

药明 VS 康龙

一体化 CRO 行业，2020 年报跟踪

今天开始，我们对各产业 2020 年年报情况做跟踪。本篇报告，重点跟踪 CXO 产业上业务覆盖面较广，且规模较大的一体化 CRO 龙头：药明康德 V 康龙化成。

根据两家新近披露的年报情况：

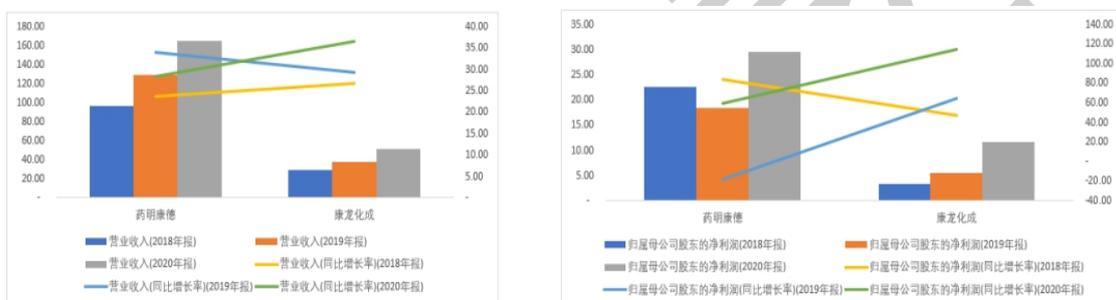
药明康德，3 月 31 日披露年报——2020 年，营业收入为 165.35 亿元(同比增长 28.46%)；归母净利润为 29.6 亿元(同比增长 59.62%)；经营活动现金流为 39.74 亿元；毛利率为 37.99%，同比下降 0.96%；净利率为 18.06%，同比增加 3.21%。

其中，其毛利率下降，主要由于受卫生事件影响，美国区实验室的运营效率下降，以及国内的临床 CRO 服务病人招募和项目开展延迟，导致这两个业务的毛利率出现下滑。而净利率的增长，主要受投资收益和公允价值变动损益较高影响。

康龙化成，3 月 28 日披露年报——2020 年，营业收入为 51.34 亿元（同比增长 36.64%）；归母净利润为 11.72 亿元（同比增长

114.25%)；经营活动现金流为 16.49 亿元；毛利率为 37.4%，同比上涨 1.95%；净利率为 22.84%，同比增长 8.28%。

其中，毛利率上升，主要由于其产能释放，CMC（小分子 CDMO）业务毛利率提升影响。净利率上升，一方面，受益于毛利率提升，另一方面，受益于投资收益和公允价值变动损益较高影响。



图：收入及归母净利润体量及增速

来源：塔坚研究

从 Wind 机构一致预期收入来看：

药明康德——2021-2023 年, 机构一致预测收入规模为 214.4 亿元、276.99 亿元、362.56 亿元, 预期同比增速分别为 29.66%、29.19%、30.9%。根据其历史一季报收入占全年收入的平均比重 (22.19%) 计算, 药明一季度收入需达到 47.58 亿元左右, 才符合预期。

康龙化成——2021-2023 年,机构一致预测收入规模为 67.56 亿元、88.39 亿元、115.82 亿元,同比增速分别为 31.61%、30.82%、31.03%。根据其历史一季报收入占全年收入的平均比重 (20.16%) 计算,康龙一季度收入需达到 13.62 亿元左右,才符合预期。

从两家龙头报告期内基金股东变动情况来看:

药明康德——中欧医疗健康基金,在 2020 年下半年持仓增加。此外,高瓴资本、高瓴旗下的礼仁、UBS AG 也是其股东;

康龙化成——中欧医疗健康基金、汇添富医疗均在 2020 年下半年持仓增加。此外,UBS 也是其股东。

看到这里,有几个值得思考的问题:

- 1) 一体化 CRO 行业,业绩变动原因是什么?两者在业务上是否有变化?
- 2) 在竞争过程中,近期的关键经营数据变动如何?未来重点发展方向是什么?

(壹)

从 2020 年年报收入结构上来看，药明康德的业务略有变动，康龙化成的业务变动较小：

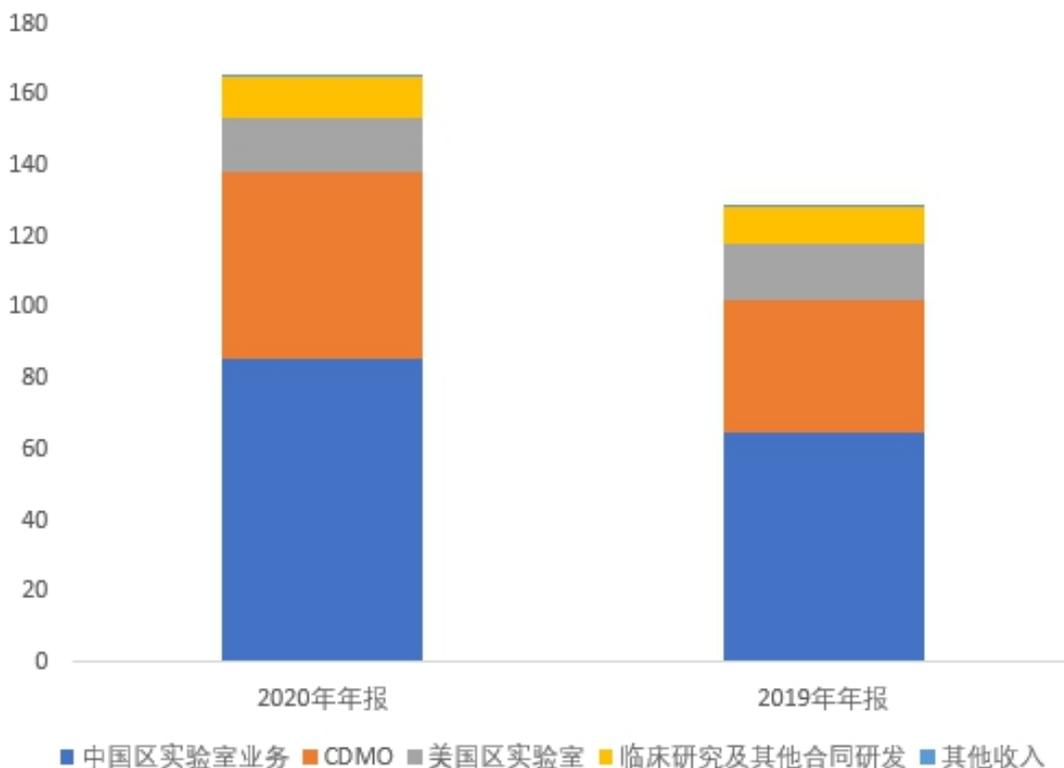
药明康德——2020 年，其中国区实验室业务占比 51.68%（2019 年为 50.29%），CDMO 业务占比 31.94%（2019 年为 29.15%），美国区实验室业务占比 9.17%（2019 年为 12.14%），临床研究及其他合同研发业务占比 7.07%（2019 年为 8.26%）。

对比来看，中国区实验室业务和 CDMO 业务的占比有小幅度提升，而美国区实验室业务则略有下降。美国区实验室业务占比下降，主要由于受卫生事件影响，国外客户项目延期，导致该业务收入同比下降 2.96%所致。

此外，还有一个动向需要关注，根据其 3 月 31 日的公告，药明康德的子公司合全药业将与关联方药明生物合资成立专注于偶联药物的 CDMO 公司。

其中，合全药业将出售其小分子毒素及连接子的研发业务，药明生物出售大分子抗体偶联药物业务，相当于药明生物、药明康德，各自把

体内的 ADC 业务剥出，整合成了一家 ADC 合营公司，药明康德持股 40%，药明生物持股 60%。

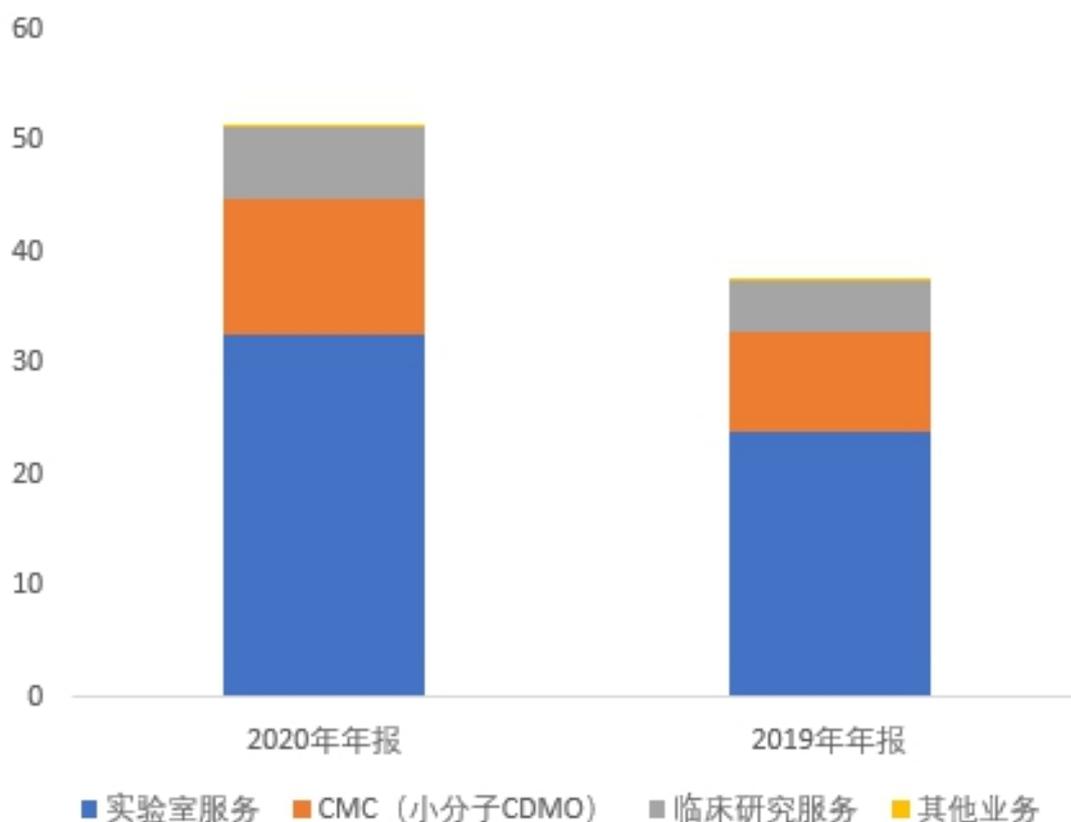


图：药明康德收入结构

来源：塔坚研究

康龙化成——2020 年，其实验室服务业务占比 63.56% (2019 年为 63.35%)，CMC (小分子 CDMO) 业务占比 23.8% (2019 年为 24.01%)，临床研究服务业务占比 12.25% (2019 年为 12.14%)。各业务占比基本稳定，变动不大。

除此之外，其 2021 年 2 月，通过收购 Allergan Biologics Limited，拓展细胞和基因产品的 CDMO 服务，预计 2022 年 H2 开始承接大分子 GMP 生产服务项目。



图：康龙化成收入结构

来源：塔坚研究

先来看两家公司 2020 年年报数据，分别对比一下各家的增长情况：

	营业收入 [报告期] 2020年报 [报表类型] 合并报表 [单位] 亿元	营业收入(同比增 长率) [报告期] 2020年 报 [单位] %	归属母公司股东 的净利润 [报告期] 2020年 报 [报表类型] 合并 报表 [单位] 亿元	归属母公司股东的 净利润(同比增 长率) [报告期] 2020年报 [单位] %
药明康德	165.35	28.46	29.60	59.62
康龙化成	51.34	36.64	11.72	114.25

图：2020 年年报数据（单位：亿元/%）

来源：塔坚研究

从收入规模上来看，药明康德 > 康龙化成。而从增速上来看，康龙化成 > 药明康德。

药明康德——其收入和净利润增速低于康龙化成，一方面，由于其美国区实验室业务受卫生事件影响，实验室运营效率下降，部分国外客户项目延迟或终止，导致该业务收入出现下降所致（-2.96%）；

另一方面，由于受卫生事件影响，部分在中国和美国的临床研究无法正常执行，以及新订单的签订延后，导致临床 CRO 及其他合同研发业务增速较低（9.98%）。

康龙化成——收入增速较高，一方面，受益于其分别于 2020 年 7 月和 11 月，完成了对主营临床 SMO 的联斯达及主营 DMPK/ADME（药代动力学分析）等的 Absorption Systems 的收购，并完成并表；

另一方面，其在药物代谢分析中（临床前 CRO 的一环）的放射性同位素化合物合成上，具有较强优势，从而实现了有效的业务导流，使其在海外临床研究业务取得一定增长。

(贰)

对比完 2020 年年报数据，我们再复盘一下近十个季度，两家龙头增长情况：

1) 收入增长

	2018年三 季度	2018年四 季度	2019年一 季度	2019年二 季度	2019年三 季度	2019年四 季度	2020年一 季度	2020年二 季度	2020年三 季度	2020年四 季度
药明康德	24.82	28.99	29.31	37.82	34.72	33.47	15.09	29.41	35.44	31.33
康龙化成		28.77	31.12	26.84	29.42	29.57	25.66	41.32	40.69	36.88

图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

对比来看，两家公司近十季度的收入均保持较高增速。其中，2020 年前，药明康德的收入增速普遍略高于康龙化成，但差异不大。而从 2020 年一季度开始，康龙化成的收入开始快速增长。

2020 年，康龙化成的收入增速较快，主要由于其并购交易较多，临床前 CRO 业务导流，以及药明康德受美国实验室业务收入下滑拖累影响所致。具体原因，我们在上面已经进行详细分析，此处不再赘述。

此外，2019 年二季度开始，药明康德的收入开始快速增长，主要受益于其金山原料药生产基地的 500 升酶发酵罐投入运营，寡核苷酸和多肽类药物临床用原料药产能投产，使其 CDMO 业务快速增长。

相比药明康德以内生增长为主，康龙化成则以内生+外购的方式实现高增长。从商誉的增速上来看，康龙化成近三年商誉年复合增速为 188.59%（以 2020 年为主），而药明康德仅为 12.82%。

2) 归母净利润增长

	2018年三 季度	2018年四 季度	2019年一 季度	2019年二 季度	2019年三 季度	2019年四 季度	2020年一 季度	2020年二 季度	2020年三 季度	2020年四 季度
药明康德	104.77	102.46	32.97	-31.69	7.91	-73.08	-21.59	110.97	-8.07	565.17
康龙化成		43.77	33.24	41.35	54.59	101.65	87.16	252.48	85.62	75.19

图：归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从归母净利润增长角度来看，康龙化成 > 药明康德，且药明康德的净利润波动较大。

药明康德——其净利润增速波动较大，主要受投资收益及公允价值变动损益影响。

其中，2018年净利润增速较高，主要由于采用新会计准则，公允价值变动损益较高所致。而2019年2-4季度，以及2020年一季度、三季度归母净利润整体出现下滑，主要由于所投标的公允价值下降，造成公允价值变动损失，以及资产减值损失较高所致。2020年二季度增速较快，主要受变更会计核算方式，导致投资收益较高；2020年四季度增速较快，主要由于公允价值变动损益较高所致。

康龙化成——其归母净利润增速较快，一方面，随着产能释放，其CMC业务毛利率不断提升，拉升整体毛利率提升；另一方面，受投资收益及公允价值变动损益较高所致。

(叁)

看完增长，我们再来看利润率和费用率情况：

	销售毛利率 [报告期] 2020年报 [单位] %	销售净利率 [报告期] 2020年报 [单位] %	销售费用/营 业总收入 [报告期] 2020年报 [单位] %	管理费用/营 业总收入 [报告期] 2020年报 [单位] %	研发费用/营 业总收入 [报告期] 2020年报 [单位] %	财务费用/营 业总收入 [报告期] 2020年报 [单位] %
药明康德	37.99	18.06	3.56	11.12	4.19	3.14
康龙化成	37.40	22.84	1.80	12.72	2.05	1.60

图：2020 年前三季度净利率及费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

对比来看，2020 年，药明康德和康龙化成的毛利率、净利率及各费用率差异不大。

我们再来看近十个季度的利润率和费用率情况：

毛利率	2018年三 季度	2018年四 季度	2019年一 季度	2019年二 季度	2019年三 季度	2019年四 季度	2020年一 季度	2020年二 季度	2020年三 季度	2020年四 季度
药明康德	41.76	36.29	38.14	39.36	40.77	37.51	34.46	38.82	38.65	39.02
康龙化成	34.71	34.05	32.90	31.34	36.12	39.98	33.46	38.71	39.84	36.83
销售费用率	2018年三 季度	2018年四 季度	2019年一 季度	2019年二 季度	2019年三 季度	2019年四 季度	2020年一 季度	2020年二 季度	2020年三 季度	2020年四 季度
药明康德	3.20	3.89	3.78	3.32	3.09	3.49	3.74	3.84	2.97	3.76
康龙化成	1.42	2.33	1.67	1.83	1.78	2.35	1.87	1.83	1.78	1.77
管理费用率	2018年三 季度	2018年四 季度	2019年一 季度	2019年二 季度	2019年三 季度	2019年四 季度	2020年一 季度	2020年二 季度	2020年三 季度	2020年四 季度
药明康德	18.30	18.67	14.69	15.78	16.04	17.53	15.38	16.27	13.77	15.31
康龙化成	16.39	14.26	16.38	14.54	13.88	14.95	16.97	13.66	13.23	15.70
销售净利率	2018年三 季度	2018年四 季度	2019年一 季度	2019年二 季度	2019年三 季度	2019年四 季度	2020年一 季度	2020年二 季度	2020年三 季度	2020年四 季度
药明康德	26.88	13.17	14.93	22.13	21.08	2.59	9.57	35.17	14.39	4.62
康龙化成	14.21	12.44	6.85	11.95	16.24	18.86	9.71	30.26	21.51	24.60

图：近十个季度利润率及费用率（单位：%）

来源：塔坚研究

毛利率——2019 年三季度之前，药明康德的毛利率高于康龙化成。

不过，随着药明康德加大对研发人员的股权激励等，以及毛利较低的临床 CRO 及美国区实验室业务规模扩大，拉低了其整体毛利率水平。加之，康龙化成的产能逐渐释放，使其 CMC（小分子 CDMO）业务的毛利率不断上升，从而拉高了其整体毛利率。

不过，需要注意的是，随着卫生事件的影响逐渐减小，2021 年药明康德的美国区实验室和临床 CRO 业务的毛利率有望随之逐渐恢复 2020 年前水平。此时，其综合毛利率可能会高于康龙化成。

不过需要注意的是，如果将毛利率拆细至各业务，康龙化成的 CDMO 及 CRO 业务仍与药明康德存在较大差异。（2020 年，药明康德的 CRO 业务毛利率出现下降，主要由于其 SMO 人员增加较多，且新患者入组进度受到影响所致，据其年报披露，目前正在逐步恢复）

IND前研究	2018-06-30	2018-12-31	2019-06-30	2019-12-31	2020-06-30	2020/12/31
药明康德	45.13	43.17	43.55	42.93	41.42	42.06
康龙化成	38.39	37.24	37.47	40.26	41.34	42.74
CMO/CDMO服务	2018-06-30	2018-12-31	2019-06-30	2019-12-31	2020-06-30	2020/12/31
药明康德	40.74	41.55	40.65	39.94	39.61	41.22
康龙化成	13.78	21.78	20.72	27.77	28.98	32.73
CRO服务	2018-06-30	2018-12-31	2019-06-30	2019-12-31	2020-06-30	2020/12/31
药明康德	39.83	38.65	38.02	38.6	35.75	14.59
康龙化成	25.97	25.33	23.06	24.97	21.81	18.78

图：分业务毛利率

来源：塔坚研究

费用率——对比费用率上来看，虽然药明康德在销售费用率上投入略高于康龙化成，但整体差异不大。

净利率——药明康德的净利率波动较大，整体上来看高于康龙化成。主要由于其对外投资较多，受投资收益及公允价值变动损益的影响较大。

拆开来看投资收益，2020年药明康德投资收益上涨幅度较高，主要由于当年将其投资的 JW Cayman 会计核算方法，从以权益法计量的长期股权投资，变更为以公允价值计量且其变动计入当期损益的其他非流动金融资产，导致投资收益增加 3.51 亿元，占当期归母净利润

的 11.86%，这部分投资收益属于一次性收益，2021 年将没有这部分投资收益。

不过，药明康德近年来通过设立基金公司等方式，持续对创新药、CXO 等领域公司进行投资，除 2019 年外，其基本可以保持稳定的收益。预计，未来该部分投资收益及公允价值变动损益，将持续为其贡献利润。

代表投资案例：2020 年，其参股的 Hygeia、JW Cayman（药明巨诺）、Antengene 等公司接连上市。其中，2020 年，Hygeia 的峰值涨幅达到 115%。

(肆)

我们此前在药物发现 CRO 的研究中提到，CXO 行业的核心功能，是通过帮助药企进行研发、生产，从而起到提高研发和生产效率、降低成本的作用。

其业务覆盖了药物从药物发现，临床前及临床试验、上市申请、药物制作的全环节。因此，CXO 领域未来的增长，主要看药物获批及销售量、外包渗透率。

而对于 CXO 企业而言，则是：得“订单、产能及实验室规模、研发及生产等人员”者，得天下。接下来，我们详细对比这些关键经营数据的变动：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权与免责声明】 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。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，不为未来变化做背书，未来发生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。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：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】 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。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。