

2018年11月20日

## 药明康德（603259.SH）

## 深度分析

### 药明系列二：纵深发展传统业务，前瞻布局新兴技术——药明康德的巨轮已经起航

#### 投资要点

◆ **短期看点：（1）药物发现及临床前 CRO 国内绝对龙头，地位难以撼动：**药物发现及临床前 CRO 属于技术密集兼劳动力密集型行业，需求和供应之间不存在明显的地理隔离。全球市场需求的增长以及我国的“工程师红利”为国内 CRO 公司，特别是第一梯队公司提供了发展机遇，使得国内 CRO 公司在全世界市场上的竞争力整体上得到提高。从内部结构来看，药明康德目前是同类公司中绝对的龙头企业，由于其他竞争对手体量相对较小、增速更快，在短期内药明康德与其他头部玩家的差距会缩小，但药明康德亦能随国内企业整体的崛起而发展，在全球企业参考系中的市场份额不断提升。**（2）欧美产能向中国转移，药明 CMO/CDMO 彰显规模优势：**受益于成本优势，近年来全球的原料药生产产能不断向中国转移，国内 CMO/CDMO 行业整体得到发展。作为国内该领域的龙头企业，药明康德亦享受行业成长带来的红利，且近年来绝对和相对市场份额均有所提升，市场竞争力进一步得到加强，未来仍会成为贡献公司业绩增长的强大动力。**（3）资本和技术的联姻，通和毓承将大有作为：**药明康德下属的通和毓承资本 2017 年与通和资本合并成立通和毓承，目前旗下拥有 7 支基金，在管资金规模超过 100 亿元。药明康德团队身处研发一线，充分了解行业发展的前沿和技术变化，可为毓承资本的项目投资提供借鉴；毓承资本投资的项目孵化到一定阶段以后亦可与药明康德在产业和技术上形成互补。此外，毓承资本投资的项目也为公司带来投资收益，增厚业绩，但投资项目的收益存在较大的波动性，难以准确预测和量化。

◆ **中期看点——临床 CRO 成长潜力大：**临床 CRO 市场存在一定的地理隔离，药明康德目前主要集中于国内市场。2018 年 7 月，公司完成了美国临床 CRO 公司 ResearchPoint 的收购，拥有了全球多中心临床试验的服务能力，为北美甚至全球市场的开拓奠定了基础。从国内市场来看，泰格医药一直处于领跑地位，药明康德起步较晚，与泰格医药还存在不小的差距。临床 CRO 业务在公司整体业务中的比重还非常低，短期内不足以对公司业绩产生根本性的影响，但长期来看，临床 CRO 服务是 CRO 产业链中不可或缺的一部分，未来会重点发展。随着布局的不断完善，该业务有望成为公司新的利润增长点，同时与公司优势的发现及临床前 CRO、CMO/CDMO 业务进一步发挥协同作用，从整体上增强公司的竞争力。

◆ **长期看点——紧跟行业动态，前瞻布局先进技术：**（1）药明康德和 Juno 于 2016 年合资成立药明巨诺，拟在 Juno CAR-T 和 TCR 技术的基础上进一步开发新型细胞疗法。公司的 CAR-T 产品——JWCAR029 已于 2018 年 6 月获得临床批件。基于 Juno CAR-T 产品此前良好的临床表现以及肿瘤治疗的强烈需求，我们认为细胞治疗取得突破以后具有广阔的市场前景。（2）公司入股菲吉乐科参与新型抗菌产品的研发，其核心优势在于独特的给药技术，待产品成型以后，有望成为耐药细菌感染治疗的利器。

医药 | 医疗服务 III

投资评级

**买入-B(上调)**

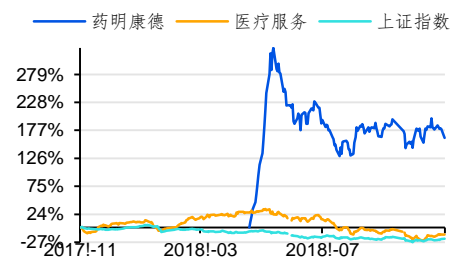
股价(2018-11-19)

82.02 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	85,978.85
流通市值（百万元）	8,546.37
总股本（百万股）	1,048.27
流通股本（百万股）	104.20
12 个月价格区间	25.92/138.87 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.49	12.76	20.08
绝对收益	1.51	14.06	

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

李伟  
 liwei@huajinsec.cn  
 021-20377053

#### 相关报告

药明康德：业绩增长稳健，CRO 龙头地位难以撼动 2018-08-22

药明康德：CRO 龙头回归，医药独角兽浪潮已起 2018-04-24



◆ **投资建议：**我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 2.02、2.35 和 2.84 元。基于（1）公司在药物发现及临床前 CRO 领域全球领先的市场地位和强大的竞争力（2）“工程师红利”使国内 CRO 企业具备成本领先优势（3）公司临床 CRO 业务增长潜力较大（4）全球的产能转移利好国内 CMO/CDMO 企业（5）药明康德在小分子药物 CMO/CDMO 领域具备规模优势（6）公司投资业务收益逐步显现，给予公司买入-B 评级。

◆ **风险提示：**药物发现及临床前 CRO 和 CMO/CDMO 领域竞争加剧，国内临床 CRO 业务发展不达预期，ResearchPoint Global 并购后的整合不达预期，投资业务的波动，商誉减值风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6,116.1	7,765.3	9,497.1	11,791.7	14,650.1
同比增长(%)	25.2%	27.0%	22.3%	24.2%	24.2%
营业利润(百万元)	1,284.6	1,460.6	2,649.9	3,079.3	3,730.4
同比增长(%)	66.5%	13.7%	81.4%	16.2%	21.1%
净利润(百万元)	975.0	1,227.1	2,108.3	2,453.7	2,957.4
同比增长(%)	179.4%	25.9%	71.8%	16.4%	20.5%
每股收益(元)	0.94	1.18	2.02	2.35	2.84
PE	99.5	79.0	46.0	39.5	32.8
PB	17.4	15.3	12.7	9.6	7.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所



## 内容目录

一、公司概况	5
二、CRO：国内绝对龙头，地位难以撼动	8
（一）药物发现及临床前 CRO：尽享“工程师红利”，市场领先地位不断加固	9
（二）临床 CRO：全球多中心布局，成长潜力较大	15
三、CMO/CDMO：欧美产能向中国转移，药明彰显规模优势	19
四、紧跟行业动态，前瞻布局先进技术	24
（一）与 Juno 强强联合，打造新型细胞免疫疗法	24
（二）入股菲吉乐科，新型抗菌药有望成为耐药菌治疗的利器	26
五、资本与技术的联姻，通和毓承将大有作为	26
六、国内同行横向对比：药明康德更具竞争力	27
七、盈利预测与风险提示	32
（一）盈利预测	32
1、主营业务收入预测	32
2、绝对估值	34
3、相对估值	35
4、投资建议	35
（二）风险提示	35

## 图表目录

图 1：公司股权结构	5
图 2：2014-2018Q3 公司营业收入和毛利率	6
图 3：2014-2018Q3 公司（扣非）归母净利润	6
图 4：2014-2018H1 公司各业务毛利占比	6
图 5：2014-2017 年公司各地区收入占比	6
图 6：公司重点业务布局	7
图 7：公司主营业务波士顿矩阵	7
图 8：2002-2017 年全球药企研发支出	8
图 9：2013-2024 年全球 CRO 预计市场规模	9
图 10：2014-2016 年全球 top11 CRO 公司市场份额	9
图 11：公司 CRO 业务收入和毛利构成	9
图 12：公司药物发现和临床前 CRO 业务布局	10
图 13：公司药物发现和临床前 CRO 业务收入和毛利构成	10
图 14：2013-2024 年全球药物发现和临床前 CRO 预计市场规模	11
图 15：全球 top11 CRO 公司药物发现及临床前 CRO 业务布局	11
图 16：2014-2017 年国内部分公司药物发现及临床前 CRO 业务收入	12
图 17：2014-2017 年国内部分公司药物发现和临床前 CRO 业务毛利率	12
图 18：1998-2016 年我国高等教育理学专业招生人数	12
图 19：1998-2016 年我国高等教育理学专业毕业人数	12
图 20：2014-2017 年国内代表公司药物发现及临床前 CRO 服务合计市场份额	13
图 21：2014-2017 年药明康德药物发现及临床前 CRO 服务市场份额	13
图 20：2014-2018H1 公司中国区药物发现及临床前 CRO 服务收入和毛利率	13
图 21：2014-2018H1 公司美国区药物发现及临床前 CRO 服务收入和毛利率	13



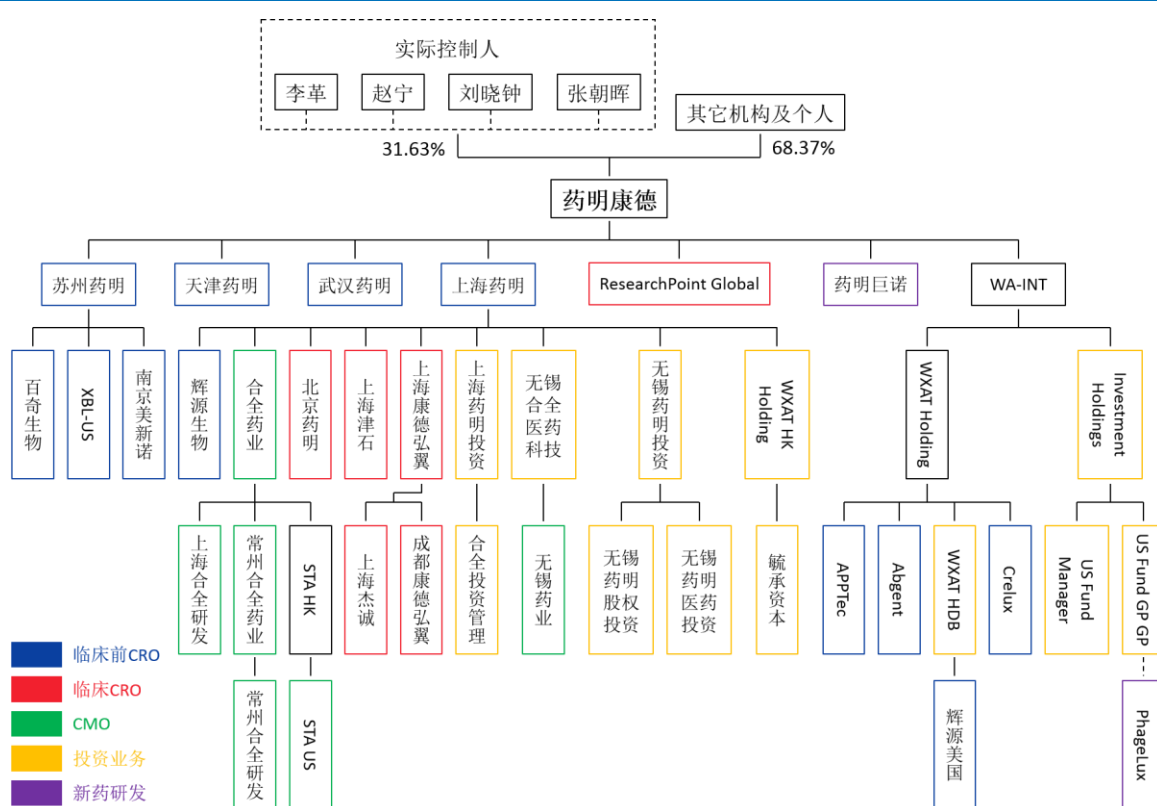
图 22: 2014.1.1-2018.6.30 美元兑人民币即期汇率 .....	14
图 23: 公司药物发现及临床前 CRO 业务波士顿矩阵 .....	14
图 24: 公司临床 CRO 业务布局 .....	15
图 25: 2013-2024 年全球临床 CRO 预计市场规模 .....	15
图 26: 2017 年全球临床 CRO 市场区域分布 .....	15
图 27: 全球 top11 CRO 公司临床 CRO 业务布局 .....	16
图 28: 2015 年全球 top20 临床 CRO 公司市场份额 .....	16
图 29: 2013-2024 年国内临床 CRO 预计市场规模 .....	17
图 30: 2014-2018H1 国内部分公司临床 CRO 业务收入 .....	17
图 31: 2014-2018H1 国内部分公司临床 CRO 业务毛利率 .....	17
图 32: 2016-2018 年药明康德临床 CRO 服务市场份额 .....	18
图 33: 2014-2018H1 公司临床 CRO 服务收入和毛利率 .....	18
图 34: 公司临床 CRO 业务波士顿矩阵 .....	19
图 35: 公司 CMO/CDMO 业务布局 .....	20
图 36: 合全药业业务收入和毛利构成 .....	20
图 37: 2014-2025 年全球原料药 CMO/CDMO 预计市场规模 .....	21
图 38: 2014-2025 年全球原料药 CMO/CDMO 市场地区分布 .....	21
图 39: 国内部分公司小分子药物 CMO CDMO 业务布局 .....	22
图 40: 2014-2018H1 国内部分公司小分子药物 CMO/CDMO 业务收入 .....	22
图 41: 2014-2018H1 国内部分公司小分子药物 CMO/CDMO 业务毛利率 .....	22
图 42: 2014-2017 年药明康德 CMO/CDMO 服务市场份额 .....	23
图 43: 2014-2018H1 公司 CMO/CDMO 服务收入和毛利率 .....	23
图 44: 公司 CMO/CDMO 业务波士顿矩阵 .....	24
图 45: 2012-2040 年中国每年肿瘤患者新增人数 .....	25
图 46: PhageLux 人体健康在研项目 .....	26
图 47: 2015 年-2018 年 10 月毓承资本公开投资事件 .....	27
图 48: 可比公司 2017 年营业收入和人均收入 .....	28
图 49: 可比公司 2017 年归母净利润和人均归母净利润 .....	28
图 50: 可比公司 2013-2017 年经营现金流量 .....	29
图 51: 可比公司 2017 年毛利率 .....	29
图 52: 可比公司 2017 年期间费用率 .....	30
图 53: 可比公司 2017 年研发费用 .....	30
图 54: 可比公司 2017 年 ROE .....	31
图 55: 可比公司 2017 年商誉 .....	31
图 56: 可比公司 2017 年员工人数（按工种分类） .....	32
图 57: 可比公司 2017 年员工人数（按学历分类） .....	32
图 58: 可比公司 2017 年前五名客户销售额占比和前五名供应商采购占比 .....	32
表 1: 国内已进入临床阶段的 CAR-T 项目（截至 2018.10.9） .....	25
表 2: 2018-2020 年公司主营业务收入预测 .....	33
表 3: 2018-2020 年公司主营业务收入预测（考虑外币远期合约对冲） .....	33
表 4: 绝对估值重要假设 .....	34
表 5: 绝对估值（单位：亿元） .....	34
表 6: 可比公司市盈率（截至 2018 年 11 月 19 日） .....	35



## 一、公司概况

药明康德于 2000 年 12 月成立，2006 年在纽交所上市，2015 年完成私有化从美股退市，继而公司在国内分拆上市，药明康德最终在 2018 年 5 月正式登陆 A 股。公司以小分子药物研发和生产服务起家，此后通过一体化战略全面扩大和深入公司的业务领域，目前已经成为全球领先的制药以及医疗器械研发开放式能力和技术平台公司。公司在上海、苏州、天津及美国费城、圣保罗、亚特兰大等地建立了 26 个研发基地和分支机构，为全球超过 3000 家活跃客户提供研发服务，主要客户覆盖全球排名前 20 位的大型药企及各类新药研发机构。此外，公司近年通过合资、入股等方式开始涉足医药新兴行业，拟打造大健康生态圈。董事长李革、董事赵宁、刘晓钟和张朝晖是公司的实际控制人，合计持有公司 31.63% 的股份。

图 1：公司股权结构

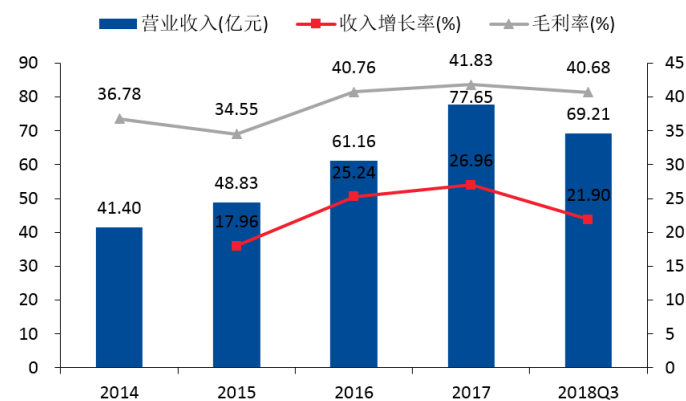


资料来源：招股说明书，华金证券研究所；注：PhageLux 为 US Fund GP GP 间接持股

受益于全球新药研发外包需求的增长以及国内新药研发政策的支持，2014-2018Q3 公司营业收入稳定增长。然而，2015 年由于与私有化相关的股份支付费用计入直接人工和管理人员工资薪酬的金额较高，造成当年毛利率和归母净利润均有所下降。完成私有化以后，2016 年开始公司的各项财务指标恢复正常，重新进入稳定增长状态。

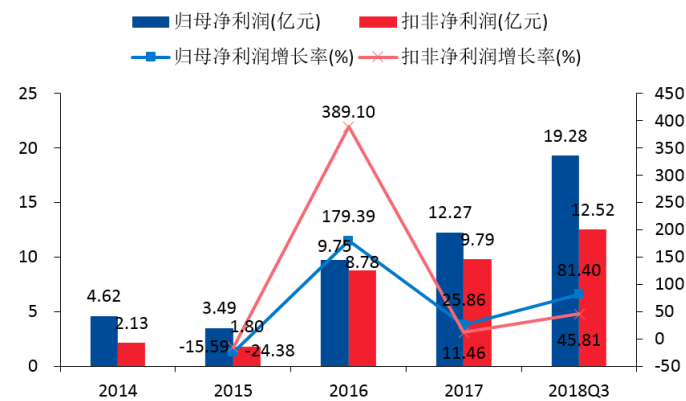


图 2: 2014-2018Q3 公司营业收入和毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

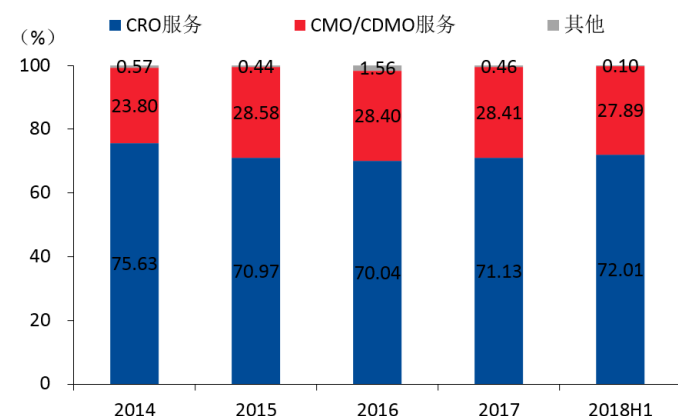
图 3: 2014-2018Q3 公司（扣非）归母净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

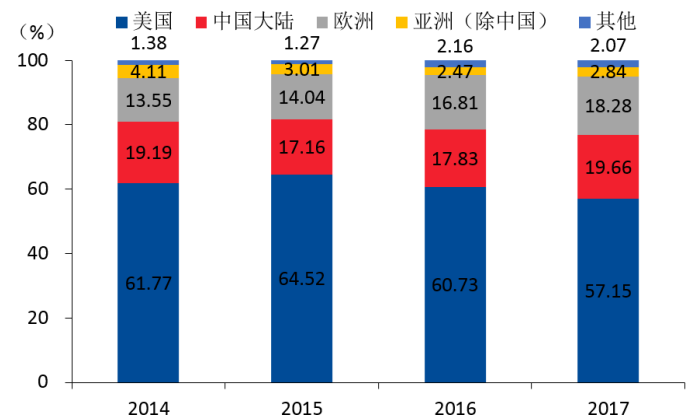
从业务结构来看，CRO 服务是公司目前最主要的利润来源，而 CMO/CDMO 服务是公司另一块重点发展的业务，二者合计贡献了公司 99% 以上的利润。分地区来看，公司的收入来源于全球多个国家和地区，其中美国是公司目前最重要的市场，这与美国高度发展的制药行业息息相关；近年来，随着公司对欧洲市场的不断开拓以及国内医药行业尤其是新药研发领域的快速发展，这两个细分市场在公司收入中的比重也逐步提升，未来存在进一步上升的可能。

图 4: 2014-2018H1 公司各业务毛利占比



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 2014-2017 年公司各地区收入占比

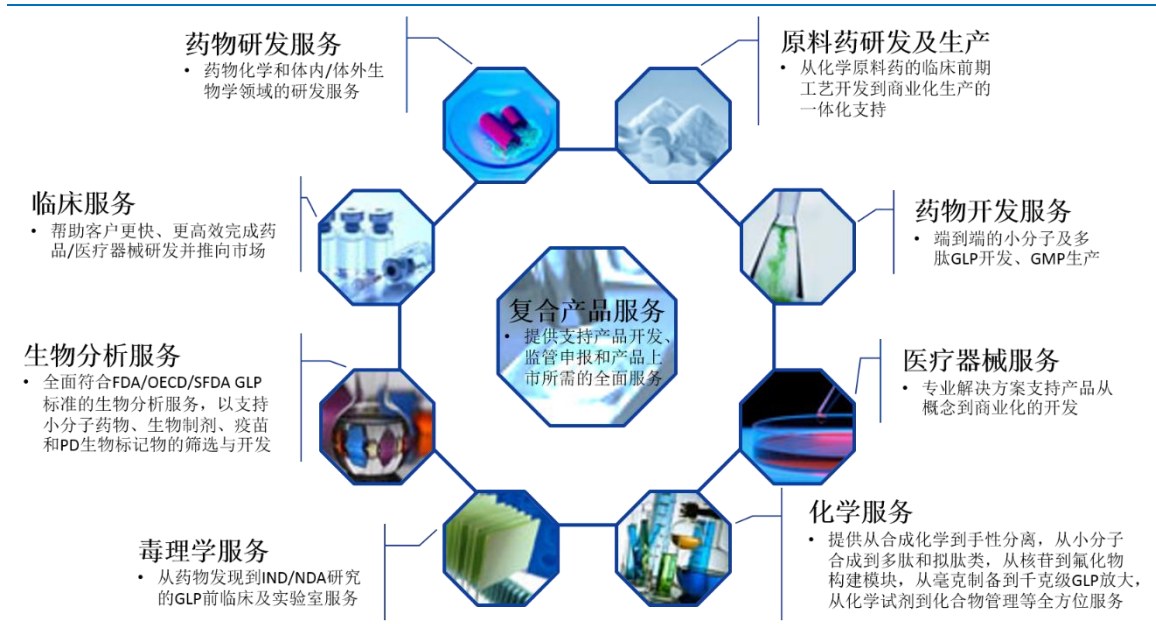


资料来源: Wind, 华金证券研究所

具体来看，公司的业务涉及药物研发服务、药物临床前检测、药物临床研究服务、原料药研发及生产、医疗器械研发及生产等多个方面，全产业链布局，覆盖了药物从研发、上市到生产的整个流程。随着 CRO/CMO 产业链各个细分领域布局的不断深入，公司各业务板块之间的协同效应会逐步显现，通过上游优势的发现 CRO 服务为下游 CRO 以及 CMO 项目进行客户引流，实施“长尾客户”战略，有望实现公司的业务发展整体上一个台阶。



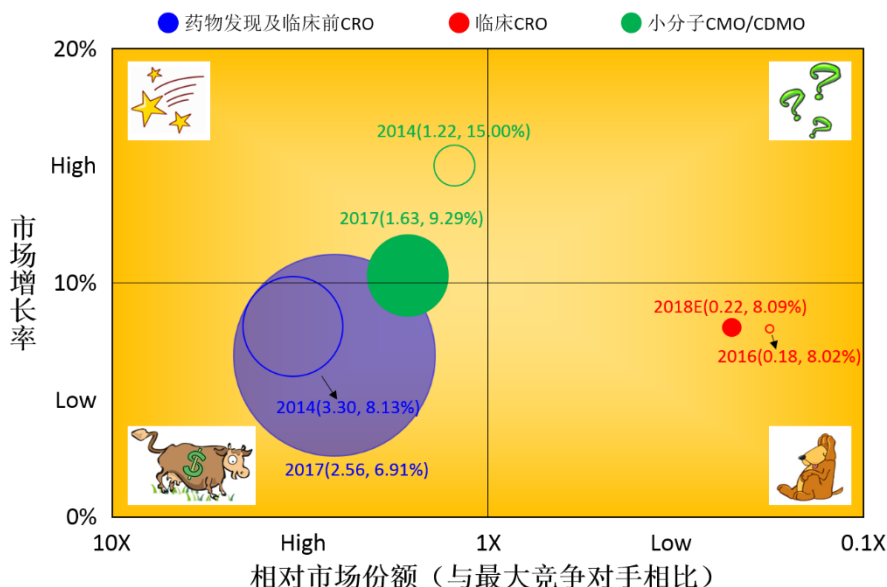
图 6：公司重点业务布局



资料来源：公司官网，华金证券研究所

根据各业务板块的特点，（1）公司是国内药物发现及临床前 CRO 服务领域的绝对龙头，该业务也是公司的现金牛。对于国内同类企业，近年公司的相对市场份额有所下降，但从全球范围来看，公司的相对和绝对市场份额反而呈上升趋势。（2）公司的临床 CRO 业务目前还处于发展阶段。相对于药物发现及临床前 CRO 业务，临床 CRO 业务起步晚，体量还很小，但公司的市场竞争力正在逐渐提高，该业务成长起来以后有望成为公司新的利润增长点。（3）公司的 CMO/CDMO 服务在国内亦处于领先地位，且近年来市场竞争力进一步增强，虽然从全球范围来看 CMO/CDMO 行业的整体增速并不是特别快，但考虑到 CMO/CDMO 的产能正在陆续从欧美发达国家向国内转移，中国市场的行业增速反而有所上升，因此 CMO/CDMO 业务有望成为公司的业绩增长一个较强的助力。

图 7：公司主营业务波士顿矩阵



资料来源：Grand View Research, Wind, 华金证券研究所；注：药物发现及临床前 CRO 和小分子 CMO/CDMO 的市场增长率



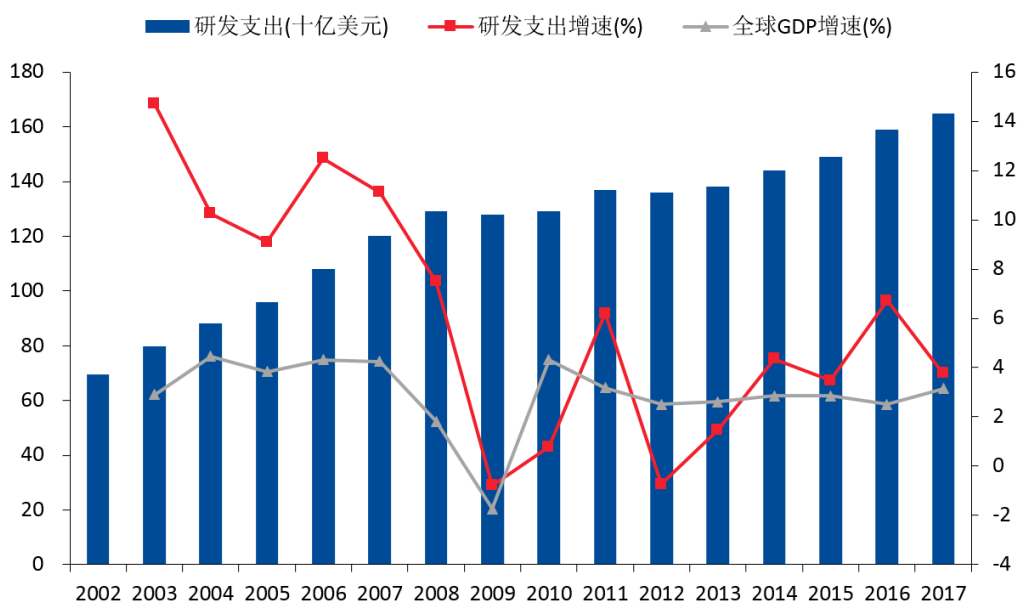
为全球增长率，临床 CRO 的市场增长率为国内增长率；相对市场份额以国内同类公司为参考系；圆圈直径代表业务收入相对值

## 二、CRO：国内绝对龙头，地位难以撼动

由于主动（新药市场空间大、政策鼓励创新）和被动（药企弥补现有产品专利到期导致的收入断崖式下降）的原因，全球新药研发热情高涨，新药研发的市场需求持续增长；然而，新药研发成本的攀升又导致了新药项目的投资回报率不断下滑。这二者之间的矛盾迫使药企提高研发效率、降低研发成本，继而催生了 CRO 行业的市场需求，推动 CRO 行业的发展。

CRO 服务本质上是研发业务从药企向 CRO 公司转移的结果，故而研发支出就是 CRO 行业的天花板。纵观最近 10 多年的数据可以发现，全球研发支出的波动与经济增长呈现一定的相关性，2008 年时研发支出增速也降至较低水平。金融危机的影响消除以后，研发支出的增长有所恢复，年增长率维持在 3-4% 左右，虽然低于 2008 年以前增速，但也与研发支出体量变大、行业处所的发展阶段等因素不无关系。

图 8：2002-2017 年全球药企研发支出

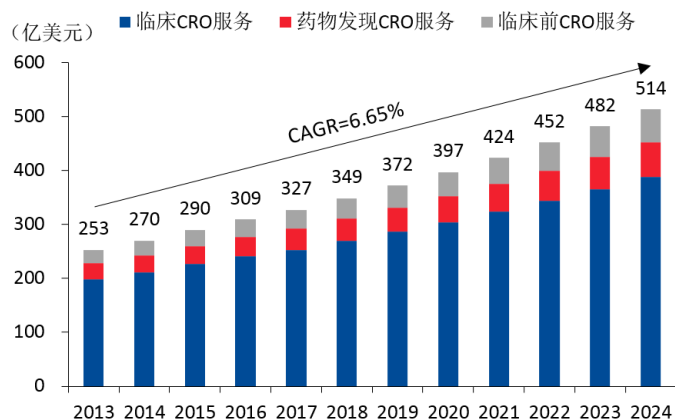


资料来源：EvaluatePharma, Wind, 华金证券研究所

经过几十年的发展，CRO 行业已经相对成熟。根据 Grand View Research 的测算结果，考虑研发支出增速、CRO 服务渗透率等因素的影响，2013-2024 年全球 CRO 行业的复合年增长率为 6.65%。从全球范围来看，在 CRO 服务这个大行业中药明康德目前排名第 9 位（考虑 Covance 与 Chiltern、Inventive Health 与 INC Research 的合并），排名靠前但不算顶尖。近年公司市场竞争力不断增强，市场份额逐年提高。

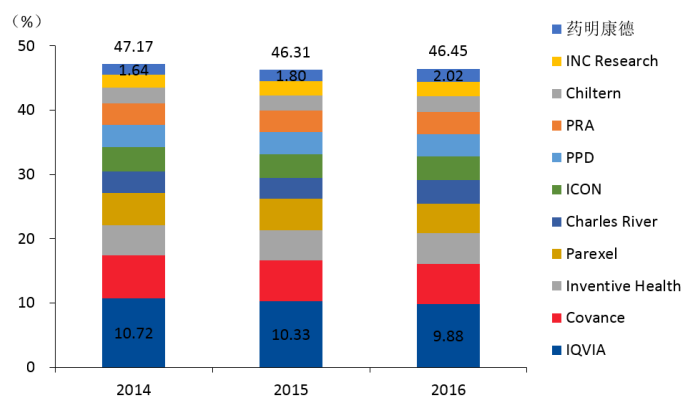


图 9：2013-2024 年全球 CRO 预计市场规模



资料来源：Grand View Research，华金证券研究所

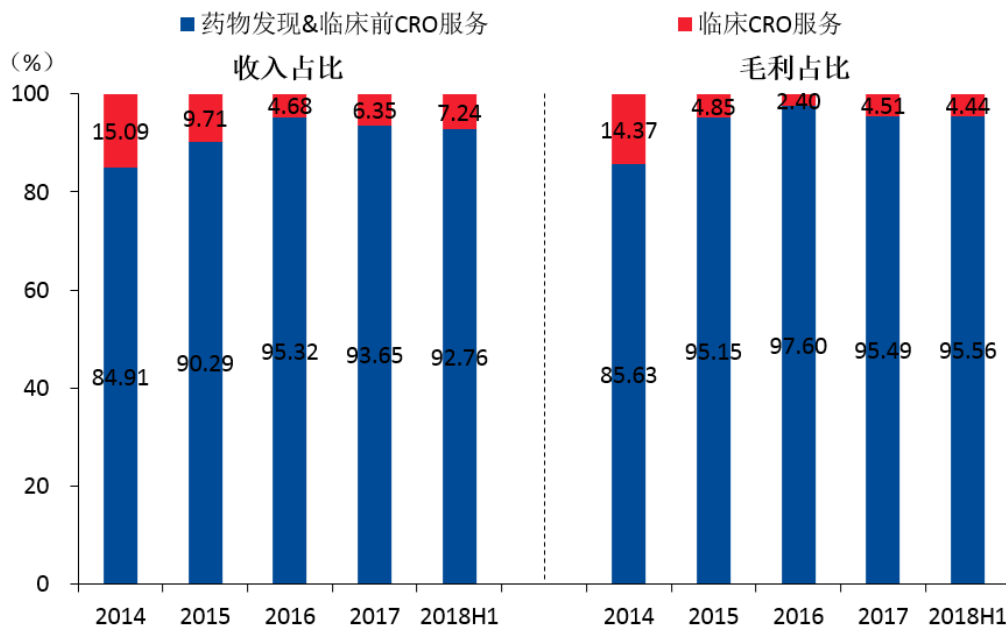
图 10：2014-2016 年全球 top11 CRO 公司市场份额



资料来源：药明康德招股书，华金证券研究所；注：Covance 与 Chiltern、Inventive Health 与 INC Research 均于 2017 年合并

把公司的 CRO 业务进一步细分，目前药物发现及临床前 CRO 服务贡献了 CRO 服务绝大部分的利润；临床 CRO 服务虽然占比很小，但 2015 年剥离大分子生物药业务以后，临床 CRO 服务在整个 CRO 业务板块中的比重呈现逐年上升的趋势，长期来看仍是不可忽略的一块潜力业务。临床 CRO 业务体量较小，也拉低了公司在全球 CRO 市场上的排名。

图 11：公司 CRO 业务收入和毛利构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

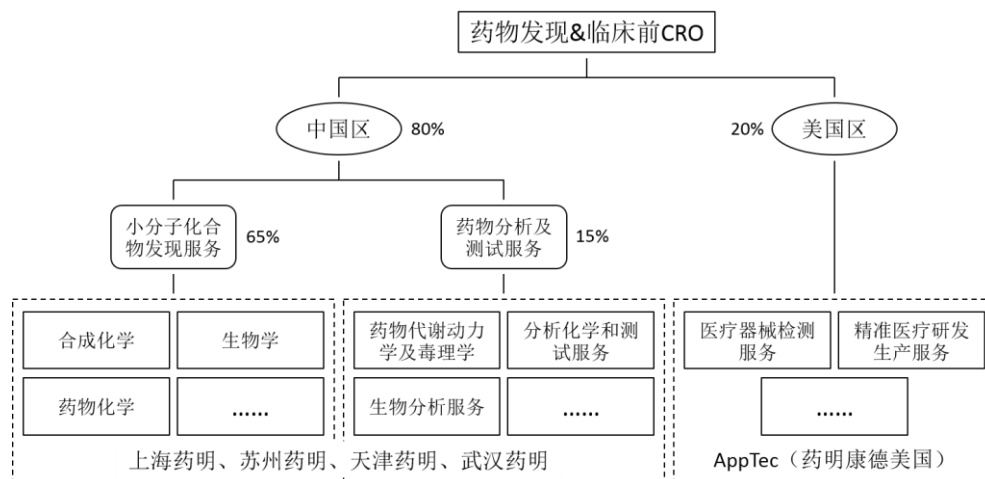
## （一）药物发现及临床前 CRO：尽享“工程师红利”，市场领先地位不断加固

公司的药物发现及临床前 CRO 业务分成中国区实验室和美国区实验室两块。中国区实验室主要开展小分子化学药的发现和药物分析及测试服务，涵盖合成化学、生物学、药物化学、分析



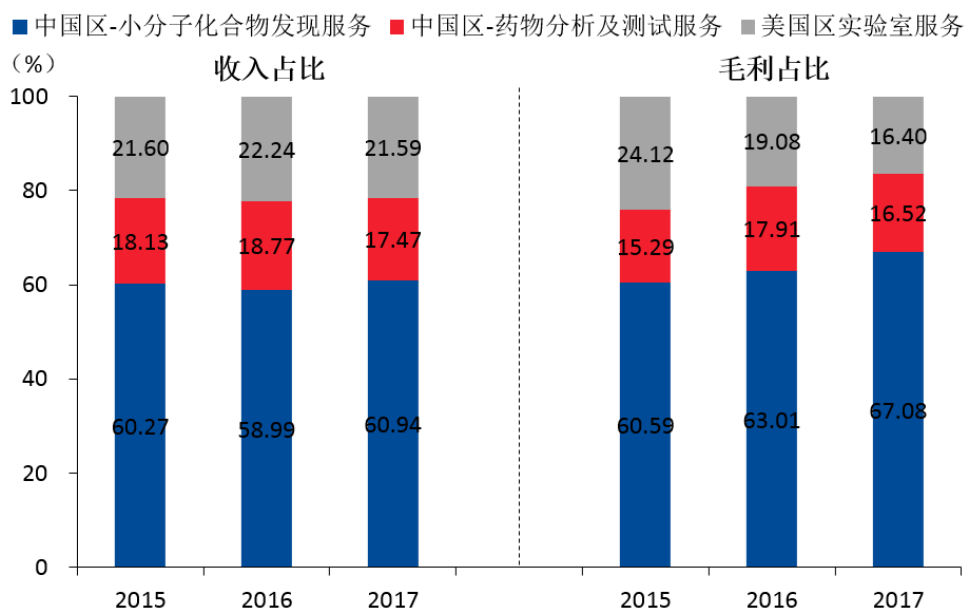
化学、药物代谢动力学及毒理学、生物分析服务和检测服务等多个方面。此外，公司于近期正式上线了 DNA 编码化合物库筛选平台，该平台相比于传统的化合物筛选平台具有缩短化合物筛选周期、减少靶蛋白用量、节约研发成本等多方面的优势，有望进一步巩固公司在药物发现 CRO 领域的市场领先地位。美国区实验室的业务范围主要集中于医疗器械检测服务、境外精准医疗研发生产服务等业务领域。目前中国区实验室仍是公司药物发现及临床前 CRO 业务收入的主要来源，占比 80% 左右。

图 12：公司药物发现和临床前 CRO 业务布局



资料来源：药明康德招股书，华金证券研究所

图 13：公司药物发现和临床前 CRO 业务收入和毛利构成



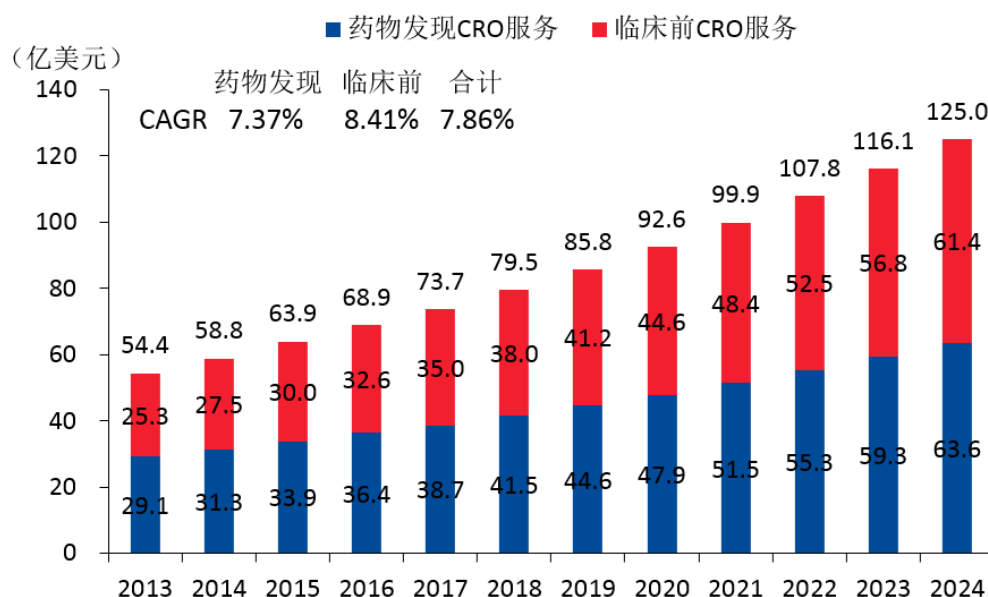
资料来源：Wind，华金证券研究所

从全球范围来看，目前药物发现 CRO 服务和临床前 CRO 服务市场规模合计 80 亿美元左右，复合年增长率为 7.86%。分地区来看，受到医药产业发展阶段的影响，北美是目前药物发现及临床前 CRO 服务供应和需求最大的市场。然而，就业务模式来说，药物发现及临床前 CRO 服务市场并不存在明显的地理隔离，国界不会成为服务供应商和需求方之间的障碍，包括药明康德



在内的许多提供药物发现及临床前 CRO 服务的公司的客户中有相当一部分来自于国外，因此在考虑药明康德的市场需求时以全球市场为基准更为合理。

图 14：2013-2024 年全球药物发现和临床前 CRO 预计市场规模



资料来源：Grand View Research, 华金证券研究所

对比全球 top11 CRO 公司，药明康德的药物发现及临床前 CRO 服务涵盖了药点靶向认证、药物发现、化学实验、生物实验和药物安全评价等，业务覆盖度非常广，业内领先。

图 15：全球 top11 CRO 公司药物发现及临床前 CRO 业务布局

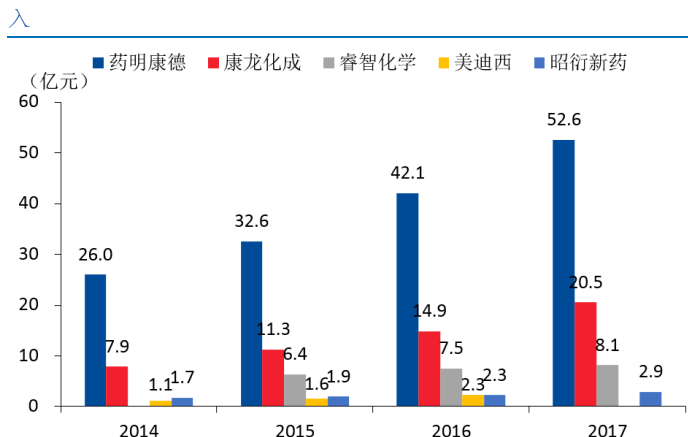
	药点靶向认证	药物发现	化学实验	生物实验	药物安全评价
药明康德					
IQVIA					
Covance					
Inventive Health					
Parexel					
Charles River					
ICON					
PPD					
PRA					
Chiltern					
INC Research					

资料来源：药明康德招股书，华金证券研究所

在国内药物发现及临床前 CRO 服务供应商中，康龙化成、睿智化学（已被量子高科收购）、美迪西、昭衍新药是公司主要的竞争对手。对比 2014-2017 年的数据，公司该项业务的收入规模遥遥领先，是第二名康龙化成的 2-3 倍，处于绝对的龙头地位，毛利率水平也处于行业前列。

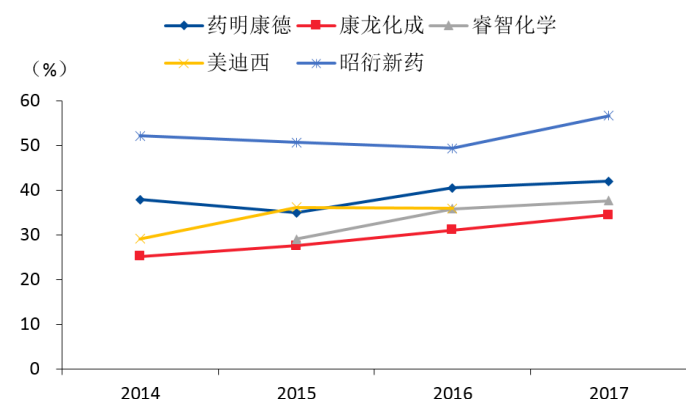


图 16: 2014-2017 年国内部分公司药物发现及临床前 CRO 业务收入



资料来源: [Wind, 康龙化成招股书, 量子高科公告, 美迪西招股书, 华金证券研究所]; 注: 睿智化学和美迪西分别缺少 2014 年和 2017 年数据

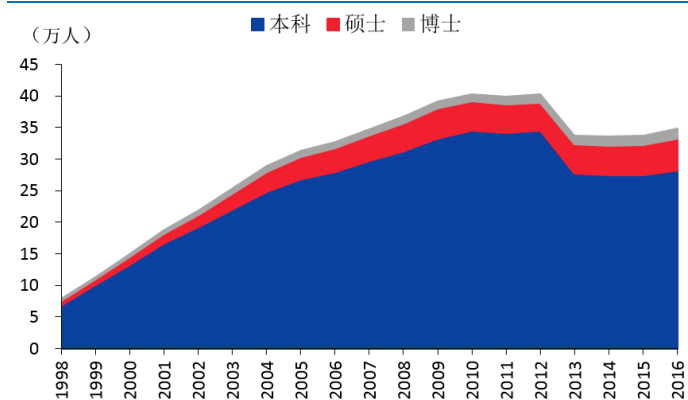
图 17: 2014-2017 年国内部分公司药物发现和临床前 CRO 业务毛利率



资料来源: Wind, 康龙化成招股书, 量子高科公告, 美迪西招股书, 华金证券研究所; 注: 睿智化学和美迪西分别缺少 2014 年和 2017 年数据

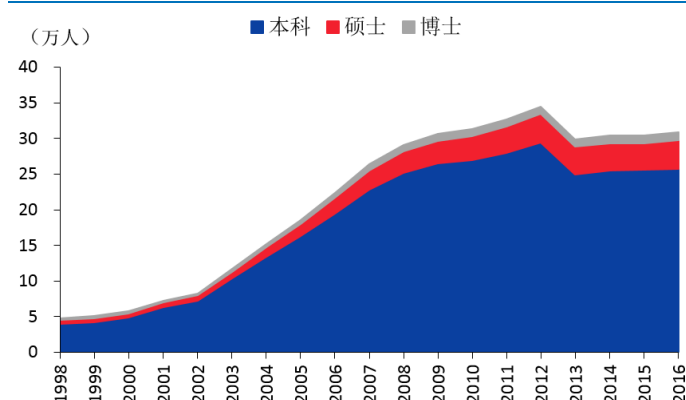
药物发现及临床前 CRO 行业对实验人员的操作技能有较高的要求, 属于技术密集兼劳动力密集型行业。随着高等教育的普及, 我国医药生物从业人员整体的专业技能有了明显地提高, 同时每年有大量高学历的应届毕业生涌入市场, 国内 CRO 公司也因此享受了人口红利, 人工成本较低, 再加上较弱的市场地理隔离, 最终导致供应端的产能逐步从国外向国内转移, 从而使我国 CRO 公司从整体上得到长足的发展。

图 18: 1998-2016 年我国高等教育理学专业招生人数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 1998-2016 年我国高等教育理学专业毕业人数

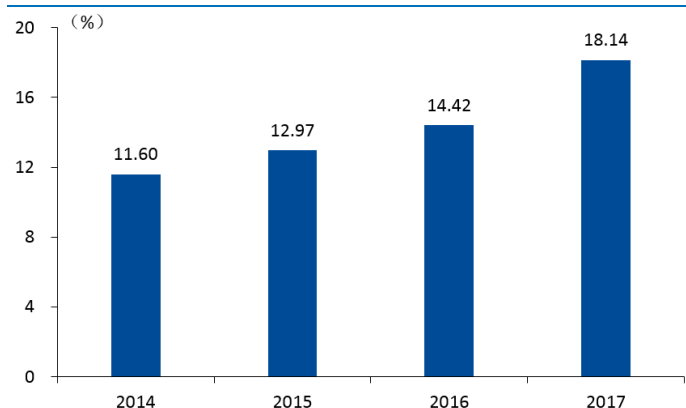


资料来源: Wind, 华金证券研究所

以全球药物发现及临床前 CRO 服务市场规模和各家公司相应业务收入的合计数进行测算, 2014-2017 年间几家国内公司的合计市场份额快速提高, 由 2014 年的 11.60% 增长到 2017 年的 18.14%, 表明国内几家头部公司的整体市场竞争力逐渐增强。单独考察药明康德的情况, 以全球药物发现及临床前 CRO 服务市场规模和公司相应业务收入进行测算, 近年来公司的市场份额逐年提高, 由 2014 年的 7.14% 上升到 2017 年的 10.95%, 表明随着产业布局的深入, 公司市场竞争力不断增强, 市场地位也相应提升。

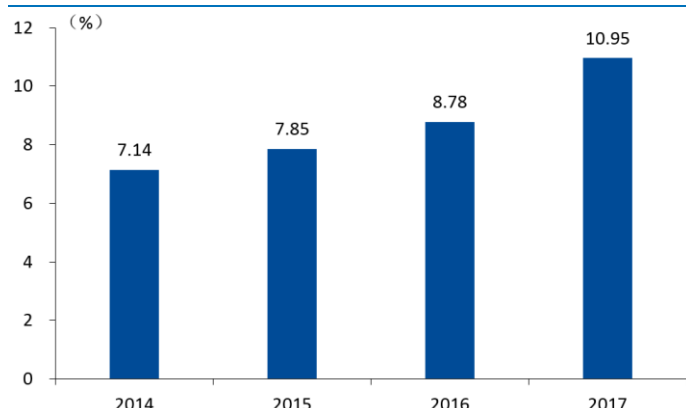


图 20: 2014-2017 年国内代表公司药物发现及临床前 CRO 服务合计市场份额



资料来源: Grand View Research, Wind, 华金证券研究所; 注: 代表公司指药明康德、康龙化成、睿智化学、昭衍新药、美迪西

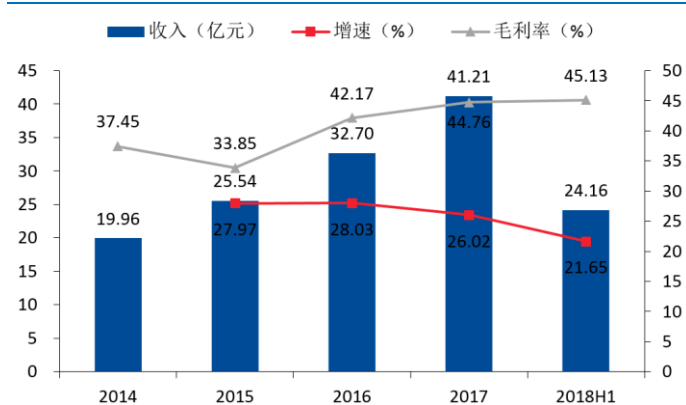
图 21: 2014-2017 年药明康德药物发现及临床前 CRO 服务市场份额



资料来源: Grand View Research, Wind, 华金证券研究所

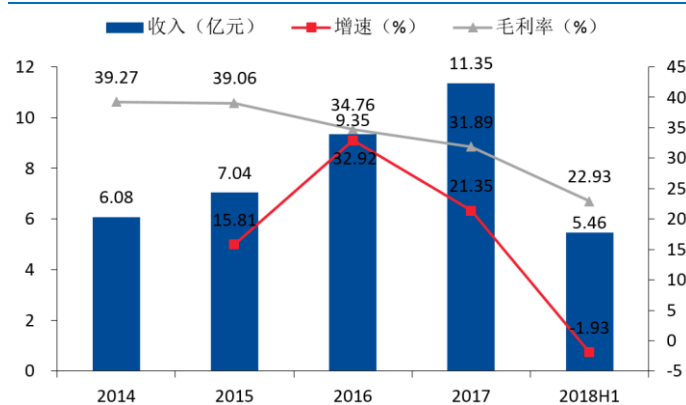
纵向来, 2014-2018H1 期间, 公司药物发现及临床前 CRO 业务中国区实验室收入快速增长, 增速维持在 20% 以上, 毛利率水平呈现上升趋势。美国区实验室收入也逐年上升, 但毛利率水平明显下降, 主要是公司加大了对美国区细胞治疗和基因治疗的研发和生产等精准医疗业务的投入 (如固定资产折旧、直接人工成本等) 导致成本上升较多所致, 待精准医疗业务产能释放及利用率上升以后, 美国区业务的利润率也有望随之提高。此外, 医疗器械检测业务由于一家主要客户被收购后改变检测外包策略以及 2017 年同期完成一个短期大项目, 同比收入阶段性下降。

图 22: 2014-2018H1 公司中国区药物发现及临床前 CRO 服务收入和毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 2014-2018H1 公司美国区药物发现及临床前 CRO 服务收入和毛利率

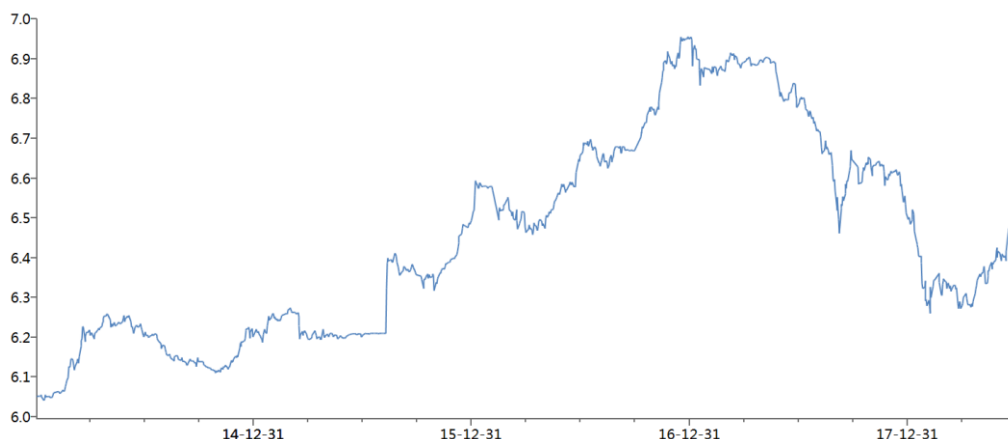


资料来源: Wind, 华金证券研究所

另一方面, 公司的客户中有很很大一部分是来源于国外, 以美元进行业务结算, 因此美元兑人民币的汇率波动对公司收入造成较大的影响, 特别是 2018H1。若以 2017 年同期汇率进行测算, 2018H1 中国区实验室服务收入同比增长 27.97%, 明显高于 21.65%, 毛利率随之上调至 47.62%, 美国区实验室服务收入同比增长 5.85%, 也高于报表体现的 -1.93%。因此, 从整体上来看, 公司药物发现及临床前 CRO 业务经营良好, 业绩稳步增长。



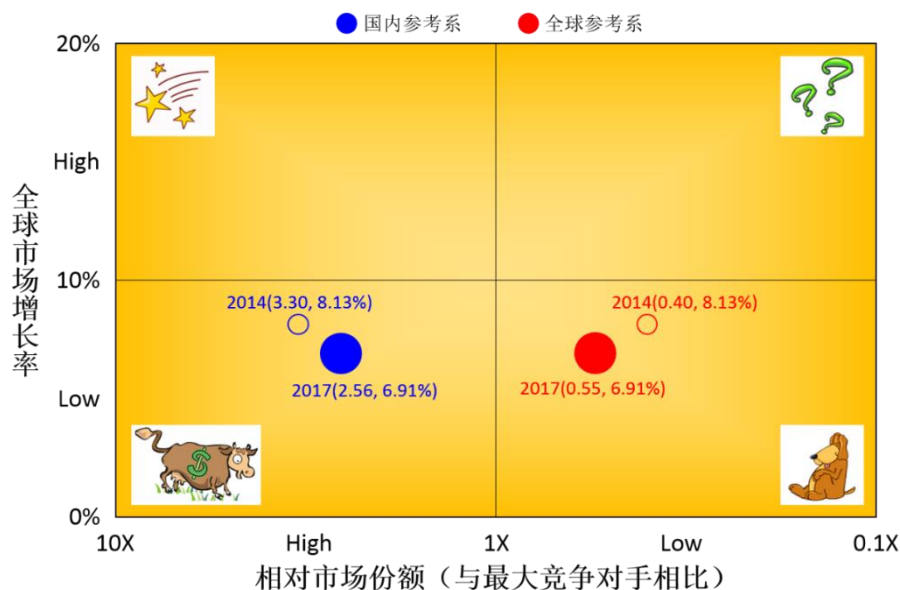
图 24：2014.1.1-2018.6.30 美元兑人民币即期汇率



资料来源：Wind，华金证券研究所

以全球同类企业为参考系，在规模上，药明康德药物发现 CRO 业务排名第一，临床前 CRO 业务与 Charles River（主要从事临床前 CRO）还有差距；把两块业务合并来看，药明康德的市场份额也低于 Charles River，不过 2014-2017 年期间公司的相对市场份额有了明显的提升，市场竞争力不断增强。以国内同类企业为参考系，药明康德在药物发现及临床前 CRO 服务领域属于绝对的龙头，大幅领先其他公司。然而，随着全球市场需求的增长，国内其他从事药物发现及临床前 CRO 服务的公司也发展较快，导致最近几年药明康德的相对市场份额开始下降。综合来看，我们认为全球药物发现及临床前 CRO 服务需求的增长以及我国的“工程师红利”为国内 CRO 公司，特别是第一梯队公司提供了发展机遇，使得国内 CRO 公司在全球市场上的竞争力整体上得到提高。从内部结构来看，由于国内其他竞争对手的体量相对较小，增速更快，在短期内药明康德与其他头部玩家的差距会缩小，但药明康德亦能随国内企业整体的崛起而发展，在全球企业参考系中的市场份额有望得到进一步提升。

图 25：公司药物发现及临床前 CRO 业务波士顿矩阵



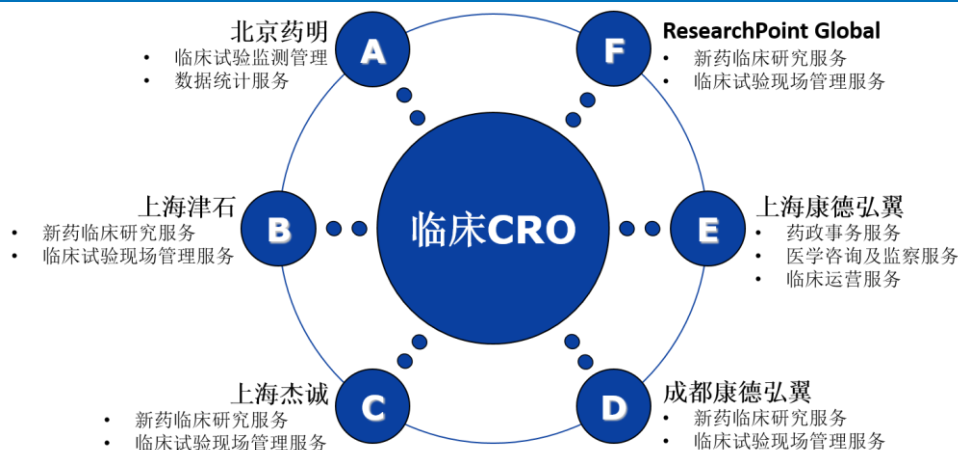
资料来源：Grand View Research，Wind，华金证券研究所；注：圆圈半径大小代表业务收入相对值



## （二）临床 CRO：全球多中心布局，成长潜力较大

公司临床 CRO 业务主要通过北京药明、上海康德弘翼、上海杰诚、上海津石等子公司开展，主要提供临床试验管理、监察及临床试验数据分析服务、临床协调及现场管理服务等。目前公司的临床 CRO 业务主要在国内开展。2018 年 7 月底，公司完成美国临床试验 CRO 公司 ResearchPoint Global 的收购，这使得公司拥有了全球多中心临床试验的服务能力，是公司未来开拓北美甚至全球市场的基础。

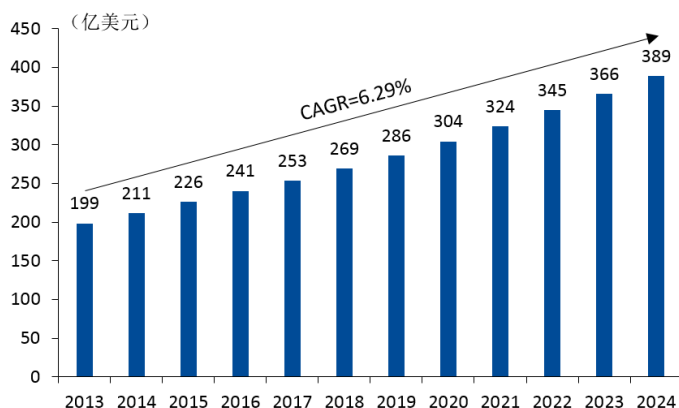
图 26：公司临床 CRO 业务布局



资料来源：药明康德招股书，公司官网，2018 年中报，华金证券研究所

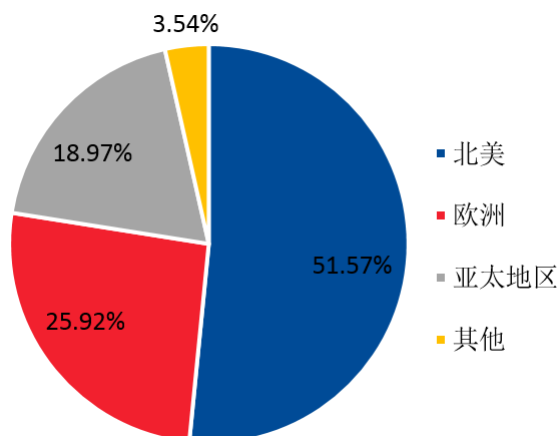
与药物发现及临床前 CRO 行业类似，临床 CRO 服务的市场也已经相对成熟，目前全球临床 CRO 服务市场规模在 270 亿美元左右，复合年增长率为 6.29%。分地区来看，欧美地区仍是临床 CRO 的主战场，合计市场份额达到 75%。

图 27：2013-2024 年全球临床 CRO 预计市场规模



资料来源：Grand View Research，华金证券研究所

图 28：2017 年全球临床 CRO 市场区域分布



资料来源：Grand View Research，华金证券研究所

从业务覆盖度上来看，全球领先的 CRO 公司基本上都覆盖了从 I 期-IV 期的全程临床研究服务，在提供的服务类型上各家差异不大。



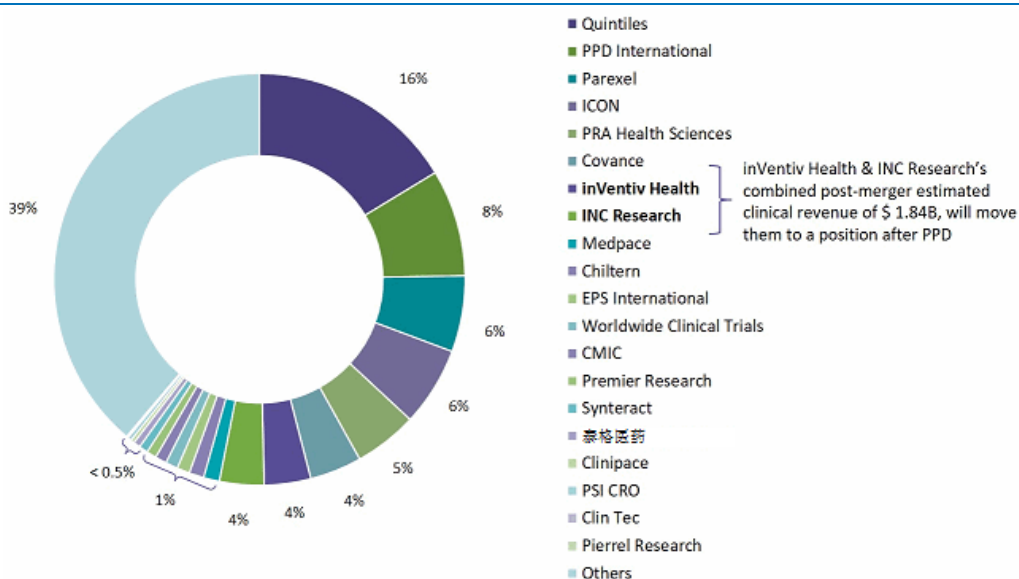
图 29：全球 top11 CRO 公司临床 CRO 业务布局

	I 期	II 期	III 期	中心实验室	IV 期
药明康德					
IQVIA					
Covance					
Inventive Health					
Parexel					
Charles River					
ICON					
PPD					
PRA					
Chiltern					
INC Research					

资料来源：药明康德招股书，华金证券研究所

从全球范围来看，排名前 20 的临床 CRO 公司被国外企业所垄断，只有泰格医药榜上有名，但市场份额也还不高，因此国内临床 CRO 公司在规模上与国外同类公司还存在较大差距。

图 30：2015 年全球 top20 临床 CRO 公司市场份额

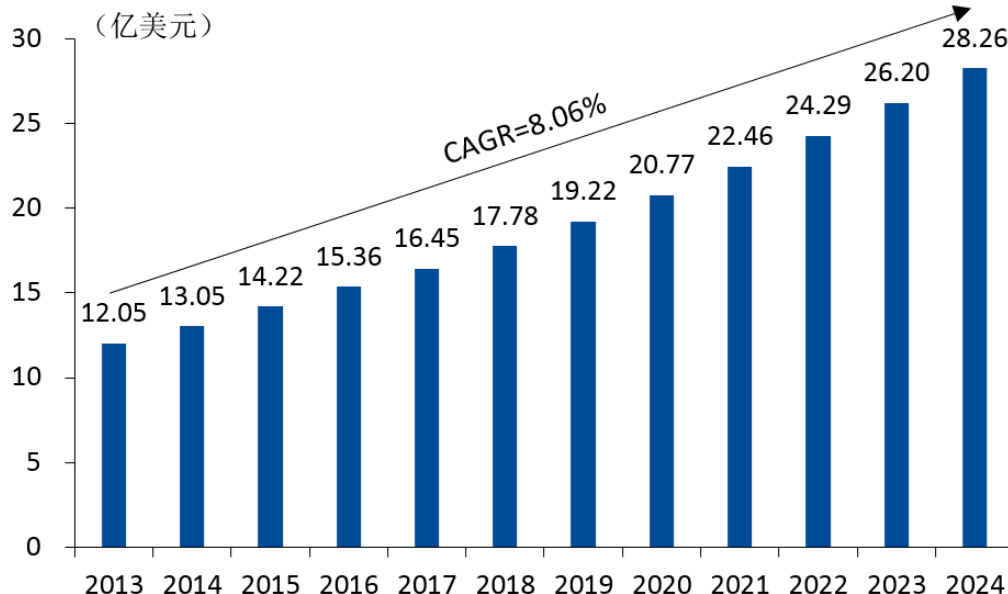


资料来源：Life Science Training Institute，华金证券研究所

从国内来看，除了日益增长的新药研发成本促使药企利用 CRO 公司的协助来提高研发效率以外，重磅药物的专利悬崖以及一致性评价政策的落地也拉升了临床 CRO 服务的市场需求，再加上近年来我国医药产业的迅猛发展，国内临床 CRO 服务的市场增速高于欧美市场，复合年增长率达到 8.06%，目前的市场规模约 18 亿美元。然而，提供临床 CRO 服务的公司需要与临床试验单位进行对接，实现临床协调以及现场管理等，业务模式与药物发现及临床前 CRO 相比天然地存在差异，因此临床 CRO 市场存在一定的地理隔离，通过自建方式跨国进行市场开发的难度相对较大。目前药明康德的临床 CRO 收入主要来源于国内，故而我们认为现阶段以国内市场作为公司的参考系较为适宜。



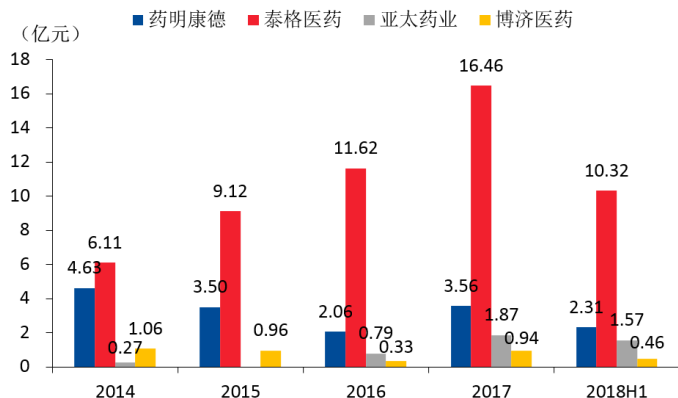
图 31：2013-2024 年国内临床 CRO 预计市场规模



资料来源：Grand View Research，华金证券研究所

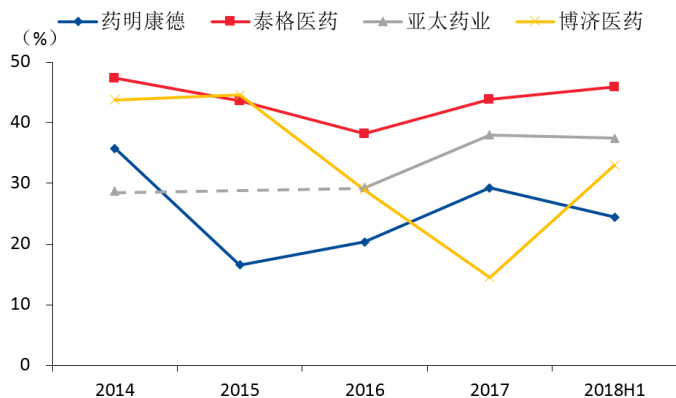
泰格医药在国内一直处于领跑地位，药明康德虽然排名第二，但起步较晚，与泰格医药还是存在不小的差距。同时，公司的临床 CRO 业务目前仍处于积极拓展和布局的阶段，因此毛利率水平还较低，待业务进一步成熟以后有望得到改善。

图 32：2014-2018H1 国内部分公司临床 CRO 业务收入



资料来源：Wind，华金证券研究所；注：亚太药业 2015 年收购新高峰获得 CRO 业务，2015 年数据缺失

图 33：2014-2018H1 国内部分公司临床 CRO 业务毛利率

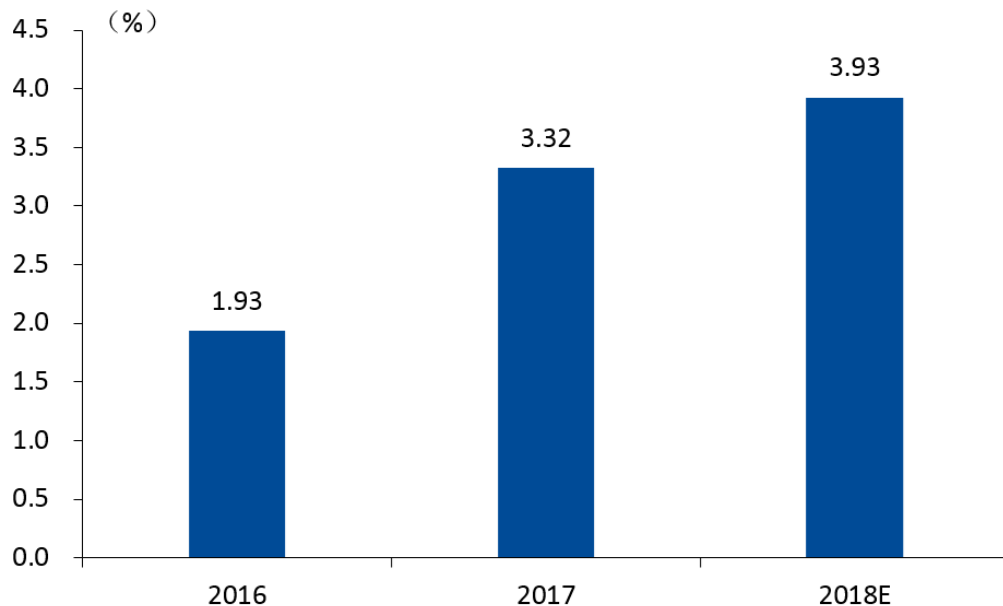


资料来源：Wind，华金证券研究所；注：亚太药业 2015 年收购新高峰获得 CRO 业务，2015 年数据缺失

2015 年公司完成大分子生物药业务的剥离，因此 2016 年以后的数据能更真实地反映公司临床 CRO 业务的发展状况。以国内临床 CRO 服务市场规模和公司相应业务的收入进行测算，目前公司的市场份额还偏低，但正在逐年提高，由 2016 年的 1.93% 上升到 2018 年的 3.93%（以半年度的数据年化处理）。临床 CRO 业务目前是公司 CRO/CMO 全产业链布局中的薄弱点，未来会重点发展，随着业务布局的不断完善，该业务有望成为公司新的利润增长点，同时与公司优势的发现及临床前 CRO、CMO/CDMO 业务进一步发挥协同作用。



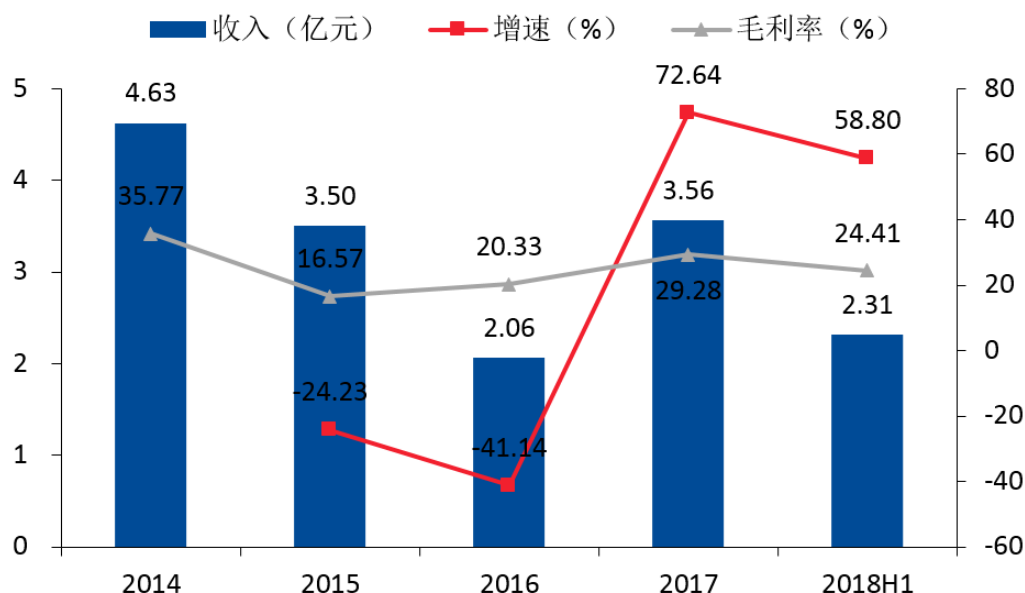
图 34: 2016-2018 年药明康德临床 CRO 服务市场份额



资料来源: Grand View Research, Wind, 华金证券研究所

纵向来, 自 2015 年大分子生物药业务剥离以后, 公司临床 CRO 业务的收入呈现快速增长的趋势, 主要得益于国内新药和生物等效性临床试验市场的快速发展以及公司的临床 CRO 服务质量、规模及能力大幅提高。收购 ResearchPoint Global 以后, 公司临床 CRO 业务的能力进一步得到增强。

图 35: 2014-2018H1 公司临床 CRO 服务收入和毛利率



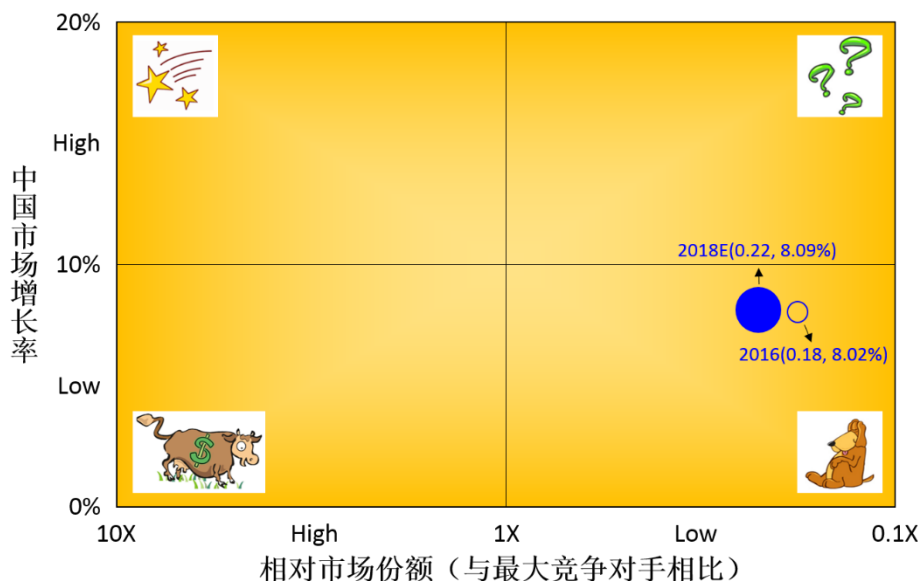
资料来源: Wind, 华金证券研究所

以国内市场为参考系, 近两年公司临床 CRO 业务得到较快的发展, 绝对市场份额和相对市场份额都有了一定的提升, 市场竞争力也有所增强。从公司的角度来看, 临床 CRO 业务在公司整体业务中的比重还非常低, 短期内不足以对公司业绩产生根本性的影响, 但长期来看, 临床 CRO 服务是 CRO 产业链中不可或缺的一部分, 且临床 CRO 服务的市场规模比药物发现及临床



前 CRO 服务更大，在保持优势业务的基础上完善全产业链的布局有利于促进各业务板块之间的协调，从整体上进一步增强公司的竞争力，同时也为公司找到新的利润增长点。

图 36：公司临床 CRO 业务波士顿矩阵



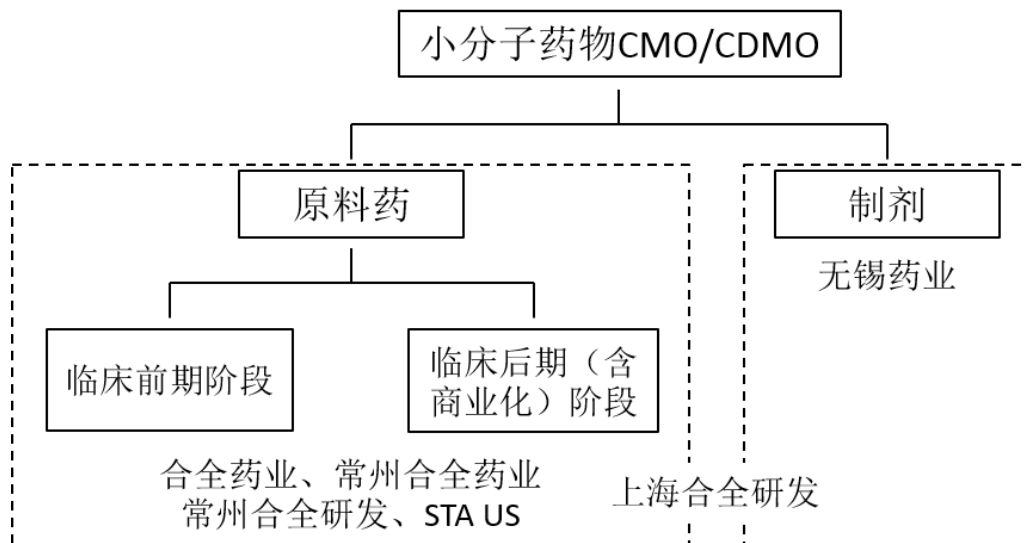
资料来源：Grand View Research, Wind, 华金证券研究所；注：圆圈半径大小代表业务收入相对值

### 三、CMO/CDMO：欧美产能向中国转移，药明彰显规模优势

自 2015 年剥离大分子生物药业务以后，公司现在主要把 CMO/CDMO 业务聚焦在小分子药物上，可进一步细分为原料药和制剂两大板块。其中，原料药 CMO/CDMO 业务主要由合全药业及其下属公司负责，是公司目前 CMO/CDMO 业务收入的主要来源；制剂 CMO/CDMO 业务由无锡药业和上海合全研发负责，2017 年无锡药业亏损 1700 多万元，现阶段这块业务体量还不小。根据药物所处的阶段，公司的原料药 CMO/CDMO 业务可进一步拆分为临床前期阶段和临床后期（含商业化）阶段 CMO/CDMO 服务。2014 年以来临床后期 CMO/CDMO 服务的收入占比持续提高，目前已经成为贡献公司收入非常重要的一块业务。

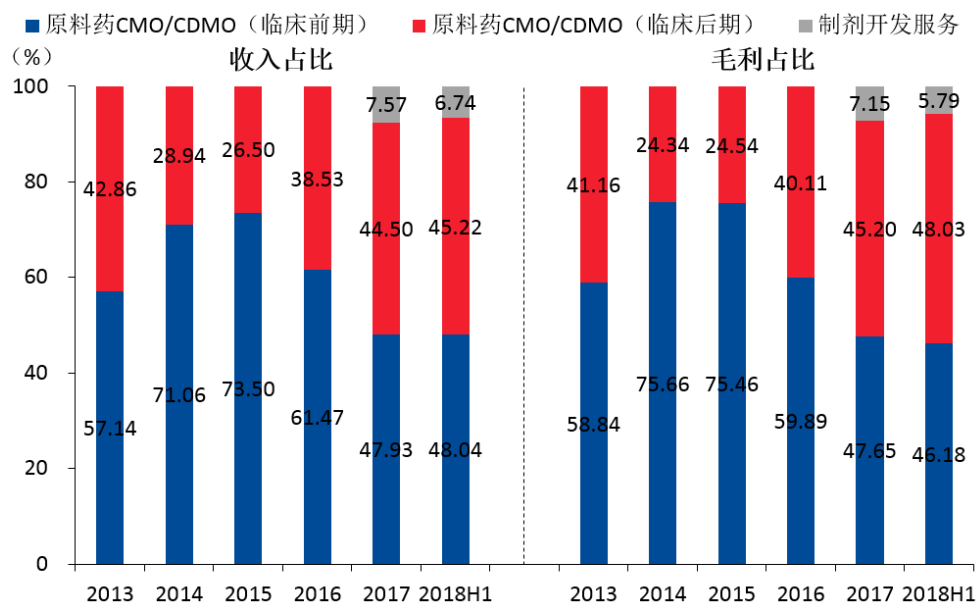


图 37：公司 CMO/CDMO 业务布局



资料来源：药明康德招股书，Wind，华金证券研究所；注：常州合全药业、常州合全研发、STA US、上海合全研发均为合全药业控股公司

图 38：合全药业业务收入和毛利构成

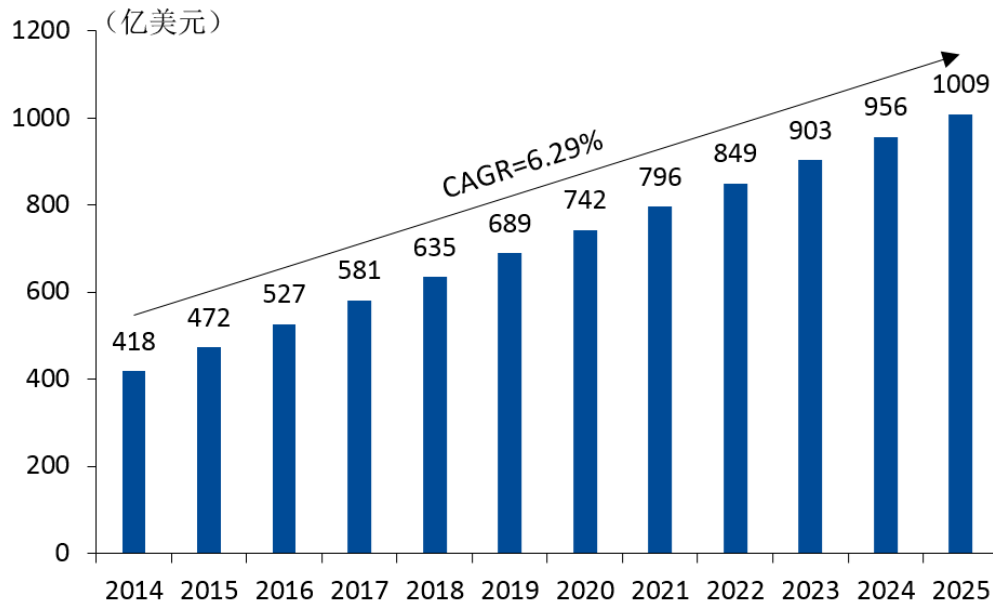


资料来源：公司年报，华金证券研究所

从全球范围来看，CMO/CDMO 服务目前的市场规模在 600 多亿美元左右，该行业已经发展较为成熟，复合年增长率为 6.29%。



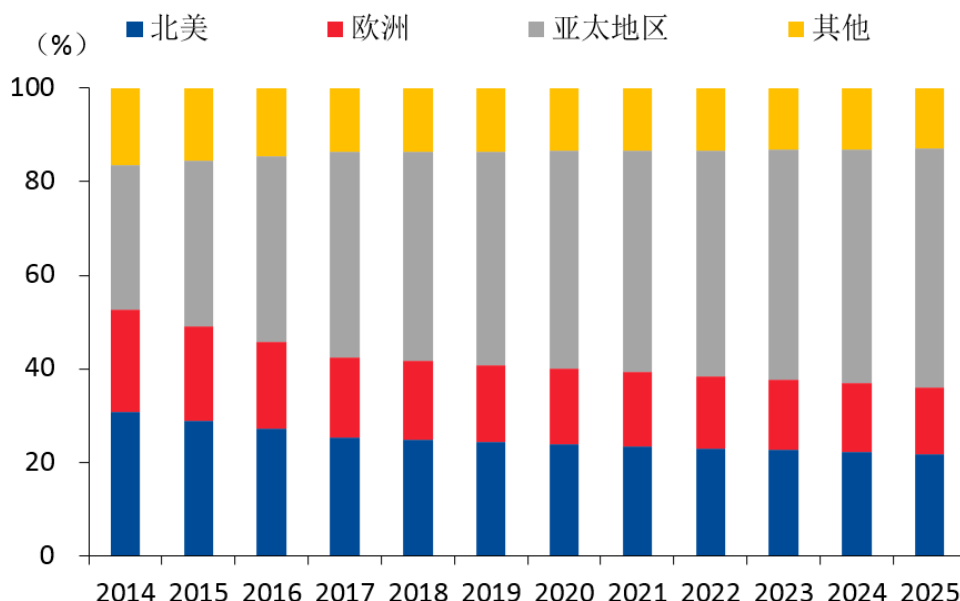
图 39：2014-2025 年全球原料药 CMO/CDMO 预计市场规模



资料来源：Grand View Research，华金证券研究所

与药物发现及临床前 CRO 服务相似，CMO/CDMO 服务的提供方和需求方之间也不存在很强的地理隔离，因此药明康德的客户来自于全球多个国家和地区。从供应端来看，近年来亚太地区的市场已经成为了全球 CMO/CDMO 市场增长最重要的动力，全球的产能不断向亚太地区转移，导致亚太地区市占比不断扩大，目前已经接近欧美市场的总和，且未来还有进一步增长的趋势，主要受益于两方面的因素：（1）亚太地区生产成本相对欧美地区更低，包括较低的人工成本等；（2）随着国内 MAH 制度的逐步落地，药品注册证和生产许可证成功实现了分离，更有利于社会分工，助力国内 CMO/CDMO 企业的发展。

图 40：2014-2025 年全球原料药 CMO/CDMO 市场地区分布



资料来源：Grand View Research，华金证券研究所

国外提供原料药 CMO/CDMO 服务的代表公司如 Lonza、Patheon、Jubilant Life Sciences 等，国内的公司主要有药明康德、博腾股份、凯莱英、九洲药业等。对比国内几家公司的业务布



局，其中药明康德和凯莱英目前的业务覆盖度最广，博腾股份亦提供全生命周期的原料药 CMO/CDMO 服务，九洲药业则重点聚焦在商业化阶段的 CMO/CDMO 服务。

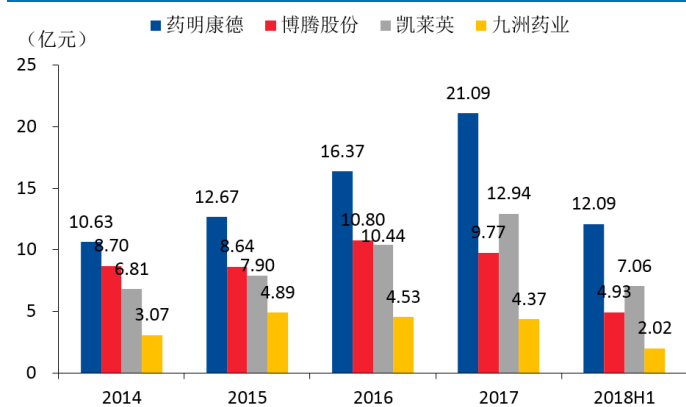
图 41：国内部分公司小分子药物 CMO/CDMO 业务布局

	原料药		化学制剂
	临床前期	临床后期	
药明康德（合全药业）			
博腾股份			
凯莱英			
九洲药业			

资料来源：各公司年报，华金证券研究所

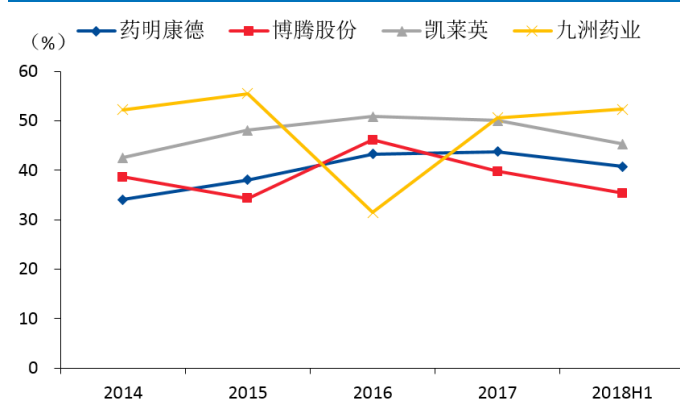
从收入规模来看，在国内主要的原料药 CMO/CDMO 公司中，2017 起博腾股份被凯莱英所赶超，但药明康德始终高居榜首，且近年来优势愈发明显，与第二名的差距也越来越大。由于临床后期 CMO 项目单笔订单的平均生产量通常要大于临床前期 CMO 项目，更容易实现规模经济，因此临床后期 CMO/CDMO 业务的毛利率一般高于临床前期 CMO/CDMO，故而在几家公司中，主要从事商业化 CMO/CDMO 项目的九洲药业毛利率水平最高。近年来药明康德临床后期 CMO/CDMO 项目的比重不断提高，使其毛利率逐步上升，与凯莱英的差距也在不断缩小，但药明康德临床前期和临床后期 CMO/CDMO 业务的毛利率水平均低于凯莱英，故而药明康德的毛利率水平若要与凯莱英持平甚至反超，还有需要在成本控制方面做出突破。

图 42：2014-2018H1 国内部分公司小分子药物 CMO/CDMO 业务收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 43：2014-2018H1 国内部分公司小分子药物 CMO/CDMO 业务毛利率

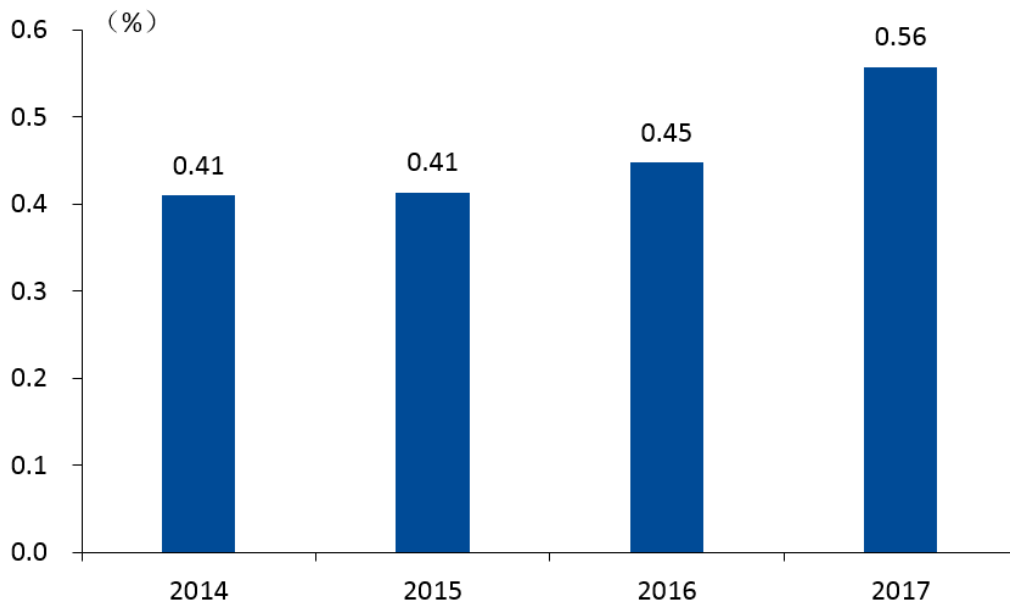


资料来源：Wind，华金证券研究所

以全球原料药 CMO/CDMO 服务市场规模和公司相应业务的收入进行测算，近年来药明康德在全球市场中的份额在逐步提高，但还是不到 1%。我们认为未来随着国外产能逐步向国内转移，国内原料药 CMO/CDMO 行业有望得到进一步的发展，作为国内该领域的龙头企业，药明康德亦享受行业成长带来的红利，但原料药 CMO/CDMO 行业是一个相对分散的市场，包括药明康德在内的各家公司的市场份额都不会特别高。



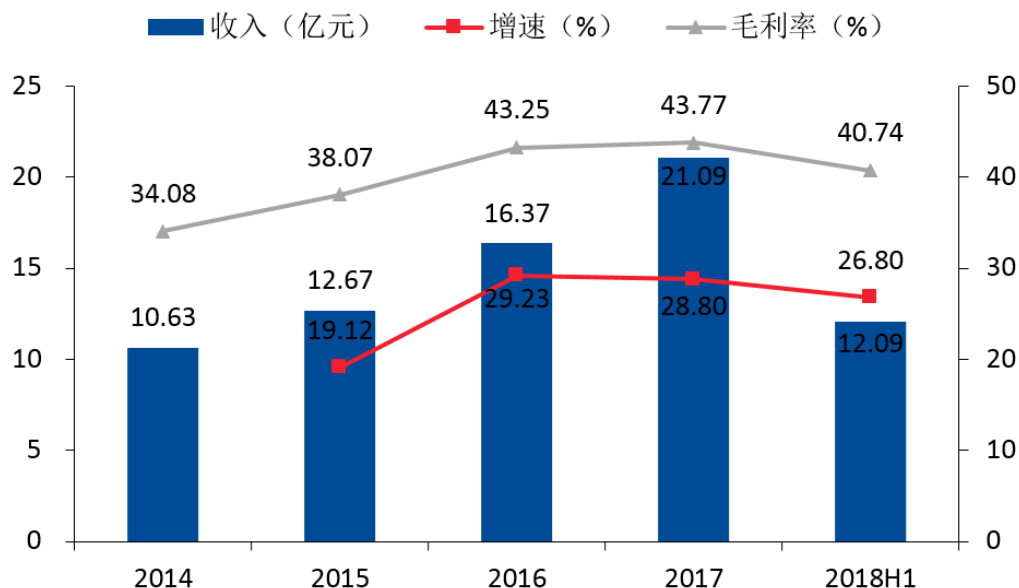
图 44: 2014-2017 年药明康德 CMO/CDMO 服务市场份额



资料来源: Grand View Research, Wind, 华金证券研究所

纵向来, 近年来公司 CMO/CDMO 业务发展良好, 收入增速一直维持在较高的水平, 而受益于临床后期 CMO/CDMO 比重的增加, 毛利率水平亦不断提高。由于公司有一部分客户来自国外, 以美元进行结算, 受到汇率波动的影响, 2018H1 毛利率水平同比有所下降。若以 2017H1 平均汇率来测算, CMO/CDMO 业务实现收入同比增长 35.48%, 毛利率亦随之上调至 44.54%, 比 2017 年有所上升。

图 45: 2014-2018H1 公司 CMO/CDMO 服务收入和毛利率

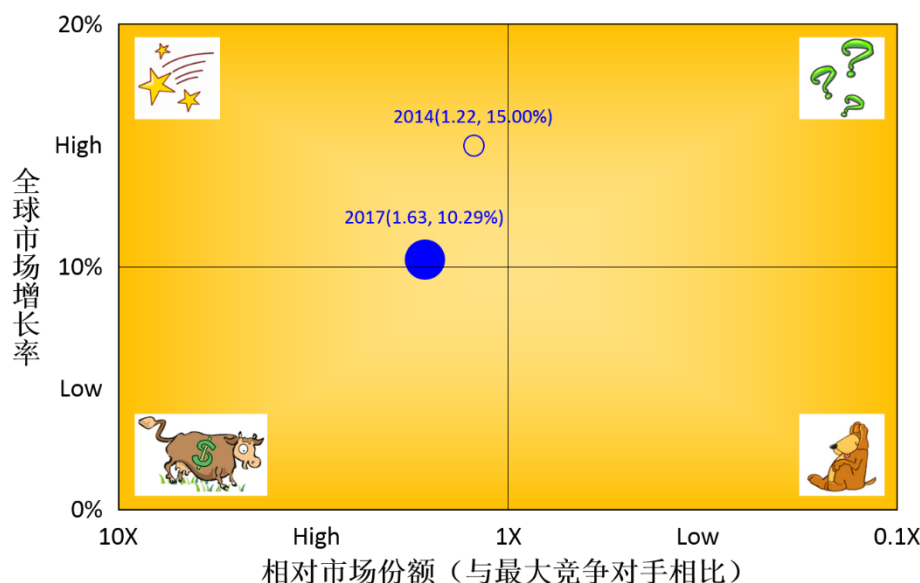


资料来源: Wind, 华金证券研究所

从全球市场来看, 随着原料药 CMO/CDMO 市场规模的变大, 市场增速有所放缓, 但欧美的产能向国内转移, 因此国内相关企业整体得到发展。药明康德一直处于国内该行业的龙头地位, 且近年来绝对和相对市场份额均有所提升, 市场竞争力进一步得到加强, 未来仍会成为贡献公司业绩增长的强大动力。



图 46: 公司 CMO/CDMO 业务波士顿矩阵



资料来源: Grand View Research, Wind, 华金证券研究所; 注: 圆圈半径大小代表业务收入相对值

## 四、紧跟行业动态，前瞻布局先进技术

### (一) 与 Juno 强强联合，打造新型细胞免疫疗法

药明康德和 Juno Therapeutics(2018 年初被 Celgene 收购)于 2016 年合资成立药明巨诺，双方各持股 50%，拟在 Juno CAR-T 和 TCR 技术的基础上进一步开发创新的细胞免疫疗法。2018 年 3 月 8 日，药明巨诺宣布完成了 9000 万美元的 A 轮融资，投资方为淡马锡、红杉资本、药明康德、Juno 等。

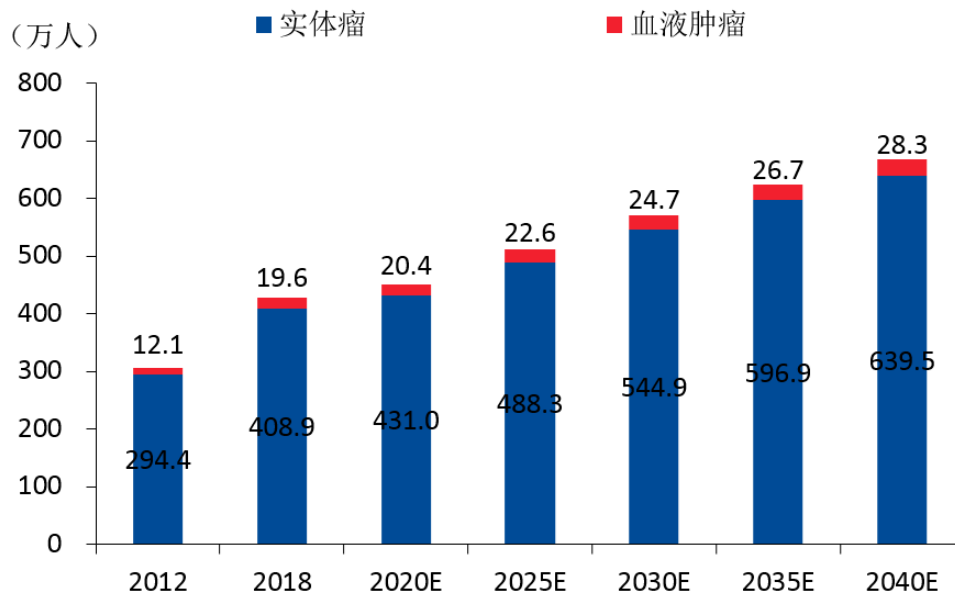
CAR-T 技术是科学家在肿瘤治疗领域取得的革命性突破。CAR-T 本质上是一种 T 淋巴细胞，是科学家通过基因工程的方法对病人自身来源的 T 淋巴细胞改造的产物。改造后的 T 淋巴细胞具备识别并杀伤特定肿瘤细胞的能力，从而实现肿瘤的治疗。目前 CAR-T 技术在部分血液肿瘤上已经取得成功，但实体瘤领域尚未迈出关键性的一步。

药明巨诺目前在研的 CAR-T 产品——JWCAR029 是在 Juno 公司 JCAR017 基础上，由药明巨诺自主开发的 CAR-T 产品，适应症为复发难治性淋巴瘤和白血病。根据 Celgene 在 2018 年 ASCO 年会上披露的数据，针对 102 个可评估患者（包括多个剂量水平），JCAR017 总体响应率和完全响应率分别达到 40%和 34%。其中，针对 6 个月的反应指标，在 37 名患有复发或难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤患者中，有 49%的人对 JCAR017 有反应。在安全性方面，Juno 之前的 CAR-T 产品——JCAR015 在 II 期临床试验过程中因为神经毒性致使多名患者死亡而被 FDA 紧急叫停；从目前披露的数据来看，JCAR017 的安全风险较小，超过一半的临床患者没有出现细胞因子风暴或神经毒性，基本解决了安全性方面的问题。



根据 IARC 的统计数据，我国肿瘤患者人数快速增长，目前每年新增 400 多万人，且新增人数在持续上升。分瘤种来看，血液肿瘤总体上占比不高，因此实体瘤的治疗是 CAR-T 未来必然的发展方向，待技术上取得突破以后，至少是千亿级别的巨大市场。

图 47：2012-2040 年中国每年肿瘤患者新增人数



资料来源：IARC，华金证券研究所

目前全球已经上市的 CAR-T 产品有两款——Kymriah（诺华）和 Yescarta（Kite），国内尚没有同类产品上市，但有上百家公司正在积极攻关，绝大多数仍然集中在血液肿瘤领域。截至 2018 年 10 月 9 日，CFDA 已审批完毕和正在进行临床试验的产品共有 9 个，几家公司在时间进度上的差距并是非常大，药明巨诺的 JWCAR029 在时间进度上排名第 5。鉴于目前国内已有较多的公司在进行用于血液肿瘤治疗 CAR-T 的开发，且各公司的研发进度较为接近，产品上市后市场竞争会非常激烈。我们认为血液肿瘤的 CAR-T 项目对于各公司来说更多的意义在于打通整个研发过程，为公司后续的 CAR-T 项目作铺垫。短期内 CAR-T 在实体瘤上取得重大突破的可能性不大，但仍然值得期待，技术成熟后有望彻底改变目前肿瘤治疗的市场格局。

表 1：国内已进入临床阶段的 CAR-T 项目（截至 2018.10.9）

产品	公司	靶点	适应症	办理状态	优先审评	状态开始日	受理号
LCAR-B38M CAR-T 细胞 自体回输制剂	南京传奇	BCMA	多发性骨髓瘤	临床	√	2018/3/20	CXSL1700201
程序死亡受体 1 敲减的靶向 CD19 嵌合抗原受体工程化 T 细胞注射液	优卡迪	CD19 (-PD1)	CD19 阳性复发、 难治恶性淋巴瘤	临床		2018/4/10	CXSL1800008
程序死亡受体 1 敲减的靶向 CD269 嵌合抗原受体工程 化 T 细胞注射液	优卡迪	CD269 (-PD1)	CD19 阳性复发、 难治恶性淋巴瘤	临床		2018/4/10	CXSL1800009
白介素 6 分泌功能敲减的靶向 CD19 自体基因编辑 T 细 胞注射液	优卡迪	CD19 (-IL6)	急性 B 淋巴细胞 白血病	临床		2018/5/30	CXSL1800005
JWCAR029	明聚生物/药	CD19	B 细胞急性淋巴	临床		2018/6/28	CXSL1800002



产品	公司	靶点	适应症	办理状态	优先审评	状态开始日	受理号
抗人 CD19 T 细胞注射液	恒润达生	CD19	细胞白血病 复发难治性 B 细胞淋巴瘤	临床	√	2018/7/6	CXSL1700193
益基利仑赛	复星凯特	CD19	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	临床		2018/9/3	CXSL1800059
多抗原自体免疫细胞注射液	恒瑞源正	多靶点		审批完毕-待制证		2018/9/27	CXSL1800013
抗 CD19 分子嵌合抗原受体修饰的自体 T 淋巴细胞注射液	银河生物	CD19	淋巴瘤	审批完毕-待制证	√	2018/9/28	CXSL1700122

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 入股菲吉乐科, 新型抗菌药有望成为耐药菌治疗的利器

菲吉乐科 (PhageLux) 是药明康德的联营公司, 药明康德下属投资公司药明基金一期持有该公司 37.52% 的股权。菲吉乐科致力于利用噬菌体、裂解酶和其他生物制剂结合相关给药技术来研发新型抗菌产品 (尤其是抗生素耐药菌)。公司拥有农业健康和人类健康两个部门, 其中农业健康部门有 3 个上市产品和 9 个在研产品。人类健康部门专注于外用感染治疗领域产品的开发, 目前有 5 个产品处于研发阶段, 但项目都还在早期。

图 48: PhageLux 人体健康在研项目

项目	前期研究	噬菌体筛选	临床前研究	临床 I 期
烧伤护理	• NJ-01-SS			
溃疡	• NJ-03-BM			
痤疮	• NJ-06-FC			
湿疹	• WH-01-SZ			
人造关节相关	• 感染预防			

资料来源: PhageLux 官网, 华金证券研究所

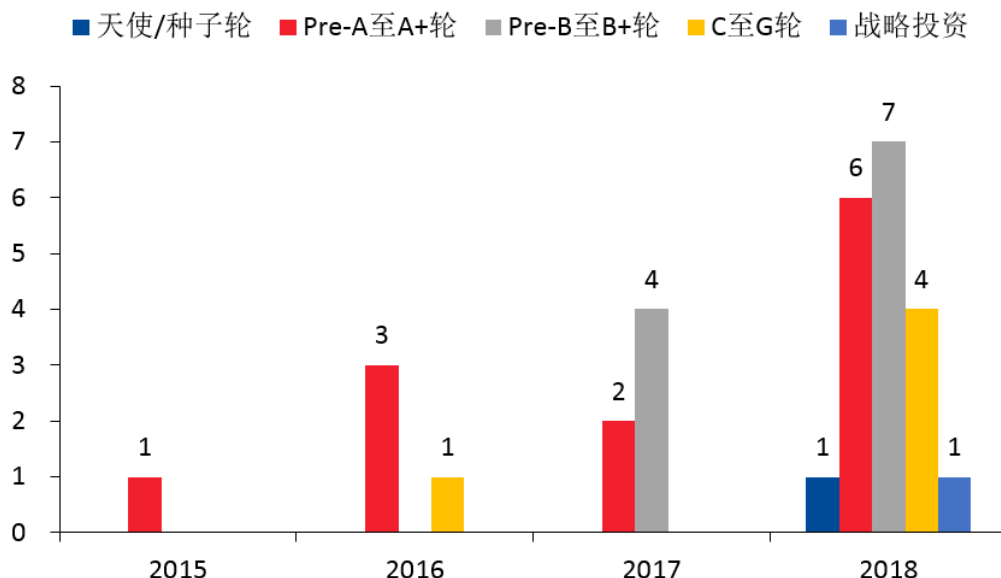
随着抗生素的过度使用, 致病细菌逐渐开始对常用抗生素产生耐药性, 甚至诞生了当前所有抗生素均束手无策的“超级细菌”, 因此在减少抗生素滥用的同时开发新型抗菌药亦刻不容缓。菲吉乐科的核心优势在于拥有一系列独特的给药技术, 如可将噬菌体固定于几乎任何物质表面的等离子技术和电晕技术、可使噬菌体持续释放的生物可降解微球聚合物等。待公司的产品成型以后, 有望成为耐药细菌感染治疗的利器。

## 五、资本与技术的联姻, 通和毓承将大有作为



药明康德下属的毓承资本成立于 2011 年，2017 年 5 月与通和资本合并成立通和毓承，由药明康德董事长、毓承资本创始合伙人李革博士出任董事长，通和资本创始管理合伙人陈连勇博士担任 CEO。目前通和毓承旗下拥有 7 支基金，在管资金规模超过 100 亿元。2015 年-2018 年 10 月期间，毓承资本合计公开投资 30 次，包括基石药业、方润医疗等项目。

图 49：2015 年-2018 年 10 月毓承资本公开投资事件



资料来源：企查查，华金证券研究所

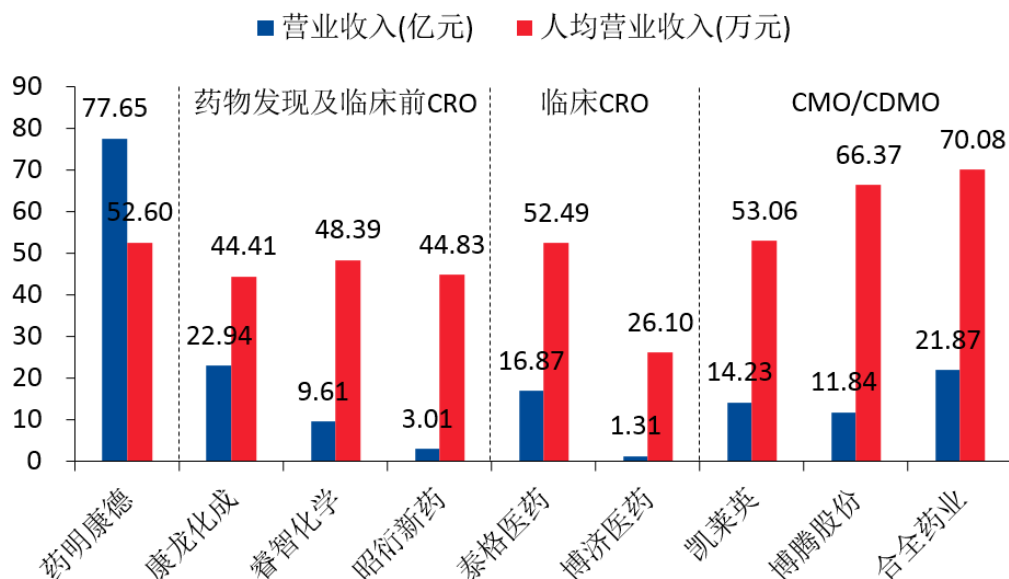
药明康德研发团队始终处于研发一线，充分了解行业发展的前沿和技术变化，可为毓承资本的项目投资提供借鉴；毓承资本投资的项目孵化到一定阶段以后亦可与药明康德在产业和技术上形成互补，促进各自主业的进一步发展。此外，毓承资本投资的项目也为药明康德带来投资收益，增厚业绩，但投资项目的收益存在较大的波动性，难以准确预测和量化。

## 六、国内同行横向对比：药明康德更具竞争力

从营业收入来看，相对于国内同类公司，药明康德在体量上具有绝对的优势，2017 年营业收入是第 2 名康龙化成的 3 倍多。CRO 是技术密集兼劳动力密集型的行业，因此人员的管理和效率是公司长期发展非常重要的一个因素，药明康德的人均营业收入处于行业平均水平。进一步细分行业来看，CMO/CDMO 行业对劳动力的需求相对低一些，故而其人均营业收入普遍高于 CRO 行业。作为药明康德旗下主要负责 CMO/CDMO 业务的子公司，合全药业的总体营业收入和人均营业收入均高于同类公司；把合全药业的部分从公司总体中扣除以后，药明康德的收入主要源自于药物发现及临床前 CRO，人均营业收入达到 47.91 万元，仍处于行业领先水平。



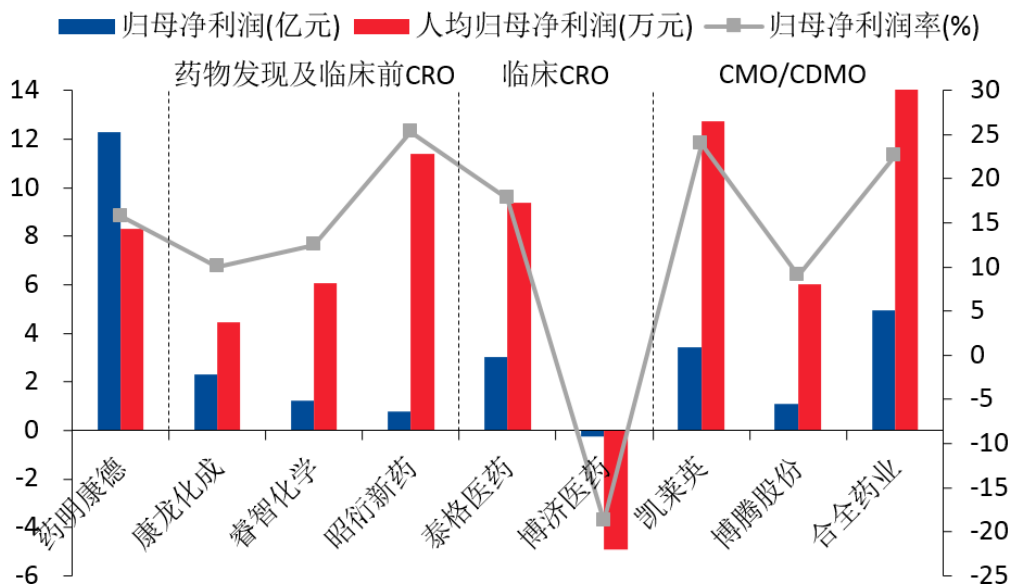
图 50：可比公司 2017 年营业收入和人均收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

从归母净利润来看，受到经营体量的影响，药明康德也一马当先。单独考察合全药业，其人均归母净利润和归母净利润率均处于行业领先水平；扣除合全药业以后，药明康德剩余业务的人均归母净利润为 6.29 万元，归母净利润率为 13.13%，均高于康龙化成和睿智化学（昭衍新药主要从事临床前 CRO，业务结构与其他几家公司不完全重叠）。

图 51：可比公司 2017 年归母净利润和人均归母净利润

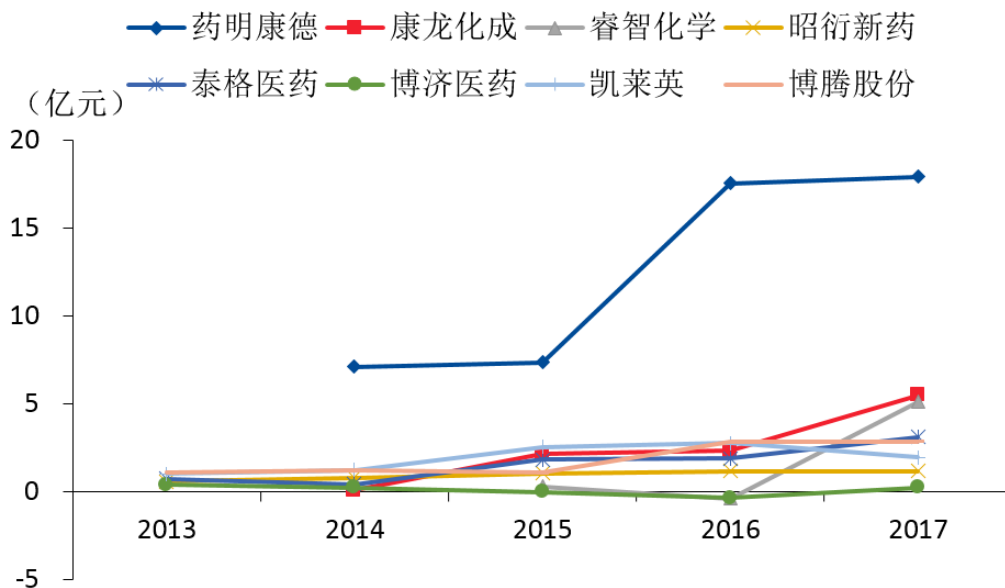


资料来源：Wind，华金证券研究所

受到行业属性的影响，CRO/CMO 业务多以完工进度来确认收入以及收付款，因此各公司的经营性现金流状况通常较为良好。



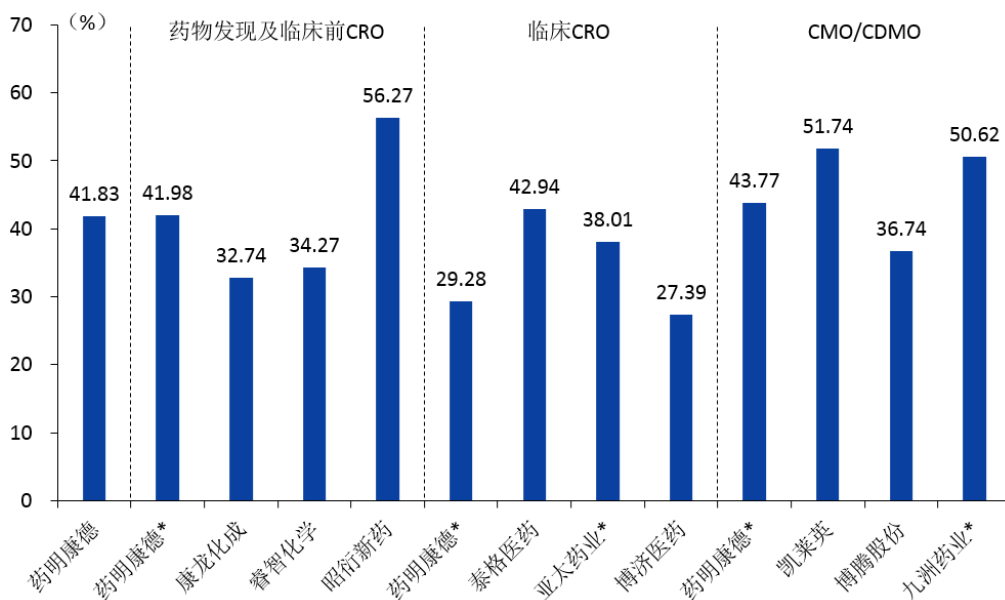
图 52: 可比公司 2013-2017 年经营现金净流量



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从毛利率水平来看, 药明康德的药物发现及临床前 CRO 业务领先于同类公司 (昭衍新药主要从事临床前 CRO, 业务结构与其他几家公司不完全重叠); 临床 CRO 业务由于尚处于市场开拓阶段, 毛利率水平偏低, 业务发展成熟以后有望回归正常水平; CMO/CDMO 业务的毛利率处于行业平均水平。

图 53: 可比公司 2017 年毛利率

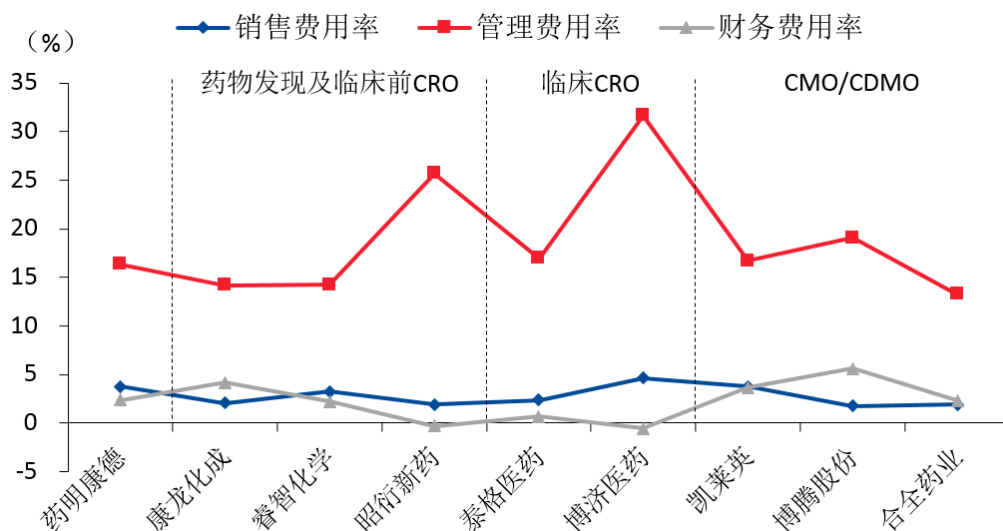


资料来源: Wind, 华金证券研究所; 注: \*表示该公司相应的业务分部

从期间费用率来看, CRO/CMO 行业整体的销售费用率远低于“产品销售型”行业, 各公司间差距不大; 此外, 药明康德的管理费用率和财务费用率亦处于行业平均水平。



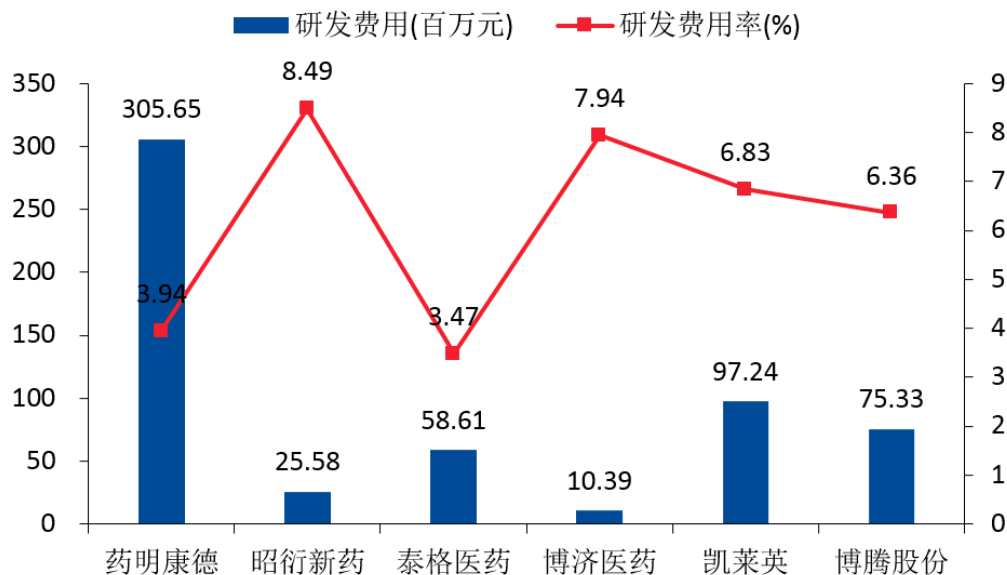
图 54: 可比公司 2017 年期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所; 注: 管理费用含研发费用

CRO 公司为客户提供研发服务, 绝大部分研发活动产生的费用均计入营业成本。类似地, CMO 公司为客户提供的生产工艺优化产生的费用也计入营业成本。CRO/CMO 公司的研发费用主要包括技术平台升级等方面的投入, 故而研发费用率通常低于制药行业。从绝对值来看, 药明康德的研发费用显著高于同类公司; 由于营收规模较大, 药明康德的研发费用率相对较低。

图 55: 可比公司 2017 年研发费用

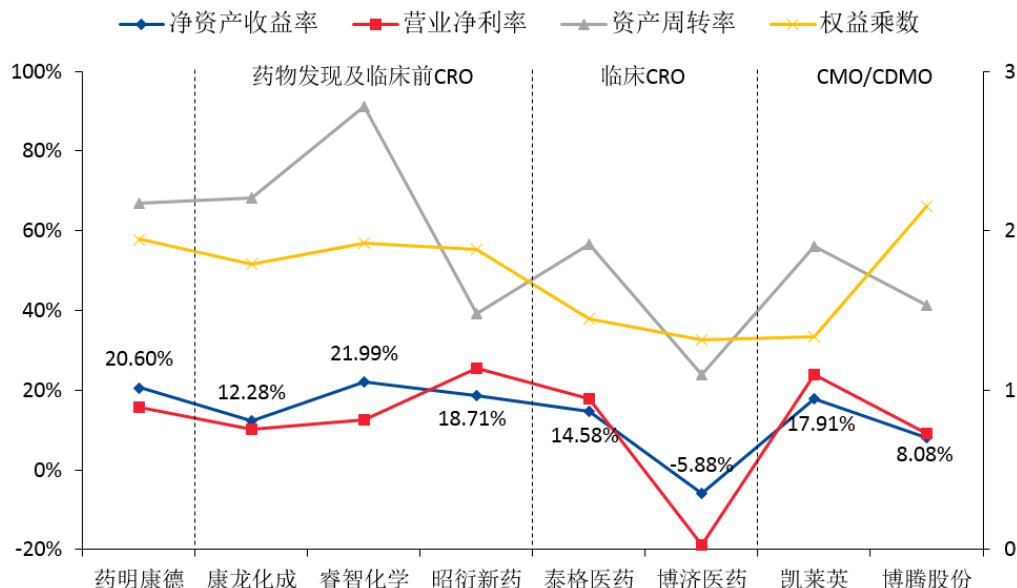


资料来源: Wind, 华金证券研究所; 注: 康龙化成和睿智化学未披露相关数据

从净资产收益率来看, 药明康德和睿智化学处于第一梯队。在经营政策方面, 药明康德的营业净利率为 15.80%, 略高于行业平均水平, 但把业务拆分来看, 每块业务均处于行业领先地位; 资产周转率为 0.67 次, 低于睿智化学, 接近康龙化成, 远高于其他同类公司。在财务政策方面, 药明康德的权益乘数为 1.95, 在同类公司中属于较高水平。



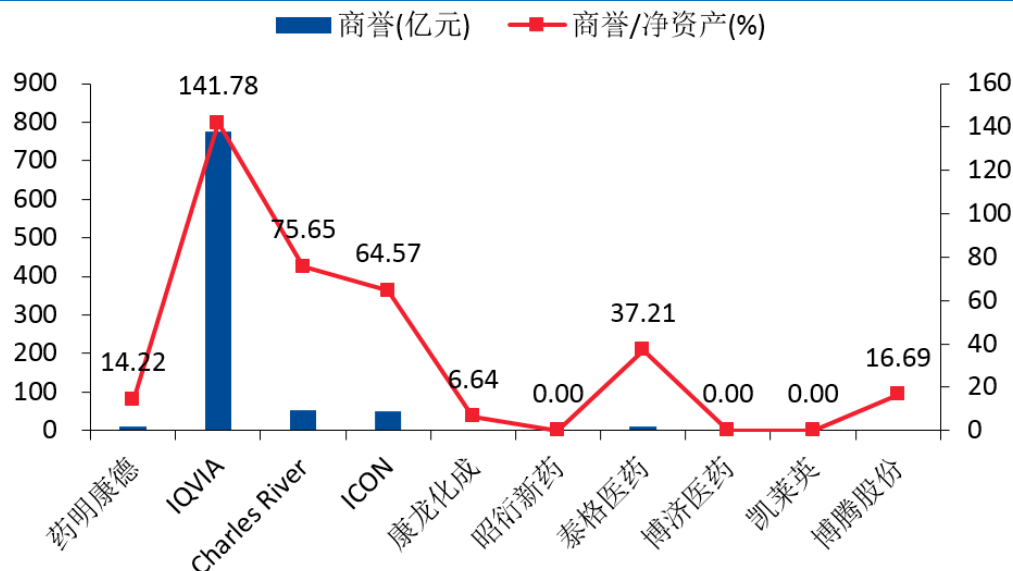
图 56: 可比公司 2017 年 ROE



资料来源: Wind, 华金证券研究所

药明康德的商誉水平与国内同类公司相比偏高，达到 9.58 亿元；但 CRO 行业发展到一定阶段以后并购重组较为常见，因此与国外其他 CRO 巨头相比，药明康德的商誉水平并不算高。另外，以净资产为基准对各公司的商誉进行校正，药明康德调整后的数值低于泰格医药和博腾股份，更是远低于 IQVIA、Charles River 等国际大型 CRO 公司。

图 57: 可比公司 2017 年商誉

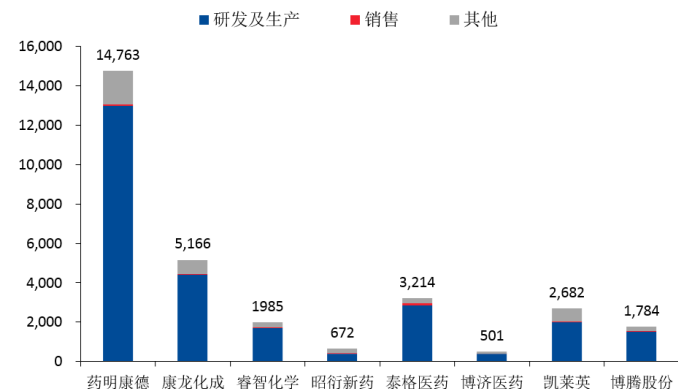


资料来源: Wind, 华金证券研究所

以工种分类，各 CRO/CMO 公司的研发和生产人员均占据了绝大部分比例，而药明康德这部分员工数量远远高于同类公司；以员工学历分类，药明康德高学历员工数量亦遥遥领先。健康的人员结构也是公司在技术密集兼劳动力密集型的 CRO/CMO 行业中长期发展的关键动力。经过多年的发展，公司已经建立了一套非常成熟的人才培养和人员管理体系，其他中小型 CRO 公司难以在短期内建立并有效管理相当规模的人才队伍，威胁到公司的地位。

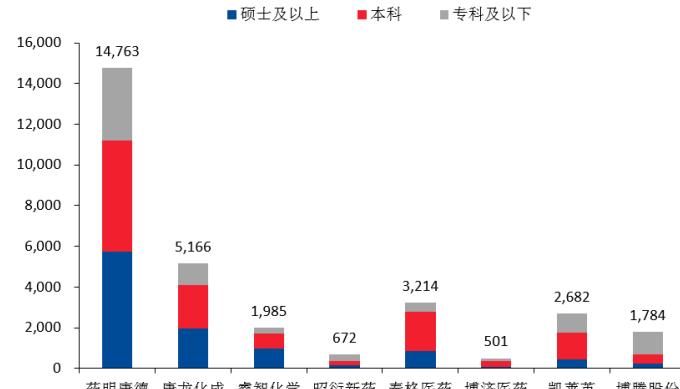


图 58：可比公司 2017 年员工人数（按工种分类）



资料来源：Wind，华金证券研究所

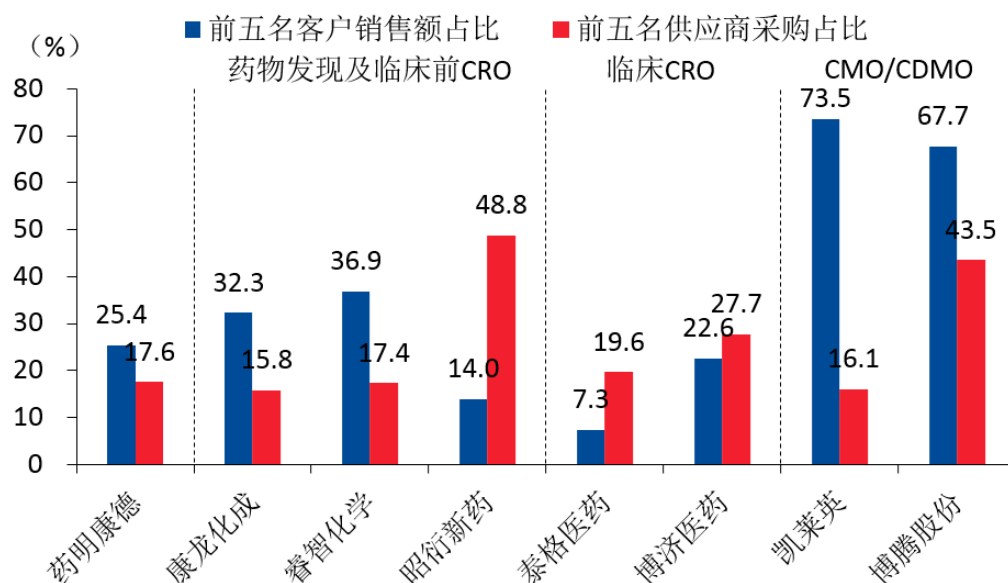
图 59：可比公司 2017 年员工人数（按学历分类）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从产业链上下游关系来看，药明康德前五名客户销售额占比和前五名供应商采购占比在同类公司中均属于偏低水平，客户群体和供应商均较为分散，客户需求变动或供货中断的风险相对较小，有利于经营的稳定。

图 60：可比公司 2017 年前五名客户销售额占比和前五名供应商采购占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 七、盈利预测与风险提示

### （一）盈利预测

#### 1、主营业务收入预测

考虑到公司在全球药物发现及临床前 CRO 服务领域的领先地位以及国内的“工程师红利”，我们认为未来几年公司这块业务的市场份额会进一步提高，继续保持良好的增长；临床 CRO 业



务目前的体量还比较小，但发展潜力较大且是公司重点布局的方向之一，再加上 ResearchPoint Global 并表的影响，未来几年将维持较高的增速；受益于产能的转移，国内 CMO/CDMO 企业整体受益，药明康德的体量较大，规模经济更为显著，市场份额有望进一步增长。我们预测 2018 年公司 CRO、CMO/CDMO 业务分别实现营业收入 68.2 亿元和 26.7 亿元，未来几年整体营业收入继续保持 20-30% 的增速。此外，受到 2018 年美元兑人民币汇率上升的影响，2018 年公司的汇兑收益大幅增加，导致财务费用下降较多。

表 2：2018-2020 年公司主营业务收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务</b>							
收入（百万）	4139.78	4883.35	6116.13	7765.26	9497.13	11791.75	14650.12
增速		17.96%	25.24%	26.96%	22.30%	24.16%	24.24%
毛利率	36.78%	34.55%	40.76%	41.83%	40.62%	40.75%	40.64%
<b>CRO 服务</b>							
收入（百万）	3065.74	3607.93	4411.28	5611.57	6818.34	8409.72	10343.87
药物发现及临床前 CRO	2603.20	3257.46	4205.01	5255.46	6231.06	7498.85	9096.76
临床 CRO 及其他 CRO	462.54	350.47	206.27	356.11	587.27	910.86	1247.11
增速		17.69%	22.27%	27.21%	21.51%	23.34%	23.00%
毛利率	37.56%	33.19%	39.58%	41.18%	40.10%	39.82%	39.67%
<b>CMO/CDMO 服务</b>							
收入（百万）	1063.42	1266.74	1637.02	2108.55	2665.82	3352.98	4277.19
增速		19.12%	29.23%	28.80%	26.43%	25.78%	27.56%
毛利率	34.08%	38.07%	43.25%	43.77%	42.00%	43.01%	42.92%
<b>其他</b>							
收入（百万）	10.62	8.69	67.84	45.14	12.98	29.05	29.05
增速		-18.20%	680.79%	-33.46%	-71.25%	123.83%	0.00%
毛利率	81.76%	86.29%	57.40%	32.96%	28.96%	50.78%	50.78%

资料来源：Wind，华金证券研究所

由于公司用外币远期合约进行对冲，部分抵消了汇率波动对业绩的影响。剔除汇率波动的因素以后，我们预测 2018 年公司 CRO、CMO/CDMO 业务分别实现营业收入 70.33 亿元和 27.62 亿元，未来几年整体营业收入维持 25-30% 的增速。

表 3：2018-2020 年公司主营业务收入预测（考虑外币远期合约对冲）

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务</b>							
收入（百万）	4139.78	4883.35	6116.13	7765.26	9808.78	12610.12	15896.62
增速		17.96%	25.24%	26.96%	26.32%	28.56%	26.06%
毛利率	36.78%	34.55%	40.76%	41.83%	42.53%	42.39%	42.30%
<b>CRO 服务</b>							
收入（百万）	3065.74	3607.93	4411.28	5611.57	7033.60	8932.81	11127.84
药物发现及临床前 CRO	2603.20	3257.46	4205.01	5255.46	6446.32	8021.95	9880.73
临床 CRO 及其他 CRO	462.54	350.47	206.27	356.11	587.27	910.86	1247.11
增速		17.69%	22.27%	27.21%	25.34%	27.00%	24.57%
毛利率	37.56%	33.19%	39.58%	41.18%	41.96%	41.70%	41.55%
<b>CMO/CDMO 服务</b>							



收入（百万）	1063.42	1266.74	1637.02	2108.55	2762.21	3648.26	4739.72
增速		19.12%	29.23%	28.80%	31.00%	32.08%	29.92%
毛利率	34.08%	38.07%	43.25%	43.77%	44.02%	44.02%	44.02%
其他							
收入（百万）	10.62	8.69	67.84	45.14	12.98	29.05	29.05
增速		-18.20%	680.79%	-33.46%	-71.25%	123.83%	0.00%
毛利率	81.76%	86.29%	57.40%	32.96%	28.96%	50.78%	50.78%

资料来源：2018 年中报，Wind，华金证券研究所

## 2、绝对估值

参考 Aswath Damodaran 的估值体系，我们以“市场风险溢价=成熟股票市场的风险溢价+国家风险溢价”计算得到“风险溢价”；考虑到药明康德登陆 A 股时间还不长，以药明康德股票收益率作为基准计算  $\beta$  系数的偏差较大，因此我们用上市时间较长的可比公司泰格医药、博腾股份、恒瑞医药股票收益率与上证综指收益率最近 3 年的数据进行拟合，计算的数值作为药明康德的  $\beta$  系数。CRO/CMO 行业是一个增长相对稳定的行业，因此我们假设半显性期增长率为 20%，以最近 10 年全球研发支出复合年增长率作为永续增长率。计算可得，公司权益价值现值为 1134.7 亿元。

表 4：绝对估值重要假设

参数	数值	来源
无风险利率	3.14%	5 年期国债收益率
成熟股票市场的风险溢价	5.69%	美国股票与国债的算术平均收益差
国家风险溢价	1.27%	10 年期 CDS 利率中国相对于美国的信用违约风险息差
市场风险溢价	6.96%	成熟股票市场的风险溢价+国家风险溢价
$\beta$ 系数	1.74	最近 3 年可比标的的收益率与上证综指收益率拟合结果
权益资本成本	15.23%	
半显性期增长率	20.00%	
永续增长率	3.24%	最近 10 年全球研发支出复合年增长率

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 5：绝对估值（单位：亿元）

	预测年份				半显现预测								
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	永续
归母净利润	21.1	24.5	29.6	37.0									
加：折旧/摊销	3.9	5.2	6.5	7.4									
付息债务的增加	-10.8	4.0	-3.0	2.0									
减：资本支出	3.1	5.6	5.4	1.9									
营运资本的增加	-13.7	7.2	-13.8	4.4									
权益自由现金流	24.8	21.0	41.5	40.2	48.2	57.8	69.4	83.3	99.9	119.9	143.9	172.7	2257.1



贴现值	24.5	18.7	33.2	28.9	31.2	33.7	36.4	39.3	42.4	45.8	49.4	53.4	697.8
权益价值	1134.7												

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 3、相对估值

剔除博济医药(2018年以后万得一致预期数据缺失), A股可比公司为昭衍新药、泰格医药、凯莱英、博腾股份。

表 6: 可比公司市盈率(截至 2018 年 11 月 19 日)

股票代码	公司名称	市盈率 <sup>TTM</sup>	2018E	2019E	2020E
603127.SH	昭衍新药	57.8	53.51	38.1	27.34
300347.SZ	泰格医药	57.3	52.61	38.53	29.05
002821.SZ	凯莱英	42.0	37.24	28.1	21.49
300363.SZ	博腾股份	37.7	41.57	26.73	19.45
	平均	48.7	46.2	32.9	24.3

资料来源: 万得一致预期, 华金证券研究所

### 4、投资建议

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 2.02、2.35 和 2.84 元。基于(1)公司在药物发现及临床前 CRO 领域全球领先的市场地位和强大的竞争力(2)“工程师红利”使国内 CRO 企业具备成本领先优势(3)公司临床 CRO 业务增长潜力较大(4)全球的产能转移利好国内 CMO/CDMO 企业(5)药明康德在小分子药物 CMO/CDMO 领域具备规模优势(6)公司投资业务收益逐步显现, 给予公司买入-B 评级。

#### (二) 风险提示

**药物发现及临床前 CRO、CMO/CDMO 领域竞争加剧:** 国内已有不少 CRO 和 CMO 公司, 市场竞争环境可能恶化。

**国内临床 CRO 业务发展不达预期:** 泰格医药已是国内临床 CRO 领域的龙头企业, 占据了大量现有的医院和医生资源, 药明康德可能难以抢夺其市场。

**ResearchPoint Global 并购后的整合不达预期:** 收购 ResearchPoint Global 后需要将其业务团队和公司原有的临床 CRO 业务团队进行整合, 整合效果可能低于预期, 无法正常扩展美国市场。

**投资业务的波动:** 投资业务存在较大的不确定性, 导致投资收益年份间波动较大。

**汇率波动:** 公司目前大部分业务以美元进行结算, 虽然以外币远期合约进行对冲, 但仍存在美元兑人民币汇率波动的风险。

**商誉减值风险:** 公司 2018Q3 商誉已达到 11.45 亿元, 存在减值风险。



## 财务报表预测和估值数据汇总

## 利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,116.1	7,765.3	9,497.1	11,791.7	14,650.1
减:营业成本	3,623.3	4,516.8	5,639.8	6,986.4	8,696.5
营业税费	15.1	25.7	31.5	39.1	48.5
销售费用	200.4	291.5	343.0	418.3	533.0
管理费用	1,037.3	1,269.3	1,460.7	1,792.3	2,215.1
财务费用	-84.0	184.5	39.5	20.6	13.4
资产减值损失	30.9	141.0	67.7	79.9	96.2
加:公允价值变动收益	-0.7	0.7	650.0	600.0	650.0
投资和汇兑收益	-2.6	39.8	85.0	24.1	33.0
营业利润	1,284.6	1,460.6	2,649.9	3,079.3	3,730.4
加:营业外净收支	97.6	132.0	86.4	105.3	107.9
利润总额	1,382.2	1,592.6	2,736.4	3,184.6	3,838.3
减:所得税	261.2	295.9	508.4	591.7	713.1
净利润	975.0	1,227.1	2,108.3	2,453.7	2,957.4

## 资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,507.8	2,472.4	3,304.1	5,100.3	9,003.8
交易性金融资产	434.2	14.7	1,531.4	1,831.4	2,131.4
应收帐款	1,432.1	1,622.4	1,848.2	2,286.7	2,669.9
应收票据	5.8	0.3	6.0	0.5	6.8
预付帐款	39.0	51.9	77.2	98.3	153.0
存货	511.3	726.9	905.5	1,396.2	1,646.2
其他流动资产	1,110.1	578.0	862.0	850.0	763.3
可供出售金融资产	614.8	683.4	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	231.6	383.1	554.3	715.6	881.9
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,971.0	2,833.6	3,315.0	3,825.8	4,198.9
在建工程	712.2	843.7	884.6	780.9	729.2
无形资产	312.2	426.1	477.6	515.1	555.2
其他非流动资产	708.5	1,943.9	1,878.4	1,858.8	1,809.3
资产总额	10,590.7	12,580.4	15,644.1	19,259.7	24,548.8
短期债务	489.4	1,318.2	300.0	750.0	500.0
应付帐款	2,378.8	1,951.4	3,909.6	3,619.9	5,295.9
应付票据	3.5	-	3.4	0.0	3.8
其他流动负债	1,329.7	1,349.8	1,458.8	1,969.1	2,283.3
长期借款	-	300.0	250.0	200.0	150.0
其他非流动负债	326.9	923.0	1,578.0	1,983.4	2,453.3
负债总额	4,528.3	5,842.4	7,499.9	8,522.5	10,686.4
少数股东权益	493.2	395.6	515.3	654.5	822.3
股本	937.8	937.8	1,042.0	1,042.0	1,042.0
留存收益	4,502.6	5,266.3	6,587.0	9,040.7	11,998.1
股东权益	6,062.4	6,738.0	8,144.3	10,737.2	13,862.4

## 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,121.0	1,296.7	2,108.3	2,453.7	2,957.4
加:折旧和摊销	399.8	477.9	393.8	524.2	653.3
资产减值准备	30.9	141.0	-	-	-
公允价值变动损失	0.7	-0.7	650.0	600.0	650.0
财务费用	-53.0	128.8	39.5	20.6	13.4
投资损失	2.3	-39.8	-35.0	-24.1	-33.0
少数股东损益	146.0	69.6	119.6	139.2	167.8
营运资金的变动	498.5	573.0	1,906.1	-446.0	1,733.9
经营活动产生现金流量	1,756.8	1,793.6	5,182.4	3,267.6	6,142.9
投资活动产生现金流量	-206.3	-1,124.3	-2,419.9	-1,846.0	-1,929.6
融资活动产生现金流量	-127.7	-674.2	-1,930.8	374.7	-309.8

## 财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	25.2%	27.0%	22.3%	24.2%	24.2%
营业利润增长率	66.5%	13.7%	81.4%	16.2%	21.1%
净利润增长率	179.4%	25.9%	71.8%	16.4%	20.5%
EBITDA 增长率	43.0%	26.7%	57.0%	17.5%	21.3%
EBIT 增长率	59.2%	29.5%	72.2%	15.3%	20.8%
NOPLAT 增长率	50.3%	37.6%	63.5%	15.3%	20.8%
投资资本增长率	-46.5%	62.1%	-34.3%	27.3%	-42.3%
净资产增长率	-5.7%	11.1%	20.9%	31.8%	29.1%
盈利能力					
毛利率	40.8%	41.8%	40.6%	40.8%	40.6%
营业利润率	21.0%	18.8%	27.9%	26.1%	25.5%
净利润率	15.9%	15.8%	22.2%	20.8%	20.2%
EBITDA/营业收入	25.4%	25.3%	32.5%	30.7%	30.0%
EBIT/营业收入	19.7%	20.1%	28.3%	26.3%	25.6%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	46.4%	47.9%	44.3%	43.5%
负债权益比	74.7%	86.7%	92.1%	79.4%	77.1%
流动比率	1.44	1.18	1.50	1.82	2.03
速动比率	1.32	1.03	1.35	1.60	1.82
利息保障倍数	-14.36	8.46	68.05	150.82	278.82
营运能力					
固定资产周转天数	97	111	117	109	99
流动营业资本周转天数	48	-22	-37	-40	-40
流动资产周转天数	365	267	265	307	343
应收帐款周转天数	156	71	66	63	61
存货周转天数	22	29	31	35	37
总资产周转天数	597	537	535	533	538
投资资本周转天数	220	158	132	96	68
费用率					
销售费用率	3.3%	3.8%	3.6%	3.5%	3.6%
管理费用率	17.0%	16.3%	15.4%	15.2%	15.1%
财务费用率	-1.4%	2.4%	0.4%	0.2%	0.1%
三费/营业收入	18.9%	22.5%	19.4%	18.9%	18.8%
投资回报率					
ROE	17.5%	19.3%	27.6%	24.3%	22.7%
ROA	10.6%	10.3%	14.2%	13.5%	12.7%
ROIC	20.0%	51.5%	51.9%	91.2%	86.5%
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.94	1.18	2.02	2.35	2.84
BVPS(元)	5.34	6.09	7.32	9.68	12.51
PE(X)	99.5	79.0	46.0	39.5	32.8
PB(X)	17.4	15.3	12.7	9.6	7.4
P/FCF	27.3	128.1	39.2	46.2	23.4
P/S	15.9	12.5	10.2	8.2	6.6
EV/EBITDA	54.4	43.4	29.9	25.0	19.6
CAGR(%)	32.3%	34.1%	48.3%	32.3%	34.1%
PEG	3.1	2.3	1.0	1.2	1.0
ROIC/WACC	1.8	4.6	4.7	8.2	7.8

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所



## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)