

CRO 行业深度研究：新冠影响到底有多大？

久违的暴力反弹，来了。美盘那边，隔夜标普暴涨 7.03%，多个行业暴力拉升；今天下午盘中，道指股指期货一度跳涨，截至报告发布时已经涨了 2%。此外，欧洲主要股指也大幅反弹。从新冠形势来看，全球确诊病例已经超过 133 万，美国已经超过 36 万。比较意外的是，英国方面，约翰逊病情恶化，被送往重症监护室。

其实，这次全球反弹，一方面是欧美新冠问题趋缓，但更大原因还是和原油供给方面的消息有关。OPEC+将举行紧急会议，由沙特主持，市场预期会达成进一步减产协议。

几大基本面矛盾正在逐步明确：一是美元流动性风险环节，市场从恐慌期进入冷静期；二是国内流动性政策和各项政策逐步落地。

于是，北向资金近几日逐步恢复流入，内地三大指数今天迎来大涨。沪指上涨 2.05%，收复 2800 点；深成指上涨 3.15%，创业板指上涨 3.31%。成交量也比前面几天明显放大，两市合计成交 7321 元，北向资金今天大幅净流入，狂买 145 亿元。前几天北向资金都是小幅流入，今天流入态势迅猛。

宏观层面，央妈再次出手，对中小银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。呵护资金面，逆周期政策正在逐步加码。定向降准、降低超额存款准备金率，是保障流动性的又一措施，短期稳预期、稳流动性，长期意在降低企业融资成本。结合之前的降息操作，此次量、价两大工具

双管齐下，后续 MLF、LPR、SLF 利率也需要密切关注。

行业层面，有几条值得关注：1、工信部：进一步放宽新能源汽车生产企业及产品准入门槛；此外，特斯拉中国产长续航版 Model3 计划本周上市，利好新能源汽车产业链；2、4 月 8 日，预装全新鸿蒙 OS 的华为智慧屏将正式亮相。

此外，近几天比较热门的是中潜股份，在短时间 20 倍涨幅之后，受到深交所关注函，接着是广东证监局也表示将对媒体质疑做全面核查。然后，这货今天被死死摁在跌停板上。之前有朋友问过这个行业，但我们一直没有研究。当然，也没时间研究，这种明显有猫腻的走势，不知有什么好研究的。有些东西，只需一眼就知道，这不是自己该赚的钱。行业没有爆发式增长，个股没有重大利好，这种情况下硬生生走出十几倍的行情，稍微有点专业常识的，扫一眼机构持股比例，一眼就能看出问题。

这种案例，背后的人吃相太难看，属于典型的 no zuo no die。如果这种都要去研究，那就属于典型的控制不了自己的贪欲。在资本市场里，控制不了贪欲的人死得往往最快。在错的方向上，哪怕做对了赚了钱，也是错的；在对的方向上，哪怕做错了亏了钱，也是对的。还是那句话，当研究一个行业和一家公司的时候，最好能够在研究过后，明确的回答出：自己要赚哪部分钱，并且详细计算一下能赚多少钱。是赚回报的钱、增长的钱、业绩反转的钱、估值修复的钱，还是市场博弈的钱。如果回答不出来，那说明基础研究还没做到位。

行业层面，我们近期的研究主线基本没变。基建研究基本完毕，新基建主要看通信，老基建主要看建筑设计，还差一个水泥案例，正在研究中。消费是接下来研究的主力，白酒会批量研究几个案例，然后是养鸡。科技龙头目前已经有一些估值调整了不少，近期会逐步加大研究比例。

保险领域持续推进，已经到了攻坚的阶段，最近分别在研究国内和美国的两个超难的案例。化工行业，近期也会陆续开始。

中国香港市场，重点研究软件和消费。美国市场，半导体+软件，仍是不变的主旋律。整体来说，见了反弹不着急，维持自己的布局章法，是眼下比较重要的事。任何事都坏于一个字：乱。

好，市场情况就简单说到这里，接下来是我们更为硬核的工作：建模。

今天研究这个赛道，属于受新冠影响的“次生灾害”赛道之一。3月21日晚间，这家公司发布了2019年报——2019年，实现营业收入128.72亿元，**同比增长33.89%**；归母净利润18.55亿元，**同比下降17.96%**；经营活动现金流量净额29.16亿元，毛利率38.95%，净利率14.85%。

注意，2019年其归母净利润出现较大幅度下降，主要由于其公允价值变动从2018年的6.06亿元下降至2019年的-2.59亿元所致。而从扣非后归母净利润的口径上来看，2019年为19.14亿元，**同比上涨22.82%**。



图 1：股价图（单位：元）

来源：WIND

这家公司，属于典型的独角兽，其上市之初，连续拉升 16 个涨停板，之后一路回调，直至 2019 年 5 月。从整个 2019 年来看，其股价由 53.43 元上涨至 92.12 元，涨幅 72.41%。它被国际知名机构青睐，比如摩根大通、摩根史丹利、高盛。其中，JP 摩根于 2020 年 2 月 3 日增持 30 多万股，持股比例达到 9.12%。

此外，国内各大基金公司，也在其持股名单之列。从其机构持股名单来看，前 20 大机构持仓股东中，不乏汇添富、富国、华夏等一线基金，同时港资也有不少持仓。2019 年四季度，汇添富、易方达、富国等各大基金纷纷加仓。

这，是我国 CRO 领域的绝对龙头企业——**药明康德**，根据医药咨询公司 Igeahub 最新数据，其已位列全球 CRO 公司第九名。这是中国公司在该领域的头牌名次，以 2017 年数据来看，全球大约有 1100 家 CRO 公司。

需要注意的是，从 2019 年 5 月份开始，其 IPO 前机构投资者开始减持股份，目前，前几大股东三轮累计减持股份约占公司总股本的 12%。2020 年 3 月 28 日，其又一股东公告计划减持不超过 1% 的股份。

另外，2020 年 3 月 20 日，其在 A 股定向增发不超过 75,000,000 股，募集资金 65.28 亿元，价格为前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%，锁定期为 6 个月，同时，拟定在 H 股增发 68,205,400 股，预计此次 A+H 股定增总额超过百亿元。此次定增募集资金，甚至超过了其 2018 在 A+H 股上市时募集的资金 88.55 亿元。

本报告，将根据 2019 年年报，对药明康德的财务模型 Excel 表格进行更新，并梳理年报的核心要点：

从投入资本回报率角度看：2019 年全年，剔除现金和类现金资产的 ROIC 为 23.7%。拆开来计算，其中：EBIT (TTM) 为 25.78 亿元，同比增长 31.9%；净资产为 173.12 亿元，同比下降 2.13%；有息负债为 56.94 亿元，同比增长 1438.92%；现金及金融资产为 122.63 亿元，同比增长 11.09%。

从增长质量来看——营业收入同比增长 33.89%，净利润同比下降 18.09%，扣非后归母净利润 19.14 亿元，同比上涨 22.82%，应收同比增长 47.22%，增长质量良好。

从分项业务增长情况看——中国区实验室服务实现收入 64.7 亿元，同比增长 26.59%；CDMO/CMO 服务实现收入 37.5 亿元，同比增长 39.02%；美国区实验室服务实现收入 15.6 亿元，同比增长 29.79%；临床研究及其他 CRO 服务实现收入 10.6 亿元，

同比增长 81.79%。可见，中国区实验室服务增长稳健，临床 CRO 收入增长较快。

从盈利能力来看——毛利率为 38.95%，同比下滑了 0.5%，净利率为 14.85%，较上年同期下降 9.42%，主要是受公允价值变动影响所致。

从营运资本来看——应收账款，同比上升 40.20%；应付账款，同比上升 48.74%；存货方面，同比增长 82.98%（除存货解释为在手订单增多外，其余均未解释变动原因）；整体来看，经营活动现金流金额 29.16 亿元，同比增长 77.80%。

再从机构持仓来看——2019 年 4 季度，汇添富、易方达、富国、南方等基金纷纷加仓。

用一句话总结年报：业务保持较高增长，盈利能力小幅下滑，现金流情况良好。

这样的数据之下，今天，在对建模报告做更新之前，我们必须思考几个问题：

1) 其年报发布后，到底有哪些值得分析的因子？从建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？

2) 2019 年业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？

3) 此次，根据 2019 年报更新后的数据，估值在什么样的区间？和之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就以**药明康德**入手，来研究医药外包领域的估值建模逻辑。对医药外包领域，之前我们研究过**金域医学**、**康哲药业**、**泰格医药**等案例，此外，对整个医药

行业，我们也覆盖过**恒瑞医药、华东医药、中国生物制药、石药集团、片仔癀、云南白药、爱尔眼科**等案例，可购买优塾团队的医药估值报告库、专业版估值报告库，获取相关深度报告，以及部分重点案例财务建模模型，对整个产业链进行深度思考。

— 01 —



2019 年年报、建模更新



根据 2019 年年报，涉及到我们需要更新的估值假设部分，有以下几块：

1) 收入增速——2019 年全年，药明康德收入为 128.72 亿元，同比增长 33.89%，几大核心要素情况更新如下：

A.突发事件对其业绩的影响，考虑到新冠的影响，我们会对各业务假设受到一个月的影响，即在原假设收入预测基础上，乘以 $(11/12)$ 。

B.针对整个 CRO 业务市场规模做出调整，由于目前新的市场规模统计还未更新，我们假设 2019 年市场规模增速为 23%（原假设为 20.1%）。对应中国区实验室收入、临床 CRO 业务收入都根据市场规模做出相应调整。

C.针对整个 CMO 业务市场规模做出调整，由于目前最新的市场规模统计还未更新，我们假设 2019 年市场规模增速为 22%（原假设为 20%）。

D.针对美国区实验室增速，考虑到新冠的影响，我们在原假设收入预测基础上，对其 2020 年收入预测结果乘以 $(11/12)$ 。

2) 机构分析师——根据年报出台后机构的更新盈利预测，2020 年到 2022 年，营业收入

增速分别为 26.09%、27.98%、27.87%。其中，光大证券为 25.04%、27.16%、27.78%；民生证券为 28.6%、27.7%、25.0%；中信建投为 26.5%、28.8%、27.8%。

整体来看，券商对其业绩预测值基本上也都是 2020 年增速小于后两年增速，可能也是考虑了突发事件可能对其业绩造成的影响。

3) 成本假设——2019 年全年，整体销售毛利率为 38.95%，相比去年 39.45%变化不大，我们更新假设为维持 2019 年水平不变。

4) 管理费用假设——2019 年全年，其管理费用率为 16.10%，相比 2018 年（16.29%）小幅下降。整体变动不大，我们维持原有假设不变。

5) 销售费用假设——2019 年全年，其销售费用费用率为 3.41%，与 2018 年 3.51%相比变化较小，我们维持原有假设不变。

6) 资本支出——2019 年全年，资本开支金额 25.32 亿元，略低于我们之前预测值 27.50 亿元，但是考虑到其 2020 年非公开发行股份募资 65.28 亿元进行多个项目的投资，我们暂时维持原假设不变。

7) 营运资本——2019 年应收账款占比上升(未披露原因)，我们更新假设为维持 2019 年水平不变，应付账款、预付账款、预收款项变动不大，我们维持原假设不变，存货占比上升（其解释为在手订单增加所致），我们假设维持 2019 年水平不变。

以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的 Excel 表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据近期的 2019 年报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

— 02 —



机构，持仓



药明康德成立于 2000 年。目前，暂无控股股东，李革、赵宁、刘晓钟、张朝晖四人为一致行动人和实际控制人，共同控制药明康德合计 27.76%的表决权。从 Choice 数据的机构持仓清单上来看，香港中央结算公司、鼎晖、汇添富、博时、鹏华、富国、银河都在列。

从机构持仓情况来看，2019 年第四季度相比三季度，汇添富、易方达、富国、南方加仓、广发等基金纷纷加仓。

药明康德[603259.SH] - 机构投资者

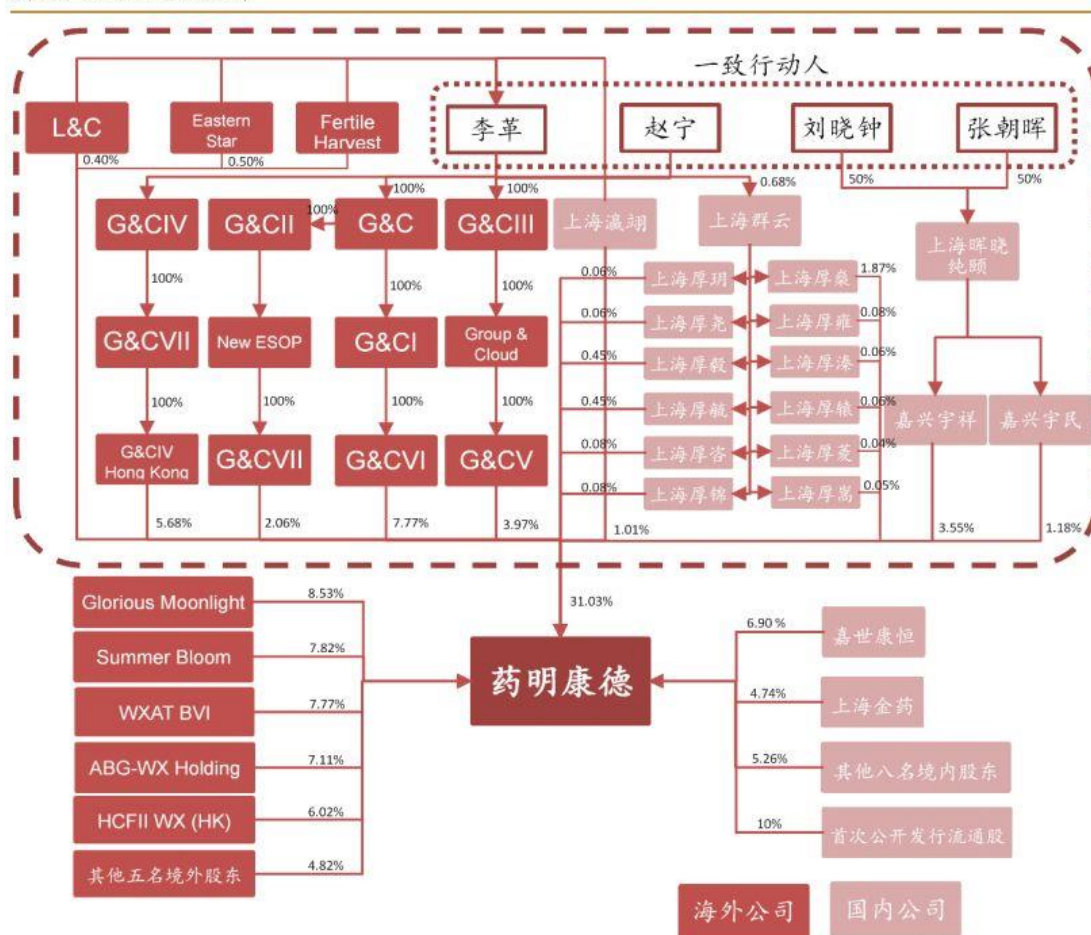
2019年报 2019三季度 2019中报 2019一季报 2018年报 更多

| 序号 | 机构名称 | 机构类型 | 合并数量(万股) | 占流通A股比例(%) | 合并数量(只) | 合并明细 |
|----|----------------------------|------|-----------|------------|---------|----------------------|
| 1 | WuXi AppTec (BVI) Inc. | 一般法人 | 11,003.27 | 10.94 | 1 | 点击浏览 |
| 2 | Glorious Moonlight Limited | 一般法人 | 8,255.64 | 8.21 | 1 | 点击浏览 |
| 3 | 嘉世康恒(天津)投资合伙企业(有限合伙) | 一般法人 | 6,450.97 | 6.41 | 1 | 点击浏览 |
| 4 | 香港中央结算有限公司 | 陆股通 | 5,746.97 | 5.71 | 1 | 点击浏览 |
| 5 | 汇添富基金管理股份有限公司 | 基金 | 3,206.42 | 3.19 | 42 | 点击浏览 |
| 6 | 香港上海滙丰银行有限公司 | QFII | 3,075.26 | 3.06 | 1 | 点击浏览 |
| 7 | 上海金药投资管理有限公司 | 一般法人 | 2,666.03 | 2.65 | 1 | 点击浏览 |
| 8 | 易方达基金管理有限公司 | 基金 | 1,699.28 | 1.69 | 35 | 点击浏览 |
| 9 | 富国基金管理有限公司 | 基金 | 1,115.79 | 1.11 | 31 | 点击浏览 |
| 10 | 南方基金管理股份有限公司 | 基金 | 652.31 | 0.65 | 40 | 点击浏览 |
| 11 | 广发基金管理有限公司 | 基金 | 609.13 | 0.61 | 17 | 点击浏览 |
| 12 | 国泰基金管理有限公司 | 基金 | 589.56 | 0.59 | 18 | 点击浏览 |
| 13 | 上投摩根基金管理有限公司 | 基金 | 514.70 | 0.51 | 12 | 点击浏览 |
| 14 | 中欧基金管理有限公司 | 基金 | 415.03 | 0.41 | 5 | 点击浏览 |
| 15 | 银华基金管理股份有限公司 | 基金 | 400.00 | 0.40 | 3 | 点击浏览 |
| 16 | 鹏华基金管理有限公司 | 基金 | 347.84 | 0.35 | 13 | 点击浏览 |
| 17 | 博时基金管理有限公司 | 基金 | 328.54 | 0.33 | 7 | 点击浏览 |
| 18 | 华泰柏瑞基金管理有限公司 | 基金 | 307.26 | 0.31 | 14 | 点击浏览 |
| 19 | 中海基金管理有限公司 | 基金 | 304.23 | 0.30 | 12 | 点击浏览 |
| 20 | 长信基金管理有限责任公司 | 基金 | 223.77 | 0.22 | 9 | 点击浏览 |

图：机构持仓

来源：WIND

图 5: 公司股权结构图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3：股权结构

来源：西南证券

我们来看看，过往的三年业绩情况如何——2017 年至 2019 年，其营收分别为 77.65 亿元、96.14 亿元、128.72 亿元，归母净利润分别为 12.27 亿元、22.61 亿元、18.55 亿元，经营活动净现金流分别为 17.94 亿元、16.40 亿元、29.16 亿元，毛利率分别为 41.83%、39.45%、38.95%，净利率分别为 16.70%、24.27%、14.85%。

2017 年到 2019 年，其营收复合增速为 28.75%，净利润复合增速为 22.96%。

其中，有一点需要注意：2019 年净利润出现下滑，主要是受公允价值变动影响。从扣非后归母净利润的口径上来看，2019 年为 19.14 亿元，同比上涨 22.82%。

从收入结构上看，其收入主要来源于两大业务：CRO、CDMO/CMO 业务。

1) CRO 业务——CRO (Contract Research Organization)，合同研发服务，是通过合同形式，为制药企业和研发机构，在药物研发过程中，提供专业化服务的一种学术性或商业性的科学机构。业务包括：药物发现、研究、开发等临床前研究，以及临床研发、数据管理、新药注册申请等方面的专业技术服务支持，以获取报酬。

国外代表公司主要有**昆泰、科文斯、查尔斯河实验室**等，国内代表公司主要有**药明康德、泰格医药、药石科技**等。

2) CDMO/CMO 业务——CMO (Contract Manufacture Organization)，合同生产业务组织，主要是接受制药公司的委托，提供产品生产时所需要的工艺开发、配方开发、临床试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产（如粉剂、针剂）以及包装等业务；CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization)，合同研发与生产业务，即在 CMO 的基础上，增加相关产品的定制化研发业务。国外代表公司主要有**康泰伦特、龙沙**，国内代表公司主要有**合全药业、凯莱英、博腾股份**等。

从收入、毛利结构来看，其目前主要以 CRO 业务为主，2019 年，其 CRO 业务占收入比重为 70.80%，CMO/CDMO 业务占收入比重为 29.20%，其 CRO 业务占毛利比重为 70.09%，CMO/CDMO 业务占毛利比重为 29.91%。

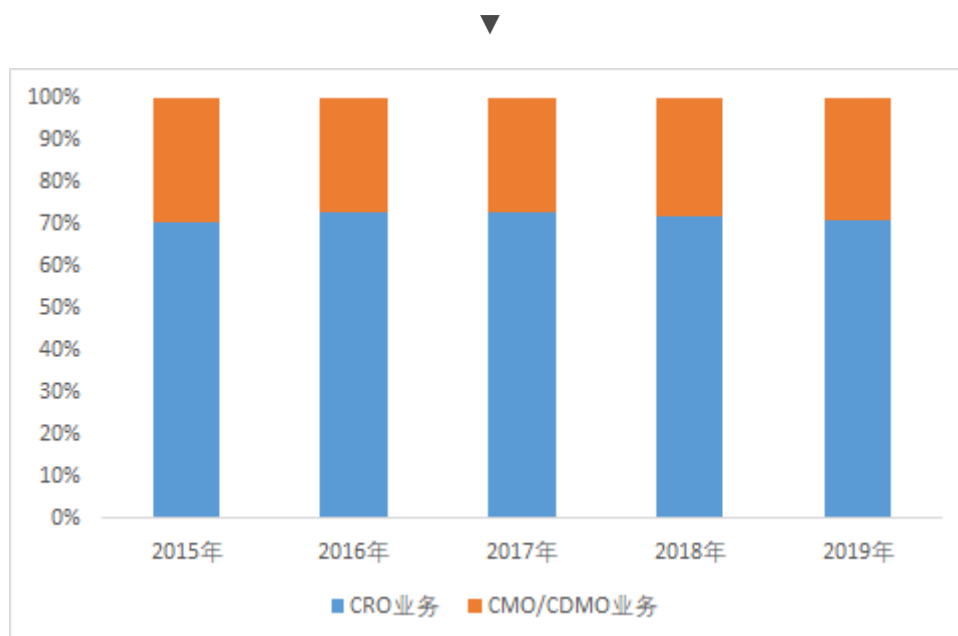


图 3：收入结构

来源：并购优塾

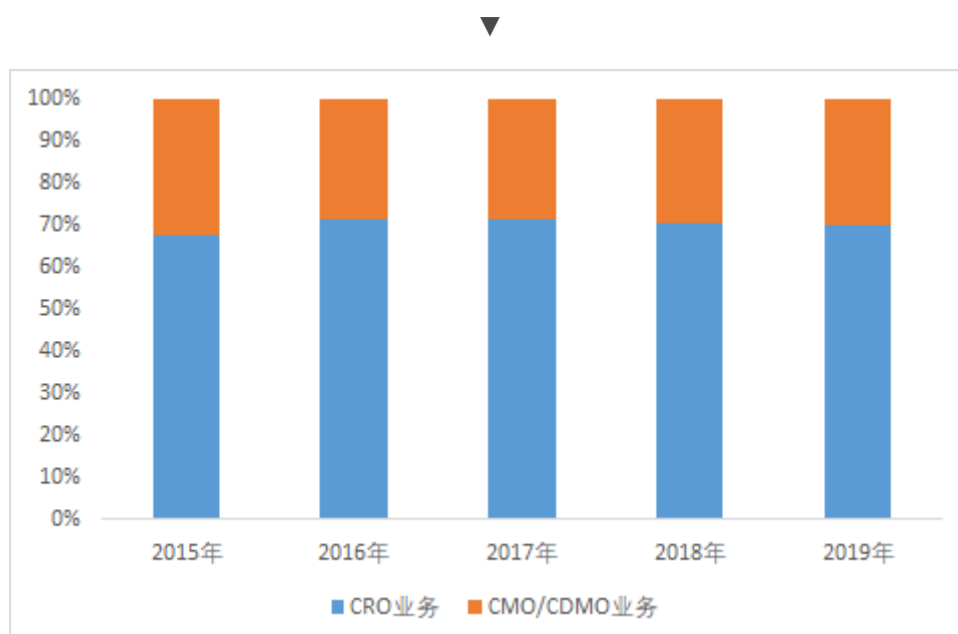


图 4：毛利结构 来源：并购优塾

从产业链上来看，其上游主要为生产原料、实验试剂、耗材配件的提供商，前五名供应商采购额占采购总额 15.3%，供应商集中度不高；其下游主要为众多国际知名药企，如辉瑞、默沙东、强生、葛兰素史克等，前五名客户销售额占销售总额 19.80%，客户集中度不高。

这样的特殊业务，形成了本案特有的财报结构：

从资产负债表上看——2019 年，其总资产为 292.39 亿元，其中，占比较大的科目为：现金及理财产品（23.70%）、固定资产（14.82%）、应收账款（10.04%）、在建工程（7.15%）、商誉（4.66%）；负债总额为 118.29 亿元，其中，占比较大为有息负债（14.51%）、其他应付款（6.98%）、应付职工薪酬（2.59%）。

从利润表上看——2019 年，其营业收入为 128.72 亿元，其中 61.05%花在了成本上，11.52%花在了管理费用上，3.41%花在了销售费用上，剩下净利率为 14.85%。

接着，我们来看一组基本面数据：

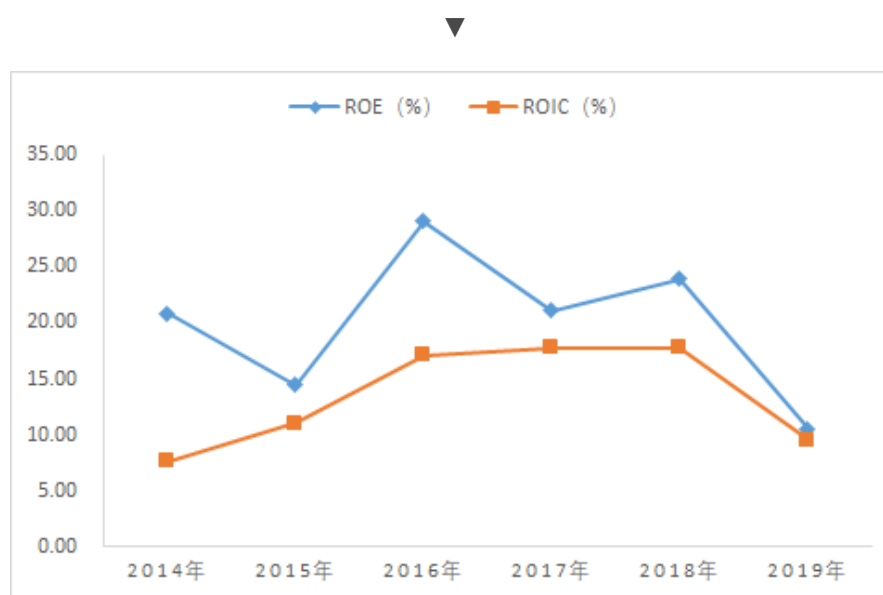


图 5：ROE&ROIC（单位：%） 来源：并购优塾

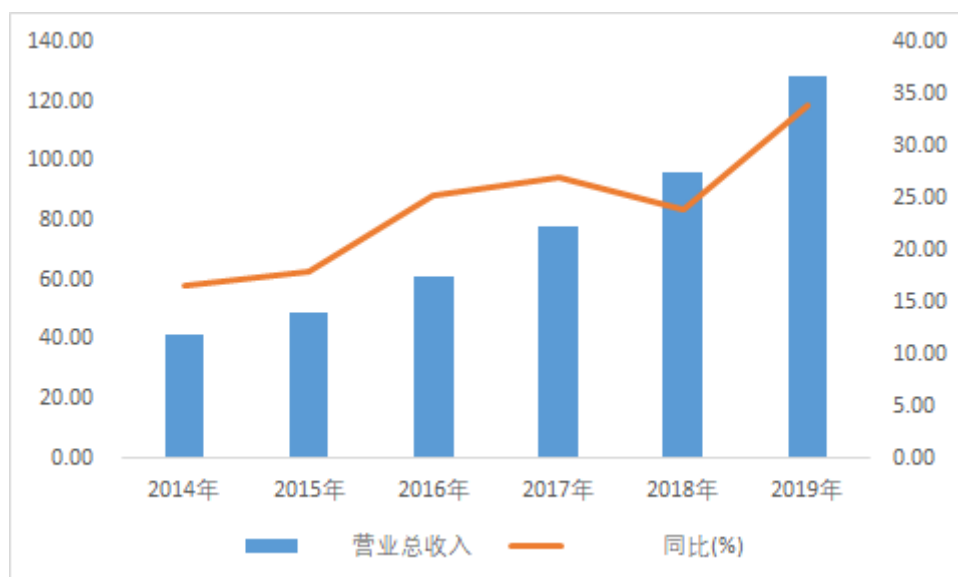


图 6：营收及营收增速（单位：亿元）

来源：并购优塾

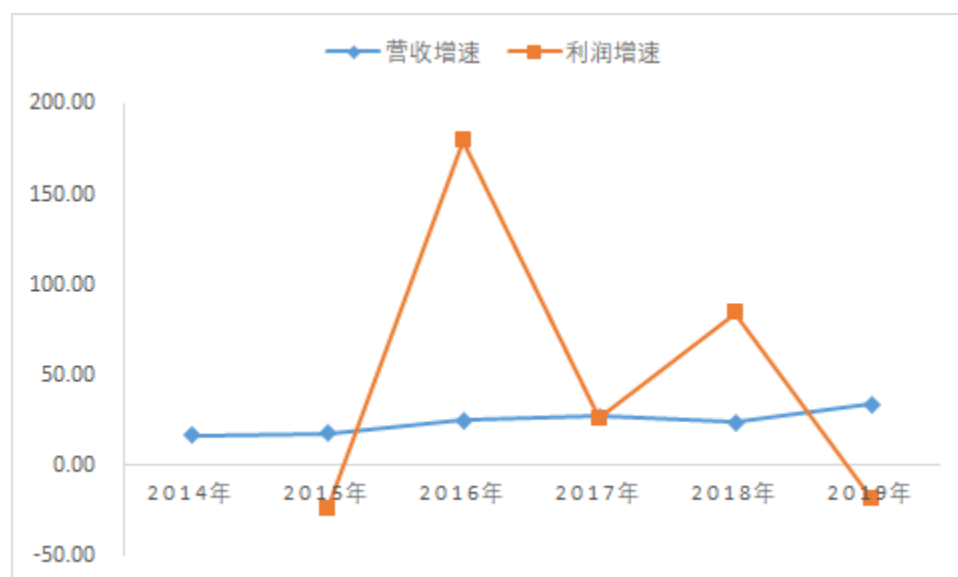


图 7：收入增速及利润增速

来源：并购优塾

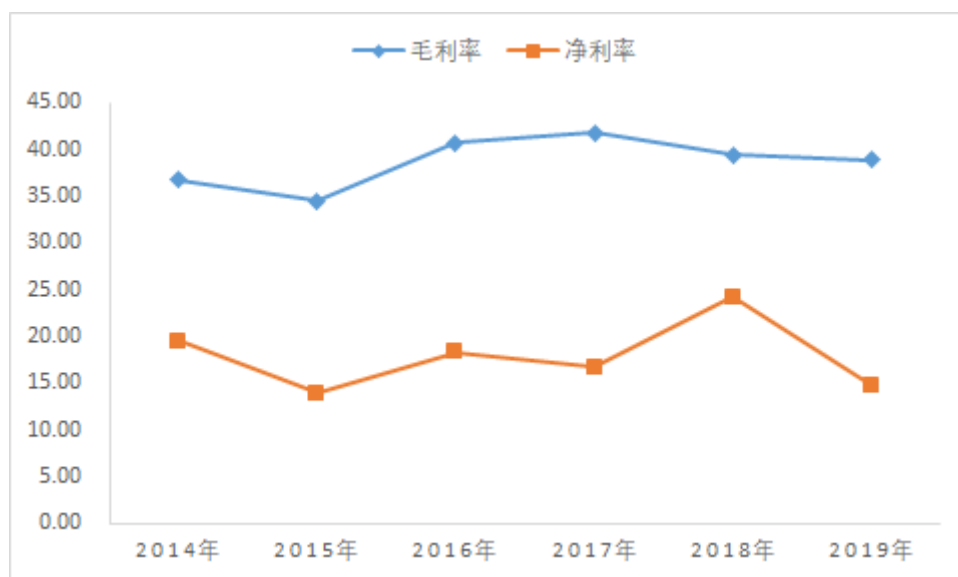


图 8：毛利率及净利率（单位：%）

来源：并购优塾

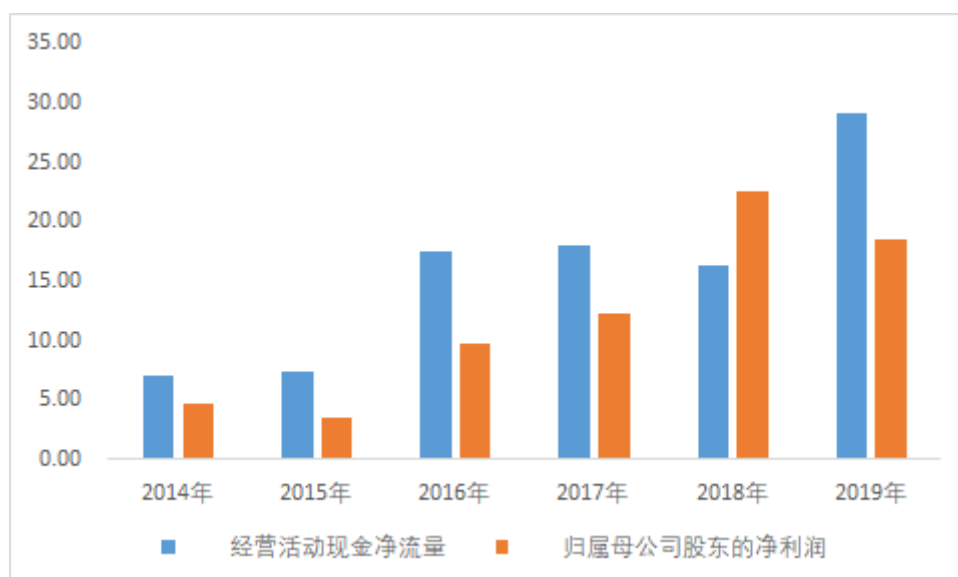


图 9：经营活动净现金流 VS 归母净利润（单位：亿元）

来源：并购优塾

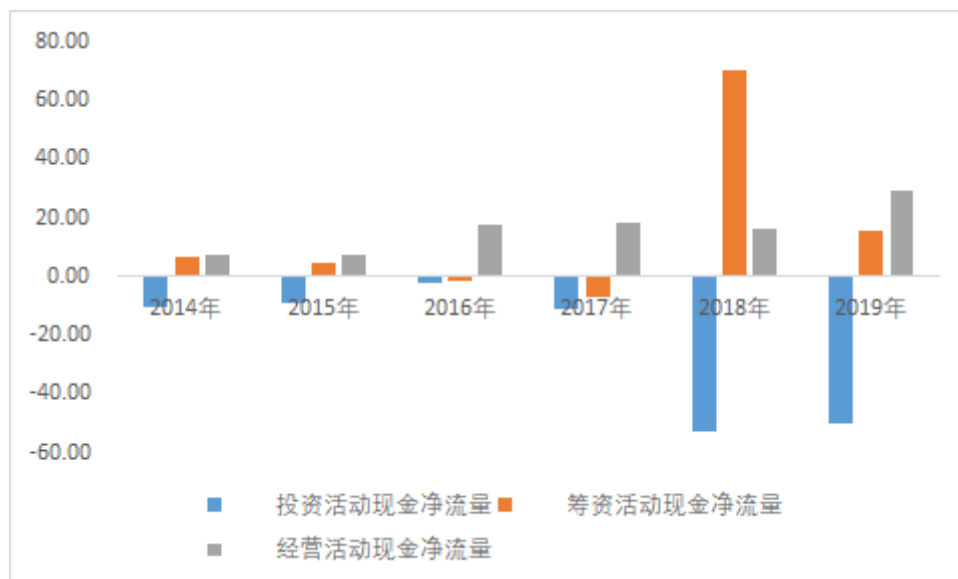


图 10：现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾

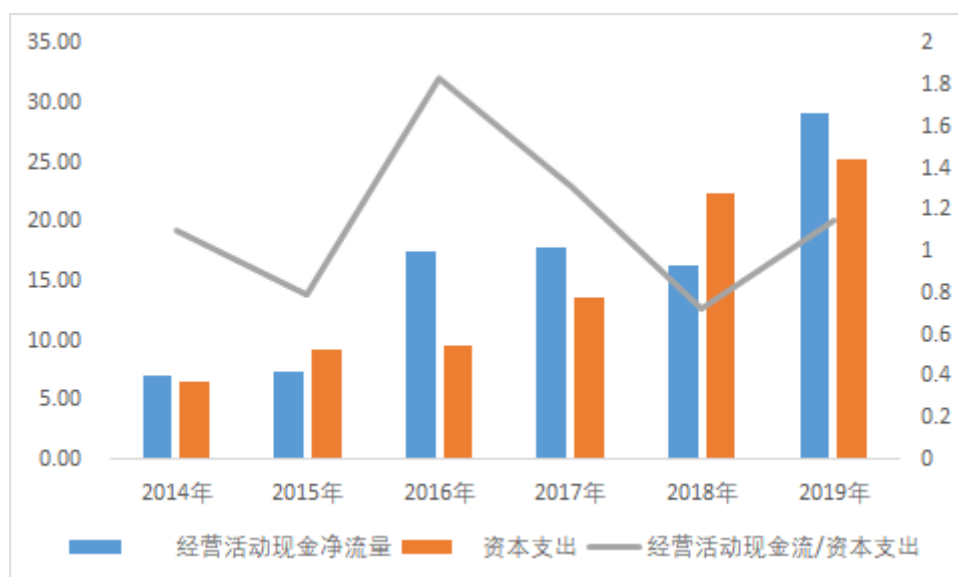


图 11：资本支出拉动现金流效应（单位：亿元）

来源：并购优塾

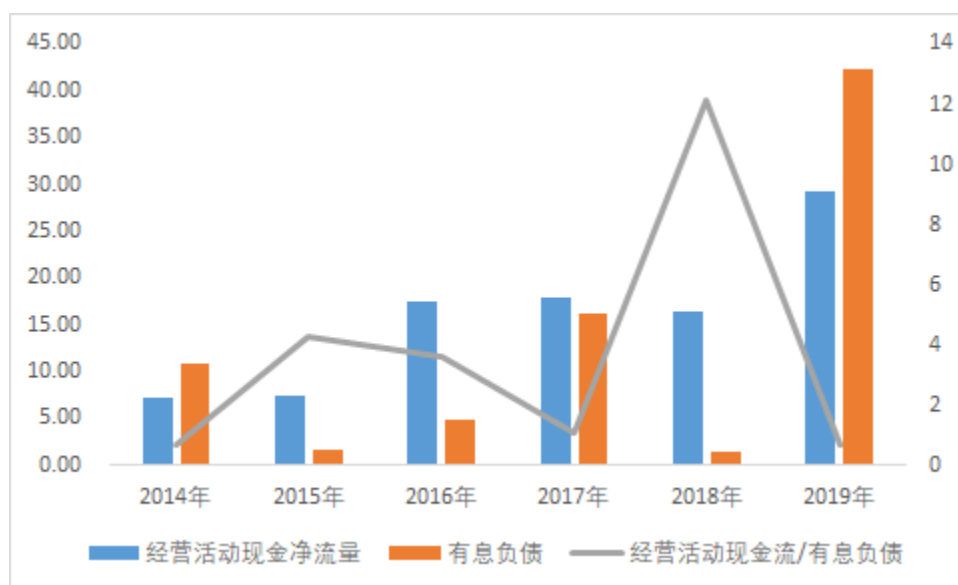


图 12：有息负债 VS 现金流（单位：亿元）

来源：并购优塾

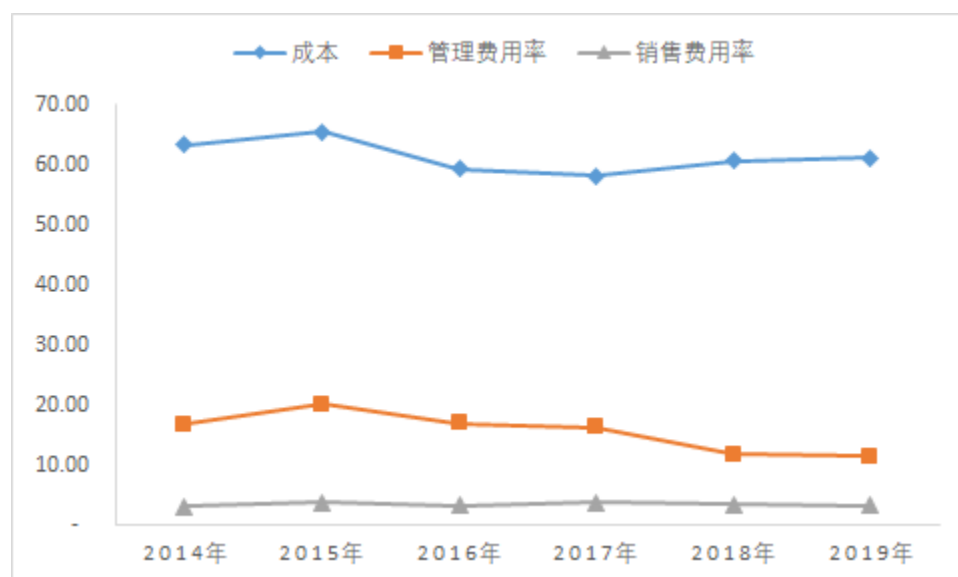


图 13：期间费用率

来源：并购优塾

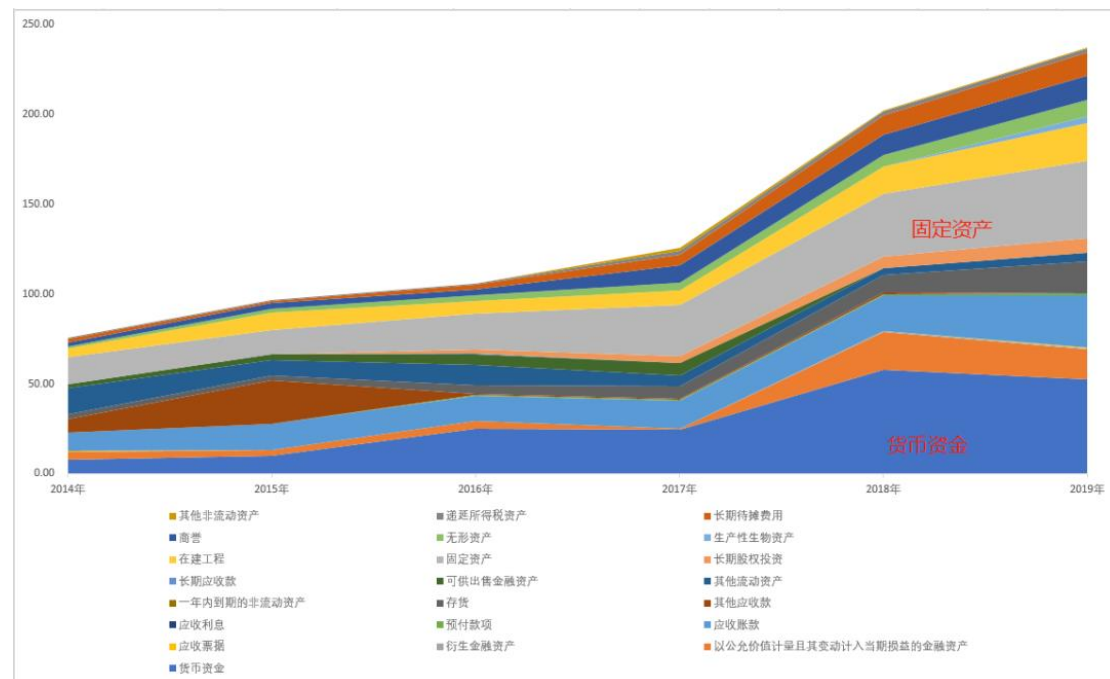


图 14：资产结构（单位：亿元）

来源：并购优塾

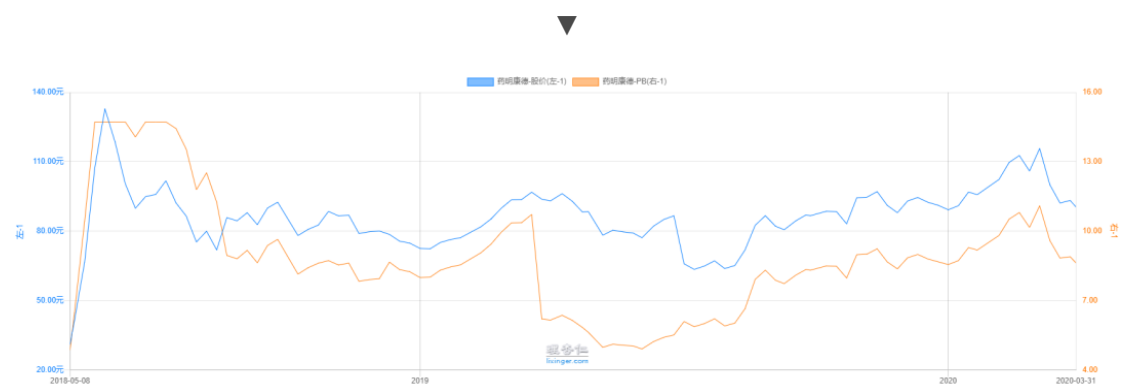


图 15：股价及 PB

来源：理杏仁

分析到这里，如果想要给本案进行建模，那么，首先要解决的问题是——支撑这门生意增长的逻辑，到底是什么？

— 03 —



回报分析、横向对比



在优塾的投研体系之下，对任何行业做分析的第一步，都始于回报分析。

本案近三年的 ROA 为 11.19%、13.24%、7.36%；ROE 为 21.14%、23.98%、10.57%；

不剔除现金的 ROIC 为 17.82%、17.78%、9.53%。这个水平到底如何，我们来和同行业做

个比较。

| | | 2017年 | 2018年 | 2019年 |
|--------|---------|--------|--------|--------|
| ROA对比 | 药明康德 | 11.19% | 13.24% | 7.36% |
| | 昆泰 | 5.96% | 1.14% | 0.83% |
| | 查尔斯河实验室 | 4.37% | 6.67% | 5.90% |
| | 康龙化成 | 6.75% | 7.94% | 7.29% |
| | 泰格医药 | 11.13% | 12.89% | * |
| ROIC对比 | 药明康德 | 17.82% | 17.78% | 9.53% |
| | 昆泰 | 6.34% | 1.21% | 0.88% |
| | 查尔斯河实验室 | 4.63% | 7.09% | 6.25% |
| | 康龙化成 | 9.68% | 11.30% | 9.47% |
| | 泰格医药 | 12.90% | 15.11% | * |
| ROE对比 | 药明康德 | 21.14% | 23.98% | 10.57% |
| | 昆泰 | 15.64% | 3.49% | 3.00% |
| | 查尔斯河实验室 | 13.11% | 19.16% | 17.07% |
| | 康龙化成 | 12.28% | 15.68% | 16.70% |
| | 泰格医药 | 13.89% | 17.52% | * |

整体来看，国内的 CRO 公司回报率都比较高。不过，2019 年，本案受公允价值变动收益

出现亏损的影响，导致回报率下降。我们将分子、分母拆开，以 2019 年为横截面，对比一

下各家的资产情况和收益情况。

| 资产类 | 药明康德 | 昆泰 | 查尔斯河实验室 | 康龙化成 | 泰格医药 (2019年 三季度数 据) |
|---------|-------|--------|---------|-------|------------------------------|
| 货币资金及等 | 69.66 | 67.26 | 16.63 | 46.43 | 20.67 |
| 固定资产净值 | 43.33 | 31.95 | 72.96 | 24.85 | 2.35 |
| 在建工程 | 20.92 | * | * | 2.17 | 0.01 |
| 商誉 | 13.62 | 848.24 | 107.65 | 2.03 | 11.01 |
| 存货 | 17.42 | * | 11.23 | 1.57 | 0.01 |
| 应收账款 (包 | 29.62 | 180.13 | 35.92 | 8.57 | 10.58 |
| 负债类 | | | | | |
| 有息负债 | 42.41 | 833.03 | 129.25 | 9.07 | 5.73 |
| 营运资本 | 75.88 | 352.09 | 82.23 | 11.9 | 7.38 |

图：资产负债项对比

来源：并购优塾

| | 药明康德 | 昆泰 | 查尔斯河实验室 | 康龙化成 | 泰格医药 (2019年 三季度数 据) |
|--------|--------|--------|---------|-------|------------------------------|
| 营业收入 | 128.72 | 773.52 | 141.81 | 37.57 | 20.31 |
| 营业成本 | 78.58 | 509.26 | 116.2 | 24.23 | 10.78 |
| 销售费用及管 | 19.21 | 120.97 | 36.17 | 5.69 | 2.91 |
| 财务费用 | 0.24 | 30.56 | 4.15 | 0.72 | 0.1 |
| 折旧摊销 | 8.13 | 83.85 | 13.84 | 3.2 | * |
| 经营活动现金 | 29.16 | 98.85 | 33.61 | 9.39 | 3.4 |
| 净利润 | 19.11 | 13.33 | 17.61 | 5.31 | 5.77 |

图：损益项对比

来源：并购优塾

根据以上三张表，我们能看出，CRO 行业属于并购驱动型企业，国外巨头商誉都很高，而国内相对发展阶段较早，未来可能也会有更多的并购驱动。而国内企业的回报率都高于国外企业。

其次，从核心指标拆解来看：总资产周转率——2019 年，查尔斯河的总资产周转率为 0.61 次、高于康龙化成的 0.52 次，药明康德的 0.50 次，昆泰 0.48 次。

资产负债率——2019 年，昆泰资产负债率为 73.06%，高于查尔斯河 64.34%、药明康德 40.46%、康龙化成 21.11%。净利率——2019 年，药明康德净利率为 14.85%，高于康龙化成 14.12%、查尔斯河 9.69%、昆泰 2.05%。

| | 药明康德 | 昆泰 | 查尔斯河 | 康龙化成 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.48 | 0.61 | 0.52 |
| 资产负债率 | 40.46% | 73.06% | 64.34% | 21.11% |
| 净利率 | 14.85% | 2.05% | 9.69% | 14.12% |

图：ROE 拆解

来源：并购优塾

由此来看，导致国内回报率高于国外的主要原因在于净利率，国内企业的资产负债率都较低。

那么，未来其是否能保持高回报水平？我们继续往下建模。

— 04 —



收入，驱动



本案，主业为 CRO 服务和 CMO/CDMO 服务，简单点说，这个行业的诞生是医药制造的产业分工必然趋势所致。其解决的是降低成本与风险分担、降低研发难度、缩短研发周期及生产周期的需求。而新药研发的需求，是任何制药企业的核心护城河，以及维持收入可持续发展的必要手段。

因此，这门生意增长的核心驱动力，首先，是来自制药企业的医药研发投入。

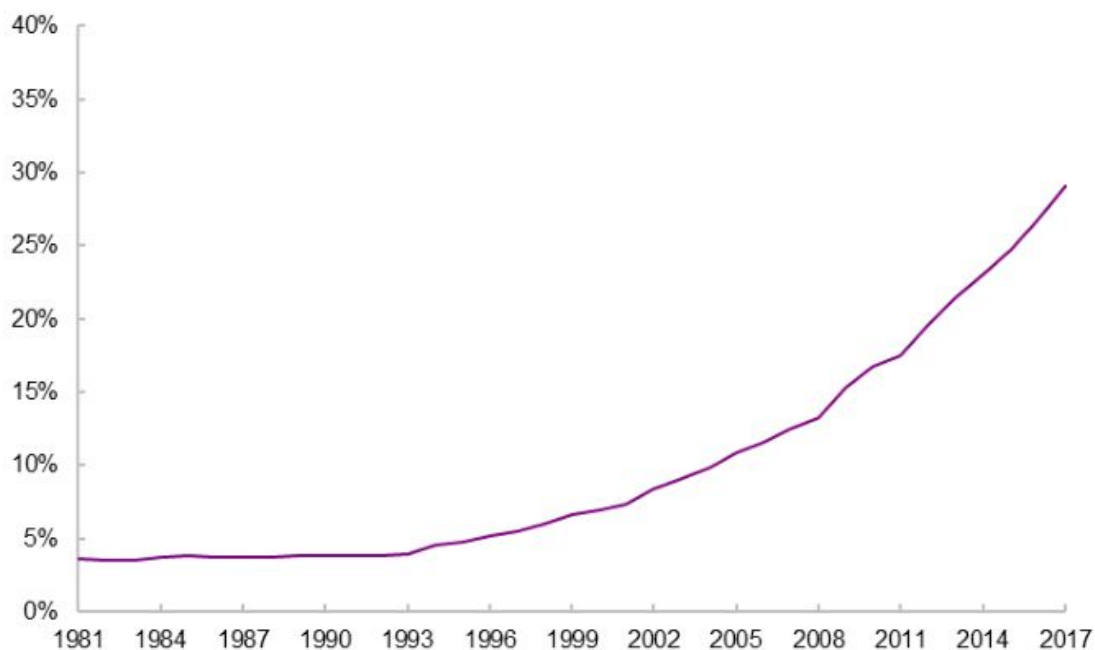
从全球看，近十年全球医药研发投入增速波动较大，但是整体维持在 3% 上下，这个增速并不高，但是，CRO 的渗透率却大幅提升，增速很快，十年增长了 100%（从 15% 上升到了 30%），说明越来越多的药企选择将研发生产项目进行外包。



图 16：全球医药行业研发支出

来源：中泰证券

图 11：17 年全球 CRO 行业渗透率 29%



资料来源：PharmaProjects、Frost & Sullivan、光大证券研究所

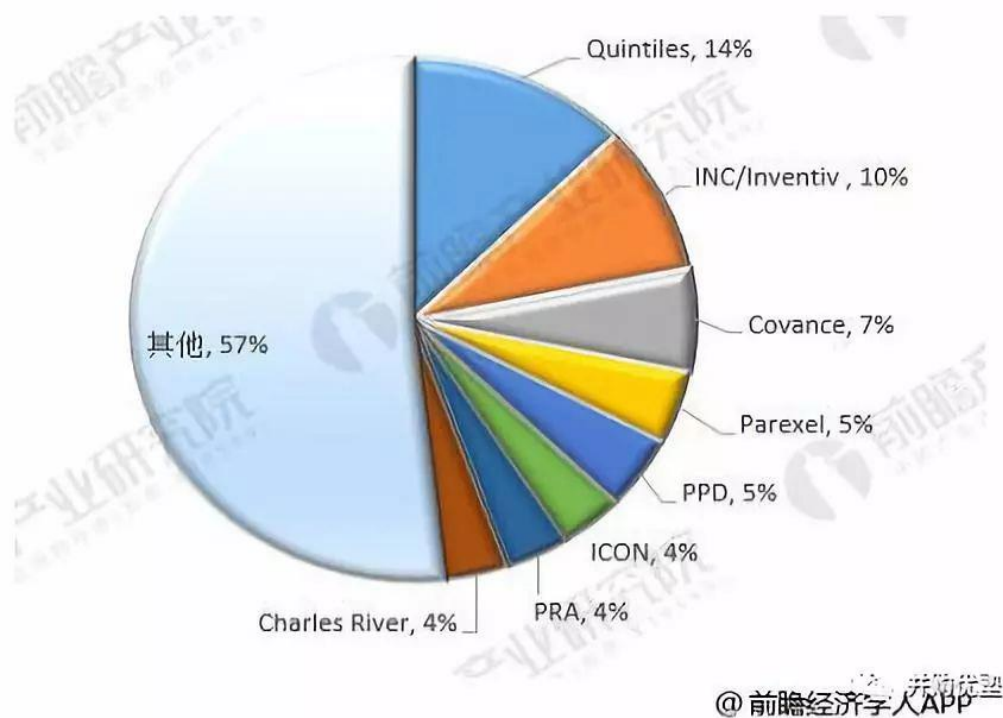
图 17：全球 CRO 渗透率

来源：光大证券

其次，第二大驱动力是 CRO 行业集中度不断提高。

从国际市场看，2017 年，全球 CRO 市场份额前十的集中度为约为 50%，其中排名首位的昆泰，市占率约为 14%，且从集中度来看，还在不断提升，这是因为国际 CRO 巨头通过兼并收购，不断提升自己的市场份额。

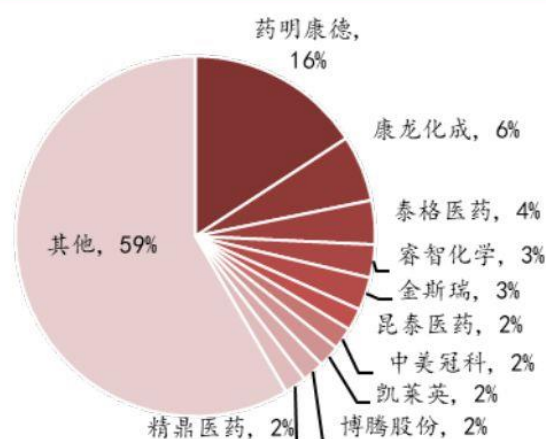
图表1：全球CRO主要企业占比（%）



图：全球 CRO 市占率 来源：前瞻经济学人

我国 CRO 竞争格局，2017 年，国内前 10 大 CRO 企业的市场占有率仅为 40%，药明康德的市占率为 16%。

图 28：2017 年国内 CRO 行业格局



数据来源：医药魔方，西南证券整理

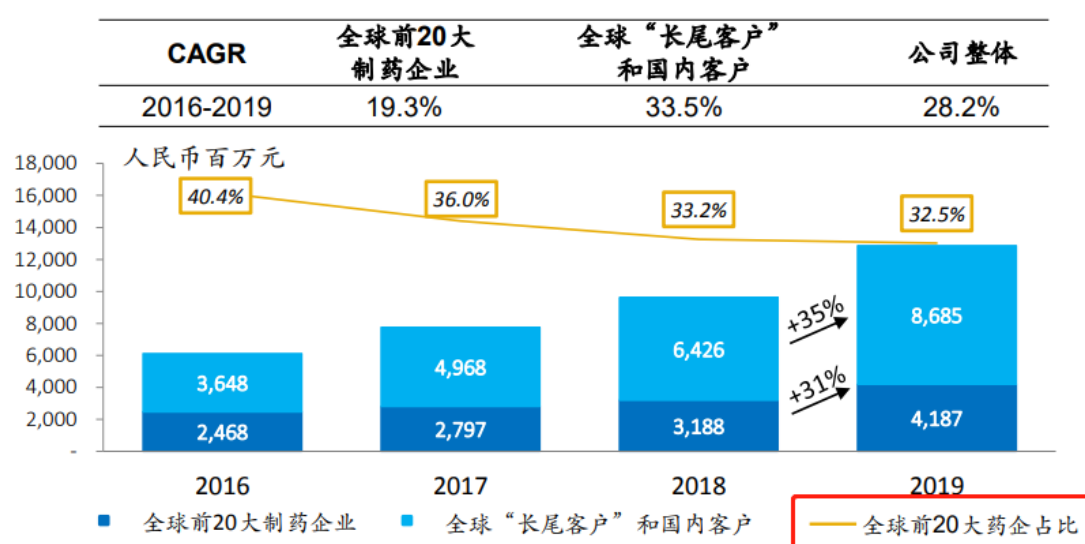
并购优塾

图 24：CRO 行业格局 来源：西南证券

国内市场走向成熟，龙头企业的马太效应初显。因此，未来国内龙头市场集中度，有望进一步提升。

然后，**第三大驱动力，来自长尾客户的研发需求**。药明康德的客户结构主要集中于“长尾客户”（除大型药企外的创新型小药企），全球前二十大药企占收入比重逐步降低，

2019 年，长尾客户占其收入比重达 67.5%，较 2018 年上涨 0.7%。



图：公司客户组成 来源：公司官网

这主要是由于，在创新药产业链中，相比某些全新靶点/机理，大型制药企业研发更注重相对成熟的领域，以期更稳定的回报率。而创新型公司和高校，更倾向于进行突破性技术创新。

而通过聚焦于**长尾客户战略**，在帮助小公司研发的同时，新药研发服务机构也能获取部分项目里程碑收入以及上市后的销售分成（预计在 5%左右），具备一定的“**平台型公司属性**”。随着其参股的**华领医药、基石药业**陆续在港交所上市，其未来可能会更加关注长尾客户的成长。

（注意此处，是其在产业链上的一大优势）

由于初创型中小企业需要一定的融资，才有更大的资金基础进行研发。因此，投融资的景气度一定程度上也能反映了中小企业的研发支出预算。不过，考虑到投融资景气度无法量化预测，所以，我们主要从市场和市占率两方面进行收入预测。

为了衡量这些因素的影响，接下来，首先要对其收入进行拆分。

首先，根据其业务的不同阶段及类型，我们可以将业务重构为两大块——CRO 业务和 CMO/CDMO 业务。其中，CRO 业务可以拆分为：中国区实验室服务、USA 区实验室服务、临床研究、其他 CRO 服务。具体如下：

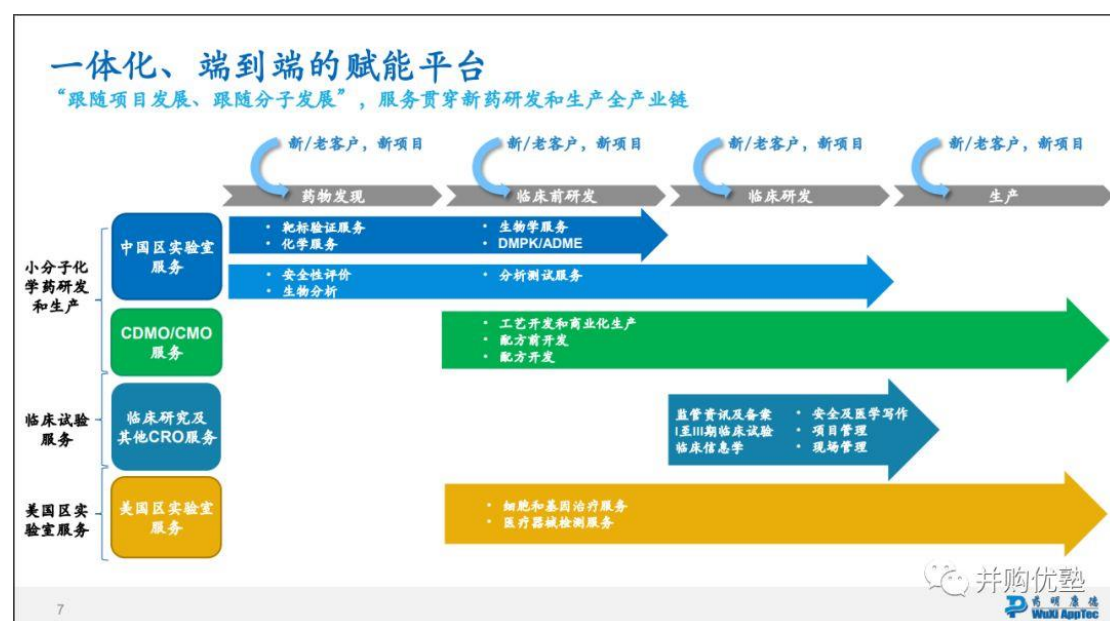


图 18：主要业务

来源：公司官网

按照这种收入拆分方法来看，其收入和毛利主要来源于中国区实验室服务，收入占比为 50.28%，毛利占比为 55.42%；其次为 CDMO/CMO，收入占比为 29.15%，毛利占比为 29.89%。USA 区实验室服务收入占比 12.14%，毛利占比 9.47%；临床研究及其他 CRO 服务收入占比 8.26%，毛利占比 5.15%。

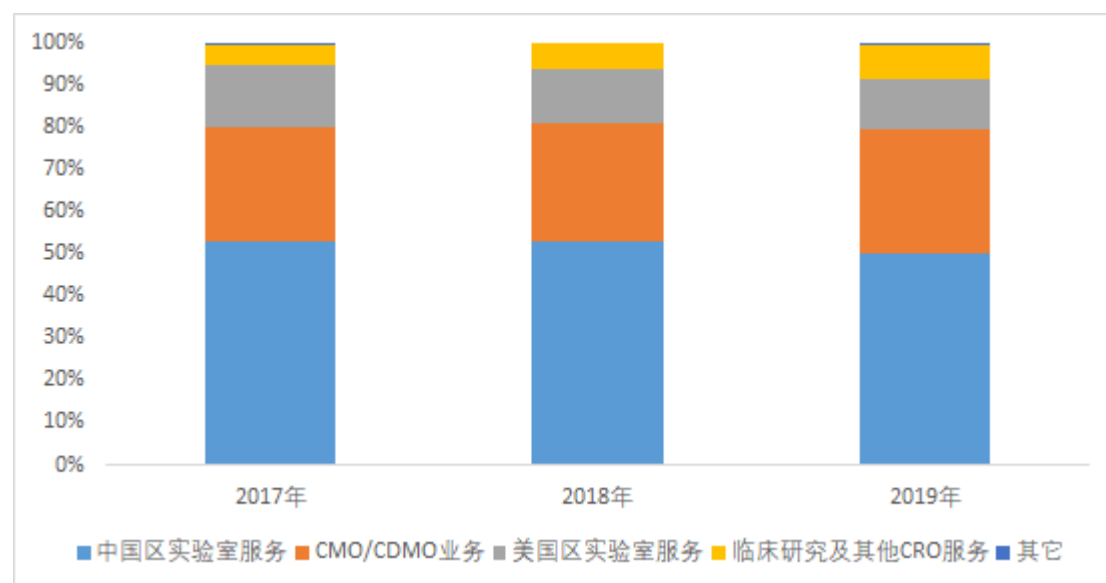


图 19：收入结构

来源：并购优塾

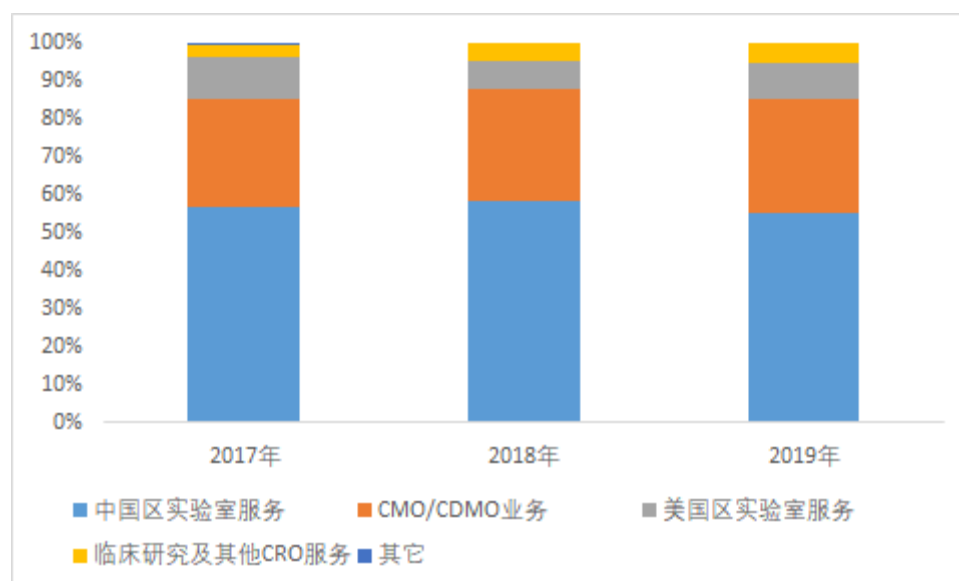


图 20：毛利结构

来源：并购优塾

由于各业务难以从“自下而上”的视角拆细为量和价两大因素，所以，本案的收入拆分，主要遵循市场空间法来做预估。

收入公式：细分业务收入 = 中国整体市场规模 * 细分市场占比 * 药明康德市占率

— 05 —



突发，影响



在进行收入预测之前，我们首先需要明确此次 COVID-19 事件对其 2020 年收入的影响程度。对于突发事件对其业绩基本面的影响，我们认为要从两个方面来看：一是，考虑本地停工及复工安排的影响；二是，考虑在相对经济承压情况下，各药企研发支出投入的下降。

先来看停工、复工安排对其业绩的影响：

2020 年初，由于 COVID-19 影响，我国春节假期延长、各地延迟复工。根据其年报披露，受 COVID-19 影响，武汉研发中心的运营受到了很大的冲击，导致中国区错失了约一个月的运营时间。

加之，新冠期间，中国大多数医院都暂停了临床监察访问和患者入组，导致其临床试验服务业务（CRO 临床）也受到了一定的影响。

不过，在征得客户同意的前提下，其把武汉研发中心的部分紧急项目，转移到其在上海、天津和南通的研发中心，尽量确保项目按时推进，将新冠对其收入的影响降低到两到三周的运营时间。

目前，其在国内的研发生产基地已经全面复工。不过，由于目前新冠对其收入的影响很难量化。因此，我们将粗略预测相应的损失对其 2020 年收入的影响，后期我们会保持数据的更新。

对于美国区业务，根据最新披露的消息显示，药明康德在回答投资者提问时表示，其在美国区的业务也受到了影响。不过并未披露更多信息，我们暂时粗略的对其 2020 年收入进行相应的调整。

再来看药企研发投入下降对其收入的影响：

这个因素，将会对本案造成相对长期的影响。基于此前对药明康德的收入驱动力分析，其收入驱动，一看大药企的研发投入，二看长尾客户的融资情况。

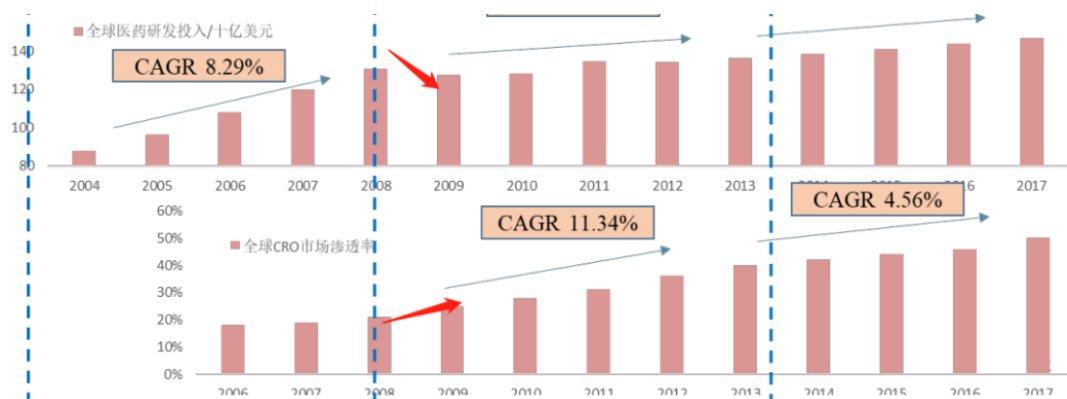
从大型药企的研发投入上来看——随着经济基本面不断承压，预计未来两年大型药企的研发投入可能会持续降低。



图：研发投入 来源：兴业证券

其中，2020年3月23日，礼来宣布：“公司将延迟大多数新研究的开始，并暂停大多数正在进行的研究。但将继续为已经入组的患者进行临床试验。”[1]，成为首个宣布暂停和延迟大多数临床研究的跨国药企。

不过，根据兴业证券的研究，当经济环境变差时，虽然研发支出会下滑，但对外承包比例会提高，所以相对来讲大型药企端收入受影响较小。（注意下图2009年，全球医药研发投入下降，但CRO渗透率提升）[2]



图：研发投入与CRO渗透率 来源：兴业证券

从长尾客户的融资情况上来看——此次意外事件，对长尾客户融资的影响可能会较大。

创新药的融资越来越难，受新冠影响，很多项目也暂缓和延迟，创业公司融不到钱，就很难开展业务，但是目前还没有数据佐证我们这一猜测，所以在对未来的收入预测中，尤其是今年，我们的预测会相对保守。

总结来看，国内在工程师红利、产能逐步释放的过程中，长期逻辑不变，但是短期甚至中期，可能都会受到一定程度的影响。

— 06 —



中国区，实验室



中国区实验室服务，主要包括小分子化合物发现和药物分析测试服务，集中于临床前 CRO，业务主要来自美国、欧洲和亚太地区，是其规模较大的业务板块。

从历史增速来看，中国区实验室服务收入虽然仍保持高速增长，但是增速逐年放缓，这主要是由于，中国 CRO 市场在经历了之前的高速增长（2014 年到 2015 年政策驱动）后，增速换挡，导致整体增速稍有下滑。目前维持在 25% 左右。



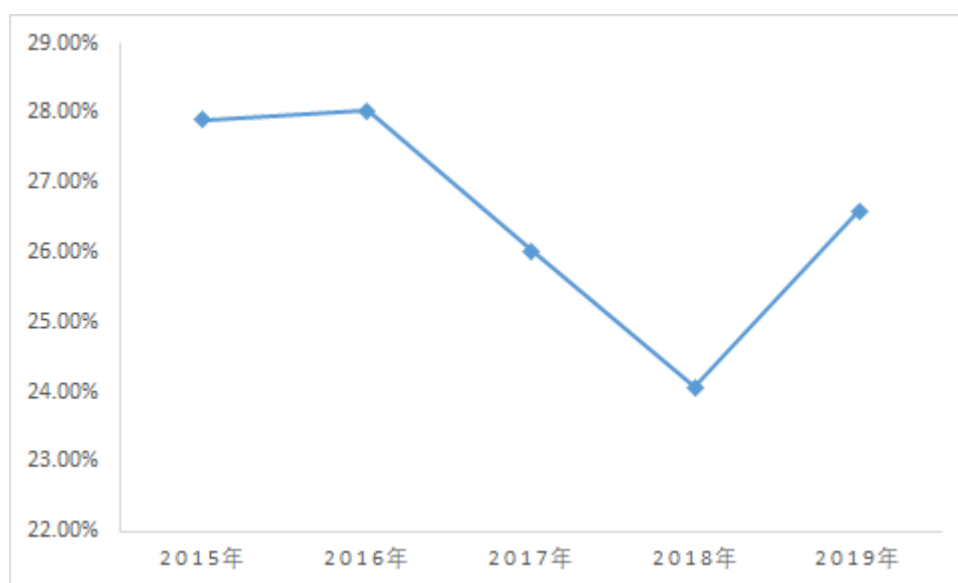


图 21：中国区实验室增速

来源：并购优塾

2019 年，该板块贡献了 64.73 亿元的收入，同比增长 26.6%，近三年收入的年复合增速达到 25.04%，毛利同比增加 25.90%。业绩增速平稳，略高于我们之前的预期（23.8%）。

其中，对业绩影响较大的为：

一是，药物开发业务稳定增长，其通过 DDSU 部门帮助中小药企研发，未来可通过销售分成和里程碑收入提供盈利；

二是，药物分析测试通过 WIND（WuXi IND）平台，为客户提供新药研发及全球申报一体化服务，加速客户新药研发进程。截止 2019 年年底，其已累计为国内药企完成 85 个项目的 IND（新药临床研究申请）申报工作（其中 2019 年完成 30 个），并获得 57 个项目的临床试验批件（其中 2019 年完成 23 个）。随着中

国医药体系融入全球，这块市场较为刚需，未来两年，随着苏州药明产能扩张完成，药物分析测试增长还可能继续加快。

究竟未来前景如何，我们可以从以下几点考虑：

1) 市场规模——从全球 CRO 市场来看，其市场规模约为 450 亿美元，增长率在 10% 左右，渗透率在 29% 左右。

从中国市场上看，2017 年我国 CRO 市场规模为 559 亿元，增速在 20% 以上，明显高于全球水平。从 2019 年数据来看，其收入高于我们的预测值，考虑到我们对其市占率的预期已经相对乐观。因此，我们倒算得出整个市场规模为 832 亿元，同比增速为 23%（原假设 20.1%）。



图 18：2012-2021 年中国 CRO 行业规模增长



数据来源：招股说明书，西南证券整理

并购优塾

图 23：中国 CRO 市场规模

来源：西南证券

国内 CRO 行业增速较高，主要包括以下三方面原因：

- 1) 我国 CRO 发展较国外晚，目前仍处于高速增长期；
- 2) 我国拥有人口红利，使我国国内的 CRO 试验成本通常只有欧美等发达国家的 30%-60%；注意，这一点很重要，因为 CRO 业务属于人力密集型的服务行业，往往一个 CRO 企业的研发人员规模，也一定程度上决定了其收入规模。
- 3) 2016 年开始，我国要求对仿制药进行一致性评价，根据测算，一致性评价一共将为 CRO 行业带来 510 亿元的收入，其中，临床前 CRO150 亿元，临床 CRO360 亿元。

（另外，从政策演进路线来看，仿制药进行一致性评价，那么未来中药领域如何更加科学化的政策方向，也需要思考）

考虑到 CRO 行业较为成熟的欧美市场，目前增速也在 10% 左右，因此，我们修改远期增速为 10%。

综上，我们假设 CRO 行业增速从 23%（2019 年水平），逐渐下降至 10%。其中，根据我们上述分析，2020 年受新冠影响，将造成 1 个月的停工。因此，我们对 2020 年市场规模进行调整，在上述增速计算出市场规模的基础上，再乘以 11/12。

2) 临床前 CRO 市占率——相较于临床市场更看重市场规模不同，临床前市场更看重人力成本。因此，在亚洲，尤其是中国和印度，临床 CRO 企业具有更低的成本竞争力优势。因此，我国 CRO 市场中，临床前 CRO 占比较高，达到了 43%，高于全球临床前占比（31%）。此处我们假设——预计临床前 CRO 市占率会继续提升到 45%。本次季报更新，对临床前 CRO 市占率不作调整。

3) 药明康德市占率——2017 年，药明康德在我国 CRO 市场的市占率为 16%。

在这个领域，国内市场 VS 国外市场，基本就是一个“套利”的逻辑，如果没有意外，行业的渗透率、集中度、龙头市占率都会逐步向海外水平靠拢。因此，国内的 CRO 企业也必须通过并购，来壮大自身的能力。

比如，2018 年，药明康德在中国香港上市，其募集资金的 26.5%（大约 17.71 亿元）是用来并购其它 CRO 或 CMO 企业，可以预计，在未来几年内，并购也将成为药明康德扩大体量、形成具有国际竞争力巨头的必经之路。（外延增长驱动：并购预期）

综上，由于中国区实验室业务增速，符合我们的预测，这里我们仍然维持前次合理假设——预计随着规模效应、一体化协同效应的优势及未来的并购预期，药明康德在该领域国内市占率会继续提高到 20%左右的水平。

| 中国区实验室收入 | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|----------|------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 | 中国区CRO市场规模 | 478 | 832 | 922 | 1115 | 1326 | 1560 | 1816 | 2090 | 2379 | 2678 | 2980 | 3278 |
| | 增速 | | 22.8% | 21.5% | 20.2% | 18.9% | 17.7% | 16.4% | 15.1% | 13.8% | 12.6% | 11.3% | 10.0% |
| 2 | 药明康德占比 | 43.0% | 43.2% | 43.4% | 43.6% | 43.7% | 43.9% | 44.1% | 44.3% | 44.5% | 44.6% | 44.8% | 45.0% |
| | 药明康德占比提升 | | | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 3 | 药明康德市占率 | 17.5% | 18.0% | 18.5% | 19.0% | 19.5% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 市占率提升 | | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 4 | 收入 | 81.13 | 64.73 | 74.41 | 92.25 | 113.09 | 137.04 | 160.15 | 185.11 | 211.57 | 239.10 | 267.14 | 295.03 |
| | YOY | | 20.6% | 14.9% | 24.0% | 22.4% | 17.5% | 16.9% | 15.6% | 14.3% | 13.0% | 11.7% | 10.4% |

图 25：中国区实验室收入预测

来源：并购优塾

好，分析完中国区实验室的收入预测，那北美实验室的业务和中国区有什么不同呢？它的增长逻辑又主要看什么？

— 07 —



USA，实验室



来看 USA 实验室服务——这块业务主要包括：基因细胞疗法、医疗器械检测。主要为北美客户提供研发服务。2019 年收入为 15.63 亿元，同比增长 29.79%，业绩增长符合《并购优塾》之前的预期（29.98%），近三年收入的复合年均增长率为 17.35%。

注意，如果从同比增速来看，近几年该业务的收入增速在 2018 年下滑加快，2019 年又恢复增长，这是为什么？



图 21：USA 实验室增速

来源：并购优塾

我们从两个细分业务，分别来看 2018 年的增速大幅下降的原因：

1) 医疗器械检测服务——由于大客户被收购后改变外包策略，导致客户流失，以及 USA 区管理层对该业务不够重视等原因，导致其增速在 2018 年同比下降了大约 15%。

不过，自 2019 年更换了管理层，以及欧盟委员会在 2019 年出台了新的法规（要求医疗器械重新注册），预计将会新增医疗检测需求，预期未来五年内，医疗检测板块的收入将会有较大增长。

2) 基因细胞疗法——2018 年，基因细胞疗法两个客户在临床二期试验失败，导致上半年基因细胞疗法业务的增长只有 7.5%，但是下半年增速迅速回升到了 28%左右。

尽管其收入增速出现下滑，但是，随着近年生物医学技术的突飞猛进（iPS、CRISPR、CAR-T 等），细胞和基因治疗临床前试验数量，呈加速上升趋势，每年新增试验同比增长接近 30%。根据 METI 的预测，2020 年细胞和基因治疗销售额有望达 100 亿美元。

综上，伴随欧洲器械的再注册启动以及全球细胞和基因疗法的快速增长，该板块在 2019 年收入增长有望提速。

再来看 2019 年增速恢复的原因：

一是，细胞基因治疗正值风口，截止 2019 年年底，其为 31 个临床阶段细胞和基因治疗项目提供 CDMO 服务，包括 23 个 I 期临床试验项目和 8 个 II/III 期临床试验项目；

二是，抓住欧盟医疗器械法规大幅提升医疗器械认证规范的标准和限制条件的机遇，推动收入实现快速增长。

注意，2020 年，该业务可能会受到美国大规模新冠的影响。由于暂时还未查到关于停工的信息，但根据药明康德回应，其在美国地区的业务受到了影响。

因此，我们暂时对原假设进行粗略调整，即 2020 年开始维持历史平均增速并保持两年，随后递减至 5%。在此基础上，我们假设新冠对该业务的影响也为 1 个月，即对 2020 年的收入预测结果乘以 (11/12)。

▼

| 单位：人民币百万元（除非特别说明） | | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------------|----|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 美国区实验室收入 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 5 | 增速 | 我们预计，2019年实验室收入将较上年中报增速29.86%，2020年并轨后复员后增速，并保障持平，增速放缓到6%。 | | | | | | 23.20% | 23.20% | 20.92% | 18.68% | 16.38% | 14.10% | 11.83% | 9.58% | 7.28% | 5.00% |
| | 收入 | 9.35 | 11.35 | 12.04 | 15.63 | 17.66 | 21.74 | 26.29 | 31.19 | 36.30 | 41.42 | 46.32 | 50.74 | 54.44 | 57.14 | | |

图 26：USA 区实验室收入预测 来源：并购优塾

好，看完了临床前业务，那么它的临床 CRO 业务表现如何？未来增速又该如何预测？

— 08 —



临床，CRO



临床 CRO，是目前药明康德发展较快的业务，从历史增速来看，近三年年复合增速高达 72.80%。2019 年，该板块收入 10.63 亿元，同比增长高达 81.79%，毛利同比增加 50.93%。业绩增速在我们的保守增速（72.1%）和乐观增速（119.6%）之间。

它的主要业务是帮助中国客户做全球临床研究，和北美客户在我国进行临床研究——其实换句话说，就是做中国药企走出去、海外药企走进来之间的桥梁。

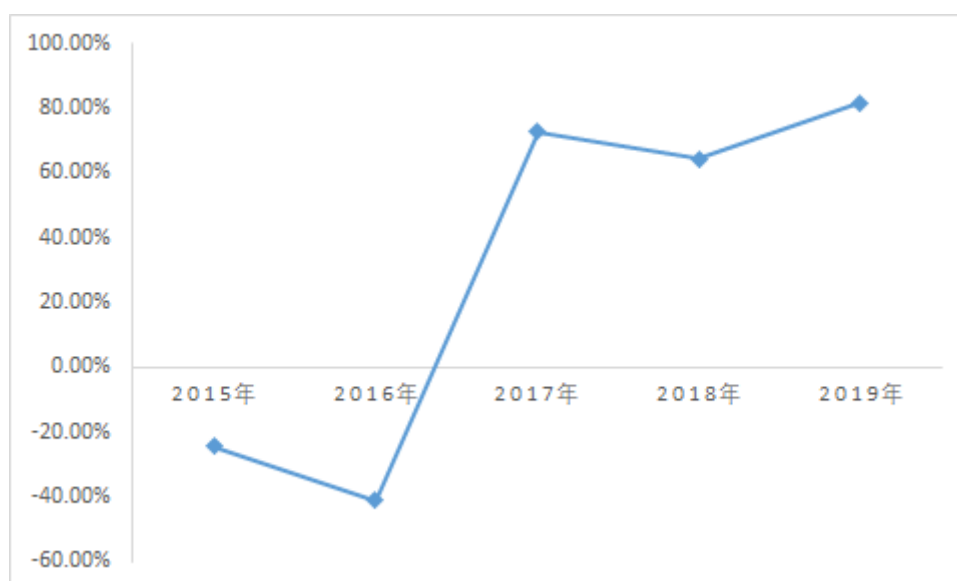


图 21：CRO 业务增速

来源：并购优塾

该业务的收入增长主要看团队规模，以及在各地临床业务的覆盖程度。

对临床 CRO 业务来讲，成本、患者人群、市场吸引力是较为关键的因素，而对于企业来讲，重要的是人才、规模及品牌效应。

截止 2019 年年报，药明康德的 CDS（临床试验服务）团队，拥有超过 850 人的专业临床试验服务团队，覆盖全球 60 多个主要城市。SMO（现场管理服务）团队拥有超过 2600 位临床协调员，分布在全国超过 135 个城市的 900 余家医院，提供临床中心管理服务。业务覆盖方面，公司 SMO 业务覆盖城市和医院数量较 2018 年底分别上升 19.5%，17.6%。

同时，它还通过并购国外公司，将临床试验服务拓展到其它国家，增强为国内外客户进行创新药的临床试验服务能力。

这样的规模，如果和同行业其他公司做对比，又是怎样的？

对比国内 CRO 临床龙头企业——泰格医药来看，截止 2018 年底，其共有 95 个国内服务网点，覆盖国内 730 多家药物临床试验机构。

也就是说，同国内 CRO 临床龙头企业泰格医药相比，其覆盖城市和医院规模大致相当。但 CDS 规模较泰格医药还有较大差距，据其招股书募投计划披露，自 2018 年起的 3 年内，子公司康德弘翼的临床 CRO 业务，预计共新增人员 1700 余人。同时，其三年内还要投建药物研发临床监察全国性站点建设项目、药物研发临床监察全国性站点建设项目。

与泰格医药相比，其目前 CRO 临床市场市占率大约只有 1.5%，而泰格医药市场占有率为 6%。这主要由于，本案开展临床 CRO 业务的时间较短。不过，由于其近年来对该业务投入的增加，加之其品牌效应以及一体化平台的优势，其未来市场占有率有可能会达到泰格医药目前的水平。

注意，近年来药明康德的业绩大幅增长，主要原因有：

一是，收购影响。2018 年下半年，其收购 RPG 且并表，今年上半年该部分收入约 7700 万；2019 年 5 月，收购临床研究数据统计分析服务公司 Pharmapace, Inc.，并表两个月收入约 700 万，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%；

临床 CRO 业务研究完后，我们接着来看另一大块业务——CMO/CDMO。这块业务，
又该如何拆解？

— 09 —



CMO, CDMO



从历史增速来看，CMO/CDMO 业务的增速基本维持在 25%左右，仍处于高速发展阶段。2019 年，其 CMO 板块收入达到 37.52 亿元，同比增长 39.02%。2017 年到 2019 年，药明康德 CMO/CDMO 业务营收由 21.09 亿元增长到 37.52 亿元，复合增速达到 33.38%。

2019 年，CMO/CDMO 收入同比增长 39.02%，毛利同比增加 33.63%。业绩增长高于我们的预测值（35.5%），主要原因：

一是，业务进展良好，2019 年涉及新药物分子数进 1000 个，其中临床 III 期阶段 40 个、已获批上市的 21 个。在服务国内客户方面，其目前有 11 个 MAH 项目正在进行中；

二是，产能扩张，其中，金山原料药生产基地已有 500 升酶发酵罐全面投入运营，其第一个支持寡核苷酸和多肽类药物临床用药原料药 cGMP 生产的车间已经启用。

对于 CMO/CDMO 业务的收入预测，我们主要从以下几方面分析：

1) 市场规模——受益于医药市场扩增、药物结构复杂化、专利悬崖，孤儿药的蓬勃兴起等多重驱动因素，全球 CMO 行业快速发展。预期 2021 年，CMO 市场规模将由 2017 年的 628 亿美元扩增至 1025 亿美元，年复合增速为 13.03%。



图 11：全球 CMO 市场规模



资料来源：Business Insights，渤海证券研究所 并购优塾

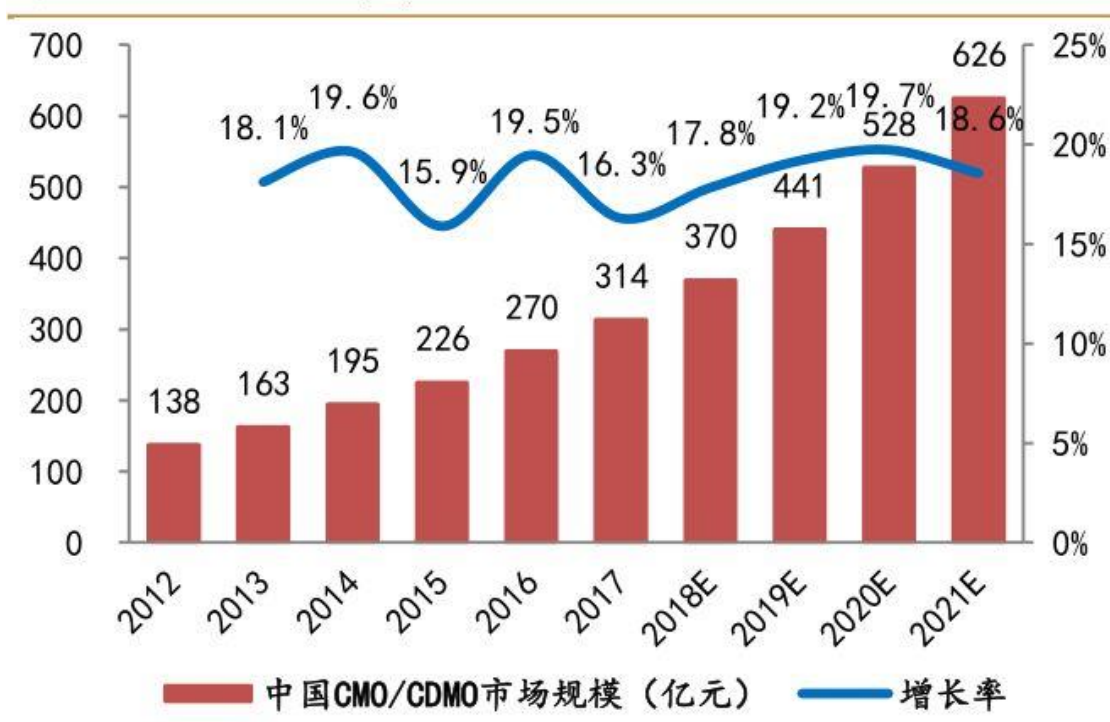
图 30：全球 CMO 市场规模

来源：渤海证券

受益于服务成本低（仅为欧美市场的 25%-30%），CMO 市场逐渐向我国转移。加之，逐渐完善的知识产权制度、cGMP 原料药供应体系，以及药品上市许可持有人制度（MAH）、一致性评价、审评审批加速等政策利好释放，预期 2021 年，我国 CMO 行业市场规模将达 626 亿元，增速高于全球平均水平。



图 19：2012-2021 年中国 CMO/CDMO 行业规模增长



数据来源：招股说明书，西南证券整理



图 31：国内 CMO 市场规模

来源：西南证券

综上，考虑到产能驱动型业务会不断的向成本更低的不发达地区转移，所以，我们假设——中国的 CMO/CDMO 市场规模从 2019 年到 2022 年增速 20%，随后逐步递减到 5%。（GDP 增速）

根据 2019 年数据倒算，得出 2019 年 CMO 市场规模为 453 亿元，同比增速为 22%。

因此，我们对原假设进行调整，假设 2020 年-2029 年，其市场规模增速从目前水平逐渐下降至 5%。同时，此处也考虑到 2020 年新冠影响，我们在以此方法测算出的市场规模的基础上，再乘以 11/12。

2) 市占率——随着竞争加剧及需求多样化，CMO 企业向上游 CRO 领域延伸，和向高技术附加的 CDMO 领域优化，形成产业链一体化，成为 CMO 行业的发展方向。

注意：与 CRO 市场越来越集中的趋势不同，CMO 市场则是越来越分散化。这是由于新药研发产业链较长，外包环节较多，因此，海内外成熟的 CMO 企业一般受到行业经验、技术水平和监管制约，往往聚焦于部分外包环节和核心业务领域。

而药明康德控股的合全药业，则专注于小分子领域，目前已经在国内市场夺得先机，2017 年市占率大致在 6.72%，建立了一定的技术护城河，确保长期在国内市场占有一席之地。

由于三季报没有披露细分业务的数据，所以我们维持原假设不变——假设 2019 年其市占率达到 8.29%（较 2018 年市占率增长 1%），随后递增到 2023 年，达到 12%，随后保持不变。

由于没有最新数据，对于市占率的假设，我们本次更新维持不变。

| CMO/CDMO 业务收入 A | | 370 | 450 | 500 | 595 | 698 | 804 | 913 | 1022 | 1127 | 1222 | 1304 | 1369 |
|-----------------|---|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 11 市场预测 | 假设：假设 2019 年 CMO/CDMO 业务收入 500 亿元，2020 年 CMO/CDMO 业务收入 595 亿元，2021 年 CMO/CDMO 业务收入 698 亿元，2022 年 CMO/CDMO 业务收入 804 亿元，2023 年 CMO/CDMO 业务收入 913 亿元，2024 年 CMO/CDMO 业务收入 1022 亿元，2025 年 CMO/CDMO 业务收入 1127 亿元，2026 年 CMO/CDMO 业务收入 1222 亿元，2027 年 CMO/CDMO 业务收入 1304 亿元，2028 年 CMO/CDMO 业务收入 1369 亿元。 | 22% | 20.59% | 18.84% | 17.12% | 15.39% | 13.64% | 11.93% | 10.20% | 8.46% | 6.73% | 5.00% | |
| 12 市场预测市占率 | 假设：假设 2019 年 CMO/CDMO 业务市占率 8.29%，2020 年 CMO/CDMO 业务市占率 9.22%，2021 年 CMO/CDMO 业务市占率 10.15%，2022 年 CMO/CDMO 业务市占率 11.07%，2023 年 CMO/CDMO 业务市占率 12.00%，2024 年 CMO/CDMO 业务市占率 12.00%，2025 年 CMO/CDMO 业务市占率 12.00%，2026 年 CMO/CDMO 业务市占率 12.00%，2027 年 CMO/CDMO 业务市占率 12.00%，2028 年 CMO/CDMO 业务市占率 12.00%，2029 年 CMO/CDMO 业务市占率 12.00%。 | 8.29% | 9.22% | 10.15% | 11.07% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| 13 收入 | | 26.99 | 37.52 | 46.11 | 60.32 | 77.11 | 96.44 | 109.51 | 122.68 | 135.19 | 146.63 | 156.51 | 164.33 |
| 14 收入 | | 26.99 | 37.52 | 46.11 | 60.32 | 77.11 | 96.44 | 109.51 | 122.68 | 135.19 | 146.63 | 156.51 | 164.33 |

图 32：CMO 业务收入预测

来源：并购优塾

至此，本案的主要业务收入已经假设完毕。还有一小部分其他业务收入，由于占比过少，我们不进行单列预测，简化假设其保持 2019 年水平不变——综合以上分析的信息，关键的问题来了：这样的预测，是否靠谱？

— 10 —



交叉，验证



综合以上数据测算，乐观情况下，2020 年到 2022 年的增速为 19.9%、29.4%、27.1%，保守情况下，2020 年到 2022 年的增速为 17.5%、27.1%、25.1%——不过，值得注意的是，如果只用一种方法确定增速，可参考性较差。这里，我们再结合其它几种方法，进行交叉验证。

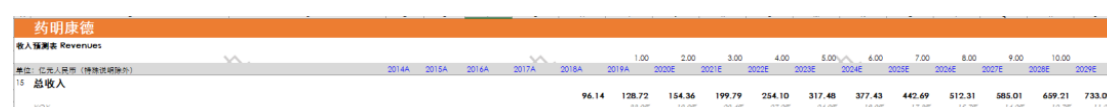


图 33：药明康德收入预测 来源：并购优塾

方法一：内生增速——我们采用预期增长率采用公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。其 2018 年分红率约为 30%，近三年平均 ROE 约为 18.56%，得到内生增速为 12.99%。

方法三：外部分析师预期——2019 年年报公布后，各大券商也对未来三年收入进行了更新预测，预测 2020 年到 2022 年，营业收入增速分别为 26.09%、27.98%、27.87%。其中，光大证券为 25.04%、27.16%、27.78%；民生证券为 28.6%、27.7%、25.0%；中信建投为 26.5%、28.8%、27.8%。

通过对比，我们的预测增速，2020 年相对比较保守，后两年与券商预测较为一致。内生增速较低是因为其 2019 年净利率较低，影响了整体的 ROE，所以导致内生增速计算值较低。

至此，收入拆解和预测部分，已经做完。但这其实只是估值建模万里长征的第一步，接下来，还必须仔细研究——利润表该如何重构？每年的利润，到底该怎么预估？

— 11 —



成本，三费

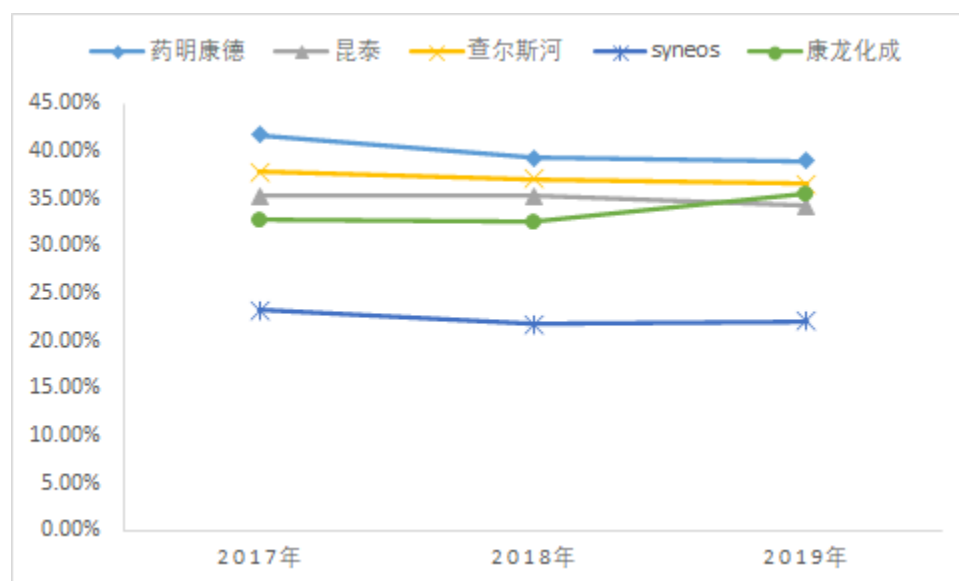


预测净利润首先要预测 EBITDA，我们将 EBITDA 率的预测拆分为三大块：成本、管理费用（含研发）、销售费用。注意，上述三部分的计算口径均剔除折旧、摊销。

1) 先来看成本——主营业务成本包括直接人工、原材料成本及间接费用。历史毛利率来看（2014 年-2018 年分别为 42.80%、41.18%、46.14%、46.71%、44.50%），考

考虑到其 2015 年剥离了大分子业务，因此，其毛利率在 2016 年出现明显提升。而剥离该业务后，其成本占比基本稳定。

2019 年，其毛利率为 38.95%（包含折旧摊销），相比 2018 年（39.45%）有小幅度的下降。对比国内外同行来看，其毛利率基本处于行业较高水平。



图：毛利率对比（单位：%）

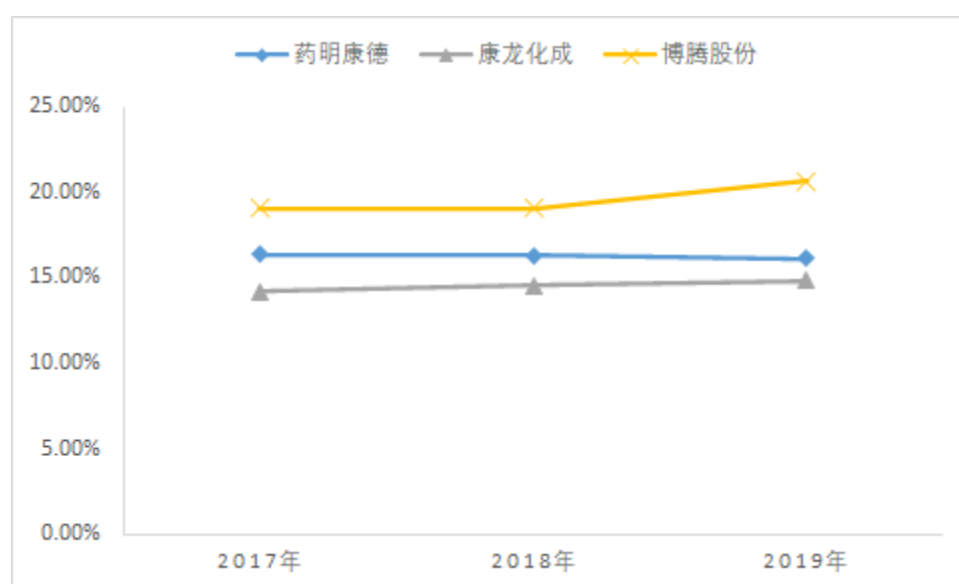
来源：并购优塾

因此，我们维持原假设，预测期毛利率取 2019 年上半年毛利水平，也就是说成本占收入比重为 54.88%。此次 2019 年年报更新，我们更新假设为维持 2019 年毛利率水平不变。

2) 再来看管理费用——其管理费用主要包括人员费、差旅费等、我们将其研发费用也一并计算到管理费用中。从历史管理费用占收入的比重来看（2015 年-2018 年分别为

20.21%、16.96%、16.35%、16.29%)，其中，2015 年管理费用较高，主要原因是当年私有化发生的股份支付费用较高。

2019 年，其管理费用率为 16.10%，相比 2018 年（16.29%）小幅下降。对比国内同行来看，其管理费用率与国内同行相比处于相对较低水平，主要是由于药明康德营收规模较大，规模效应较强，因此，管理费用率较低。



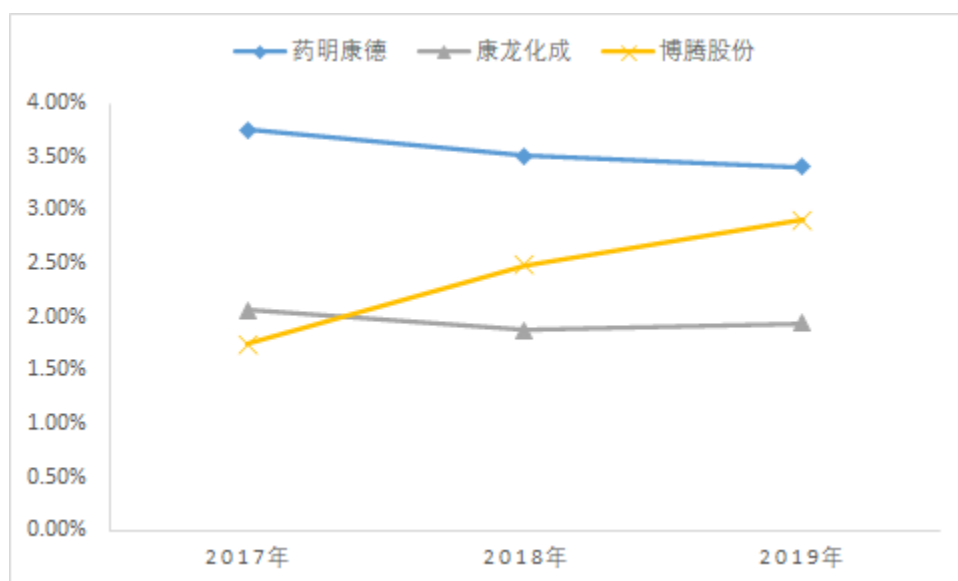
图：管理费用率对比（单位：%）

来源：并购优塾

除去 2015 年之外，其管理费用率水平比较稳定，所以我们进行合理假设——取近三年平均管理费用率 15.75%（扣除折旧摊销）。

3) 销售费用——销售费用主要包括人员费、差旅费等，由于该行业销售主要是与上游药企签署中长期合作合同，所以整个行业销售费用较少，行业平均销售费用率水平在3%左右。

2019 年其销售费用费用率为 3.41%，与 2018 年 3.51%相比变化较小。



图：销售费用率对比 (单位：%)

来源：并购优塾

从历史销售费用率来看 (2015 年-2019 年分别为 3.81%、3.27%、3.76%、3.52%、3.41%)，其销售费用率比较稳定，波动性不大，因此，取近五年平均销售费用率 3.55%。



| 利润表 Income Statement | | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：亿元人民币 (特殊说明除外) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 本表假设 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 主营业务收入/主营业务成本 | 假设维持2019年上半年平均水平 | 57.20% | 59.62% | 59.86% | 59.29% | 59.90% | 54.88% | 54.88% | 54.88% | 54.88% | 54.88% | 54.88% | 54.88% | 54.88% | 54.88% | 54.88% |
| 税金及附加/主营业务收入 | 假设维持近三年平均水平 | 0.00% | 0.18% | 0.23% | 0.33% | 0.30% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% | 0.29% |
| 销售费用/主营业务收入 | 假设维持近五年平均水平 | 3.19% | 3.81% | 3.27% | 3.76% | 3.52% | 3.51% | 3.51% | 3.51% | 3.51% | 3.51% | 3.51% | 3.51% | 3.51% | 3.51% | 3.51% |
| 管理费用 (不含研发费用)/主营业务收入 | 假设维持近三年平均水平 | 15.28% | 18.90% | 15.79% | 15.07% | 14.58% | 15.15% | 15.15% | 15.15% | 15.15% | 15.15% | 15.15% | 15.15% | 15.15% | 15.15% | 15.15% |
| 其他经营性质损益 | 假设维持2018年水平 | -0.12 | -0.31 | -0.31 | -0.40 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 | 1.05 |
| 非经常性损益 | 无 | 1.07 | 0.32 | 0.91 | 1.15 | 6.03 | 0.00 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 所得税率 | 假设维持近五年平均水平 | 12.73% | 14.73% | 18.89% | 18.59% | 9.53% | 14.89% | 14.89% | 14.89% | 14.89% | 14.89% | 14.89% | 14.89% | 14.89% | 14.89% | 14.89% |
| 少数股东损益 | 无 | | | | | | | | | | | | | | | |

图 34：利润率预测 来源：并购优塾

至此，利润表已经基本构建完毕，但还有两个重要的科目未能预测，一是折旧摊销、二是财务费用。而要预判折旧摊销，必须先弄清楚一件事——本案的资本支出，情况到底如何？

— 12 —



厂房，生产线



药明康德的资本支出，主要用于厂房、生产线的建设。2019 年投入的资本支出为 25.32 亿元，且主要用于固定资产投资。

从资产结构来看，2019 年药明康德的固定资产占总资产比重为 14.82%、在建工程占总资产的比重为 7.15%、长期待摊费用占总资产比重为 4.29%，无形资产占总资产比重为 3.14%。



| 项目 | 期末余额 | | | 期初余额 | | |
|-----------------|------------------|------|------------------|------------------|------|------------------|
| | 账面余额 | 减值准备 | 账面价值 | 账面余额 | 减值准备 | 账面价值 |
| 常州合全新药生产和研发中心项目 | 599,452,427.33 | - | 599,452,427.33 | 335,368,817.37 | - | 335,368,817.37 |
| 成都基地建设项目 | 308,240,087.02 | - | 308,240,087.02 | 27,377,500.00 | - | 27,377,500.00 |
| 苏州安评中心扩建项目 | 259,783,907.66 | - | 259,783,907.66 | 176,427,886.43 | - | 176,427,886.43 |
| 美国费城基地建设项目 | 160,702,267.59 | - | 160,702,267.59 | - | - | - |
| 天津化学研发实验室扩建升级项目 | 13,142,001.39 | - | 13,142,001.39 | 192,383,495.47 | - | 192,383,495.47 |
| 南通实验室项目 | 6,047,999.99 | - | 6,047,999.99 | 198,391,810.37 | - | 198,391,810.37 |
| 待安装设备及工程材料 | 531,354,321.53 | - | 531,354,321.53 | 519,158,381.85 | - | 519,158,381.85 |
| 其他 | 212,944,059.53 | - | 212,944,059.53 | 77,875,506.89 | - | 77,875,506.89 |
| 合计 | 2,091,667,072.04 | - | 2,091,667,072.04 | 1,526,983,398.38 | - | 1,526,983,398.38 |

图 35：在建工程

来源：公司年报

从在建工程情况来看，其在建的项目大多为全国各地的生产基地、研发中心等。根据其 2018 年在上交所、港交所上市时披露的信息来看，项目建设期一般为 2-3 年，我们假设其用三年时间来扩建产能。

随后，由于其 CRO 业务不以产能驱动，同时，通过此次新建产能后，CMO 业务产能利用比较充足。因此，短期内持续扩建产能的可能性不大。

因此，我们对资本支出做出合理假设：（注：资本支出未进行大规模调整，只是根据 2019 年最新数据对各个数据更新）

1) 前三年固定资产投入占营收比重，保持在近三年均值水平 13.1%，随后线性递减至 6%，永续期保持 6% 的投入水平。（对比昆泰近五年平均资本支出占收入比重 3%，昆泰主要以 CRO 临床业务为主，而药明康德还有 CMO 业务相对资本支出较大，且欧美市场相对比较成熟，所以我们认为这一假设比较合理）。

2) 对于已存固定资产折旧，我们假设未来按照 2019 年折旧水平（6.2 亿元）每年根据折旧率进行递减；对于新增固定资产折旧，我们按照其披露的折旧规则进行折旧，其中，折旧年限为 10 年，残值率为 5%。

3) 在建工程转固——我们假设目前 20.92 亿元的在建工程分三年等值转出，每年转固 6.97 亿元。

4) 由于其无形资产较低，因此，假设新增无形资产占营收比重保持在历史平均值

2.4%，无形资产摊销/期初无形资产比例取近三年历史均值 11.3%。

5) 由于其长期待摊费用主要是经营租入固定资产改良支出，因此前三年保持近三年均
值水平，占营收比重 4.5%，随后递减至 2%；长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用，
维持在近三年平均水平。



| 在建资产&固定资产 | | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------------|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 资本开支 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 购建固定资产/无形资产 | 假设前三年固定资产投入占营收比重，保持近三年均值水平 14.4%，随后按性递减至 10%，永续期保持均值 10% | | 3.3% | 15.4% | 15.8% | 12.0% | 14.4% | 14.4% | 14.4% | 13.2% | 12.0% | 10.8% | 9.6% | 8.4% | 7.2% | 6.0% |
| 在建工程1：维护性资本支出/上一年固定资产净值 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 在建工程2：新建在建工程 | 无 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 在建工程转出/上一年在建工程 | 无 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 计提固定资产折旧 | 假设维持2018年水平 | | 2.9% | 3.1% | 3.6% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 无形资产摊销/无形资产 | 假设维持近三年平均水平 | | 2.9% | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 无形资产摊销/期初无形资产 | 假设维持近三年平均水平 | | 19.9% | 13.7% | 12.2% | 10.3% | 12.10% | 12.10% | 12.10% | 12.10% | 12.10% | 12.10% | 12.10% | 12.10% | 12.10% | 12.10% |
| 长期待摊费用/无形资产 | 假设维持近三年平均水平 | | -1.8% | 4.0% | 5.0% | 5.9% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 4.57% | 4.14% | 3.72% | 3.29% | 2.86% | 2.43% | 2.00% |
| 长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用 | 假设维持近三年平均水平 | | 27.0% | 72.4% | 28.0% | 18.1% | 36.40% | 36.40% | 36.40% | 36.40% | 36.40% | 36.40% | 36.40% | 36.40% | 36.40% | 36.40% |

图 36：资本支出预测

来源：并购优塾

研究至此，资本支出、折旧摊销预测完毕，我们再来看自由现金流计算的另两大变量——
一本案的营运资本，以及在产业链上的话语权，到底是怎样的？

— 13 —



上下游，话语权



营运资本情况，我们分别来看：

1) 对下游话语权——主要看应收票据及应收账款、预收账款。从历史数据来看，其应
收账款占收入的比重在逐步下降，说明其对下游的话语权在逐渐增强。

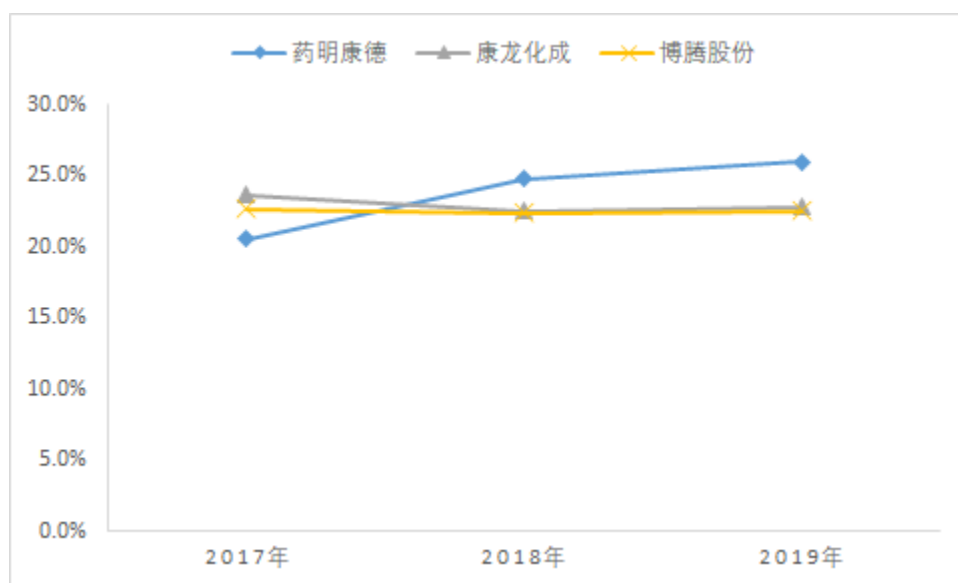


图 37：应收账款占收入的比重（单位：%）

来源：并购优塾

与同行业对比，其应收账款占收入比重较低，说明其对下游客户话语权较强。而预收款项方面，主要是在合同签订之后预收合同金额的 10%-50%，具体预收比例则通过合同金额、项目规模以及客户情况等因素进行调整。从预收账款占收入的比重来看，其预收款项近年占比相对平稳。

注意，2018 年，由于其采用新收入准则的影响，将与提供服务相关的预收款项重分类至合同负债，我们在此处对报表进行重构，仍将其作为预收账款计算。

与同行业对比，其预收账款占收入比重较高，也说明其对下游客户话语权较强。2019 年，其应收账款占收入比重由 2018 年 24.79% 小幅上升至 25.96%，其未解释上升的原因。

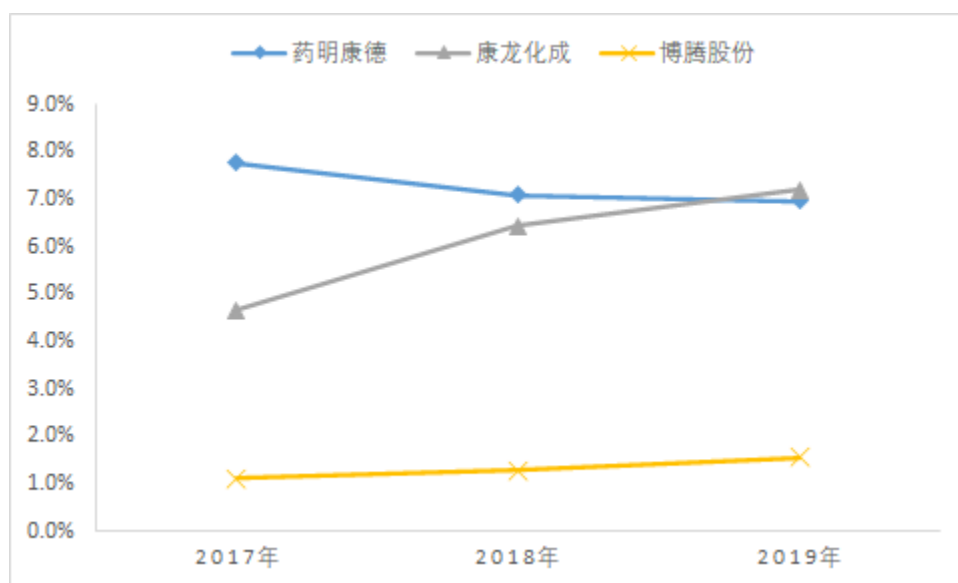


图 38：预收款项占收入的比重（单位：%）

来源：并购优塾

预收款项来看，其 2019 年预收款占收入的比重和 2018 年相比没有太大变化（由 7.08%下降至 6.97%）。

综合来看，随着下游需求不断增加及受一致性评价等政策影响，下游需求量不断增大。

并且，随着近几年 CRO 企业数量持续上升，考虑到其头部效应，我们认为短时间内其话语权不会出现下滑。因此，此处我们维持合理假设——预测未来其应收账款占收入比重维持在 2019 年水平、预收账款占收入的比重保持在近 3 年平均水平。

2) 对上游话语权——主要看应付账款、预付账款。药明康德的应付账款主要是应支付的原材料采购款等款项，而预付账款主要为预付的房租、物业费、维修费等款项。

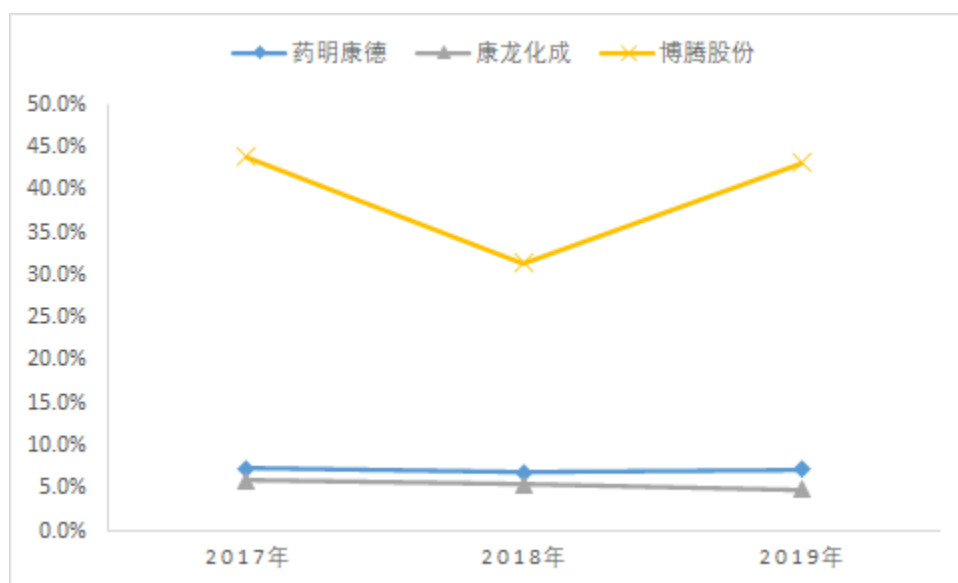


图 39：应付账款占成本的比重（单位：%）

来源：并购优塾

2019 年，应付款项和预付款项占成本比重变化不大，我们维持原假设不变。其应付账款占成本比重不大，且比较稳定。这主要是因为，其营业成本主要以直接人工及制造费用为主，我们假设未来其应付账款占成本的比重维持在近三年平均水平。而预付款项占比较少，近几年占成本比例维持在 1.27% 左右，所以我们取 1.27% 作为其预测值。

看完了话语权，我们再来看它的营运效率到底如何——存货周转率。

从历史数据来看，近几年药明康德存货占成本的比重相对比较平稳，对比同行业来看，其存货占成本的比重处于行业中等水平。因此假设，预计未来其存货占成本的比重维持在近三年的平均水平。

2019 年，其存货占成本的比重上升至 22.17%，据解释为：系本报告期内，根据在手订单增加储备，导致原材料及在产品增长，同时本期还新增消耗性生物资产（实验用食蟹猴及猕猴）。

我们之前解释过，其存货增加并不一定是不好，也可能说明其在手订单增多。所以，此处假设存货占成本比重维持在 2019 年水平不变。

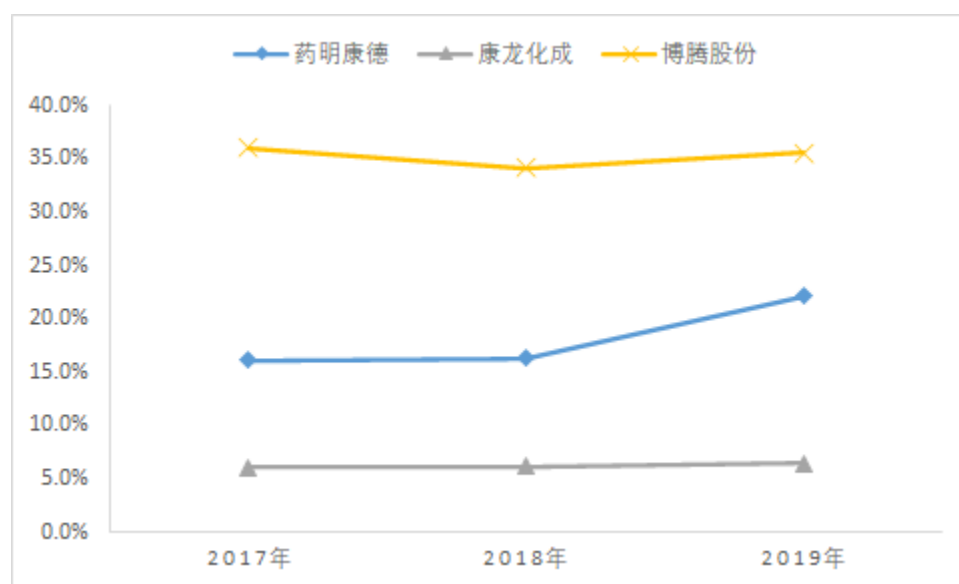


图 40：存货占成本的比重（单位：%）

来源：并购优塾

以上假设，浓缩为表格数字如下。研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算——用 Excel 对本案进行估值建模，该如何操作？

| 中间计算表 Calculations | | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | | | | | | | | | | | | | | | |
| 本表假设 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 应收账款/主营业务收入 | 假设维持近三年平均水平 | 24.73% | 30.15% | 22.56% | 20.57% | 24.79% | 22.64% | 22.64% | 22.64% | 22.64% | 22.64% | 22.64% | 22.64% | 22.64% | 22.64% |
| 预付账款/主营业务成本 | 假设维持近三年平均水平 | 0.65% | 0.80% | 1.18% | 1.26% | 1.45% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% | 1.30% |
| 存货/主营业务成本 | 假设维持近三年平均水平 | 22.63% | 8.77% | 15.51% | 17.57% | 17.84% | 16.97% | 16.97% | 16.97% | 16.97% | 16.97% | 16.97% | 16.97% | 16.97% | 16.97% |
| 其他经营性流动资产/主营业务收入 | 假设维持近三年平均水平 | 17.97% | 49.56% | 0.95% | 0.33% | 0.42% | 0.73% | 0.73% | 0.73% | 0.73% | 0.73% | 0.73% | 0.73% | 0.73% | 0.73% |
| 应付账款/主营业务成本 | 假设维持近三年平均水平 | 8.63% | 9.30% | 9.47% | 6.05% | 7.46% | 8.33% | 8.33% | 8.33% | 8.33% | 8.33% | 8.33% | 8.33% | 8.33% | 8.33% |
| 预收账款/主营业务收入 | 假设维持近三年平均水平 | 3.96% | 4.77% | 6.47% | 7.78% | 7.68% | 7.11% | 7.11% | 7.11% | 7.11% | 7.11% | 7.11% | 7.11% | 7.11% | 7.11% |
| 其他经营性流动负债/营业收入 | 假设维持2018年水平 | 39.57% | 79.81% | 91.14% | 56.65% | 40.72% | 40.72% | 40.72% | 40.72% | 40.72% | 40.72% | 40.72% | 40.72% | 40.72% | 40.72% |
| 归属于母公司股东的分红/上一会计年度净利润 | 假设维持2018年水平 | | | | | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% |

图 41：营运资本占收入比重（单位：%）

来源：并购优塾

— 14 —



极为重要的事

建模实操过程，如何操作？



在建模之前，我们总结一下本案基本面的：

- 1) 增速——从细分业务来讲，CRO 临床前业务为其提供稳定现金流，CDMO 在中期为其提供业务增量（该部分业务由产能驱动），CRO 临床业务（该部分业务由人力驱动）是其远期打开天花板的关键。
- 2) 收入驱动——短期看一致性评价对其 CRO 业务带来的增量效应；中期内受益于大规模融资后产能和人员规模扩张；长期对标美国昆泰等巨头，看行业集中度提升及外延并购驱动。
- 3) 回报——近三年剔除现金的 ROIC 分别为 52.7%、32.7%、23.7%。

4) 核心护城河——研发实力、产能规模、研发人员规模；平台效应，其作为产业链咽喉赛道，可以持有药厂股份形式，获取其新药上市后收益，以及 IPO 登陆资本市场的收益。

5) 竞争格局——目前，其在国内 CRO 企业属于绝对龙头地位，细分行业来看，其只在 CRO 临床业务规模上暂时落后于泰格医药，其它细分行业均为国内龙头；全球来看，其目前在全球 CRO 行业中大致排在第九位，随着国内 CRO 市场的快速发展和集中度提升，其排名大概率会进一步提升。

6) 风险因素——尽管前景确定，但眼下毕竟刚刚上市，利益结构仍不稳定，仍不排除大幅震荡的可能性。比如之前的一件重要的事——减持。同时，我们要对最新的季度数据保持跟踪，了解这次突发事件对其经营造成的后续影响。另外，其最近负债上升较快，需要注意，不过其最新在 A 股港股同时定向增发募集超过百亿元资金，预计未来负债压力会缓解。

研究到这里，建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有，都是为了进行建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点行业 Excel 建模表，

请查阅：科技版建模案例库

以及：专业版建模案例库，

建模部分，样图如下

以 XX 电力为例，经配平后的 BS 表预测样图：

| 长江电力 | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 资产负债表 Balance Sheet | | | | | | | | | | | | | |
| 单位：亿元人民币（特殊说明除外） | | | | | | | | | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 无形资产净值 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 资产总计 | 2,989.0 | 2,994.0 | 2,955.0 | 2,803.8 | 2,690.9 | 2,617.3 | 2,595.3 | 2,672.9 | 2,744.7 | 2,817.3 | 2,890.6 | 2,964.7 | 3,039.6 |
| 负债和股东权益 | | | | | | | | | | | | | |
| 融资缺口 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 28.9 | 32.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 短期借款 | 800.1 | 586.9 | 538.3 | 457.6 | 388.9 | 350.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 | 315.0 |
| 应付款项 | 2.5 | 1.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 其他流动负债 | 18.5 | 28.3 | 28.5 | 29.5 | 29.5 | 29.5 | 30.2 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 | 30.8 |
| 流动负债合计 | 821.1 | 597.0 | 568.3 | 517.5 | 452.1 | 381.1 | 346.8 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 | 347.5 |
| 长期借款 | 806.0 | 740.3 | 617.2 | 524.6 | 445.9 | 401.3 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 | 361.2 |
| 应付债券 | 276.6 | 301.5 | 342.7 | 291.3 | 247.6 | 222.8 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 | 200.5 |
| 负债合计 | 1,703.7 | 1,638.8 | 1,528.1 | 1,333.4 | 1,145.6 | 1,005.2 | 908.5 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 | 909.2 |
| 股本及资本公积 | 862.5 | 863.2 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 | 863.0 |
| 留存收益 | 622.7 | 692.0 | 763.9 | 807.5 | 882.4 | 949.1 | 1,023.8 | 1,100.8 | 1,172.6 | 1,245.1 | 1,318.5 | 1,392.6 | 1,467.4 |
| 股东权益合计 | 1,285.3 | 1,355.2 | 1,426.8 | 1,470.4 | 1,545.3 | 1,612.0 | 1,686.8 | 1,763.7 | 1,835.5 | 1,908.1 | 1,981.4 | 2,055.5 | 2,130.4 |
| 负债和股东权益总计 | 2,989.0 | 2,994.0 | 2,955.0 | 2,803.8 | 2,690.9 | 2,617.3 | 2,595.3 | 2,672.9 | 2,744.7 | 2,817.3 | 2,890.6 | 2,964.7 | 3,039.6 |
| 平衡吗？ | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK | OK |

以 XX 视频为例，CF 表预测样图：

| 海康威视 | | | | | | | | | | | | | |
|---------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金流量表 Cash Flow Statement | | | | | | | | | | | | | |
| (单位：百万人民币，特殊说明除外) | | | | | | | | | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | | | | 10,480 | 13,972 | 17,999 | 20,706 | 28,841 | 27,100 | 30,356 | 33,419 | 36,080 | 38,142 |
| 折旧 | | | | 702 | 1,010 | 1,346 | 1,712 | 2,112 | 2,477 | 2,764 | 2,966 | 3,076 | 3,088 |
| 摊销 | | | | 94 | 148 | 207 | 272 | 343 | 420 | 503 | 591 | 681 | 772 |
| 财务费用 | | | | -44 | -67 | -60 | -63 | -73 | -102 | -159 | -247 | -368 | -521 |
| (投资收益) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (非经常性或非经营性损益) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营性资产减少【期初-期末】 | | | | -2,582 | -2,338 | -2,720 | -2,555 | -2,694 | -2,737 | -2,656 | -2,432 | -2,055 | -1,535 |
| 长期经营性负债增加【期末-期初】 | | | | 68 | 77 | 83 | 90 | 95 | 96 | 93 | 85 | 72 | 54 |
| 经营活动现金流 | | | | 8,720 | 12,802 | 16,855 | 20,163 | 23,624 | 27,254 | 30,901 | 34,381 | 37,485 | 40,000 |
| 投资活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| 投资收益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经常性或非经营性损益 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非核心资产减少 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (固定资产购置) | | | | -2,932 | -3,444 | -4,001 | -4,604 | -5,238 | -5,177 | -4,947 | -4,535 | -3,941 | -3,184 |
| (无形资产购置) | | | | -590 | -693 | -805 | -926 | -1,054 | -1,183 | -1,308 | -1,422 | -1,519 | -1,592 |
| (新增长期待摊费用) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期经营性资产减少【期初-期末】 | | | | -416 | -515 | -561 | -607 | -697 | -645 | -625 | -572 | -484 | -363 |
| 投资活动现金流 | | | | -3,938 | -4,651 | -5,367 | -6,137 | -6,929 | -7,005 | -6,880 | -6,529 | -5,945 | -5,139 |
| 融资活动现金流 | | | | | | | | | | | | | |
| (偿还短期融资缺口) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (财务费用) | | | | 44 | 67 | 60 | 63 | 73 | 102 | 159 | 247 | 368 | 521 |
| 短期借款增加 | | | | -4,104 | 440 | 478 | 520 | 546 | 553 | 536 | 490 | 415 | 312 |
| 长期借款增加 | | | | 969 | 959 | 968 | 992 | 1,022 | 838 | 639 | 422 | 188 | -55 |
| (归属于母公司股东的分红) | | | | -5,608 | -5,177 | -4,902 | -8,891 | -10,229 | -11,778 | -13,387 | -14,996 | -16,509 | -17,823 |
| (归属于少数股东的分红) | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本与资本公积增加 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | | | | -8,700 | -3,711 | -5,396 | -7,317 | -8,588 | -10,284 | -12,053 | -13,836 | -15,537 | -17,045 |
| 净现金流 | | | | -3,919 | 4,440 | 6,093 | 6,710 | 8,108 | 9,965 | 11,968 | 14,015 | 16,003 | 17,816 |
| 期初货币资金 | | | | 26,552 | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 |
| 新增融资缺口前的期末货币资金 | | | | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 | 117,752 |
| 现金分配 | | | | | | | | | | | | | |
| 所需资金 | | | | 1,770 | 2,079 | 2,415 | 2,779 | 3,162 | 3,549 | 3,924 | 4,299 | 4,674 | 5,049 |
| 融资缺口【(所需资金-期末货币资金)】 | | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 期末货币资金 | | | | 22,633 | 27,073 | 33,166 | 39,875 | 47,983 | 57,948 | 69,917 | 83,932 | 99,936 | 117,752 |

在接下来的报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有

这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅

仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：**

1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”中，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

— 15 —

除了这个案例， 你还必须学习这些.....



这个案例的研究已经告一段落，然而——市场风险变幻莫测，唯有稳健的人才能夜夜安枕。

价值洼地、安全边际，这八个字，可以说是价值投资研究体系的真正核心所在，也是巴菲特、查理·芒格、塞斯·卡拉曼、彼得·林奇、约翰·聂夫、乔尔·格林布拉特等诸多大师的思想精华。

无论你在一级市场，还是二级市场，只有同时掌握财务分析、产业分析、护城河分析、估值分析、投资组合分析技能，才能在市场上安身立命。其中，尤其是**估值分析技能**，更是整个价值投资研究体系的精髓所在。

然而，由于估值不仅仅是数据测算，还需要建立在对市场的理解、对产业的分析，以及严谨庞杂的数据计算，这个领域专业门槛极高，往往让人望而生畏，因而，也是限制资本市场从业人士职业发展、投研体系突破的极大瓶颈。

而这，正是并购优塾团队未来终生都将为之努力的方向——和我们一起，每天打卡，用10年时间，研究10000家公司。

炮制虽繁，必不敢省人工；品味虽贵，必不敢减物力。优中选优，一直是并购优塾坚持的方向。我们将**近 5 年来**关于研究体系的思考历程，**近 3 年来**的数百家公司研究案例，以及精选的**数百篇**优质估值报告，全部浓缩在这份研报库里，一方面，这是并购优塾团队研究体系的全部记录，另一方面，也希望能促进你的思考，少走弯路。

我们是一群研究控，专注于深度的公司研究。这份研报库，浓缩了我们的研究精华，是并购优塾用户人手一套的研究指南。希望你：每日精进，必有收获。

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 本案研究过程中部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。要想做专业的海内外证券市场研究，以上几家机构

必不可少。如果大家对以上机构的数据终端有购买意向，欢迎和我们联系，我们可代为
联络相关负责人。