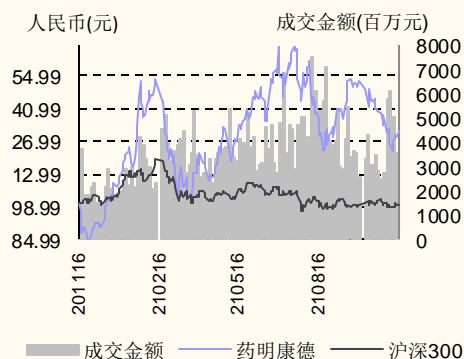


市场价格 (人民币): 131.36 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	29.56
已上市流通 A 股(亿股)	25.47
流通港股(亿股)	3.92
总市值(亿元)	3,882.49
年内股价最高最低(元)	168.00/84.99
沪深 300 指数	4882
上证指数	3533



相关报告

1. 《业绩超预期, 创新龙头加速成长-药明康德三季报点评》, 2021.11.2
2. 《板块高景气, CXO 龙头加速成长-药明康德公司点评》, 2021.8.4
3. 《大象起舞, CXO 龙头平台优势渐显-药明康德业绩点评》, 2021.1.24
4. 《产能有序扩张, 经营基本面持续向好-药明康德公司点评》, 2020.12.2

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

新产能陆续投产, CGT 业务渐入佳境

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,872	16,535	22,590	30,664	41,426
营业收入增长率	33.89%	28.46%	36.62%	35.74%	35.10%
归母净利润(百万元)	1,855	2,960	4,378	5,522	7,042
归母净利润增长率	-17.96%	59.62%	47.88%	26.14%	27.53%
摊薄每股收益(元)	1.123	1.212	1.786	2.253	2.874
每股经营性现金流净额	1.65	1.49	1.62	1.81	2.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.71%	9.11%	11.95%	13.49%	15.06%
P/E	82.02	111.12	73.53	58.29	45.71
P/B	8.79	10.12	8.78	7.86	6.88

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **CGT 行业高景气度, 外包行业快速扩容。**随着 CGT 新技术的不断进步, 市场容量的天花板逐渐打开。根据 Frost & Sullivan 的测算, 全球的 CGT 市场规模从 2016 年的 0.5 亿美元迅速提高到 2020 年的 20.8 亿美元, 预计将于 2025 年突破 300 亿美元大关。此外, 受益于外包渗透率的提升以及 CGT 行业的扩容, CGT 领域的 CRO&CDMO 的市场规模也迅速增加, 预计市场规模将于 2025 年达到 17.4 亿美元。
- **WuXi ATU, 开创全球 CTDMO 新模式。**WuXi ATU 作为药明康德细胞与基因疗法业务平台, 开创了独特的 CTDMO (合同测试、开发、生产外包服务) 商业模式, 从而可以更好地应对当前 CGT 领域测试、开发和放行复杂度和困难度大的问题, 有效解决放大生产的成本问题。WuXi ATU 的三大业务具备独特技术优势, 通过收购 OXGENE 进一步增强公司 AAV 及慢病毒平台技术能力, 从而提升 WuXi ATU 为客户提供一体化、端到端的细胞和基因疗法产品开发及生产服务的能力。
- **费城与临港新基地投入运营, 同步加码产能和人才库。**11 月 15 日, WuXi ATU 宣布, 公司在美国费城 Navy Yard 基地扩建的全新高端检测实验室正式投入运营, 该实验室面积为 1.3 万平方米, 投产后将使公司高端检测产能提升三倍。10 月 18 日, 公司在上海临港新建的工艺研发和商业化生产中心正式投入运营。新基地配备 200 多个独立套间和 6 条完整的载体和细胞生产线, 包含独立的配液中心和 GMP 级别无菌灌装隔离器。这些设施将进一步增强药明生基的全球化产能, 从而在病毒载体和细胞疗法服务方面为客户提供更大的灵活性和更快的交付时间。此外, WuXi ATU 不断加码人才库, 预计 2021 年末中国区将拥有 300-400 名员工, 2022 年增长到 700-800 名员工。我们看好 WuXi ATU 未来的发展潜力, 业绩有望高速增长。

投资建议

- 预计 2021-2023 年公司的 EPS 分别为 1.79/2.25/2.87 元, 对应 PE 分别为 74/58/46, 维持“买入”评级。

风险提示

- 解禁风险、核心技术人员流失风险、监管风险、IP 保护风险、投资风险、汇率波动风险、原材料涨价风险、安全生产和环保风险等。

内容目录

细胞与基因治疗行业高景气度，CRO&CDMO 市场快速扩容	4
CGT 行业快速发展，市场空间迎来大爆发	4
全球及中国 CGT CRO&CDMO 市场将快速扩容	5
WuXi ATU 专注细胞与基因治疗，三大业务独具技术优势	7
WuXi ATU，开创 CTDMO 商业新模式	7
C“T”DMO，测试业务具备显著优势	8
CT“D”MO，内生外延打造核心技术平台	8
CTD“M”O，生产制造全周期管理	12
WuXi ATU 全球化布局，不断加码产能与人才库	13
费城与临港基地投入运营，产能不断持续扩张	13
不断加码人才储备，高管团队产业背景深厚	14
WuXi ATU 管线丰富，驱动业绩持续高增长	15

图表目录

图表 1: 体内、体外基因治疗过程	4
图表 2: 细胞治疗过程	4
图表 3: 全球 CGT 市场规模 (亿美元)	5
图表 4: 中国 CGT 市场规模 (亿元)	5
图表 5: 全球 CGT CRO 市场规模 (亿美元)	6
图表 6: 中国 CGT CRO 市场规模 (亿元)	6
图表 7: 全球 CGT CDMO 市场规模 (亿美元)	6
图表 8: 中国 CGT CDMO 市场规模 (亿元)	6
图表 9: 2020 年全球 CGT CTDMO 市场竞争格局	7
图表 10: 2020 年中国 CGT CTDMO 市场竞争格局	7
图表 11: WuXi ATU 业务概览	7
图表 12: WuXi ATU 的测试业务	8
图表 13: 药明康德收购 OXGENE	9
图表 14: 全整合的一体化 CTDMO 平台	9
图表 15: 质粒 DNA 生产平台	10
图表 16: XAAV™ 悬浮培养瞬转平台	10
图表 17: XLenti™ 贴壁/悬浮培养瞬转平台	11
图表 18: 封闭式 CAR-T 平台	11
图表 19: 肿瘤浸润淋巴细胞 (TIL) 平台	12
图表 20: TESSA™ AAV 技术	12
图表 21: 生产制造的全周期管理 CTDMO 模型	13
图表 22: WuXi ATU 全球布局	14
图表 23: WuXi ATU 的中国人才扩张计划	15

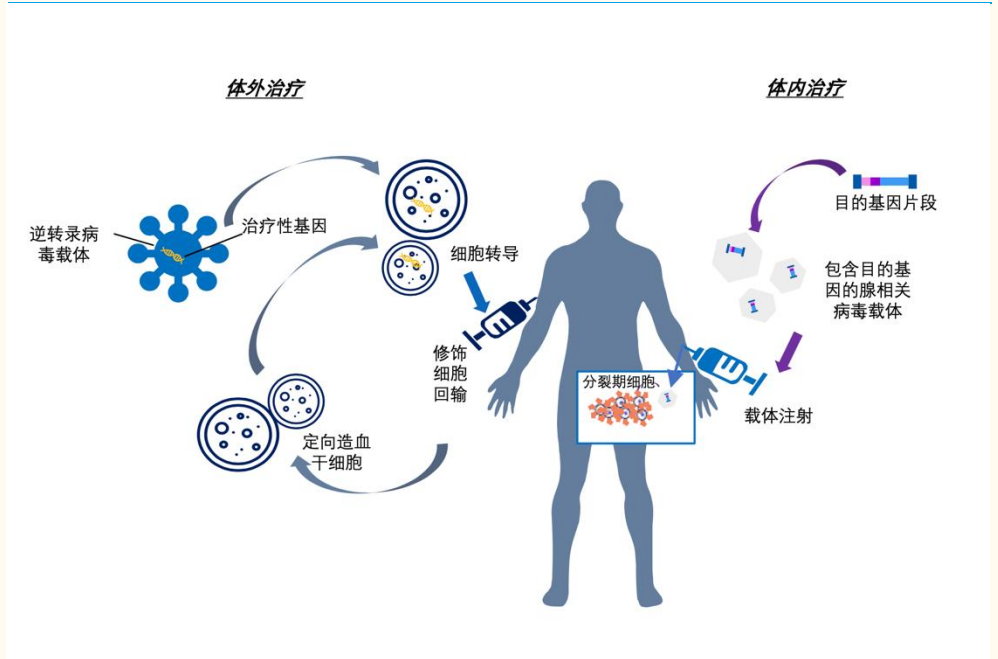
图表 24: WuXi ATU 高管团队	15
图表 25: WuXi ATU 的管线进展.....	16

细胞与基因治疗行业高景气度，CRO&CDMO 市场快速扩容

CGT 行业快速发展，市场空间迎来大爆发

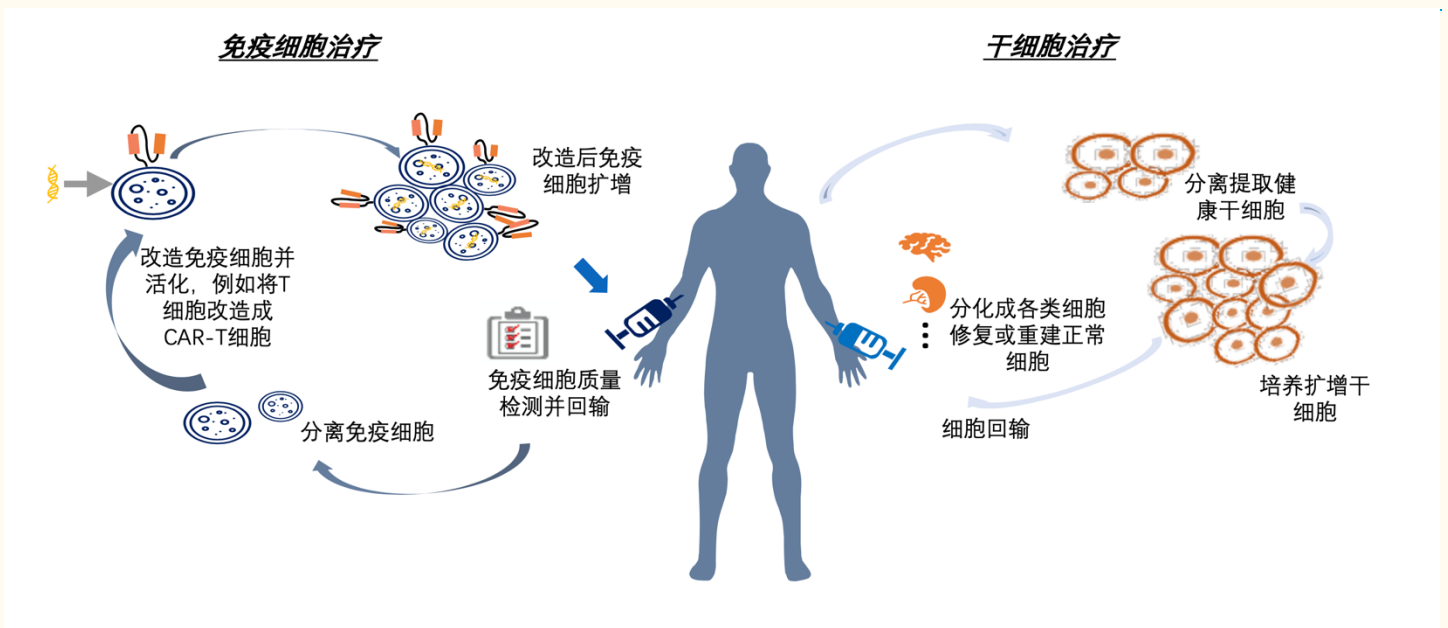
- **细胞与基因治疗 (Cell and Gene Therapy, CGT)** 主要分为**细胞治疗**、**基因治疗**。细胞与基因治疗主要分为两种，一种是细胞治疗，主要涉及体外治疗，将病患的细胞在体外进行一定修饰后再回输回患者体内，从而达到治疗的效果；另一种是基因治疗，主要涉及体内治疗，将外源的基因导入到患者体内的靶细胞内，然后在基因层面治疗调控蛋白的表达，从而达到治疗疾病的目的。

图表 1: 体内、体外基因治疗过程



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

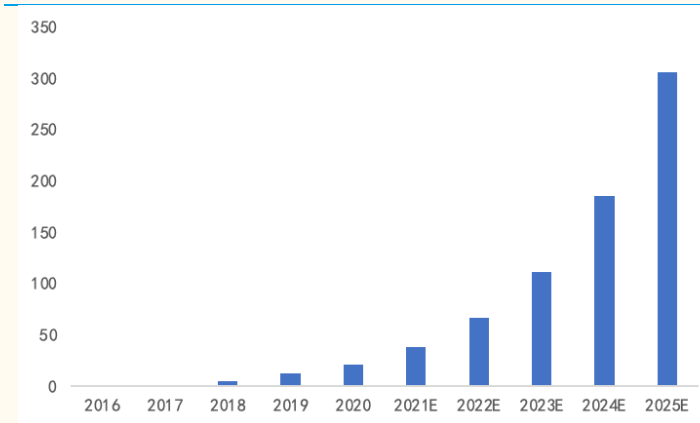
图表 2: 细胞治疗过程



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

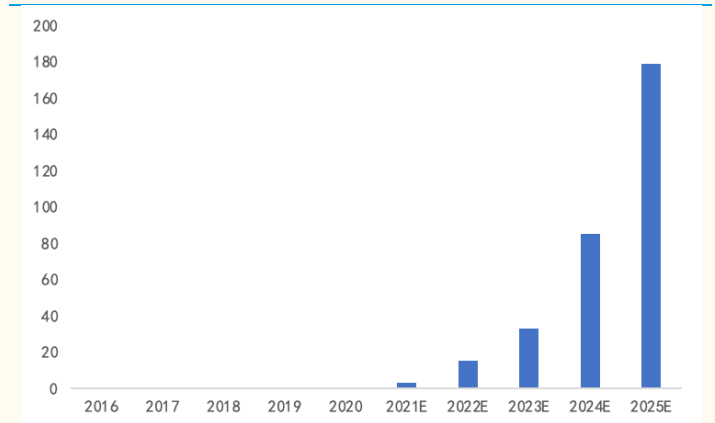
- CGT 行业景气度高，市场规模快速扩容。**目前，与细胞与基因治疗相关的研究开发正在如火如荼地进行，未来该领域的市场空间也将进一步提升。截止 2020 年年底，全球范围内共有 1306 个细胞与基因治疗项目处于临床阶段。按照地区来看，40% 的 CGT 项目在美国进行，20% 的 CGT 项目在中国进行。截止 2020 年年底，美国 FDA 共批准了 18 款细胞与基因治疗项目，其中 3 个是在过去三年获批。我们认为在未来几年内，细胞与基因治疗将迎来大的突破，市场容量的天花板也逐渐打开。根据 Frost & Sullivan 的测算，全球的 CGT 市场规模不断扩容，从 2016 年的 0.5 亿美元迅速提高到 2020 年的 20.8 亿美元，未来将继续保持高速增长的势态，预计将于 2025 年突破 300 亿美元大关。与此同时，中国 CGT 市场的快速增长也不容忽视，尤其是从 2020 年后将迎来快速发展，根据预测，中国 CGT 的市场规模将于 2025 年达到 178.9 亿元。

图表 3: 全球 CGT 市场规模 (亿美元)



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 4: 中国 CGT 市场规模 (亿元)

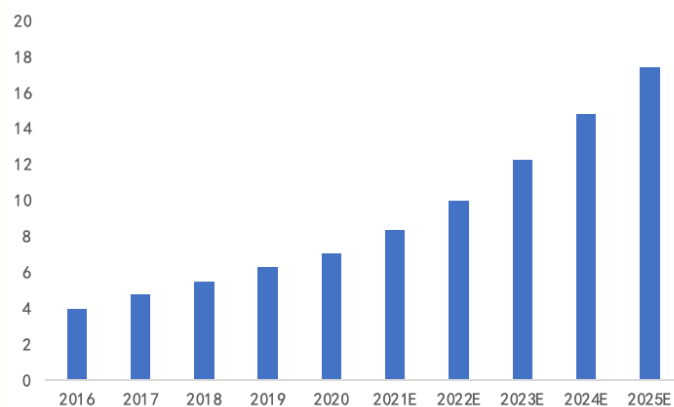


来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

全球及中国 CGT CRO&CDMO 市场将快速扩容

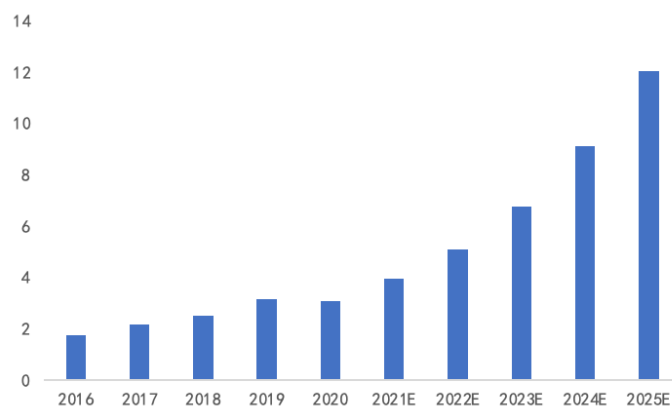
- CGT 外包行业快速扩容。**与传统化学药物相比，细胞与基因治疗的研究过程非常复杂，对制药企业提出了较高的要求，研发生产的难点主要涉及到质粒的规模化生产、cGMP 病毒的研发与规模化生产等。因此，我们认为 CGT 领域的外包渗透率将不断提升；同时，受益于 CGT 市场规模的快速增长，CGT 外包行业的市场规模也将快速扩容，迎来大的增长。根据 Frost & Sullivan，2016 年全球 CGT CRO 市场规模仅为 4 亿美元，但 2020 年已经达到 7.1 亿美元；随着该领域内研发不断加速布局，市场规模将于 2025 年达到 17.4 亿美元；同时，中国 CGT CRO 市场也从 2016 年的 1.7 亿元增长到 2020 年的 3.1 亿元，预计将于 2025 年达到 12 亿元。除此之外，CGT 领域的 CDMO 市场也取得了飞速发展，2016 年全球及中国的 CGT CDMO 市场规模分别为 7.7 亿美元和 8.7 亿元，预计将于 2025 年分别达到 78.6 亿美元和 197.4 亿元。

图表 5: 全球 CGT CRO 市场规模 (亿美元)



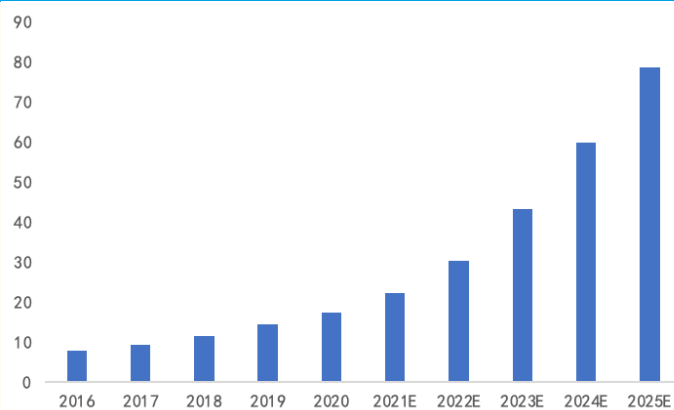
来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 6: 中国 CGT CRO 市场规模 (亿元)



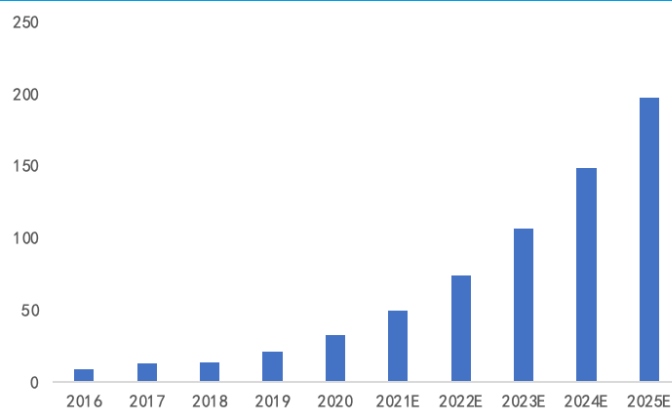
来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 7: 全球 CGT CDMO 市场规模 (亿美元)



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

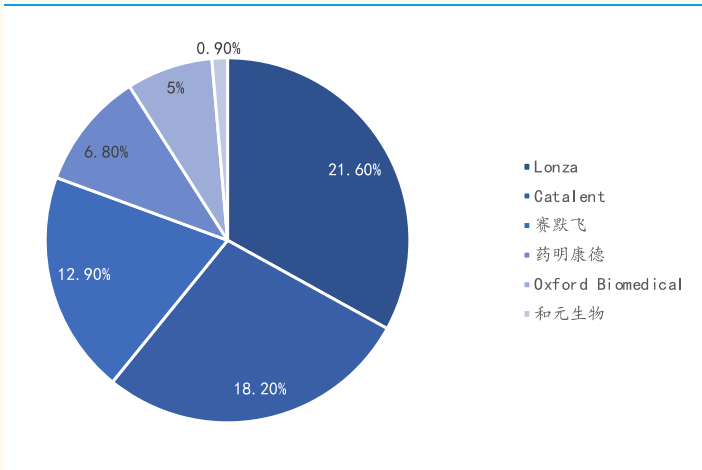
图表 8: 中国 CGT CDMO 市场规模 (亿元)



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

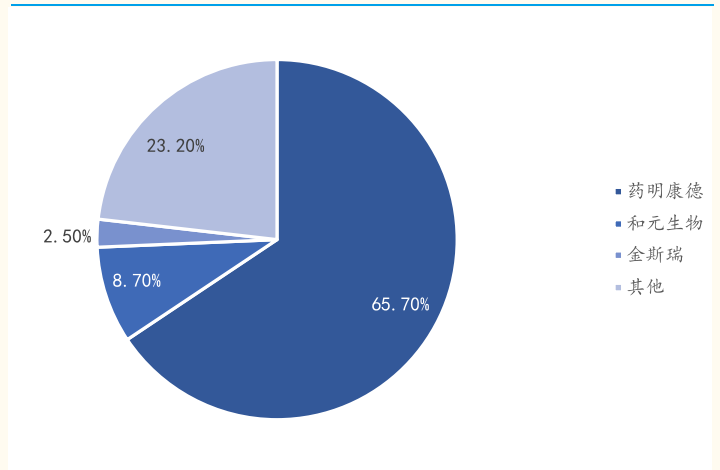
- **CGT 外包行业争格局初现, WuXi ATU 未来成长空间大。**由于存在着巨大的临床需求以及相应的 CGT 研发项目已处于临床当中, 未来 CGT 外包市场将迅速扩容。目前在全球范围内, Lonza、Catalent、赛默飞、药明康德、以及 Oxford Biomedical 占据了全球市场的主要份额, 其中药明康德占据 6.8% 的全球市场份额; 同时, 药明康德已经占据 65.7% 的中国市场份额, 是中国市场的领头羊。我们认为, 未来药明康德将进一步维持在中国的竞争地位, 同时不断开拓国际市场, 存在着巨大的成长空间, 期待公司未来的业绩表现。

图表 9: 2020 年全球 CGT/CTDMO 市场竞争格局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 10: 2020 年中国 CGT/CTDMO 市场竞争格局



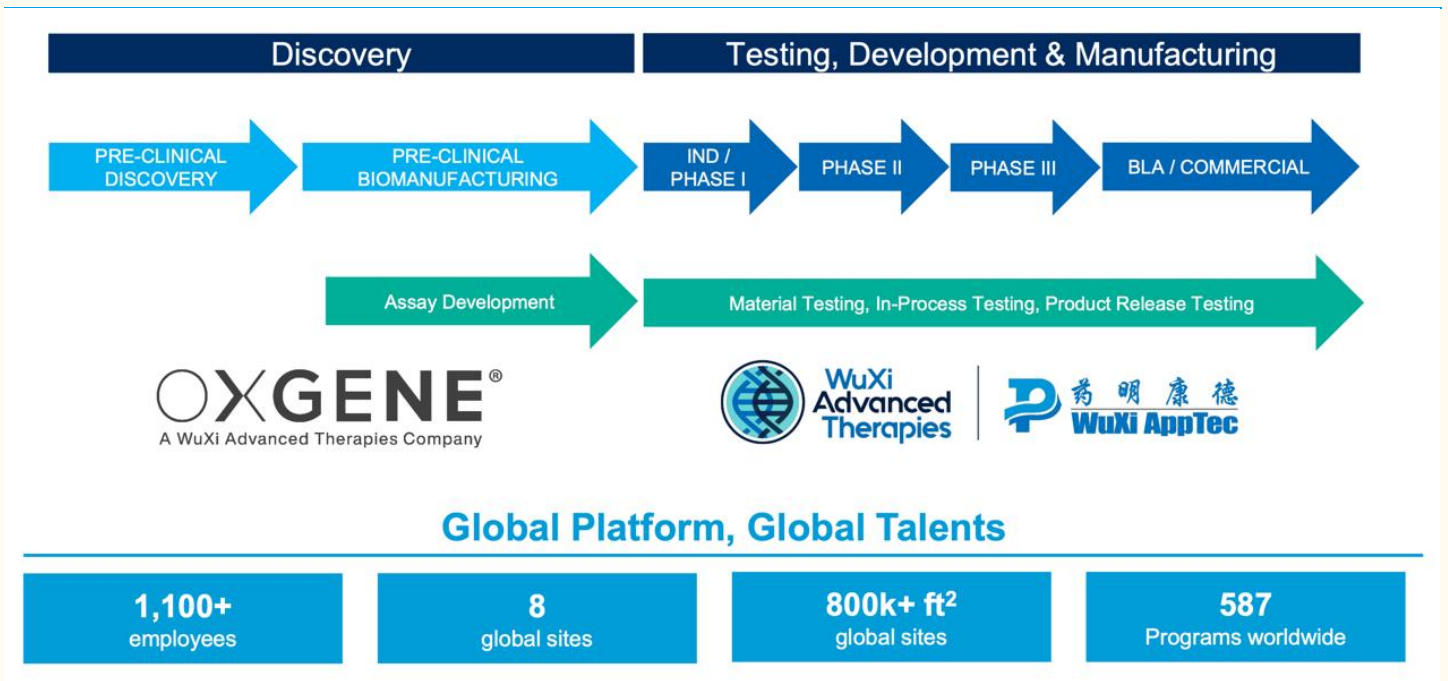
来源: 公司官网, 国金证券研究所

WuXi ATU 专注细胞与基因治疗, 三大业务独具技术优势

WuXi ATU, 开创 CTDMO 商业新模式

- 药明生基(WuXi ATU)作为药明康德细胞与基因疗法业务平台, 开创了独特的 CTDMO (合同测试、开发、生产)商业模式。与传统 CDMO 模式相比, 新模式可以更好地应对当前细胞与基因疗法领域测试、开发和放行的复杂度和困难度大的问题, 从而为客户提供一体化、端到端的细胞和基因疗法产品开发及生产服务。
- 此外, 通过对 OXGENE 的收购, WuXi ATU 吸纳了世界第一流的病毒载体开发平台, 进一步拓展了细胞和基因疗法平台的前期研发能力。目前, WuXi ATU 在全球范围内共有逾 1100 名员工, 8 个工厂, 总面积达 80 万平方英尺, 共计有 587 个正在进行的项目。

图表 11: WuXi ATU 业务概览



来源: 公司官网, 国金证券研究所

C“T”DMO，测试业务具备显著优势

- WuXi ATU 在细胞与病毒的测试领域具有 30 年的丰富经验，专注于细胞与基因治疗，目前已经有超过 1700 个全球申报项目，27 个商业批放行测试项目；此外，WuXi ATU 不断加强自动化程度，未来将在全球范围内进一步扩张产能，从而满足快速增长的市场需求。
- 相比于其他竞争对手，WuXi ATU 具备显著优势，如 90% 以上的按时交付率、90% 以上首次就达到客户的标准并正确交付等。CGT 的测试业务主要包含 3 大类：原材料、化验与测定、产品释放。原材料：细胞银行测试、病毒载体释放测试、动物源/人源的原材料所需的安全性测试、患者细胞的异致性以及 CGT 项目中大量的复杂原材料。化验与测定：基于复杂细胞及分子的化验、大量特定或定制的化验、特定化的技术能力、管理患者异质性的经验。产品释放：细胞治疗中极短的周转时间（24-96 个小时）、化验中有限的样本容量、复杂生物安全性测试、仍处于进化中的监管指引。药企和传统的 CDMO 企业并不拥有细胞与基因治疗的内部分析发展和测试能力，但 WuXi ATU 内部一体化的测试平台可以解决以上所述的全部挑战。

图表 12: WuXi ATU 的测试业务



来源：公司官网，国金证券研究所

CT“D”MO，内生外延打造核心技术平台

- **收购 OXGENE，打造核心技术平台。**2021 年 3 月 2 日，药明康德宣布完成对英国基因治疗技术公司 OXGENE 的收购。此次收购将进一步拓展药明康德细胞和基因疗法平台的技术能力，为客户提供一体化、端到端的细胞和基因疗法产品开发及生产服务，促进创新疗法惠及全球患者。

图表 13: 药明康德收购 OXGENE



来源：公司官网，国金证券研究所

- **全整合的一体化 CTDMO 平台形成。**通过此次收购，OXGENE 将成为药明康德旗下专注于细胞和基因疗法 CTDMO 药明生基的全资子公司；同时，OXGENE 将保留原公司名称，并成为药明生基在欧洲的首个研发生产基地。OXGENE 的加入将进一步增强药明生基的一体化平台能力，通过赋能全球客户加速细胞和基因治疗产品的开发、测试、生产和商业化进程，不断推动更多创新疗法早日进入市场。目前，整合后的平台主要分为 4 个部分：OXGENE、质粒 DNA、病毒载体、细胞治疗。

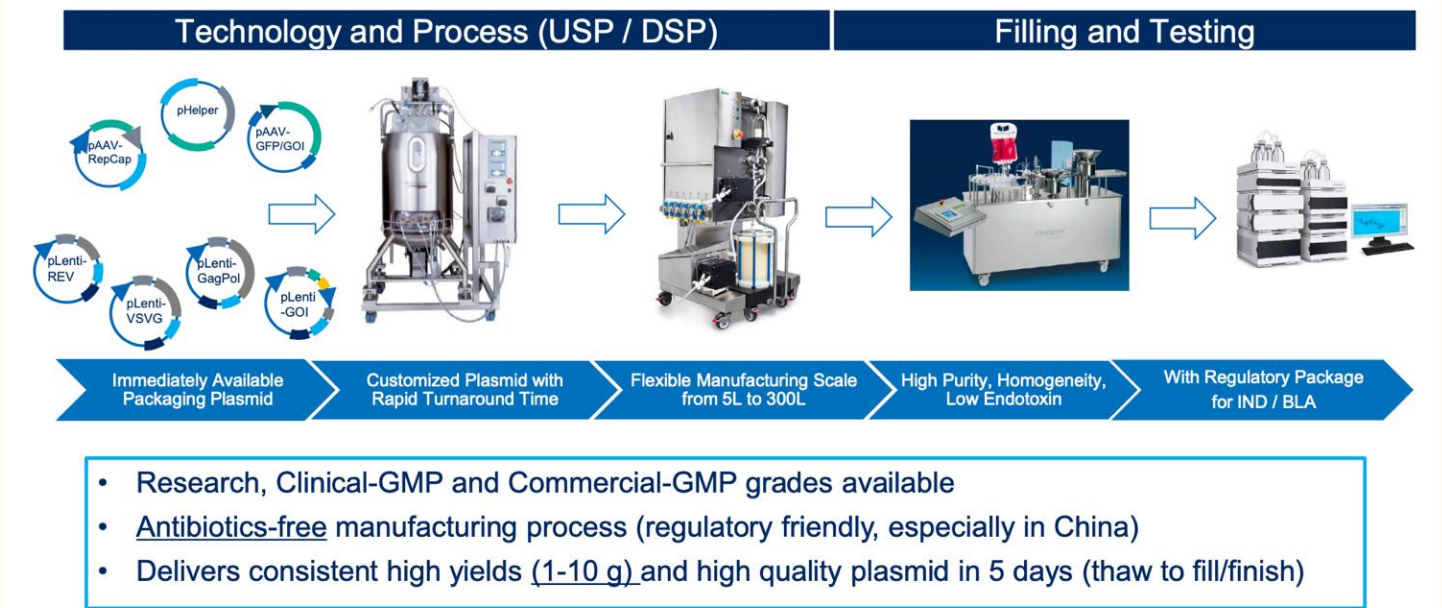
图表 14: 全整合的一体化 CTDMO 平台

OXGENE	Plasmid DNA	Viral vector	Cell therapy
Viral vector & cell line development	Research, Clinical and Commercial Grade	XAAV™ ~ AAV platform	Closed CAR-T
Innovations in future manufacture platform		XLenti™ ~LVV platform	TIL / MIL
		TESSA™ ~Future revolutionary AAV platform	Stem cell & Tissue Engineering
UK	UK & China	USA & China	USA & China

来源：公司官网，国金证券研究所

- **OXGENE 具备创新技术，优势明显。**自 2011 年成立以来，OXGENE 凭借其创新技术、研发服务和强大的规模化生产系统，为细胞和基因治疗行业提供了高效的药物发现和生解决方。此外，OXGENE 用于腺相关病毒（AAV）生产的新型 TESSA 技术和用于慢病毒稳定生产的 XLenti 解决方案，不仅提高了细胞和基因疗法产品的生产效率，还显著降低了成本。
- **质粒 DNA 生产平台。**目前，该平台可以提供临床前研究阶段、临床 GMP 以及商业化 GMP 阶段的质粒 DNA 的生产服务，并且生产过程不涉及到抗生素；此外，该生产平台可以在五天内保证高质量、持续且高产（1-10g）的质粒 DNA。

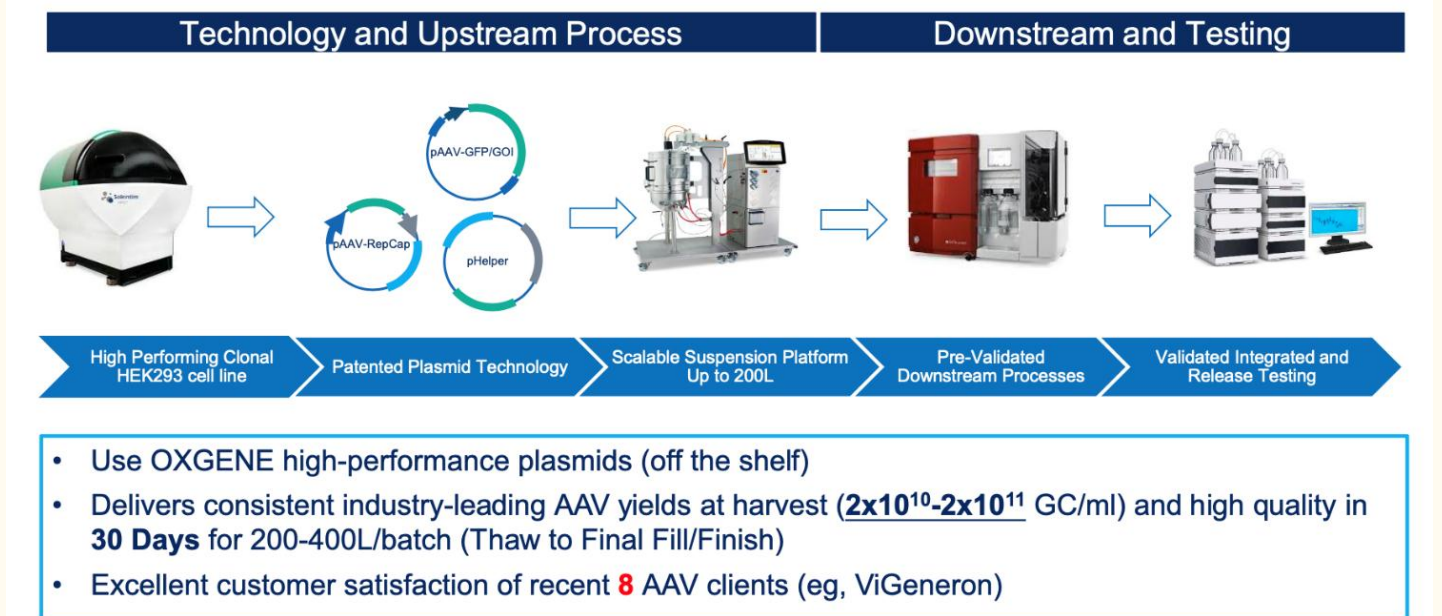
图表 15: 质粒 DNA 生产平台



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **XAAV™ 悬浮培养瞬转平台:** 该平台使用 OXGENE 高表达质粒, 并且可在收获时提供行业领先的 AAV 产量 (2×10^{10} - 2×10^{11} GC/ml), 可以在 30 天内生产出 200-400L/批的高质量产品; 最近 8 个客户都表达出极高的满意度。

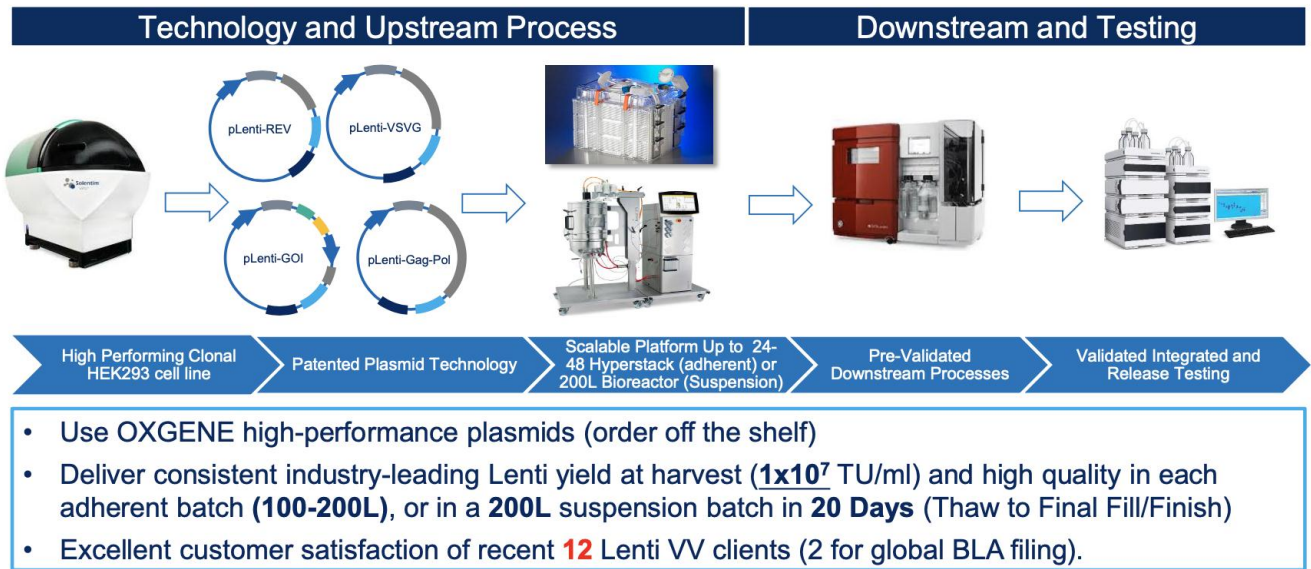
图表 16: XAAV™ 悬浮培养瞬转平台



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **XLenti™ 贴壁/悬浮培养瞬转平台:** 该平台使用 OXGENE 高表达质粒, 并且可在收获时提供行业领先的 Lenti 产量 (1×10^7 TU/ml), 并且保证每批次的高产量 (100-200L); 最近 12 个客户都表达出极高的客户满意度。

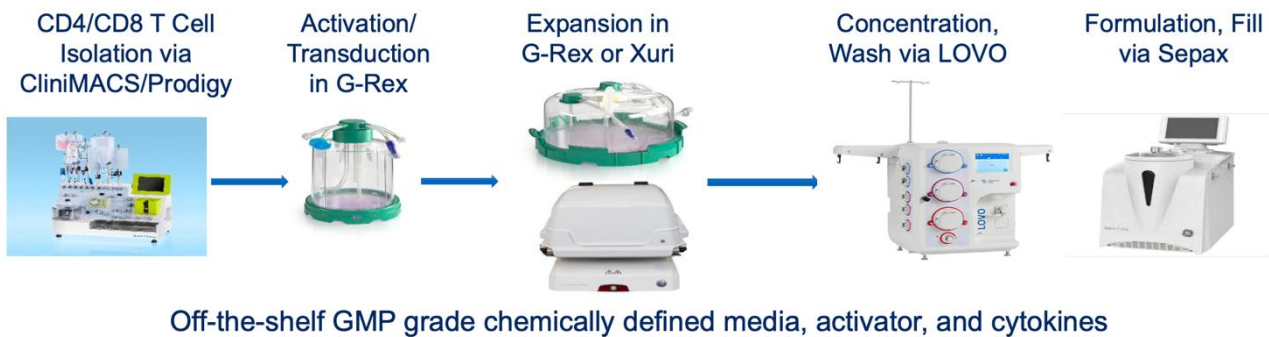
图表 17: XLenti™ 贴壁/悬浮培养瞬转平台



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **封闭式 CAR-T 平台:** 该平台包括预先建立的设备、文件、原材料、测试目录和规范, 从而实现快速技术转移到生产环节。此外, 封闭式 CAR-T 平台可以在较低级别的洁净室进行制造, 从而降低了成本、增加了生产能力; 目前已经具备 >400 批自体/异体 CAR-T 的经验。

图表 18: 封闭式 CAR-T 平台

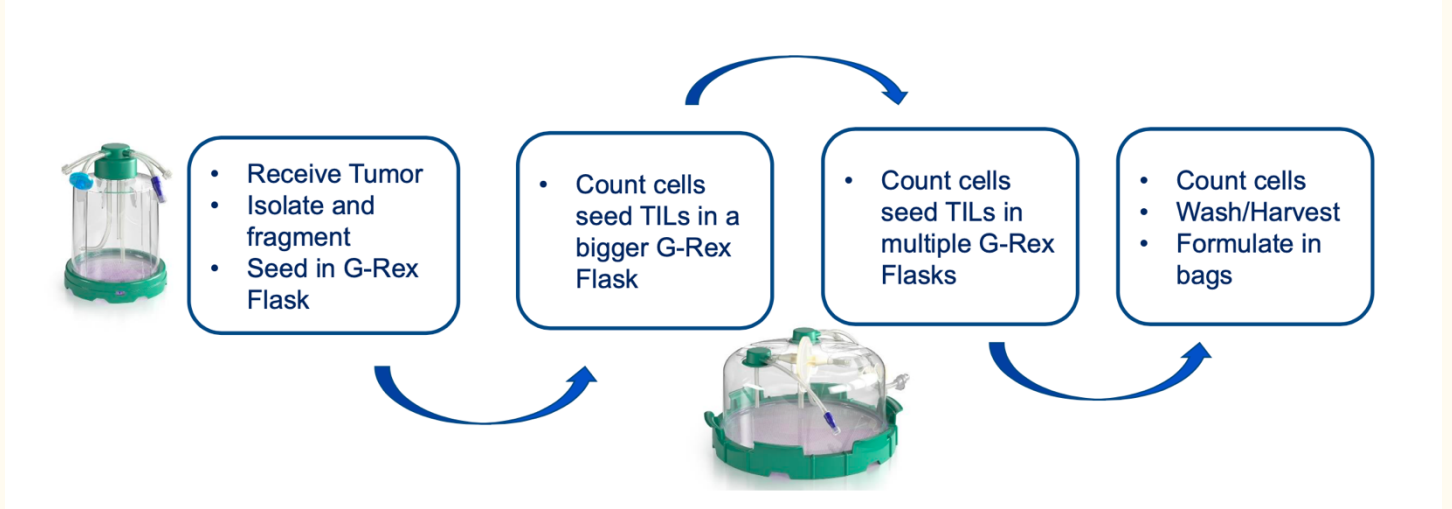


- The platform includes pre-established equipment, documents, raw materials, testing catalog and specifications -> Enable fast tech transfer to manufacturing.
- Closed CAR-T enables Mfg in lower grade of clean room -> **reduce COGs and increase Mfg throughput**
- **>400** batches of autologous / allogeneic CAR-T experience

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **肿瘤浸润淋巴细胞 (TIL) 平台:** 目前已覆盖的癌症有黑色素瘤、转移性黑色素瘤、宫颈癌、HNSCC 以及其他多种癌症。目前已有 300 批处于生产或已交付的状态, WuXi ATU 目前是行业的领导者。

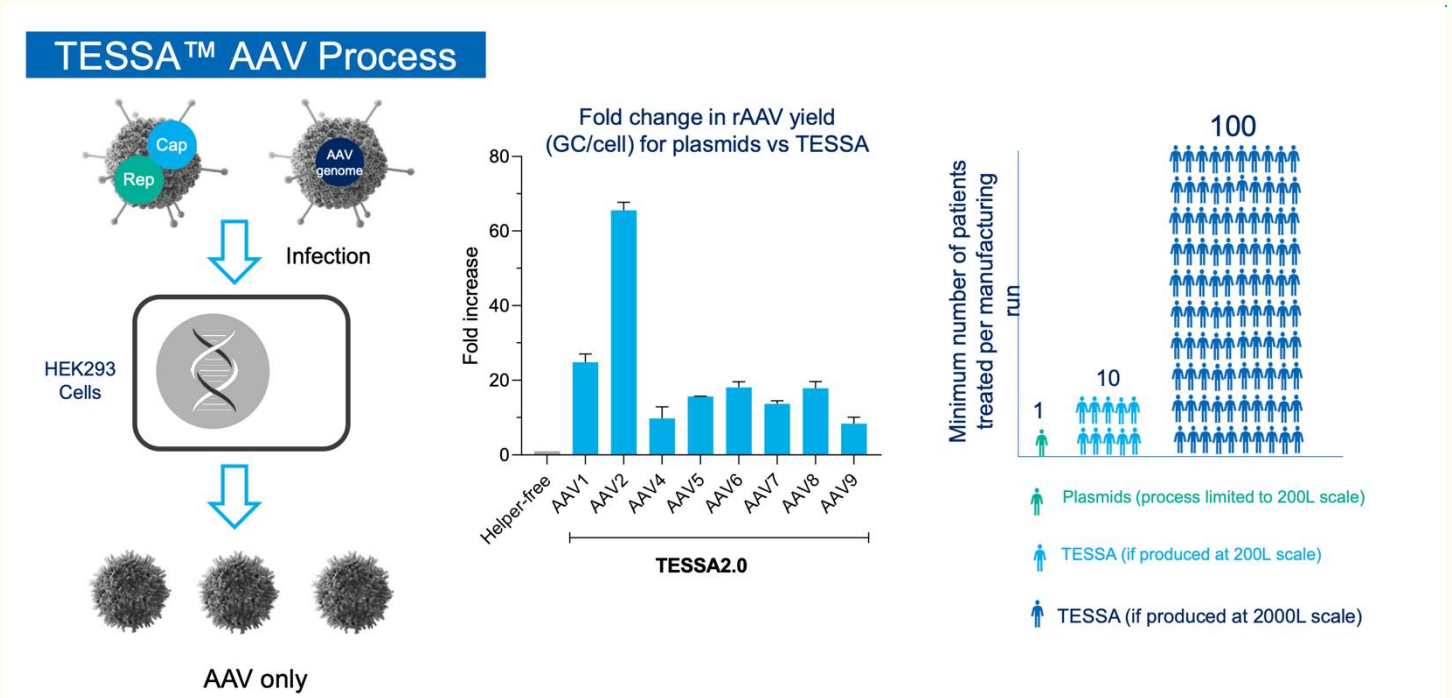
图表 19: 肿瘤浸润淋巴细胞 (TIL) 平台



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **TESSA™ AAV 技术:** 该技术具备多重优势: 1) 显著增加了 AAV 粒子的产量; 2) 提高了 AAV 粒子的质量; 3) 减少了 99.999999% 的腺病毒污染; 4) 由于不使用质粒, 因此大幅降低了 COG; 5) 显著提高了可放大性 (>2000L) 和工艺的稳定性, 从而进一步显著降低了 COG。

图表 20: TESSA™ AAV 技术



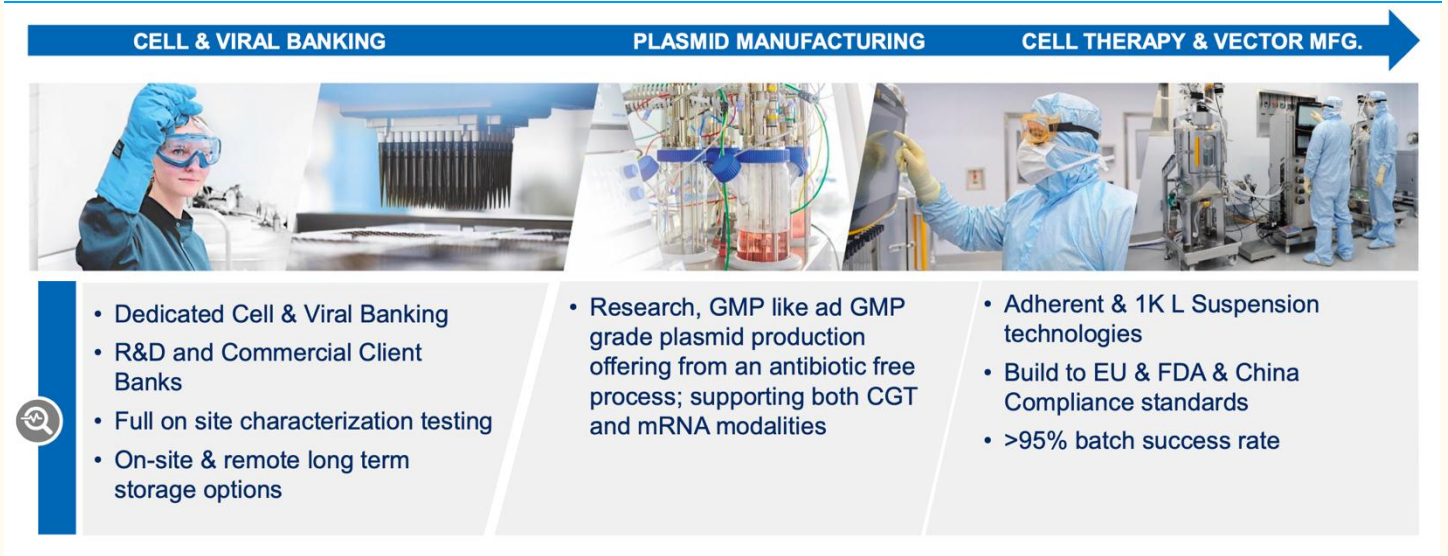
来源: 公司官网, 国金证券研究所

CTD“M”O, 生产制造全周期管理

- **CTDMO 模型, 生产制造的全周期管理。** 主要分为 3 步: 第一步是细胞和病毒银行, 主要有: 专用细胞和病毒银行、研发与商业化客户的银行。第二步是质粒生产, 主要有: 研究、类 GMP 与 GMP 级别的质粒生产, 提供

无抗生素的生产流程，可以用于 CGT 和 mRNA 的大分子生产。第三步是细胞治疗和病毒的制造。

图表 21: 生产制造的全周期管理CTDMO 模型



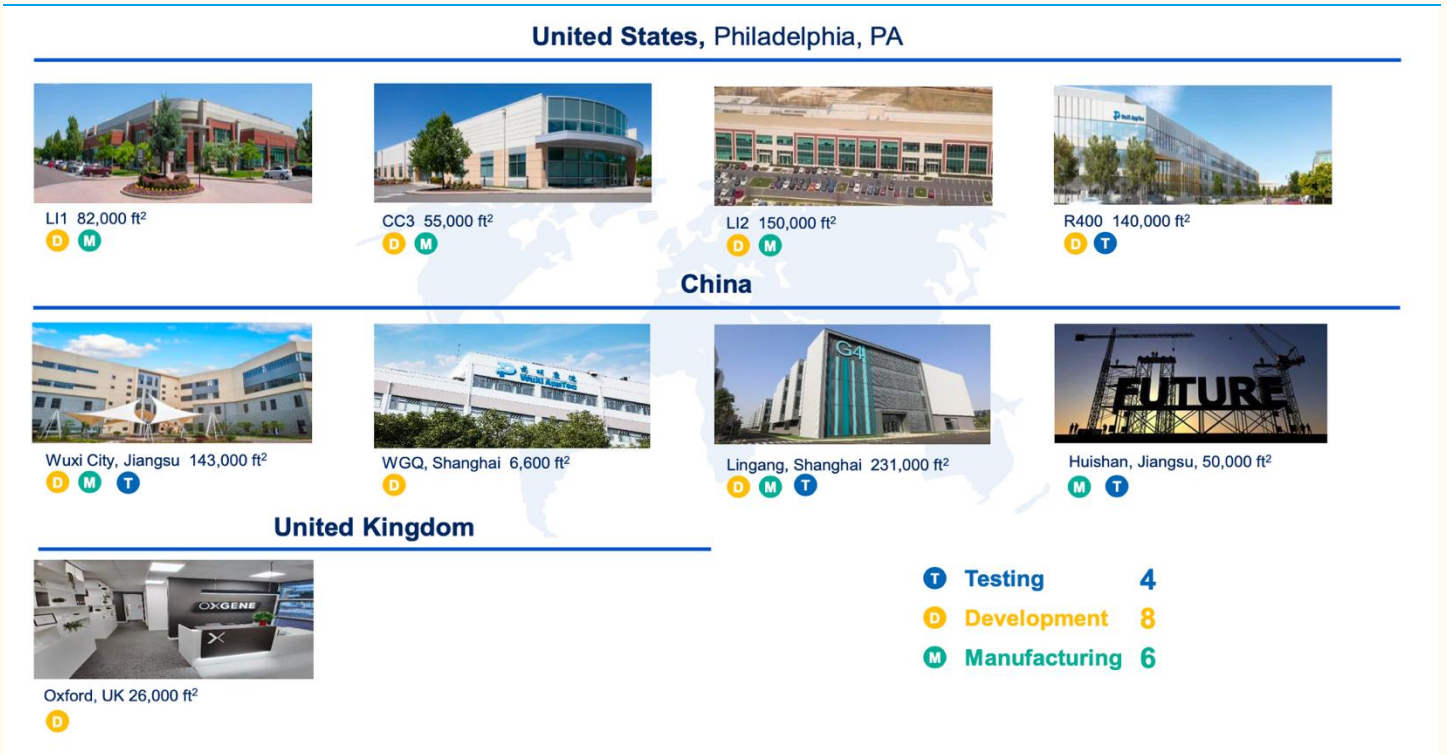
来源：公司官网，国金证券研究所

WuXi ATU 全球化布局，不断加码产能与人才库

费城与临港基地投入运营，产能不断持续扩张

- 全球范围内广泛布局，满足客户日益增长的需求。目前，WuXi ATU 已经在美国、中国及英国布局有工厂，其中 4 座工厂具备测试能力，9 座工厂具有发展能力，6 座工厂具有生产能力。中国工厂拥有 38 万平方英尺的生产场地，目前是中国 CGT 最大的专用 CDMO。该工厂位于上海外高桥、临港以及无锡，用于全规模质粒、病毒载体以及细胞与基因治疗的 GMP 生产。上海临港的新场地已经投入使用，是中国最大的细胞与基因治疗 GMP 生产设施，具备从基因治疗到测试、PD 以及生产的端到端 CDMO 生产能力。

图表 22: WuXi ATU 全球布局



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- **费城基地扩建实验室投入运营。**2021年11月15日, 药明康德旗下专注于细胞和基因疗法CTDMO的药明生基宣布, 公司在美国费城Navy Yard基地扩建的全新高端检测实验室正式投入运营。此次投入运营的全新实验室是药明生基美国费城Navy Yard基地扩建的一部分, 该实验室面积为1.3万平方米, 投产后将使公司高端检测产能(Testing)提升三倍, 大幅提升了公司现有的分析开发和高端检测能力及规模, 将进一步增强药明生基细胞和基因疗法一体化CTDMO平台能力, 从而更好地满足全球客户对细胞和基因疗法产品日益增长的需求。
- **临港基地投入运营, 新基地产能配备充足。**2021年10月18日, 药明生基宣布, 公司在上海临港新建的工艺研发和商业化生产中心正式投入运营。作为药明生基全球第四个生产基地, 该中心将有力补充公司的全球化运营网络, 并与美国、英国和中国的其他三个基地联动, 通过强大的产能布局为全球客户提供更高效的服务。投入运营后, 临港基地将为病毒载体和细胞疗法提供一体化的工艺开发、生产和测试服务。新基地配备200多个独立套间和6条完整的载体和细胞生产线, 包含独立的配液中心和GMP级别无菌灌装隔离器。这些设施将进一步增强药明生基的全球化产能, 从而在病毒载体和细胞疗法服务方面为客户提供更大的灵活性和更快的交付时间。
- **WuXi ATU 产能持续扩张, 新技术平台不断深化。**2020年美国费城产能扩建, 高端检测产能提升三倍; 收购OXGENE, 进一步增强公司AAV及慢病毒平台技术能力; 此次临港基地的投入运营, 有望进一步完善公司细胞和基因治疗产业链, 有效提升从产能、降低成本。我们预计2022年WuXi ATU增速恢复, 2023年有望成为ATU板块进入高速上升轨道的拐点。

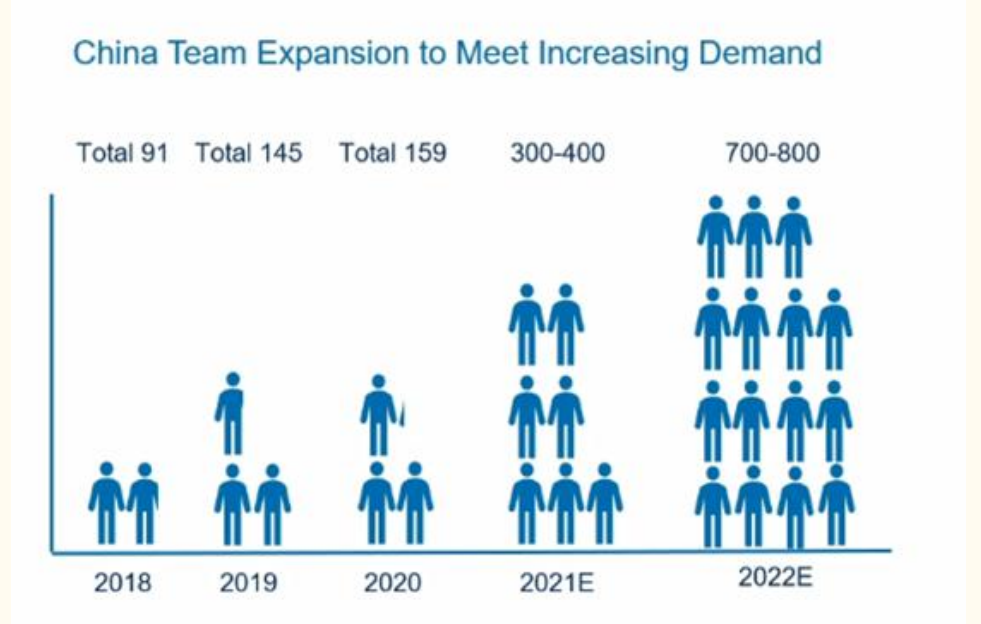
不断加码人才储备, 高管团队产业背景深厚

- **人才储备不断加码。**目前拥有逾250名员工, 其中超过10%的专家具有国际背景。我们预计, 中国区将会在2021年末拥有300-400名员工, 预计

于 2022 年增长到 700-800 名员工。未来，将于无锡不断扩展质粒的生产能力，目前为每年 450lots，预计 2022 年翻三倍。此外，WuXi ATU 遵从极高的质量标准，并且符合全球多国的监管要求，多次通过 FDA 等监管机构的检查及认证。

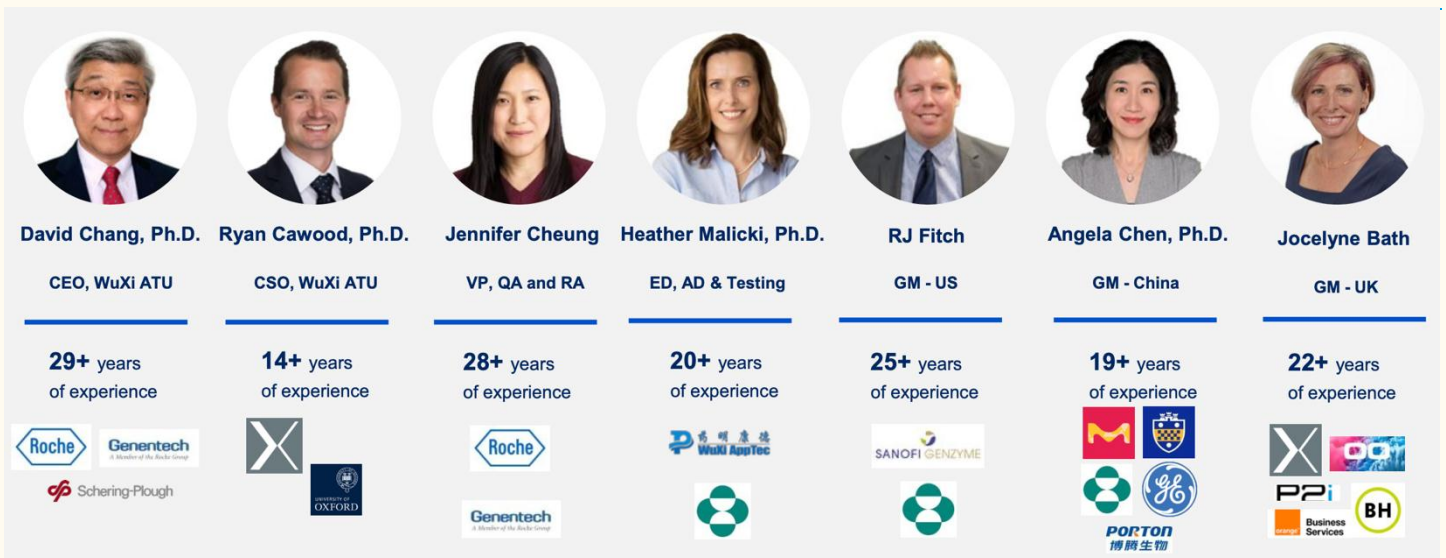
- **高管团队产业背景深厚。** WuXi ATU 拥有一支具备深厚产业背景的高管团队，其中 WuXi ATU 首席执行官张幼翔博士具备 29 年的行业经验，曾就职于罗氏、基因泰克等知名大型跨国药企。此外，其余 6 名高管人员都具备 10-20 年及以上的大型跨国药企从业经验，产业背景深厚。

图表 23: WuXi ATU 的中国人才扩张计划



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 24: WuXi ATU 高管团队

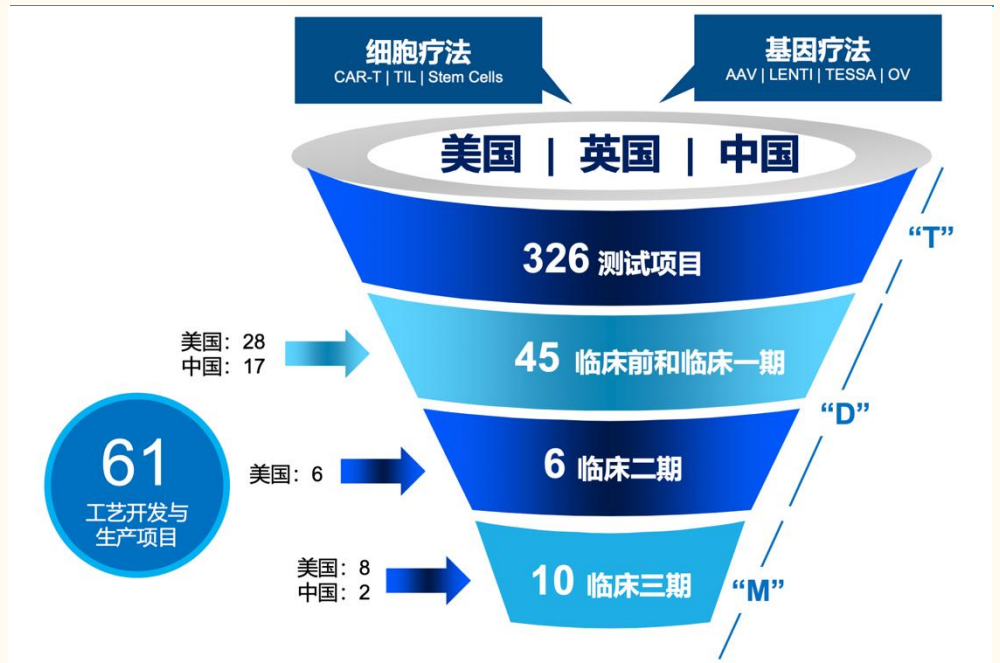


来源：公司官网，国金证券研究所

WuXi ATU 管线丰富，驱动业绩持续高增长

- **营收逐步增长，未来业绩值得期待。** WuXi ATU 的营业收入从 2017 年的 7 亿元提升至 2020 年 10 亿元，取得了快速的增长。2021 年前三季度实现 7.4 亿元的营业收入，相较于 2020 年前三季度的 7.8 亿元的营业收入下降了 5.2%。其中，中国区业务增长强劲，收入同比增长 187%，一定程度上缓解了美国区业务下降的影响。目前，营业收入中细胞治疗仍占比较大，但近年来基因治疗的占比提升势头较为迅猛；按照地区来拆分，美国仍然是营收的主要来源，但自 2019 年开始，中国和欧洲地区的营收逐渐开始放量，增速可观。随着 CGT 市场的不断扩容以及公司平台技术的建设，我们预计公司未来业绩将迅速提升。
- **丰富的 CDMO 管线持续扩张。** 公司持续加强细胞疗法 CDMO 服务平台建设，利用全球产能为细胞及基因疗法客户提供一体化的测试、工艺开发和生产服务，服务多名客户并协助他们加速创新。目前共有 326 个测试项目；共有 45 个项目处于临床前和临床一期阶段，其中美国有 28 个，中国有 17 个；共有 6 个项目处于临床 II 期阶段，其中美国有 6 个；共有 10 个项目处于临床 III 期阶段，其中美国有 8 个，中国有 2 个；共有 4 个项目处在即将递交上市申请阶段。我们认为，丰富并且具有梯度的 CDMO 管线将为 WuXi ATU 持续提供增长驱动力，看好公司未来增长潜力。

图表 25: WuXi ATU 的管线进展



来源：公司官网，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,614	12,872	16,535	22,590	30,664	41,426	货币资金	5,761	5,227	10,237	12,900	15,800	19,900
增长率	33.9%	28.5%	36.6%	35.7%	35.1%		应收账款	2,087	2,992	3,701	4,479	6,079	8,213
主营业务成本	-5,821	-7,858	-10,253	-13,470	-18,233	-24,706	存货	952	1,742	2,686	3,543	4,696	6,198
%销售收入	60.5%	61.0%	59.6%	59.5%	59.6%		其他流动资产	3,007	2,701	6,435	6,406	6,618	6,821
毛利	3,793	5,014	6,282	9,120	12,431	16,720	流动资产	11,807	12,663	23,059	27,328	33,193	41,132
%销售收入	39.5%	39.0%	40.4%	40.5%	40.4%		%总资产	52.1%	43.3%	49.8%	55.6%	60.4%	65.5%
营业税金及附加	-29	-28	-35	-50	-67	-91	长期投资	2,735	4,803	7,482	7,782	7,782	7,782
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%		固定资产	5,018	6,785	9,215	9,369	9,406	9,434
销售费用	-338	-439	-588	-791	-1,073	-1,450	%总资产	22.1%	23.2%	19.9%	19.0%	17.1%	15.0%
%销售收入	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%		无形资产	2,810	3,534	3,747	3,653	3,567	3,487
管理费用	-1,131	-1,482	-1,839	-3,163	-3,986	-5,593	非流动资产	10,861	16,576	23,232	21,856	21,755	21,653
%销售收入	11.8%	11.5%	11.1%	14.0%	13.0%		%总资产	47.9%	56.7%	50.2%	44.4%	39.6%	34.5%
研发费用	-437	-590	-693	-1,143	-1,533	-2,071	资产总计	22,667	29,239	46,291	49,184	54,947	62,785
%销售收入	4.5%	4.6%	4.2%	5.1%	5.0%		短期借款	355	1,952	1,407	1,321	1,193	1,009
息税前利润 (EBIT)	1,859	2,474	3,127	3,974	5,771	7,515	应付款项	1,817	2,638	3,396	4,589	5,033	5,665
%销售收入	19.3%	19.2%	18.9%	17.6%	18.8%		其他流动负债	1,590	2,044	3,117	3,207	4,263	5,712
财务费用	-56	-24	-520	159	232	311	流动负债	3,762	6,634	7,920	9,118	10,490	12,386
%销售收入	0.6%	0.2%	3.1%	-0.7%	-0.8%		长期贷款	15	762	0	240	240	240
资产减值损失	-2	-1	63	0	0	0	其他长期负债	725	4,433	5,652	2,886	2,886	2,886
公允价值变动收益	606	-259	52	500	0	0	负债	4,502	11,829	13,573	12,244	13,616	15,512
投资收益	80	48	606	600	600	600	普通股股东权益	17,688	17,312	32,494	36,645	40,947	46,768
%税前利润	3.1%	2.0%	18.0%	11.5%	9.1%	7.1%	其中：股本	1,165	1,651	2,442	2,442	2,442	2,442
营业利润	2,585	2,341	3,389	5,233	6,603	8,426	未分配利润	4,688	5,777	8,088	11,050	15,351	21,173
营业利润率	26.9%	18.2%	20.5%	23.2%	21.5%	20.3%	少数股东权益	477	97	225	295	385	505
营业外收支	-4	-4	-20	0	0	0	负债股东权益合计	22,667	29,239	46,291	49,184	54,947	62,785
税前利润	2,581	2,337	3,369	5,233	6,603	8,426	比率分析						
利润率	26.8%	18.2%	20.4%	23.2%	21.5%	20.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-247	-426	-383	-785	-990	-1,264	每股指标						
所得税率	9.6%	18.2%	11.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.941	1.123	1.212	1.786	2.253	2.874
净利润	2,334	1,911	2,986	4,448	5,612	7,162	每股净资产	15.186	10.485	13.308	14.954	16.709	19.085
少数股东损益	73	57	26	70	90	120	每股经营现金净流	1.399	1.647	1.488	1.622	1.812	2.324
归属于母公司的净利润	2,261	1,855	2,960	4,378	5,522	7,042	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.580	0.500	0.500
净利率	23.5%	14.4%	17.9%	19.4%	18.0%	17.0%	回报率						
							净资产收益率	12.78%	10.71%	9.11%	11.95%	13.49%	15.06%
							总资产收益率	9.97%	6.34%	6.39%	8.90%	10.05%	11.22%
							投入资本收益率	9.01%	9.10%	7.65%	8.38%	11.00%	12.69%
							增长率						
							主营业务收入增长率	23.80%	33.89%	28.46%	36.62%	35.74%	35.10%
							EBIT增长率	11.86%	33.11%	26.37%	27.08%	45.22%	30.23%
							净利润增长率	84.22%	-17.96%	59.62%	47.88%	26.14%	27.53%
							总资产增长率	80.18%	28.99%	58.32%	6.25%	11.72%	14.26%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	68.2	69.9	72.9	70.0	70.0	70.0
							存货周转天数	52.7	62.6	78.8	96.0	94.0	91.6
							应付账款周转天数	22.3	22.1	26.7	23.0	23.0	23.0
							固定资产周转天数	132.5	133.1	135.3	99.9	74.0	55.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-41.58%	-13.65%	-37.26%	-39.80%	-42.89%	-46.57%
							EBIT利息保障倍数	33.1	103.3	6.0	-25.0	-24.9	-24.2
							资产负债率	19.86%	40.46%	29.32%	24.89%	24.78%	24.71%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	44	53	75	155
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-24	买入	112.71	N/A
2	2020-03-25	买入	91.85	N/A
3	2020-04-30	买入	102.53	130.00 ~ 130.00
4	2020-06-16	买入	82.55	100.00 ~ 100.00
5	2020-12-02	买入	108.48	159.63 ~ 159.63
6	2021-01-24	买入	176.00	219.63 ~ 219.63
7	2021-08-04	买入	158.88	219.63 ~ 219.63
8	2021-11-02	买入	130.18	219.63 ~ 219.63

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402