务	56.12	69.02	88.90	113.23	141.41
增速	27.23%	22.99%	28.81%	27.37%	24.88%
毛利率	41.18%	38.65%	38.02%	38.78%	39.56%
中国区实验室服务	41.21	51.13	62.89	76.10	91.32
增速	26.02%	24.07%	23%	21%	20%
美国区实验室服务	11.35	12.04	16.01	21.14	27.69
增速	21.39%	6.08%	33%	32%	31%
临床及其他 CRO 服务	3.56	5.85	10	16.00	22.40
增速	72.82%	64.33%	71%	60%	40%
CMO/CDMO 服务	21.09	26.99	36.17	47.38	61.59
增速	28.83%	27.98%	34.00%	31.00%	30.00%
毛利率	0.00%	0.00%	41%	41.82%	42.66%
其他业务	0.45	0.13	0.13	0.13	0.13
增速			0	0	0
毛利率	32.96%	27.46%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于以上假设, 我们预计 2019-2021 年营业收入为 125.20 亿元、160.74 亿元、203.12 亿元, 增速分别为 30.2%、28.4%、26.4%。归母净利润分别为 21.30 亿元、27.14 亿元、33.33 亿元, 增速分别为-1.7%、24.8%、22.7%, EPS 分别为 1.30、1.66、2.03 元/股, 对应 PE 分别为 76X、60X、49X。

公司业绩波动主要由于公司公允价值净收益和投资净收益(对联营企业和合营企业的投资收益)变动大, 其中公司公允价值变动损益主要由于去年华领医药港股上市影响, 投资净收益主要受到基石药业市值波动影响, 剔除公允价值变动损益及投资净收益, 我们预计公司主营净利润增速维持在 20%-30%。

中短期公司 CMO/CDMO 高速增长, 临床前 CRO 业务维持稳健增长, 临床 CRO 业务加大投入力度, 通过提升渗透率及未来数据统计业务占比提升增加该业务的业绩, 长期看公司细胞与基因治疗业务及 DDSU 部门业务空间大。未来 3 年公司始终保持业务快速增长, 收入端增速维持在 25%-30%, 目前, CRO 行业景气度高, 整体公司业绩增速高, 对应 2019 年 PE 平均值为 65X, 对比泰格医药 73X, 公司 2019 年估值为 76X, 而 2020 年公司预期 PE 为 59X, 再加上公司的行业绝对龙头地位, 给予龙头溢价, 因此我

们认为公司估值仍有提升空间。

表 9：可比公司分析

可比公司	市值 (亿元)	2018 净利润 (亿元)	2019 预测净利润 (亿元)	2019 年净利润增速	2020 预测净利润 (亿元)	2020 年净利润增速	PE(2019E)	PE(2020E)
泰格医药	508.27	4.72	7.01	48.40%	9.32	33.10%	72.51	54.54
昭衍新药	102.32	1.08	1.54	42.55%	2.16	39.63%	66.25	47.45
药石科技	102.06	1.33	1.83	37.46%	2.61	42.10%	55.67	39.18
平均值	237.55	2.38	3.46	0.43	4.69	38.28%	64.81	47.05
药明康德	1,600.39	22.61	21.30	-1.7%	27.14	24.8%	75.99	59.64

注：昭衍新药、药石科技盈利预测参考 Wind 一致性预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

CRO 行业随着国内医药改革驱动创新药蓬勃发展，公司从临床前 CRO 至下游的 CMO/CDMO 全产业链覆盖，同时在细胞与基因治疗领域提前布局，逐步发展 DDSU 部门业务，综合行业景气度及公司绝对行业龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

8. 风险提示

行业景气度低于预期的风险。公司业绩主要依赖为客户提供药品研发服务，过去几年得益于全球医药市场不断发展，同时国内医药市场随着带量采购等政策实施，创新药研发服务需求不断提升。未来存在宏观经济变化以及医药行业政策导致整体行业增速低于预期的风险。

行业竞争加剧的风险。CRO 及 CMO 领域近几年行业景气度较高，全球药品、细胞与基因治疗、医疗器械的研发及生产外包竞争极为激烈，预期行业激烈竞争的局面仍会持续加剧，公司在服务质量、产能、客户深度关系、订单价格等方面均面临竞争。

研发创新低于预期的风险。医药研发外包行业不断发展，公司需要通过不断地研发创新或者并购获得新技术，维持行业竞争地位。技术创新低于预期将大幅降低客户对公司的服务需求，造成公司主业下滑的风险。

投资收益低于预期的风险。公司对于适合且支持现有业务的投资项目以及有潜力的医疗健康尖端技术进行战略投资，其中主要为创业公司。早期创业公司仍处于发展阶段，失败概率较高，同时，投资对象流动性相对匮乏，因此存在投资收益低于预期的风险。

汇兑损益的风险。公司超过 70% 的业务收入来自海外，汇率波动造成公司汇兑损益造成的业绩影响可能加大。

药明康德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,807	14,051	14,496	18,631	营业收入	9,614	12,520	16,074	20,312
现金	5,761	6,667	6,612	8,789	减:营业成本	5,821	7,652	9,696	12,086
应收账款	1,997	3,049	3,155	4,708	营业税金及附加	29	37	49	61
存货	952	1,255	1,542	1,945	营业费用	338	440	576	743
其他流动资产	3,096	3,080	3,187	3,188	管理费用	1,567	2,070	2,796	3,701
非流动资产	10,861	12,265	13,640	15,135	财务费用	56	-99	-46	-9
长期股权投资	656	1,128	1,551	1,973	资产减值损失	2	0	0	0
固定资产	3,491	4,313	5,162	6,085	加:投资净收益	80	213	169	162
在建工程	1,527	1,548	1,608	1,694	其他收益	107	69	93	90
无形资产	626	693	746	791	营业利润	2,585	2,646	3,286	4,007
其他非流动资产	4,560	4,583	4,572	4,591	加:营业外净收支	-4	75	68	46
资产总计	22,667	26,316	28,135	33,765	利润总额	2,581	2,721	3,354	4,054
流动负债	3,762	5,774	5,042	7,574	减:所得税费用	247	427	490	539
短期借款	120	120	120	120	少数股东损益	73	165	150	182
应付账款	399	687	626	985	归属母公司净利润	2,261	2,130	2,714	3,333
其他流动负债	3,243	4,967	4,297	6,469	EBIT	2,416	2,543	3,162	3,831
非流动负债	740	750	754	760	EBITDA	3,066	3,329	4,180	5,123
长期借款	15	25	30	35					
其他非流动负债	725	725	725	725	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4,502	6,524	5,797	8,334	每股收益(元)	1.38	1.30	1.66	2.03
少数股东权益	477	642	792	974	每股净资产(元)	10.80	11.69	13.15	14.92
归属母公司股东权益	17,688	19,150	21,547	24,457	发行在外股份(百万股)	1165	1638	1638	1638
负债和股东权益	22,667	26,316	28,135	33,765	ROIC(%)	27.3%	27.3%	27.3%	32.5%
					ROE(%)	12.8%	11.6%	12.8%	13.8%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	39.5%	38.9%	39.7%	40.5%
经营活动现金流	1,640	3,728	2,409	5,182	销售净利率(%)	23.5%	17.0%	16.9%	16.4%
投资活动现金流	-5,277	-2,034	-2,201	-2,601	资产负债率(%)	19.9%	24.8%	20.6%	24.7%
筹资活动现金流	6,984	-788	-263	-404	收入增长率(%)	23.8%	30.2%	28.4%	26.4%
现金净增加额	3,292	906	-55	2,178	净利润增长率(%)	80.0%	-1.7%	24.8%	22.7%
折旧和摊销	650	786	1,017	1,292	P/E	71.60	75.99	59.64	48.56
资本开支	2,249	932	953	1,073	P/B	9.15	8.46	7.51	6.62
营运资本变动	-837	902	-1,234	571	EV/EBITDA	50.69	46.40	37.01	29.80

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

