

药明康德(603259)/
行业稀缺的赋能平台，后端转化率提升带来长期空间

——20页读懂药明康德

评级：买入(维持)

市场价格：94.58

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qzq.com.cn

分析师：赵磊

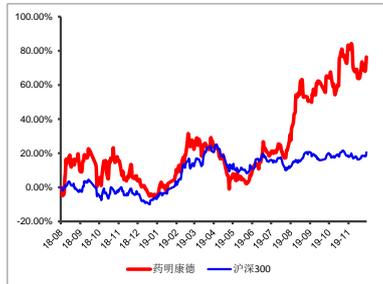
执业证书编号：S0740518070007

电话：

Email: zhaolei@r.qzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1638.18
流通股本(百万股)	1006.08
市价(元)	94.58
市值(百万元)	154939.06
流通市值(百万元)	95155.05

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 药明康德(603259)-2019Q3 点评：增长强劲，创新药服务航母保持领先地位-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)_20191030
- 2 药明康德(603259.SH)-公司点评：业绩超预期，各板块保持强劲增长-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)_20190820
- 3 药明康德(603259.SH)-公司点评：收入保持强劲增长，业绩符合预期-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)_20190430

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7765.26	9613.68	12326.40	15813.05	20119.29
增长率 yoy%	26.96%	23.80%	28.22%	28.29%	27.23%
净利润	1227.09	2260.52	2309.41	2994.66	3893.59
增长率 yoy%	25.86%	84.22%	2.16%	29.67%	30.02%
每股收益(元)	0.75	1.39	1.42	1.84	2.39
每股现金流量	1.10	1.01	2.02	1.22	1.56
净资产收益率	19.35%	12.78%	11.75%	13.22%	14.68%
P/E	125.68	68.23	66.78	51.50	39.61
PEG	4.86	0.81	30.88	1.74	1.32
P/B	24.32	8.72	7.84	6.81	5.81
备注：					

投资要点

- 2018年10月我们曾发布药明康德深度报告《最强创新航母，驰骋新药服务蓝海》，介绍医药服务外包行业的优势及潜在规模、公司业务板块及竞争力等。此篇报告我们尝试用**20页读懂药明康德**，聚焦市场关注的核心问题：**(1)到底如何理解药明康德的“一体化、端到端的赋能平台”？(2)从短、中、长期看公司具备怎么样的优势和潜力？**
- **如何理解药明康德“一体化、端到端的赋能平台”发展空间？**1、行业极少数，稀缺性与全能性。公司四大主营业务包含临床前CRO、临床CRO、CDMO，贯穿了药物发现、临床前开发、临床研究以及商业化生产全产业链，从开端到终端，跟随药品从实验室阶段的分子发现到商业化阶段生产的全过程。如果将药物研发划分成药物发现阶段、临床前阶段、临床研究阶段、上市阶段四大阶段，多数外包服务公司优势领域仅涵盖其中1-2个。公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台，业务覆盖水平与国际一流企业 LabCorp 看齐。2、**端到端的赋能平台，短、中、长期均具备明显竞争优势。**短期提高服务的技术深度和广度，提高客户留存率、单项目收益等；中期通过从早期开始参与创新药研发，分享创新药成长的长生命周期价值；长期看，顺应药物研发从早期到后期的科学规律，一定概率有望提升新药研发成功率和效率，临床阶段项目转化率提升、分享临床后期外包服务的黄金市场。
- **从数据详细解读测算，短、中、长期公司具备怎么样的优势和潜力？**
 - **1、短期，客户忠诚度高、留存率高，“长尾客户”效应逐步体现。**2019H1公司活跃客户超过3600家。94.5%的收入来自原有客户，前十大客户保留率100%，79.2%的收入比重的客户使用多个业务部门服务，长尾客户和国内客户的收入占比提升至70%。
 - **2、中期，通过从药物发现到临床前研究的一体化服务模式(DDSU部门)，畅享创新药上市放量的长期价值和收入分成。**截止2019Q3公司累计为国内客户完成71个新药IND，获得54个项目CTA。目前公司进行中的项目超过140项，未来随着前期项目的逐步推进公司有望分享创新药上市放量的长期价值和稳定的销售收入分成。
 - **3、中长期，临床CRO业务、细胞与基因治疗服务业务尚处于成长期，有望保持高速增长，未来收入体量和毛利率水平均有望逐步提升。**(1)2018年临床CRO收入5.85亿元(64%+)、占整体收入比重6%，毛利率29%。我们认为，参照国内临床CRO龙头泰格医药的收入水平(2018年23亿元)、毛利率水平(2018年43%)，以及公司拓展国际多中心的战略规划，未来药明康德临床CRO业务收入体量有望逐步抬升，且随着规模效应毛利率水平有望提升至30%甚至更高。(2)

代表细胞与基因治疗服务业务的美国区实验室 2018 年收入 12.04 亿元 (6.1%+)、占整体收入比重 12.5%，毛利率 24%。随着费城产能逐步释放和项目的增加，我们认为，假设全球细胞和基因疗法临床数量每年 10% 增长、2025 年公司市占率提升至 15% 且项目单价每年提升 10%，则 2025 年公司该业务收入提升有望达到 71 亿元左右，2018 年-2025E CAGR 29%。参照生物药 CDMO 兄弟公司药明生物的毛利率水平 (2018 年 40.20%)，以及考虑公司工厂主要设立在美国，公司对应毛利率水平有望提升至 30%-35% 左右。

- **4、长期来看，随着赋能平台不断完善临床阶段内部转化率提升，后端订单增多、长期成长性强，分享临床阶段外包服务广阔市场。**临床阶段研发费用占新药研发总费用的 75% 以上，是医药服务外包的黄金细分市场。目前公司多数项目集中在早期阶段，2018 年临床 CRO 收入仅占 6%。随着赋能平台的逐步优化、临床 CRO 服务能力的逐步强化，公司项目推进至临床阶段的内部留存率提升，公司将逐渐从早期单个项目金额低周期短向后端单个项目金额高周期长发展，从规模相对较小的临床前研发市场进入到规模较大的临床研究和生产市场。随着临床阶段项目的内部转化率逐步提升，单项目订单金额有 3-5 倍以上增长空间，长期发展空间大。
- **长期看，我们预计 2025 年药明康德收入体量有望达到 480 亿元，其中临床 CRO 业务收入 73 亿元 (占比 15%)，美国实验室对应的细胞与基因治疗外包服务业务收入 71 亿元 (占比 14.8%)。2018-2025 年收入年复合增速有望保持在 26% 左右。**
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2019-2021 年营业收入为 123.26 亿元、158.13 亿元和 201.19 亿元，同比增长 28.22%、28.29%、27.23%，归母净利润为 23.09 亿元、29.95 亿元和 38.94 亿元，同比增长 2.16%、调整后 29.67% 和 30.02%。我们认为未来几年医药研发外包服务行业将会呈现快速发展态势，公司是具备最强创新能力的创新药外包服务产业链型企业，所处行业高景气、公司行业龙头地位稳固，且“一体化，端到端”的一站式新药研发赋能平台战略有望帮助公司实现长期稳定增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业监管政策变化的风险，医药研发服务行业竞争加剧的风险，境外经营及国际政策变动的风险，汇率波动的风险。

内容目录

医药服务外包行业霸主，持续稳健快速成长	- 6 -
栉风沐雨 19 年，深耕医药服务外包行业，巩固龙头地位.....	- 6 -
四大业务板块齐头并进，全球持续稳健快速增长.....	- 7 -
医药服务外包行业景气度高，未来几年有望保持 20%以上增长.....	- 9 -
什么是药明康德“一体化、端到端的赋能平台”？	- 10 -
从开端到终端，跟随药品从实验室阶段的分子发现到商业化阶段生产的全过程.....	- 10 -
稀缺性强，行业极少数打通新药研发服务全产业链的平台型公司.....	- 10 -
“跟随药物发现”模式，一定程度上有望提升新药研发成功率.....	- 11 -
短期看，平台型优势突出，有效提升客户覆盖广度和留存率	- 12 -
平台型优势突出，有效提升客户覆盖广度和留存率.....	- 12 -
服务全球客户，市占率亚洲第一、国际领先.....	- 14 -
中期看，DDSU 模式畅享创新药上市放量的长期价值	- 15 -
打造闭环竞争力，DDSU 模式畅享创新药上市放量的长期价值和稳定收入分成.....	- 15 -
中长期看，抢占细胞与基因治疗 CDMO 行业先机，增长动力足	- 16 -
细胞与基因疗法领域 IND 和 NDA 数量快速增长，外包服务需求快速上升.....	- 16 -
抢占先机建设细胞和基因疗法工厂，后续收入规模和毛利率有望逐步提升.....	- 17 -
长期看，临床内部转化率不断提升，分享临床阶段外包服务广阔市场	- 19 -
临床阶段研发费用占总费用 75%以上，是医药服务外包的黄金细分市场.....	- 19 -
随着赋能平台不断完善临床阶段内部转化率提升，后端订单增多、长期成长性强.....	- 20 -
长期看，2025 年药明康德收入体量有望达到 480 亿元.....	- 21 -
盈利预测与估值	- 22 -
盈利预测与估值.....	- 22 -
投资建议.....	- 23 -
风险提示	- 23 -
行业监管政策变化的风险.....	- 23 -
医药研发服务行业竞争加剧的风险.....	- 23 -
境外经营及国际政策变动的风险.....	- 23 -
汇率波动的风险.....	- 24 -

图表目录

图表 1: 药明康德发展历程及收入增长情况 (单位: 亿元, %)	- 6 -
图表 2: 药明康德主要管理团队一览	- 7 -
图表 3: 2016-2019Q3 药明康德收入、归母净利润及增速情况 (单位: 亿元, %)	- 7 -
图表 4: 2016-2019Q3 药明康德扣非净利润、经调整 Non-IFRS 归母净利润及增速情况 (单位: 亿元, %)	- 7 -
图表 5: 2018 年药明康德分板块收入结构 (单位: %)	- 8 -
图表 6: 2018 年药明康德收入地区分布 (单位: %)	- 8 -

图表 7: 2014 年-2019H1 四大业务板块收入及增速水平 (单位: 百万元, %)	- 8 -
图表 8: 2014 年-2019H1 四大业务毛利率水平 (单位: %)	- 8 -
图表 9: 2014 年-2023E 全球 CRO 行业规模及增速 (单位: 十亿美元, %)	- 9 -
图表 10: 2014 年-2023E 全球 CMO 行业规模及增速 (单位: 十亿美元, %)	- 9 -
图表 11: 2014 年-2023E 中国 CRO 行业规模及增速 (单位: 十亿美元, %)	- 9 -
图表 12: 2014 年-2023E 中国 CMO 行业规模及增速 (单位: 十亿美元, %)	- 9 -
图表 13: 药明康德一体化、端到端的赋能平台示意图	- 10 -
图表 14: 一图纵览海内外医药服务外包公司覆盖业务对比	- 11 -
图表 15: 药物研发周期长, 步骤多, 平台型外包服务一定程度有望提高效率 and 成功率	- 12 -
图表 16: 2013 年-2022E 小型制药公司在 FDA 新药获批数目占比逐渐提升	- 13 -
图表 17: 药明康德赋能平台能够满足各类型客户的研发需求	- 13 -
图表 18: 药明康德“长尾客户”战略优势	- 13 -
图表 19: 公司客户忠诚度高、留存率高 (截止 2019H1 数据)	- 13 -
图表 20: 2016 年-2019H1 公司大型药企及长尾客户收入占比结构变化趋势 (单位: 亿元, %)	- 14 -
图表 21: 药明康德在全球范围内持续推进能力和规模建设 (数据截止 2019H1)	- 14 -
图表 22: 2018 年全球医药服务外包公司市占率情况 (单位: 亿美元, %)	- 15 -
图表 23: 2018 年中国医药服务外包行业市占率情况 (单位: 亿元, %)	- 15 -
图表 24: 一站式赋能平台打造超强闭环竞争力, 服务客户从药物发现到申报 IND	- 16 -
图表 25: 2019Q3 药明康德国内新药研发服务部累积申报 IND 和临床批件数 (单位: 个)	- 16 -
图表 26: 1993 年以来全球癌症细胞疗法临床数目变迁 (单位: 个)	- 16 -
图表 27: 1989 年以来全球基因疗法临床数目变迁 (单位: 个)	- 16 -
图表 28: 2010 年以来 FDA 累积批准的细胞与基因疗法数量 (单位: 个)	- 17 -
图表 29: 细胞与基因疗法未来将进入蓬勃发展期, IND 和 NDA 数量呈现爆发式增长	- 17 -
图表 30: 2015 年-2020E 全球精准医疗市场规模 (单位: 亿美元, %)	- 17 -
图表 31: 2013 年-2022E 全球细胞疗法及基因疗法 CMO/CDMO 市场规模及增速 (单位: 亿美元, %)	- 17 -
图表 32: 药明康德细胞和基因治疗 CDMO 业务发展历程	- 18 -
图表 33: 2014 年-2019H1 药明康德美国区实验室业务收入、毛利及增速 (单位: 百万元, %)	- 18 -
图表 34: 药明康德细胞和基因治疗 CDMO/CMO 业务潜在收入空间模拟测算 (单位: 百万元)	- 19 -
图表 35: 药明康德美国区实验室业务和药明生物业务毛利率参照 (单位: %)	- 19 -
图表 36: 药物研发不同阶段费用及占比情况 (单位: 百万美元, %)	- 19 -
图表 37: 药物研发不同阶段耗费时长占比情况 (单位: 年)	- 19 -
图表 38: 药明康德临床 CRO 业务发展历程	- 20 -
图表 39: 2014 年-2019H1 药明康德临床 CRO 业务收入、毛利及增速 (单位: 百万元, %)	- 21 -
图表 40: 药明康德和泰格医药临床 CRO 业务收入规模参照 (单位: 百万元, %)	- 21 -

图表 41: 药明康德和泰格医药临床 CRO 业务毛利率参照 (单位: %) - 21 -

图表 42: 药明康德长期收入体量测算 (单位: 亿元, %) - 22 -

图表 43: 药明康德可比公司估值对比..... - 23 -

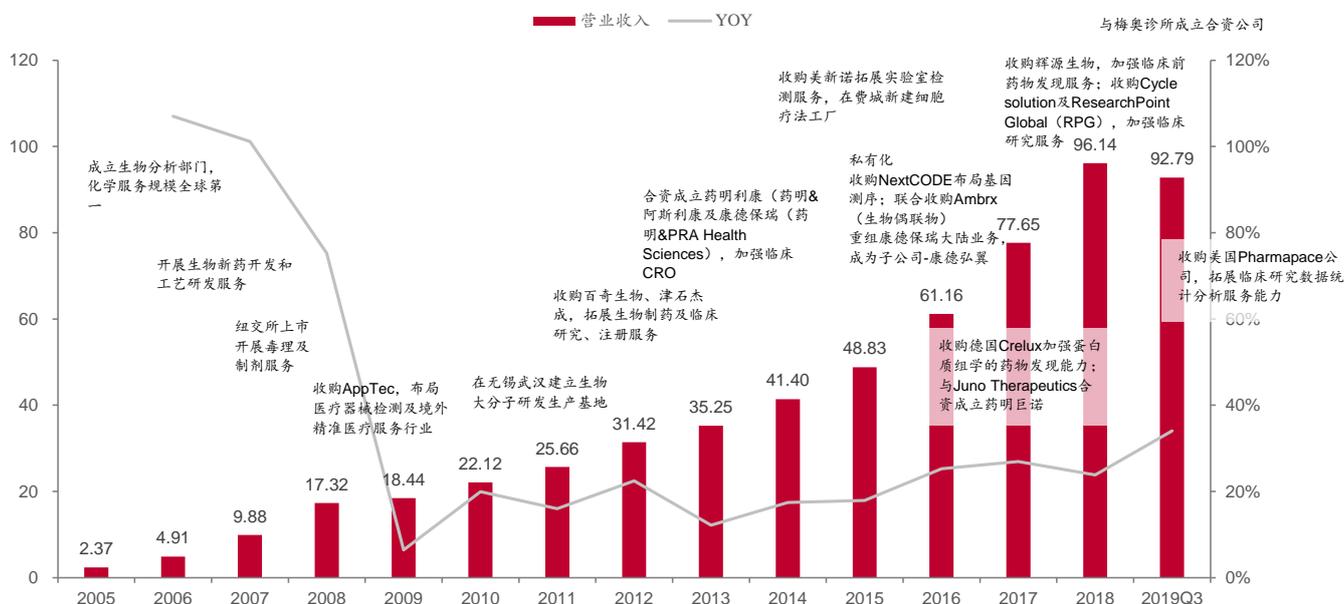
图表 44: 药明康德财务模型预测..... - 25 -

医药服务外包行业霸主，持续稳健快速成长

栉风沐雨 19 年，深耕医药服务外包行业，巩固龙头地位

- **全球新药研发和生产服务龙头，2019 年收入预计迈入百亿体量。**公司自 2000 年 12 月成立以来，不断拓展新业务和新领域，完善合成化学服务、生物分析服务、毒理及制剂服务等，并通过收购兼并 AppTec、津石杰成、美国美新诺、Crelux、辉源生物、ResearchPoint Global 和美国 Pharmapace 等快速完成业务拓展，从临床前 CRO 领域逐步发展到今天的全产业链“一体化、端到端”的赋能平台，实现“跟随项目发展、跟随分子发展”，服务贯穿新药研发和生产全产业链。
- 公司成立以来持续快速增长，收入体量自 2005 年的 2.37 亿元逐步增长至 2018 年的 96.14 亿元，年均复合增长率达到 33%。**2019 年我们预计公司收入在高基数水平下继续保持 30% 左右增长，迈入百亿体量。**

图表 1：药明康德发展历程及收入增长情况（单位：亿元，%）



来源：Bloomberg，公司公告，中泰证券研究所（2005-2010 年收入可能受汇率口径影响略有差异）

- **全球视野、经验丰富的管理团队，对接国际最高标准。**创始人李革博士领军的管理层团队能力出众，具备高水平的学科专业知识素养及丰富的医药行业投资和企业管理经验。公司多数管理层均在海外工作多年、具备国际化视野，公司内部管理制度同欧美高水平公司接轨，培训体系完善。此外，在公司为员工提供广阔发展平台的同时，公司还对各级管理人员，各级技术骨干实施股权激励计划，最大限度地调动内部员工工作积极性。在以人为核心的医药服务外包行业，我们认为公司具备较强的人才壁垒和技术壁垒。

图表 2: 药明康德主要管理团队一览

姓名	职位	学术背景	相关工作背景
李革	创始人, 董事长兼首席执行官	北京大学化学硕士, 哥伦比亚大学有机化学博士	曾在Pharmacoepia Inc. 作为创始科学家并担任科研总监, 2000年回国创立药明康德
胡正国	联席首席执行官	毕业于卡耐基-梅隆大学, 拥有化学硕士学位及工商管理硕士学位	曾担任Tanox公司高级副总裁和首席运营官, 并曾任美国生物制药公司Biogen业务经理、美国默克公司高级财务分析师
杨青	执行副总裁, 首席商务官, 研究服务部负责人, 测试事业部负责人	美国加州大学旧金山分校药物化学博士	曾担任阿斯利康制药公司亚洲及新兴市场创新医药研发副总裁, 辉瑞制药公司亚洲研发副总裁
陈民章	执行副总裁, 合全药业首席执行官	北京大学化学学士, 明尼苏达大学有机化学博士	20多年新药研发和生产管理经验, 在多个全球新药的研发及商业化过程中发挥了重要作用; 曾担任美国Vertex公司技术运营总监
陈曙辉	执行副总裁, 科研总裁, 国内新药研发服务部负责人	耶鲁大学、有机化学博士	曾任礼来公司科研顾问, 并曾供职于威昂医药公司和百时美施贵宝公司
刘晓钟	创始人之一, 执行副总裁	北京大学学士, 中欧国际工商学院EMBA	曾担任珠海泽宇工贸有限公司总经理, 公司重大项目办公室负责人&行政管理核心领导
张朝晖	创始人之一, 高级副总裁	中欧国际工商学院EMBA	曾担任美国银铃集团副总裁等, 政府事务和政策研究负责人&行政管理核心领导
赵宁	共同创始人之一, 高级副总裁, 全球人力资源负责人	哥伦比亚大学有机化学博士	曾任职于百时美施贵宝、药典制药及惠氏
朱璧辛	高级副总裁, 首席财务官	美国西北大学电气工程学士, 哥伦比亚商学院工商管理硕士	曾在多家世界级投资银行(花旗, 美林)担任董事总经理兼资深并购银行家, 领导执行了许多具战略意义和变革性的跨境并购交易

来源: 公司官网, 公司招股说明书, 中泰证券研究所

四大业务板块齐头并进, 全球持续稳健快速增长

- 营收、扣非归母净利润持续稳健增长, 2016-2018 年营收 CAGR 25%、扣非归母净利润 CAGR 33%。**公司营业收入从 2016 年的 61.16 亿元增长至 2018 年的 96.14 亿元, 2016-2018 年 CAGR 为 25%, 2019 年前三季度同比增长 34%。2016 年以来扣非归母净利润一直保持稳健增长, 2018 年达到 15.59 亿元、2016-2018 年复合增长率为 33%。2019 年前三季度扣非归母净利润同比增长 36.88%。

图表 3: 2016-2019Q3 药明康德收入、归母净利润及增速情况 (单位: 亿元, %)

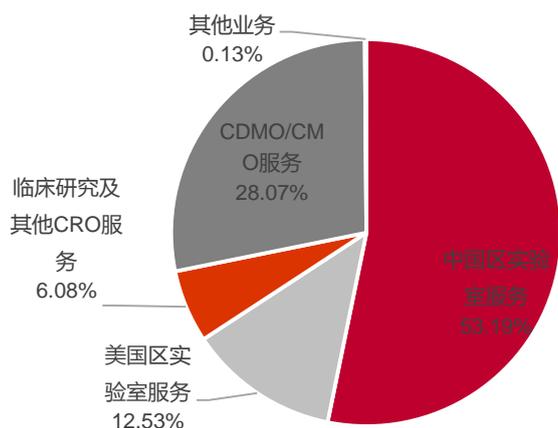

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2016-2019Q3 药明康德扣非净利润、经调整 Non-IFRS 归母净利润及增速情况 (单位: 亿元, %)


来源: Wind, 中泰证券研究所

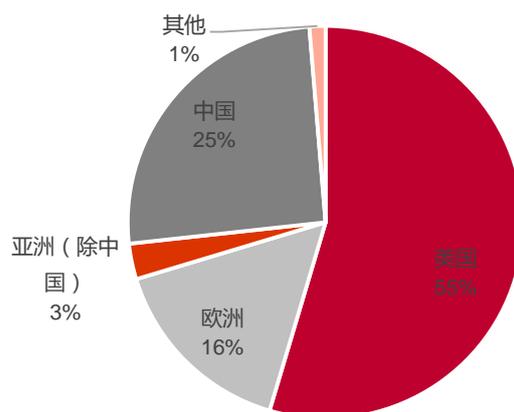
- 更能反映公司主业盈利能力的经调整 Non-IFRS 归母净利润（不包括股权激励计划开支、上市相关费用、汇兑波动相关损益、并购所得无形资产摊销、已实现及未实现权益类投资收益、应占合营公司盈亏）自 2016 年以来持续快速增长，从 2016 年的 9.95 亿元增长至 2018 年的 17.42 亿元，年复合增长率为 32.3%。2019 年前三季度经调整 Non-IFRS 归母净利润同比增长 38%。
- 多元化结构，临床前 CRO 占收入比重 53%，70%收入来自欧美地区。公司业务遍布美国、欧洲及包括中国在内的亚洲地区，以美国市场为主，2018 年美国地区占比 55%、中国 25%、欧洲 16%及除中国外的亚洲地区 3%。受益于医药研发生产服务行业向以中国为代表的新兴国家转移，叠加国内审评政策及新药研发环境的改善，国内业务收入占比从 2015 年的 17.16%提升到 2018 年的 25.43%。分板块收入上，除具备传统优势的临床前 CRO 业务（主要是中国区实验室）和 CDMO/CMO 业务（主要是子公司合全药业）以外，公司在临床 CRO、细胞和基因治疗（美国区实验室多数业务）等领域逐步加强，2018 年临床前 CRO 业务实现收入 51 亿元（占比 53%、yoy24%+），CDMO/CMO 业务 27 亿元（占比 28%、yoy28%+），临床 CRO 业务 5.8 亿元（占比 6%、yoy64%+），美国区实验室 12.04 亿元（占比 12.5%、yoy6%+）。

图表 5: 2018 年药明康德分板块收入结构(单位: %)



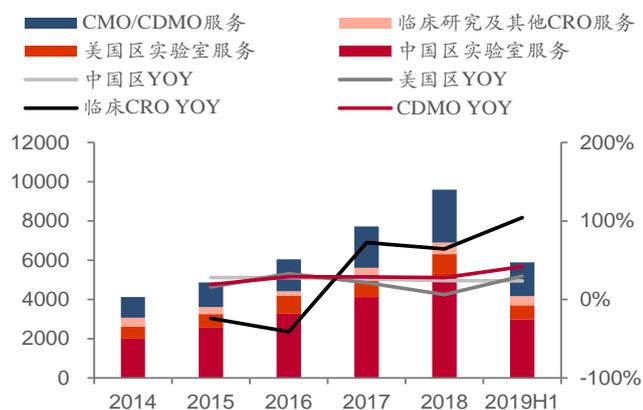
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 2018 年药明康德收入地区分布(单位: %)



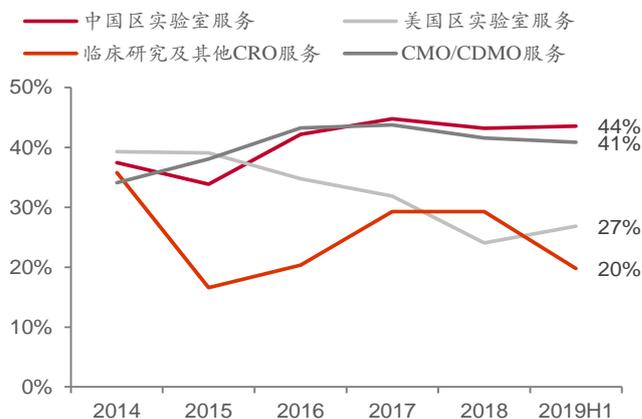
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 7: 2014 年-2019H1 四大业务板块收入及增速水平(单位: 百万元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 2014 年-2019H1 四大业务毛利率水平(单位: %)



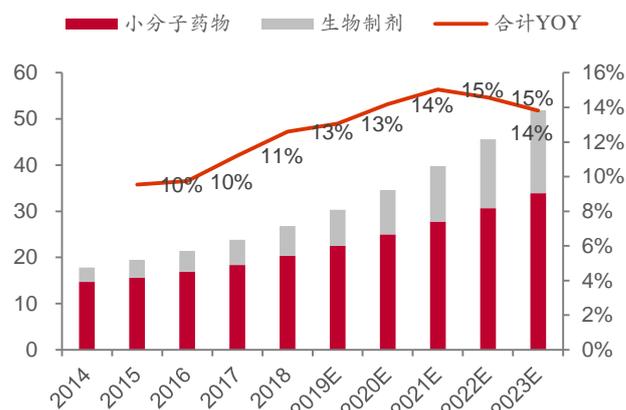
来源: Wind, 中泰证券研究所

医药服务外包行业景气度高，未来几年有望保持 20%以上增长

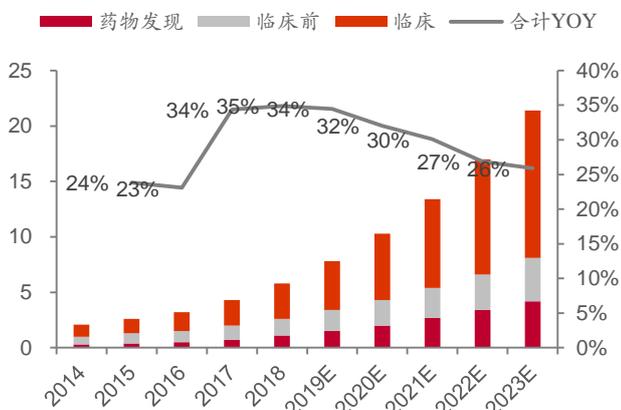
- 医药服务外包行业景气度高，未来几年有望保持 20%以上增长。**据 Frost&Sullivan 数据分析，全球 CRO 市场由 2014 年的 400 亿美元增长至 2018 年的 579 亿美元，复合年增长率为 9.7%，预计 2023 年将达到 952 亿美元，复合年增长率 10.5%。全球 CMO 市场规模由 2014 年的 179 亿美元增长至 2018 年的 268 亿美元，复合年增长率为 10.7%，预期 2023 年将达到 518 亿美元。中国 CRO 市场规模由 2014 年的 21 亿美元增至 2018 年的 59 亿美元，复合年增长率为 29.2%，预期将快速增长至 2023 年的 214 亿美元，复合年增长率为 29.6%。中国 CMO 市场规模由 2014 年的 12 亿美元增至 2018 年的 24 亿美元，复合年增长率为 19.8%，预期 2023 年将达 85 亿美元。基于低成本的研发生产工程师红利、完善的化工基础原料市场、知识产权保护制度的加强和覆盖全国的物流基础设施，未来中国医药外包企业将在医药研发生产服务转移浪潮中占据最有优势的地位。

图表 9: 2014 年-2023E 全球 CRO 行业规模及增速
(单位: 十亿美元, %)


来源: 康龙化成港股招股说明书, 中泰证券研究所

图表 10: 2014 年-2023E 全球 CMO 行业规模及增速
(单位: 十亿美元, %)


来源: 康龙化成港股招股说明书, 中泰证券研究所

图表 11: 2014 年-2023E 中国 CRO 行业规模及增速
(单位: 十亿美元, %)


来源: 康龙化成港股招股说明书, 中泰证券研究所

图表 12: 2014 年-2023E 中国 CMO 行业规模及增速
(单位: 十亿美元, %)

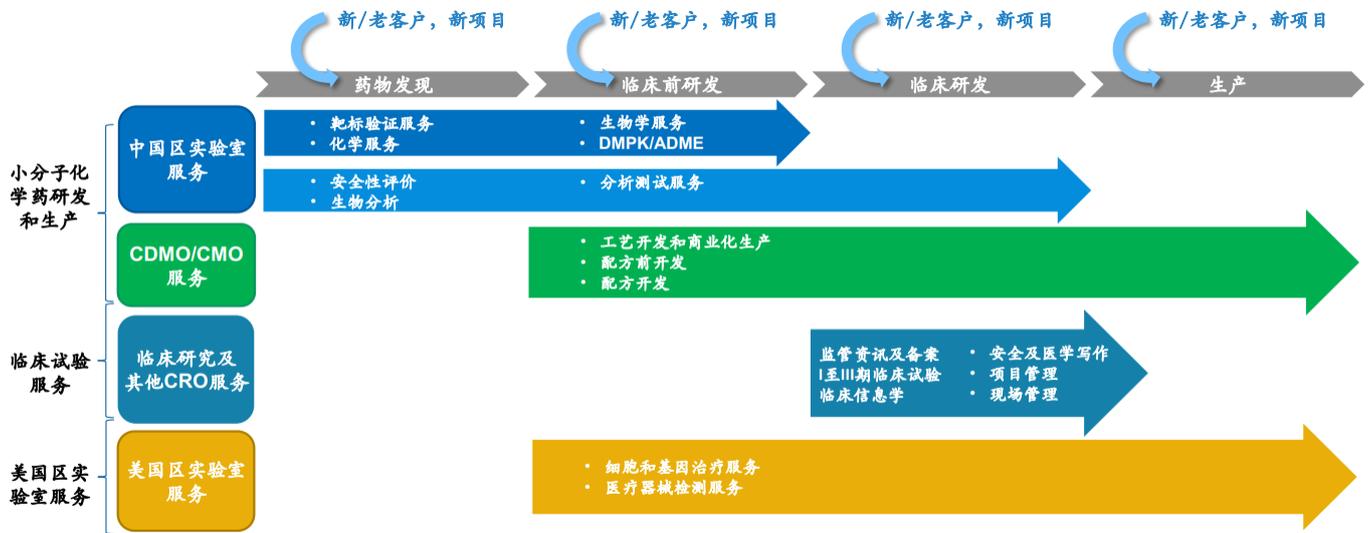

来源: 康龙化成港股招股说明书, 中泰证券研究所

什么是药明康德“一体化、端到端的赋能平台”？

从开端到终端，跟随药品从实验室阶段的分子发现到商业化阶段生产的全过程

- 药明康德的一体化、端到端的赋能平台指的是什么？公司主营业务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，包含临床前CRO、临床CRO、小分子CDMO、细胞和基因治疗CDMO领域等服务方向，贯穿了药物发现、临床前开发、临床研究以及商业化生产全产业链，从开端到终端，跟随一个药品从实验室阶段的分子发现到商业化阶段生产的全过程。

图表 13: 药明康德一体化、端到端的赋能平台示意图



来源：公司介绍，中泰证券研究所

稀缺性强，行业极少数打通新药研发服务全产业链的平台型公司

- 平台型医药外包服务商，稀缺且全能。我们梳理了海内外医药服务外包公司所覆盖业务的情况，对比发现，如果将药物研发划分成药物发现阶段、临床前阶段、临床研究阶段、上市阶段四大阶段，多数CRO公司优势领域仅涵盖其中1-2个。公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台，业务覆盖水平与国际一流CRO公司LabCorp（收购科文斯Covance）看齐。作为“一体化、端到端”的新药研发平台，我们认为具备几大优势：（1）顺应药物研发从早期到后期的科学规律，从“跟随项目发展”到“跟随药物分子发展”，一定程度上提高新药研发成功率；（2）提高服务的技术深度和范围广度，内部衔接良好、技术升级快，满足客户多元化需要，提高客户留存率、单项目收益等，达到正向循环；（3）通过从早期开始参与创新药研发，分享创新药成长的长生命周期价值。

图表 14：一图纵览海内外医药服务外包公司覆盖业务对比

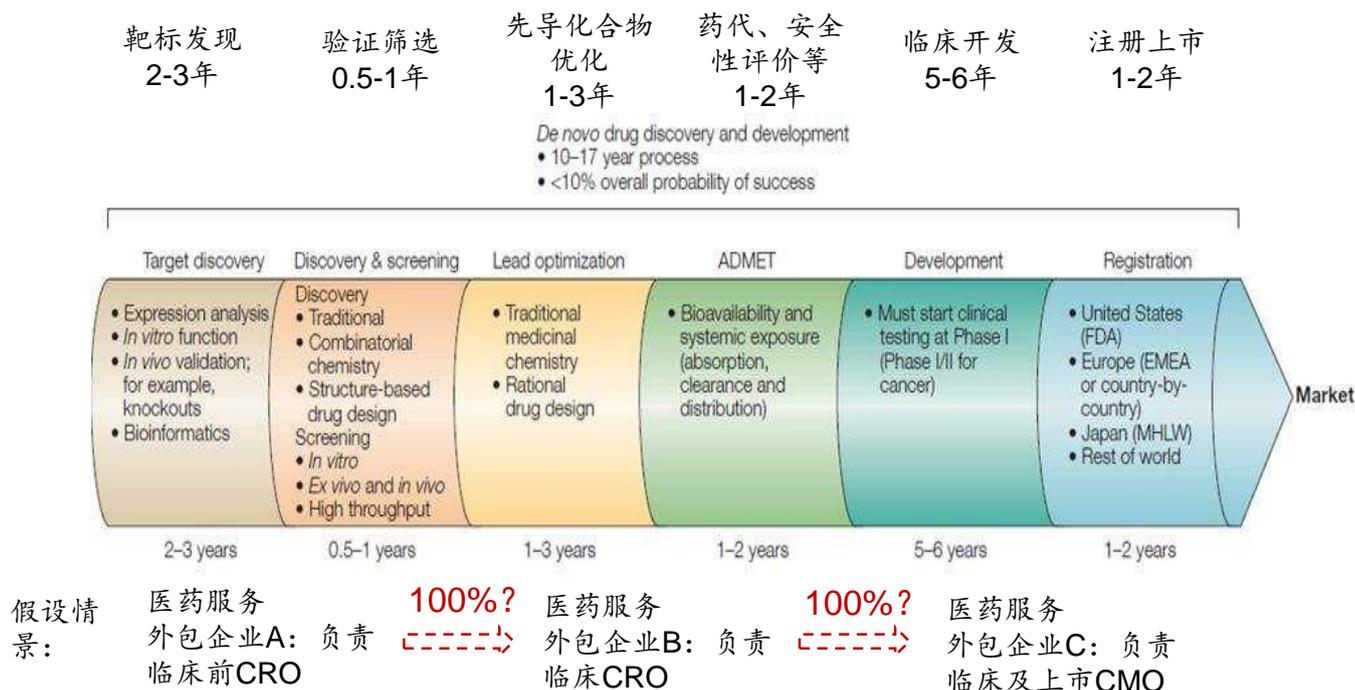
公司名称	药物发现阶段		临床前阶段			临床研究阶段			上市阶段		业务数量
	靶标验证	药物发现	化学分析	生物分析	安全性评价	临床研发（I-III期）	中心实验室	临床药物生产	商业化生产	IV期	
药明康德	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	10
IQVIA(艾昆纬)				√		√	√		√	√	5
LabCorp	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	10
Parexel(百瑞精鼎)				√		√	√	√	√	√	6
Syneos				√		√			√	√	4
PPD		√	√	√	√	√	√			√	7
ICON			√	√		√	√	√	√	√	7
PRA Health				√		√				√	3
Charles River Laboratories	√	√		√	√			√			5
泰格医药				√	√	√	√			√	5
康龙化成		√	√	√	√	√ (偏早期)		√			6
昭衍新药				√	√	(布局中)					2
博济医药			√	√	√	√		√		√	6
美迪西			√	√	√						3

来源：公司招股说明书，公司公告，中泰证券研究所（仅对对应收入占比达到一定体量的业务）

“跟随药物发现”模式，一定程度上有望提升新药研发成功率

- 从“跟随项目发展”到“跟随药物分子发展”，一定程度上有望提高新药研发成功率。众所周知，创新药研发周期长（10 年甚至以上）、研发费用高（10 亿美元以上）、研发成功率低（10%以下），整体研发难度极大。从靶标发现到药品成功上市中间需要经历多个阶段，而多数医药外包服务公司只能承接其中几个阶段的服务内容。对于医药研发企业特别是中小型初创公司、虚拟公司等而言，开发的多个阶段都需要依赖外包服务。在同一个项目不同阶段转移至不同服务外包公司的情况下，或有可能出现不同服务机构之间转移技术的成本和风险。公司通过顺应“跟随药物分子发展”的科学规律，能够较大程度理解新药成药性及设计思路；业务覆盖新药研发全过程，使得客户新药项目能够在药明的统一标准体系下运作，无缝隙衔接项目研发的不同阶段，一定程度上有望提升新药研发的效率和成功率。

图表 15: 药物研发周期长, 步骤多, 平台型外包服务一定程度有望提高效率和成功率



药明康德: 临床前CRO+临床CRO+CMO

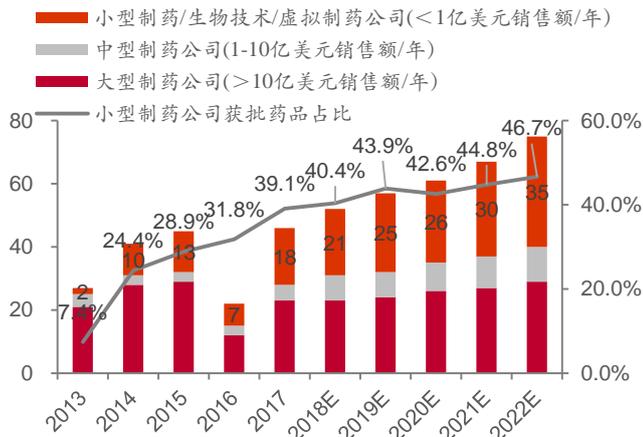
来源: Pharm. Med, CPhI, 中泰证券研究所

短期看, 平台型优势突出, 有效提升客户覆盖广度和留存率

平台型优势突出, 有效提升客户覆盖广度和留存率

- 顺应全球研发趋势和医药服务外包需求趋势, 全面覆盖小型药企、Biotech公司及虚拟制药公司, 扩大客户覆盖广度。随着新药研发的越发深入化, 品种研发难度加大、新靶点新方向层出不穷, 叠加风投资本持续涌入生命健康行业, 专注于某一细分特定方向的小型制药公司、生物科技公司及虚拟制药公司不断兴起。据 Frost & Sullivan 预测, 小型制药公司获FDA批准的新药比例已由2013年的7%上升到2017年的39%, 到2022年其新药获批率有望达到47%。公司一站式的赋能平台能够为不同药企(特别是中小型药企)提供完善化、定制式的服务, 在同行业中优势明显, 帮助其进一步扩大客户覆盖广度。

图表 16: 2013 年-2022E 小型制药公司在 FDA 新药 获批数目占比逐渐提升



来源: 药明康德港股招股说明书, 中泰证券研究所

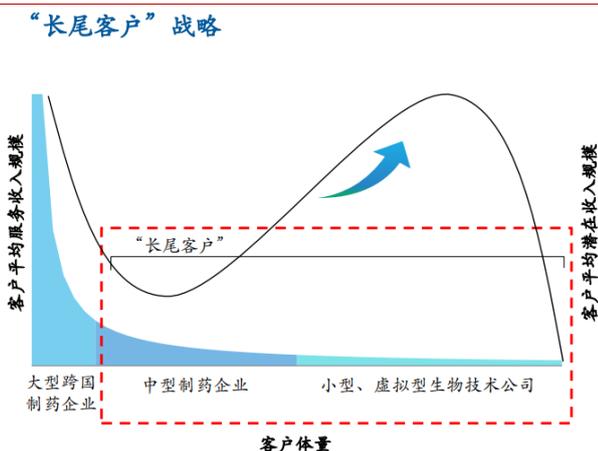
图表 17: 药明康德赋能平台能够满足各类型客户的研发需求



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

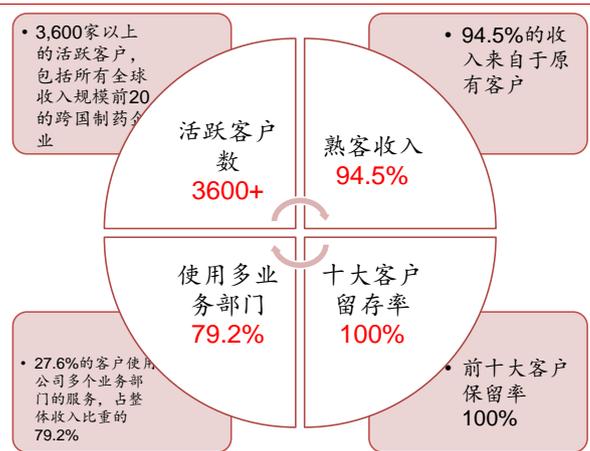
- **客户忠诚度高、留存率高, “长尾客户” 效应逐步体现。**公司推进“长尾客户”战略, 通过平台创新赋能的能力不断增强, 生物技术公司特别是初创、虚拟公司无需投资建设固定资产即可借助公司快速获得全面的研发和生产能力。公司新老客户数量稳步上升, 客户忠诚度高、留存率高。2019 年上半年公司活跃客户超过 3600 家, 包括所有全球收入规模前 20 的跨国制药企业。其中, 94.5% 的收入来自于原有客户, 前十大客户保留率 100%, 27.6% 的客户使用公司多个业务部门的服务、占整体收入比重的 79.2%。同时, 公司深化长尾战略, 通过提供全面及定制化的服务满足不断增长且多元化的中小型生物技术公司、虚拟公司和个人创业者的需求。

图表 18: 药明康德 “长尾客户” 战略优势



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

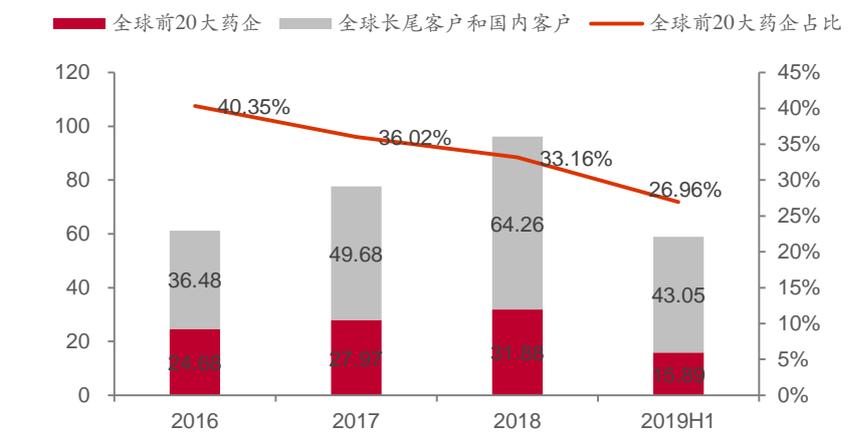
图表 19: 公司客户忠诚度高、留存率高(截止 2019H1 数据)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- **分拆客户结构看到, 公司收入中来自于大型跨国制药企业的比重呈逐渐降低趋势。全球前 20 大制药企业 2016 年-2019H1 占公司总收入比重分别为 40.36%、36.02%、33.16%和 26.96%, 来自长尾客户和国内客户的收入占比逐步提升至 70%左右。**公司逐步朝“成为全球医药健康产业最高、最宽和最深的能力和技术平台, 让天下没有难做的药, 难治的病”的愿景前进。

图表 20: 2016 年-2019H1 公司大型药企及长尾客户收入占比结构变化趋势 (单位: 亿元, %)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

服务全球客户, 市占率亚洲第一、国际领先

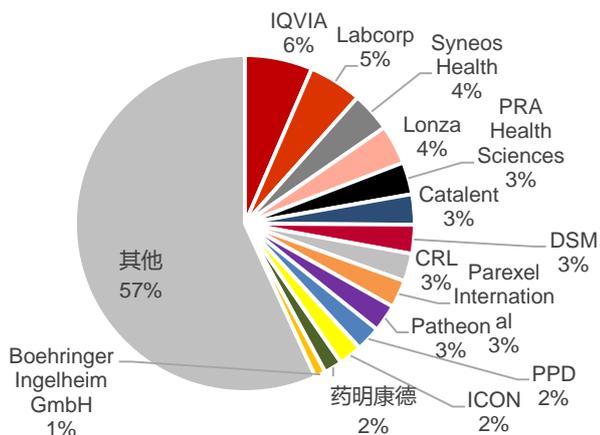
- **持续推进全球基地布局、服务全球客户, 市占率亚洲第一、国际领先。** 公司在全球范围内持续推进和加强基地建设, 成都、启东、无锡、苏州、香港、美国圣地亚哥、美国费城、美国德克萨斯等地均有分布。预计到 2022 年公司将在全球建成总面积达 115.8 万平方米的实验室、工厂和办公室。按照所有 CRO 和 CMO 业务的相关收入体量计算, 2018 年公司已成为医药服务外包亚太第一、国际领先的新药研发服务平台, 全球医药服务外包行业市占率 1.7% (行业第 13)、国内医药服务外包行业市占率 16.5% (行业第 1)。

图表 21: 药明康德在全球范围内持续推进能力和规模建设 (数据截止 2019H1)

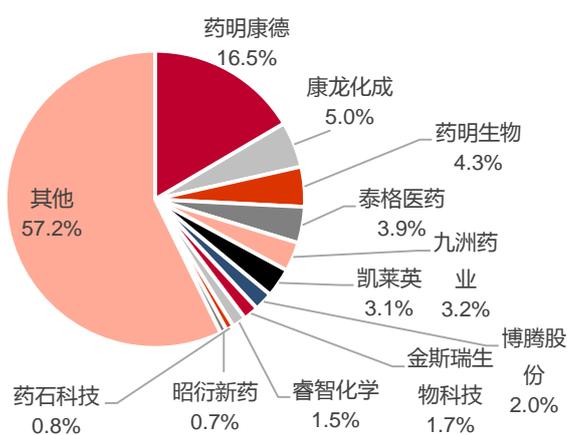


持续推进能力和规模建设

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 22: 2018 年全球医药服务外包公司市占率情况
 (单位: 亿美元, %)


来源: Bloomberg, Wind, 康龙化成港股招股说明书, 中泰证券研究所

图表 23: 2018 年中国医药服务外包行业市占率情况
 (单位: 亿元, %)


来源: Bloomberg, 公司公告, 康龙化成港股招股说明书, 中泰证券研究所(注: 各公司均为包括境内外收入)

中期看, DDSU 模式畅享创新药上市放量的长期价值

打造闭环竞争力, DDSU 模式畅享创新药上市放量的长期价值和稳定收入分成

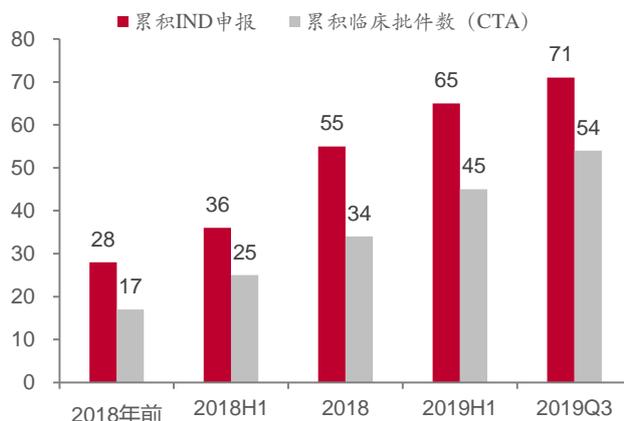
- 通过从药物发现到临床前研究的一体化服务模式(国内新药研发服务部 DDSU), 畅享创新药上市放量的长期价值、稳定收入分成。依托公司完善的临床前服务业务布局, 公司为国内客户提供一体化新药发现和研发服务——从药物发现阶段即开始直至完成向国家药监局提交 IND 申报为止的服务内容。此类项目专注于针对成熟靶点研发新药, 研发风险相对较低。在按照惯常服务模式收取新药研发服务收入之外, 若项目研发获得成功, 公司还将获得产品未来对外授权的里程碑分成或产品上市后的销售收入分成。截止 2019 年前三季度公司累计为国内客户完成 71 个研究性新药的临床试验申报, 并获得 54 个项目的临床试验许可。2016 年公司助力正大天晴药业集团将一款治疗乙型肝炎的创新药物的国际开发权许可给美国强生制药, 正大天晴药业集团获得的转让收益总额可达 2.53 亿美元, 公司累计收到里程碑收入约 4,960 万元。目前公司进行中的项目超过 140 项, 暂时还没有收取销售分成的特许权使用费项目推向商业化。未来, 随着前期项目的逐步推进, 越来越多的项目进入里程碑和商业化阶段, 我们预计公司有望分享创新药上市放量的长期价值和稳定的销售收入分成。
- DDSU 部门已累计获得 54 个临床试验批件。截至 2019 年 9 月 30 日, 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; 小分子 CDMO/CMO 服务项目累计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; 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。

图表 24: 一站式赋能平台打造超强闭环竞争力, 服务客户从药物发现到申报 IND



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 2019Q3 药明康德国内新药研发服务部累积申报 IND 和临床批件数 (单位: 个)



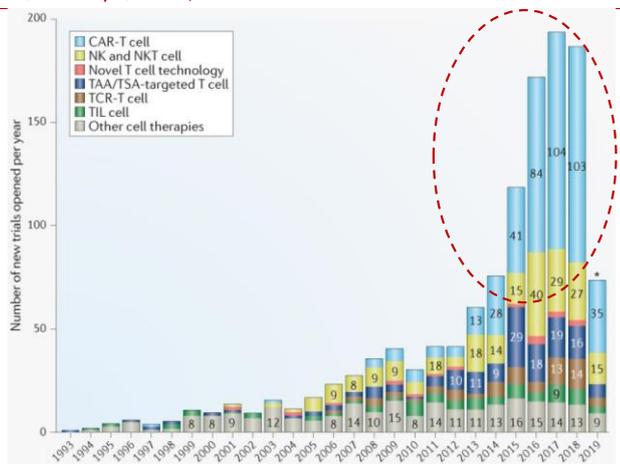
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

中长期看, 抢占细胞与基因治疗 CDMO 行业先机, 增长动力足

细胞与基因疗法领域 IND 和 NDA 数量快速增长, 外包服务需求快速上升

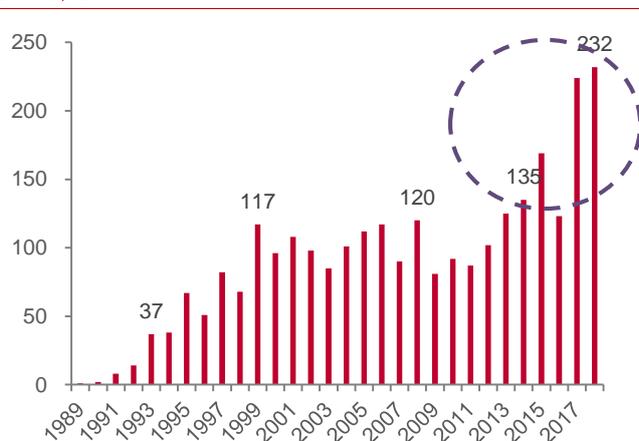
- 细胞与基因疗法行业已进入关键转折点, FDA 认为未来有望成为类似单抗药物的人类诊疗方式主力军。细胞与基因疗法被认为是目前人类疾病中具有突破性疗效的治疗手段, 特别是 CAR-T 细胞疗法在血液瘤、基因疗法在遗传性单基因疾病均取得了令人瞩目的效果。随着安全和有效的基因疗法递送载体的开发等相关技术的突破, 相关疗法开发进入向上转折点, 2015 年以来细胞疗法、基因疗法的临床数目呈现爆发式增长。目前 FDA 累计已接收超过 800 份 IND 申请、批准 17 个产品上市, 预计到 2020 年每年将接收超过 200 份 IND 申请、到 2025 年每年将会批准 10-20 个细胞和基因疗法产品。细胞与基因领域有望取得飞速进展, IND 和 NDA 数量呈现爆发式增长。

图表 26: 1993 年以来全球癌症细胞疗法临床数目变迁 (单位: 个)



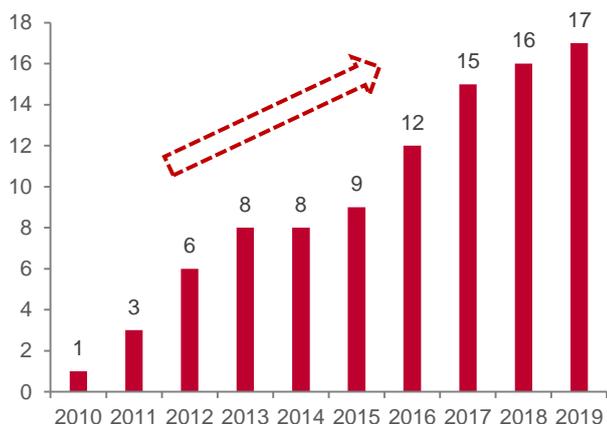
来源: Nature Reviews Drug Discovery 2019, Clinical trials.gov, 中泰证券研究所 (2019 年数据截止至 3 月)

图表 27: 1989 年以来全球基因疗法临床数目变迁 (单位: 个)



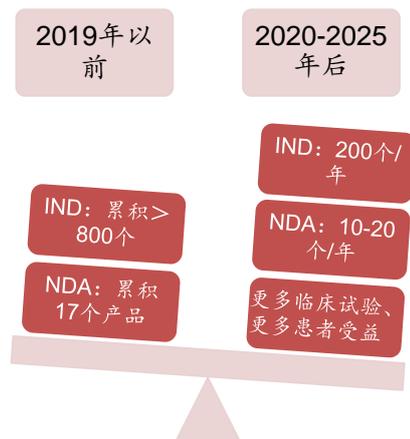
来源: The Journal of Gene Medicine 2018, 中泰证券研究所

图表 28: 2010 年以来 FDA 累积批准的细胞与基因疗法数量 (单位: 个)



来源: FDA, 中泰证券研究所

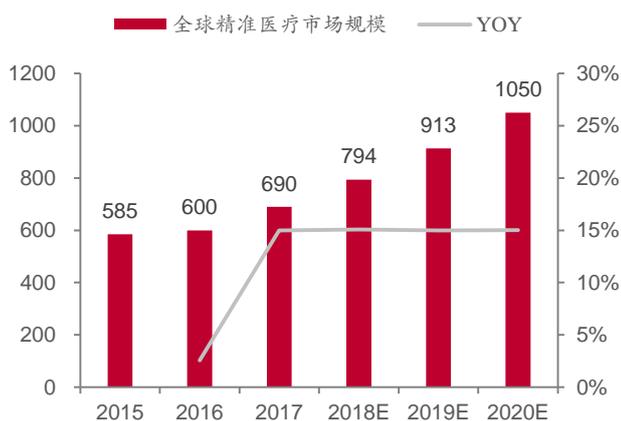
图表 29: 细胞与基因疗法未来将进入蓬勃发展期, IND 和 NDA 数量呈现爆发式增长



来源: FDA, 中泰证券研究所

- **细胞和基因疗法的 CDMO/CMO 服务正处于发展初期, 市场需求持续上升。**与小分子药物相比, 细胞和基因疗法的研发过程和周期更加复杂化、多样化。例如, 基于核酸的基因疗法中核酸如何保持稳定且有效是一大难点, GMP 条件下的病毒载体的制备和生产同样只有少数公司能够做到。因此, 相关药物的研发和生产十分依赖医药服务外包公司。据 Frost&Sullivan 预测, 2018 年全球细胞和基因疗法的 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, 将驱动细胞和基因疗法 CDMO/CMO 行业保持高速发展。预计 2022 年全球细胞和基因疗法 CDMO/CMO 市场规模将达到 36 亿美元, 2018-2022 年均复合增长率达到 24.5% 左右。

图表 30: 2015 年-2020E 全球精准医疗市场规模 (单位: 亿美元, %)



来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

图表 31: 2013 年-2022E 全球细胞疗法及基因疗法 CMO/CDMO 市场规模及增速 (单位: 亿美元, %)



来源: Frost&Sullivan, 药智网, 中泰证券研究所

抢占先机建设细胞和基因疗法工厂, 后续收入规模和毛利率有望逐步提升

- **在美国费城和中国无锡设立 33,000 m² 工厂, 专注细胞和基因治疗领域 CDMO 业务。**公司自 2011 年成立基因中心开始逐步进入精准治疗外包服务领域, 2014 年和 2018 年分别在美国费城和中国无锡建设合计约 33,000m² 细胞和基因治疗实验室与生产基地, 抢占细胞和基因治疗细分

领域的外包服务需求先机。公司可以提供从早期到商业化阶段的相关工艺与分析开发，涵盖溶瘤病毒、CRISPR 细胞、CAR-T 细胞等。

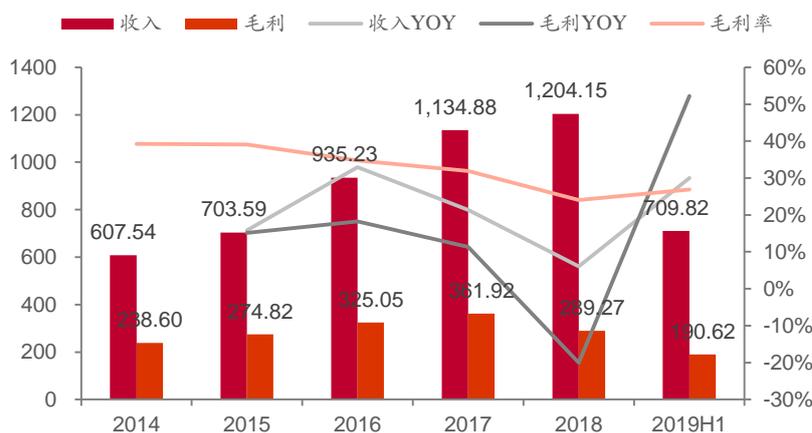
图表 32: 药明康德细胞和基因治疗 CDMO 业务发展历程



来源：公司官网介绍，中泰证券研究所

- **细胞和基因治疗 CDMO 业务快速发展，2018 年美国区实验室收入体量达到 12 亿元。**公司细胞和基因治疗 CDMO 服务主要在美国区实验室服务体现，该业务板块还包括一部分医疗器械检测服务。除 2018 年公司医疗器械检测服务由于一家主要战略性客户被收购后改变检测外包策略以及 2017 年有一次性短期大项目完成造成同比收入阶段性下降外，美国区实验室服务业务收入持续保持增长，2018 年达到 12.04 亿元（6.1%+），2019H1 达到 7.10 亿元（29.98%+）。2018 年该业务占整体收入比重 12.5%，毛利率 24%；2019H1 该业务占整体收入比重 12.04%，毛利率 26.9%。

图表 33: 2014 年-2019H1 药明康德美国区实验室业务收入、毛利及增速（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **作为公司正在积极培育的新型业务，细胞和基因治疗 CDMO 目前仍处于能力和产能建设期，**预计随着费城产能逐步释放和项目的增加，收入增长有望逐步加速，毛利率也有望逐步提升。我们认为，假设全球细胞和基因疗法临床数量按照每年 10% 增长、2025 年公司市占率提升至 15% 且项目单价保持每年 5-10% 左右的增长，则 2025 年公司该业务收入体量有望达到 94 亿元左右（假设美国区实验室收入为细胞与基因治疗外包服务整体收入进行测算），年复合增长率有望达到 34%。参照同样是

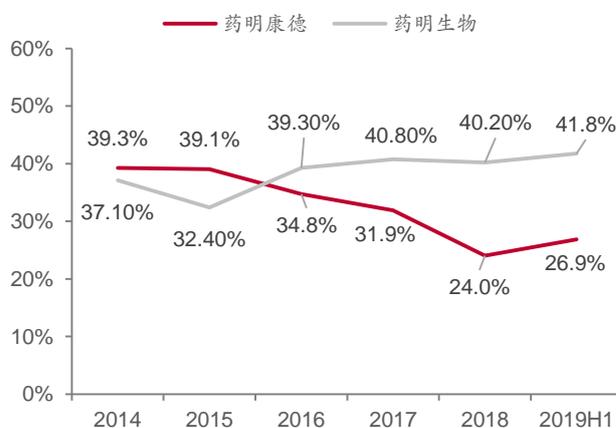
生物药 CDMO 的 药明生物的毛利率水平 (2018 年 40.20%), 以及考虑公司工厂主要设立在美国, 我们预计公司细胞和基因治疗 CDMO 业务随着收入体量逐步抬升毛利率水平有望提升至 30%-35% 左右。

图表 34: 药明康德细胞和基因治疗 CDMO/CMO 业务潜在收入空间模拟测算 (单位: 百万元)

测算	2018	2025E
全球临床数 (个)	412	803
YOY		10%
市占率	7%	15%
项目数量 (个)	30	120
单项目金额 (百万元)	40.14	78.22
YOY		10%
收入 (百万元)	1,204.15	9,419.88
CAGR		34%

来源: 中泰证券研究所 (假设美国区实验室收入作为细胞与基因治疗外包服务整体收入进行测算)

图表 35: 药明康德美国区实验室业务和药明生物业务毛利率参照 (单位: %)



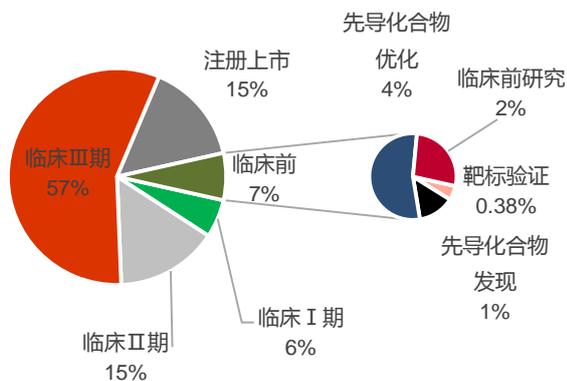
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

长期看, 临床内部转化率不断提升, 分享临床阶段外包服务广阔市场

临床阶段研发费用占总费用 75% 以上, 是医药服务外包的黄金细分市场

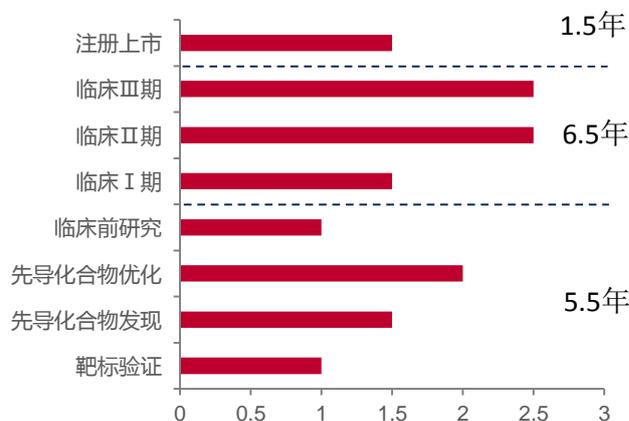
- 临床阶段研发费用占新药研发总费用的 75% 以上, 是医药服务外包的黄金细分市场。根据 Drug Discovery 2010 年的数据测算, 新药研发中以临床研发阶段费用占比最大, 临床前费用占比约 7%、临床 I 期占比 6%、临床 II 期占比 15%、临床 III 期占比 57%, 整个临床阶段占总费用的 75% 左右。而从研究花费时长而言, 临床前 (平均 5.5 年) 和临床研究 (6.5 年) 相比并没有很大差别。因此, 我们认为临床研究阶段的外包服务金额高、时长适当, 是医药服务外包的黄金细分市场, 具备较大价值。

图表 36: 药物研发不同阶段费用及占比情况 (单位: 百万美元, %)



来源: Nature Reviews Drug Discovery 2010, 中泰证券研究所

图表 37: 药物研发不同阶段耗费时长占比情况 (单位: 年)

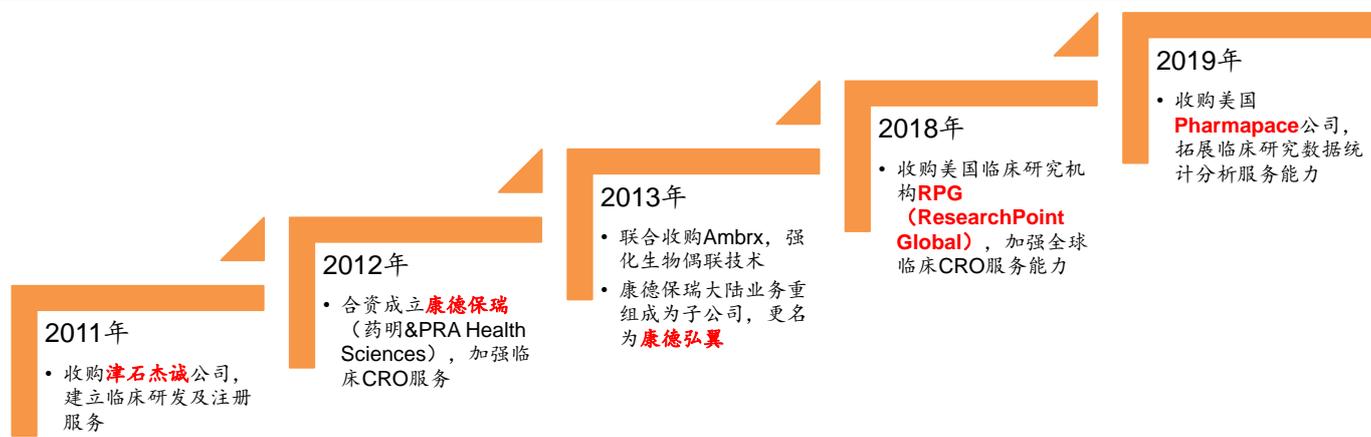


来源: Nature Reviews Drug Discovery 2010, 中泰证券研究所

随着赋能平台不断完善临床阶段内部转化率提升，后端订单增多、长期成长性强

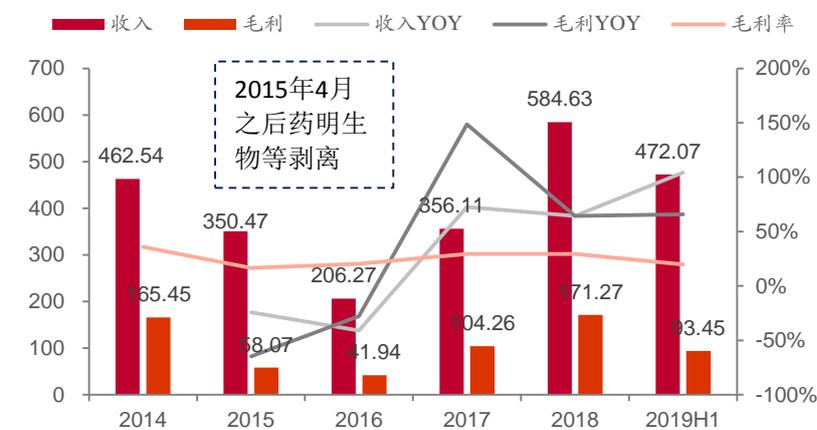
- 公司逐步强化临床 CRO 服务能力，瞄准国际多中心临床试验的高端市场。2011 年公司成立注册与临床研究团队，正式拓展临床 CRO 服务。先后通过收购津石杰诚（现名津石医药）、美国 RPG（ResearchPoint Global）、美国 Phamarpace 公司，重组 PRA 中国大陆业务（后更名为康德弘翼），快速完善临床 CRO 业务服务能力。公司目前新药申报业务（CDS）在国内外拥有团队人数超过 850 人；临床协调及现场管理（SMO）团队拥有超过 2,200 位临床协调员，分布在全国超过 120 个城市的 900 余家医院。此外，任命在全球肿瘤临床药物开发、转化科学和医学方面拥有超过 30 年的商业及学术经验的 Frederick H.Hausheer 博士作为首席医学官（CMO），增强平台转化医学服务能力，实现临床前和临床研究一体化服务的无缝衔接，更好地为客户赋能，加快新药上市进程。

图表 38：药明康德临床 CRO 业务发展历程

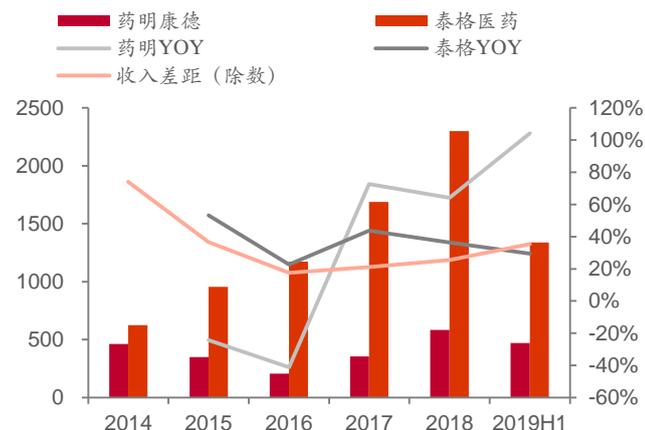


来源：公司官网介绍，中泰证券研究所

- 临床 CRO 业务快速发展，未来收入占比和毛利率水平均有望逐步提升。除 2015 年 4 月受私有化调整架构、药明生物、药明明码等业务剥离影响导致 2015-2016 年临床 CRO 业务收入出现下滑，2017 年以来临床 CRO 业务收入持续快速增长至 2018 年 5.85 亿元（64%+），2019H1 达到 4.72 亿元（104.22%+）。2018 年该业务占整体收入比重 6%，毛利率上升至 29%。2019H1 该业务占整体收入比重已达到 8%，毛利率受支付研究者费等代垫费以及并购所产生的无形资产摊销影响下降，为 20%。我们认为，参照国内临床 CRO 龙头泰格医药的收入水平（2018 年 23 亿元）、毛利率水平（2018 年 43%），以及公司拓展国际多中心的战略规划，未来药明康德临床 CRO 业务收入体量有望逐步抬升，且随着规模效应毛利率水平有望提升至 30%甚至更高。

图表 39: 2014 年-2019H1 药明康德临床 CRO 业务收入、毛利及增速 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 药明康德和泰格医药临床 CRO 业务收入规模参照 (单位: 百万元, %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 药明康德和泰格医药临床 CRO 业务毛利率参照 (单位: %)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司在亚太区临床前 CRO 具备绝对优势, 随着临床阶段项目的内部转化率逐步提升, 单项目订单金额有 3-5 倍以上增长空间, 长期发展空间大。目前公司大多数项目集中在早期阶段, 2018 年临床 CRO 收入仅占 6%。随着赋能平台的逐步优化、临床 CRO 服务能力的逐步强化, 公司项目推进至临床阶段的内部留存率提升, 公司将逐渐从早期单个项目金额低周期短向后端单个项目金额高周期长发展, 从规模相对较小的临床前研发市场进入到规模较大的临床和生产市场, 长期成长潜力强。

长期看, 2025 年药明康德收入体量有望达到 480 亿元

- 我们预计 2025 年药明康德收入体量有望达到 480 亿元, 其中临床 CRO 业务收入 73 亿元 (占比 15%), 美国实验室对应的细胞与基因治疗业务收入 71 亿元 (占比 14.8%)。2019 年-2025 年收入年复合增速有望保持在 25% 左右。

- 假设：(1) 中国区实验室业务：保持相对稳定的增长；其余收入弹性来自于 DDSU 模式下申报的产品，收入不可预期，暂未考虑。(2) 美国区实验室：参考报告 18 页论述与假设，全球细胞和基因疗法临床数量按照每年 10% 增长、公司市占率逐步提升至 2029 年 18% 且项目单价保持每年 5-10% 左右的增长，毛利率随着收入体量有望逐步抬升至 35% 左右。(3) 临床研究及其他 CRO 服务：公司逐步进入国际多中心临床 CRO 服务市场，市占率和毛利率均逐步提升，毛利率最终有望达到 35% 左右。(4) CMO/CDMO 业务：保持相对稳定的增长，后续逐步进入平稳期。

图表 42：药明康德长期收入体量测算（单位：亿元，%）

业务	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
中国区实验室服务														
收入	3270	4121	5113	6392	7798	9513	11416	13699	15754	18117	20835	22919	25210	27732
增长率 (%)	28%	26%	24%	25%	22%	22%	20%	20%	15%	15%	15%	10%	10%	10%
毛利	1379	1845	2207	2685	3353	4091	4909	5891	6774	7428	8542	9397	10084	11093
毛利率 (%)	42%	45%	43%	42%	43%	43%	43%	43%	43%	41%	41%	41%	40%	40%
包含 DDSU														
收入			16.80											
美国区实验室服务														
合计收入	935	1135	1204	1426	1930	2488	3201	4093	5229	7103	8504	10350	12573	15243
增长率 (%)	33%	21%	6%	18%	35%	29%	29%	28%	28%	36%	20%	22%	21%	21%
毛利	325	362	289	405	555	729	959	1255	1736	2484	2975	3621	4399	5333
毛利率 (%)	35%	32%	24%	28%	29%	29%	30%	31%	33%	35%	35%	35%	35%	35%
临床研究及其他 CRO 服务														
收入	206	356	585	906	1405	2037	2953	3987	5382	7266	9446	11807	14759	17710
增长率 (%)	-41%	73%	64%	55%	55%	45%	45%	35%	35%	35%	30%	25%	25%	20%
毛利	42	104	171	254	421	672	975	1316	1776	2543	3306	4132	5166	6199
毛利率 (%)	20%	29%	29%	28%	30%	33%	33%	33%	33%	35%	35%	35%	35%	35%
CMO/CDMO 服务														
收入	1637	2109	2699	3590	4666	6066	7886	9858	12322	15403	18483	22180	25507	29333
增长率 (%)	29%	29%	28%	33%	30%	30%	30%	25%	25%	25%	20%	20%	15%	15%
毛利	708	923	1121	1508	2007	2669	3391	4239	5299	6315	7578	9094	10203	11733
毛利率 (%)	43%	44%	42%	42%	43%	44%	43%	43%	43%	41%	41%	41%	40%	40%
其他业务														
收入	68	45	13	13	14	15	15	16	17	18	18	19	19	20
增长率 (%)	681%	-33%	-72%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%
毛利	39	15	3	4	4	4	5	5	5	5	5	6	6	6
毛利率 (%)	57%	33%	27%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
总收入	6116	7765	9614	12326	15813	20119	25472	31653	38704	47906	57286	67274	78068	90038
增长率 (%)	25%	27%	24%	28%	28%	27%	27%	24%	24%	24%	20%	17%	16%	15%
毛利	2493	3248	3793	4855	6340	8166	10238	12705	15590	18776	22407	26249	29857	34364
毛利率 (%)	41%	42%	39%	39%	40%	41%	40%	40%	40%	39%	39%	39%	38%	38%

来源：中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测与估值

- 我们预计 2019-2021 年营业收入为 123.26 亿元、158.13 亿元和 201.19 亿元，同比增长 28.22%、28.29%、27.23%，归母净利润为 23.09 亿元、29.95 亿元和 38.94 亿元，同比增长 2.16%、调整后 29.67% 和 30.02%。公司收入端有望保持快速增长趋势，虽然归母净利润由于 2018 年大额一次性公允价值变动损益影响表观上无法和收入同步高增长，但我们预计公司经调整 Non-IFRS 归母净利润与收入基本保持同步高增长。
- 选取 A 股可比医药研发生产外包服务企业作为参照，平均对应 2019PE 67 倍、2020 年 PE 50 倍。目前公司股价对应 2019 年 67 倍 PE、2020 年 51.5 倍 PE，我们认为未来几年医药研发外包服务行业将会呈现快速发展态势，药明康德作为行业龙头明显受益于行业的快速增长，且“一体化，端到端”的一站式新药研发赋能平台战略有望帮助公司长期实现稳定增长，可以相对国内可比公司给予估值溢价。

图表 43: 药明康德可比公司估值对比

股票代码	公司名称	营收 (2018)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2018)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2019)	PE(2020)	PE(2021)	总市值
300347	泰格医药	2,300.66	33.96	506.80	44.57	22.0%	69.3	50.9	38.3	481.14
300759	康龙化成	2,908.12	37.12	339.03	66.23	11.7%	82.7	60.4	45.2	375.23
603127	昭衍新药	408.80	25.54	108.19	30.12	26.5%	65.1	46.6	34.3	100.47
688202	美迪西	324.94	25.60	62.43	32.47	19.2%	51.5	41.3	33.8	35.51
平均值							67.1	49.8	37.9	
603259	药明康德	9,613.68	25.33	2,333.68	86.41	24.3%	66.8	51.5	39.6	1,537.07

来源: Wind, 中泰证券研究所 (数据截止至 2019.12.13)

投资建议

- 我们认为未来几年医药研发外包服务行业将会呈现快速发展态势,公司是具备最强创新能力的创新药外包服务产业链型企业,所处行业高景气,公司行业龙头地位稳固,且“一体化,端到端”的一站式新药研发赋能平台战略有望帮助公司实现长期稳定增长,维持“买入”评级。

风险提示

行业监管政策变化的风险

- 医药研发服务行业是一个受监管程度较高的行业,其监管部门包括公司业务开展所在国家或地区的药品监督管理机构等。若公司不能及时调整自身经营战略来应对相关国家或地区医药研发服务行业的产业政策和行业法规的变化,将可能会对公司的经营产生潜在的不利影响。

医药研发服务行业竞争加剧的风险

- 目前,全球制药研发服务市场竞争日趋激烈。公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要包括各类专业 CRO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门,其中多数为国际化大型药企或研发机构,这些企业或机构相比公司可能具备更强的财力、技术能力、客户覆盖度。除了上述成熟的竞争对手以外,公司还面临来自市场新入者的竞争,他们或拥有更雄厚的资金实力,或拥有更有效的商业渠道,或在细分领域拥有更强的研究实力。公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势,或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

境外经营及国际政策变动的风险

- 公司于境外新设或收购了多家企业以推进其境外业务的发展,多年来已积累了丰富的境外经营经验,境外收入占公司主营业务收入的比例较大。公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家地区的法律法规,且在一定程度上需要依赖境外原材料供应商、客户以及技术服务提供商以保证日常业务经营的有序进行。如果发生以下情形,例如境外业务所在国家地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力

而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司境外业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

汇率波动的风险

- 公司主营业务收入以美元结算为主。2016-2018 年以来人民币汇率波动幅度较大,2018 年、2017 年和 2016 年,公司的汇兑损益分别为 3,100.23 万元、-13,888.68 万元和 9,317.31 万元。若未来人民币持续大幅升值,可能导致部分以外币计价的成本提高,客户订单量或将因公司以外币计价的服务价格上涨而相应减少,进而直接影响公司的盈利水平。

图表 44: 药明康德财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11807	13910	15878	18718	营业收入	9614	12326	15813	20119
现金	5761	7294	8116	9523	营业成本	5821	7471	9473	11954
应收账款	1995	2585	3294	4198	营业税金及附加	29	37	48	61
其他应收款	89	93	119	158	营业费用	338	438	565	716
预付账款	78	92	119	151	管理费用	1131	1430	1866	2334
存货	952	1188	1524	1921	财务费用	56	-159	-191	-222
其他流动资产	2931	2657	2706	2767	资产减值损失	2	10	10	10
非流动资产	10861	10749	12161	13566	公允价值变动收益	606	100	100	100
长期投资	656	656	656	656	投资净收益	80	50	50	50
固定资产	3491	5280	6717	7942	营业利润	2585	2811	3644	4738
无形资产	626	626	626	626	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	6087	4188	4162	4342	营业外支出	14	10	10	10
资产总计	22667	24659	28040	32283	利润总额	2581	2811	3644	4738
流动负债	3762	3817	4049	4280	所得税	247	422	547	711
短期借款	120	120	120	120	净利润	2334	2389	3098	4028
应付账款	379	487	617	779	少数股东损益	73	80	103	134
其他流动负债	3263	3210	3311	3381	归属母公司净利润	2261	2309	2995	3894
非流动负债	740	627	684	681	EBITDA	3291	2877	3772	4920
长期借款	15	15	15	15	EPS (元)	1.94	1.42	1.84	2.39
其他非流动负债	725	612	669	666					
负债合计	4502	4443	4733	4961					
少数股东权益	477	557	660	794	主要财务比率				
股本	1165	1631	1631	1631	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	11977	11512	11512	11512	成长能力				
留存收益	4776	6409	9404	13298	营业收入	23.8%	28.2%	28.3%	27.2%
归属母公司股东权益	17688	19659	22647	26528	营业利润	77.0%	8.7%	29.7%	30.0%
负债和股东权益	22667	24659	28040	32283	归属于母公司净利润	84.2%	2.2%	29.7%	30.0%
					获利能力				
					毛利率(%)	39.5%	39.4%	40.1%	40.6%
					净利率(%)	23.5%	18.7%	18.9%	19.4%
					ROE(%)	12.8%	11.7%	13.2%	14.7%
					ROIC(%)	25.5%	20.6%	22.5%	25.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	19.9%	18.0%	16.9%	15.4%
					净负债比率(%)	8.21%	3.04%	2.85%	2.72%
					流动比率	3.14	3.64	3.92	4.37
					速动比率	2.88	3.33	3.54	3.92
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.52	0.60	0.67
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	16.34	17.25	17.16	17.12
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.39	1.42	1.84	2.39
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	2.02	1.22	1.56
					每股净资产(最新摊薄)	10.85	12.06	13.89	16.27
					估值比率				
					P/E	68.23	66.78	51.50	39.61
					P/B	8.72	7.84	6.81	5.81
					EV/EBITDA	45	51	39	30

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。