

# 从产能趋势看药明康德成长空间

## ——药明康德系列研究三

投资评级：买入

2022年9月24日

姓名	孙建
邮箱	sunjian@stocke.com.cn
电话	13641894103
证书编号	S1230520080006

姓名	郭双喜
邮箱	guoshuangxi@stocke.com.cn
电话	19801116960
证书编号	S1230521110002

# 目录

CONTENTS

## 01

### 复盘&推演

收入vs产能：复合增长一致性强  
周转率&摊销：平稳增强可预测  
2025vs2021：固定资产望增2倍

## 02

### 业务拆分

化学CDMO：强 $\alpha$ 望助力再加速，新业务加速成长  
ATU：持续蓄力，爆发在即  
模式：R&Biology 强导流

## 03

### 展望及投资建议

收入复合加速可预测，看好市占率突破  
低估龙头，维持“买入”

## 04

### 风险提示

创新药景气度下滑风险、竞争风险、汇兑风险、新业务拓展不及预期风险、业绩不达预期风险

图1: 药明康德CAPEX、收入和人员YOY分析

图2: 药明康德固定资产周转率相对平稳

图3: 药明康德固定资产净值平均值与YOY

图4: 药明康德固定资产原值、净值情况

图5: 药明康德R&D&M产能布局情况

图6: 药明康德产能扩张情况 (按照建筑面积计算)

图7: 药明康德细分业务收入占比拆分

图8: 药明康德化学CDMO收入和YOY

图9: 药明康德CRDMO模式

图10: 药明康德化学业务中细分项目收入占比拆分

图11: 新分子 (多肽和寡核苷酸) CRDMO收入快速攀升

图12: 制剂CDMO项目数量快速增长

图13: 制剂CRDMO收入情况

图14: CGT CDMO项目数量不断增长

图15: CGT CDMO项目收入

图16: CGT CDMO漏斗情况

图17: 药物发现收入及增速

图18: Testing业务收入及增速

图19: Biology业务收入及增速

图20: DDSU业务收入及增速

图21: 2011-2022E年药明康德收入及增速

图22: 2021年全球CXO龙头收入对比

表1: 药明康德盈利预测

# 01

## 复盘&推演

1.1 收入vs产能：复合增长一致性强

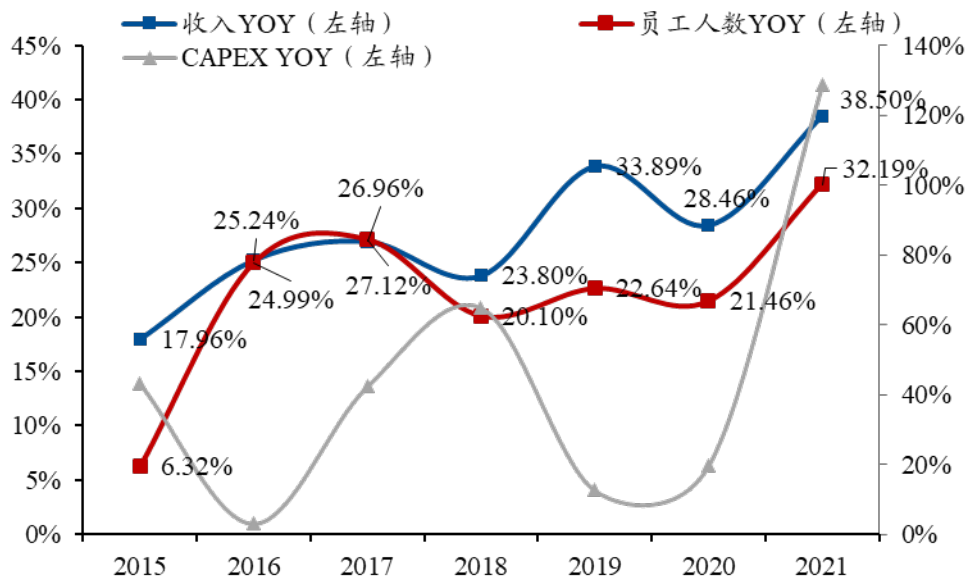
1.2 周转率&摊销：平稳增强可预测

1.3 2025vs2021：固定资产望增2倍

# 1.1 收入vs固定资产：复合增长一致性更强

- 从更长维度看：固定资产增长趋势与收入增长趋势具有较强一致性：
- 拉长看8年：2014-2021年8年间药明康德收入复合增长27.68%，固定资产净值复合增长率28.54%，CAPEX复合增长率29.32%，人员复合增长21.88%；
- 看5年：2017-2021年5年间收入复合增长31.05%，固定资产净值复合增长率31.81%（固定资产原值复合增长28.10%），CAPEX复合增长率50.19%，人员复合增长24.01%；
- 一般情况下对于2023-2025年新增人员预测缺少可参考前瞻指标，但是对于固定资产的预测更容易从前瞻性的资本开支(CAPEX) 角度进行推演。

图1：药明康德CAPEX、收入和人员YOY分析



数据来源：Wind，浙商证券研究所

## 周转率&摊销：

- **固定资产周转率相对平稳：**参考2017-2021年固定资产周转率相对稳定，我们假设2022-2025年延续这一趋势，即固定资产周转率维持在3.2-3.3之间。
- **摊销相对稳定：**2017-2021年固定资产净值/原值比例也维持在59%-66%，意味着新投产能和原有产能摊销节奏基本稳定。

图2：药明康德固定资产周转率相对平稳

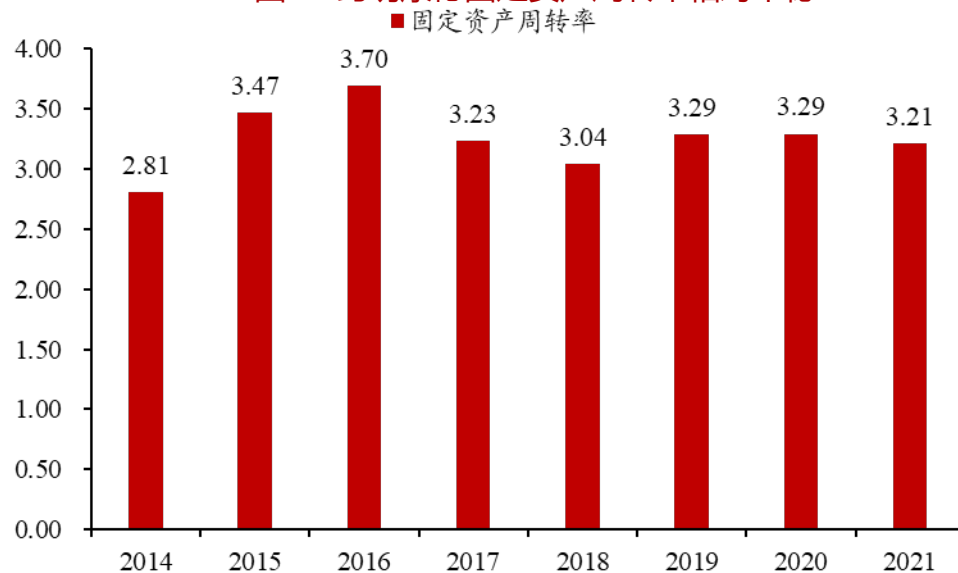


图3：药明康德固定资产净值平均值与YOY

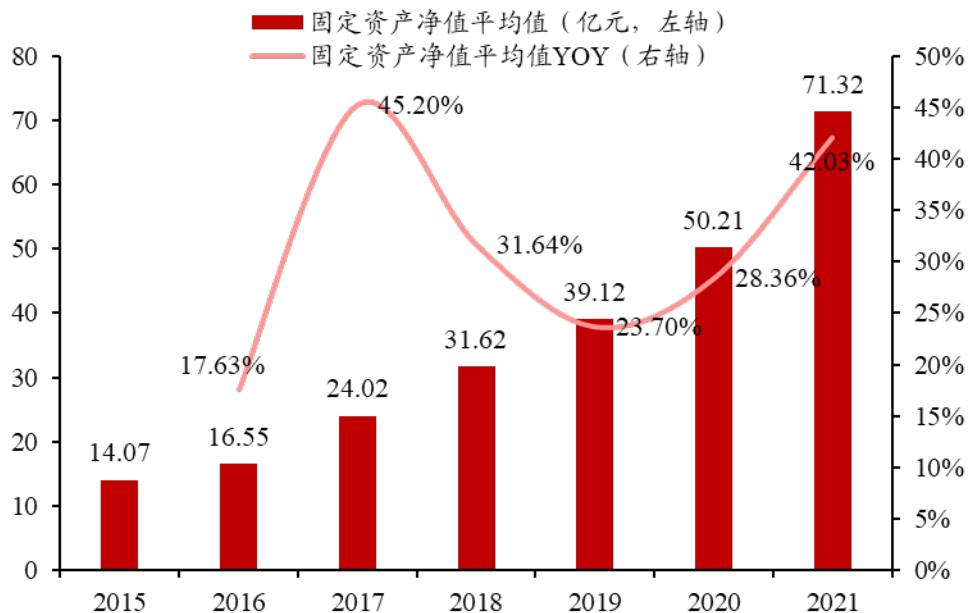
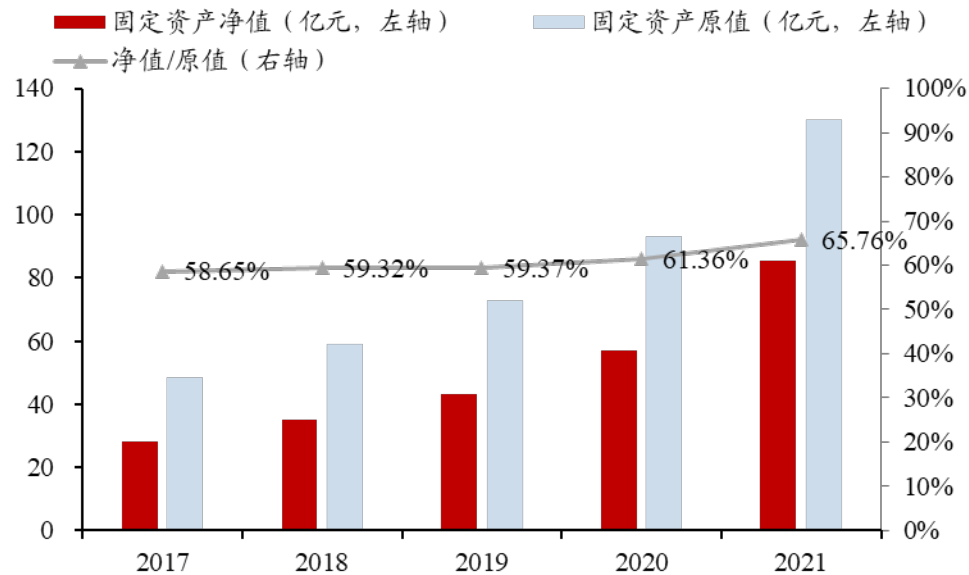


图4：药明康德固定资产原值、净值情况



数据来源：Wind，浙商证券研究所

# 1.3 2025vs2021: 固定资产有望增长1.9-2.2倍

- 2021年底公司固定资产原值130.07亿，在建工程57.72亿，2022年公司预计CAPEX在90-100亿（公司官网演示材料）；
- 2023-2025年CAPEX预计至少98-128亿：1) 美国+新加坡投资额预计在10-13亿美元。参考公司公告将在美国特拉华州以及新加坡产能投资规划，考虑到美国制剂CDMO（公司预计2025年完成建设并承接订单，从在建工程看截止2022H1并未开始建设）和新加坡产能（10年约合14.3亿美元投资）较长建设周期，我们假设2023-2025年美国和新加坡CAPEX体量在10-13亿美元；2) 泰兴+启东+苏州生物学预计30-40亿投入。参考公司官网对于泰兴新药研发中心及生产基地项目（预算55亿，2022H1仅投资27%）、启东一期&二期项目建设（预算16.57亿，2022H1仅投资22%）、苏州2023-2024年预计新增3万平米生物学产能，我们假设2023-2025年泰兴、启东和苏州项目CAPEX在30-40亿；
- 在不考虑其他项目CAPEX情况下，假设2025年以上在建工程+新增CAPEX投资全部转固，计算得到2025年固定资产原值有望达到375-416亿，2021-2025年固定资产复合增长30%-34%。

图5：药明康德R&D&M产能布局情况

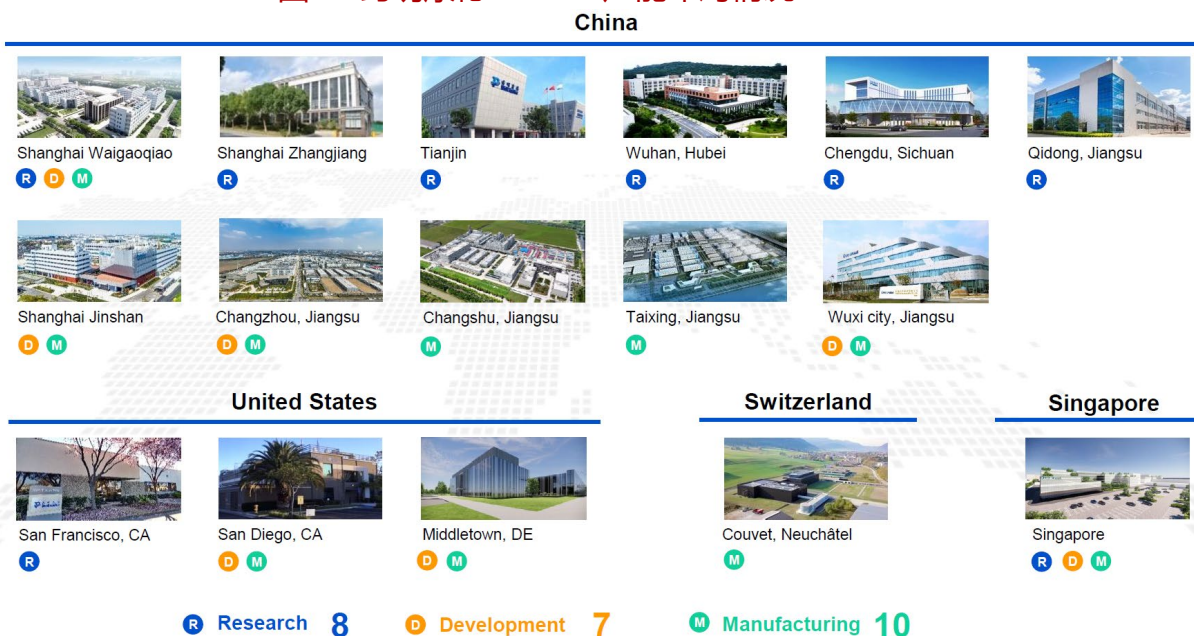
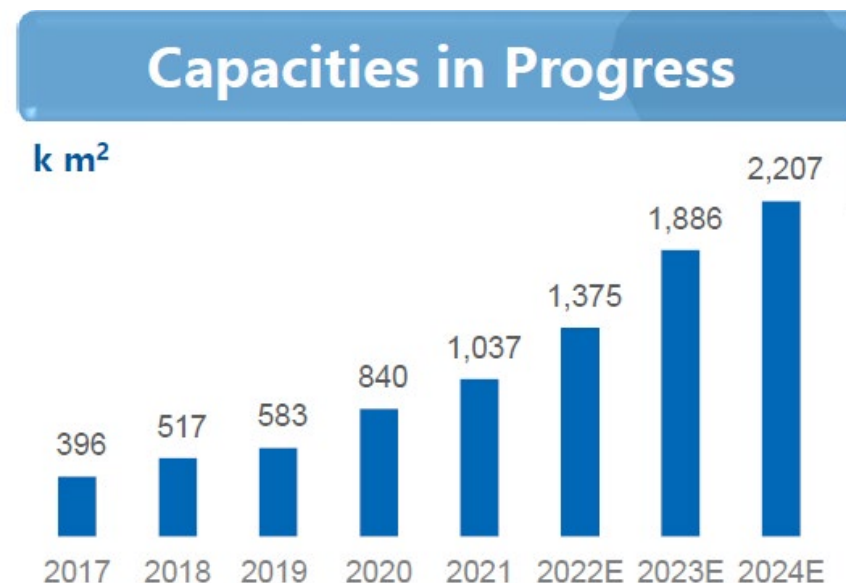


图6：药明康德产能扩张情况（按照建筑面积计算）



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

# 02

## 业务拆分

**2.1 化学CDMO：强 $\alpha$ 望助力再加速**

**2.2 化学CDMO：新业务加速成长**

**2.3 ATU：持续蓄力，爆发在即**

**2.4 模式：R&Biology 强导流**

## 2.1 化学CDMO：强α望助力再加速

- 化学CDMO成最大业务，收入5年复合加速。** 2011-2015年CDMO业务收入复合增速28%，2016-2020年在收入基数更高情况下，复合增速加速至34%，尤其是2019-2021年CDMO收入YOY逐年加速（分别为38.65%/40.78%/49.94%）。完全符合我们先前多篇报告对于CDMO处于加速趋势的判断（详见系列报告《药明康德深度报告：CDMO加速增长下，医药CXO龙头长牛天花板打开20201201》、《药明康德：一体化优势凸显，潜在增速最快的CXO龙头20210531》、《药明康德：CDMO高增长望延续，ATU可能超预期20220104》）。
- CRDMO&漏斗兑现期，望助力复合增速再加速。** 从底层逻辑和商业模式讲：我们强调公司2019-2022年CDMO业务（扣除大订单业务）收入增速呈现逐年加速归结于公司独特的一体化CRDMO平台（R到D&M导流）以及漏斗效应（临床后期和商业化项目数量&体量快速增长）的兑现。

图7：药明康德细分业务收入占比拆分

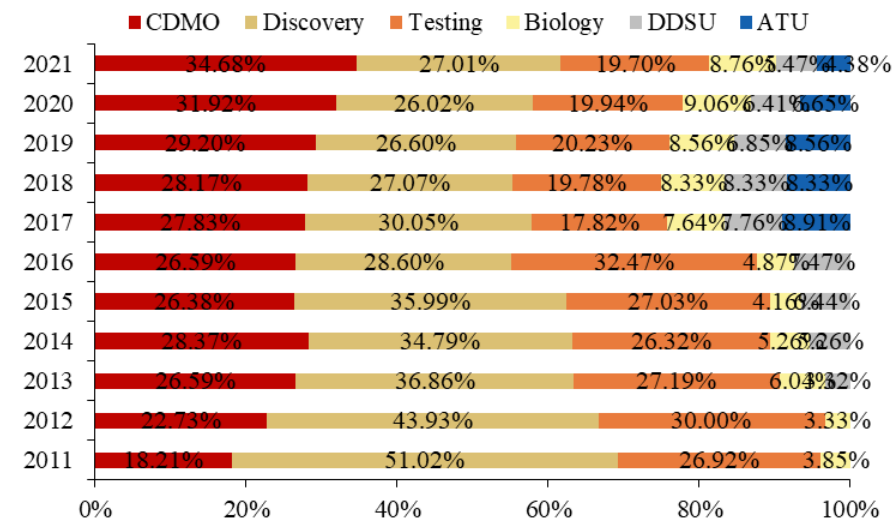


图8：药明康德化学CDMO收入和YOY

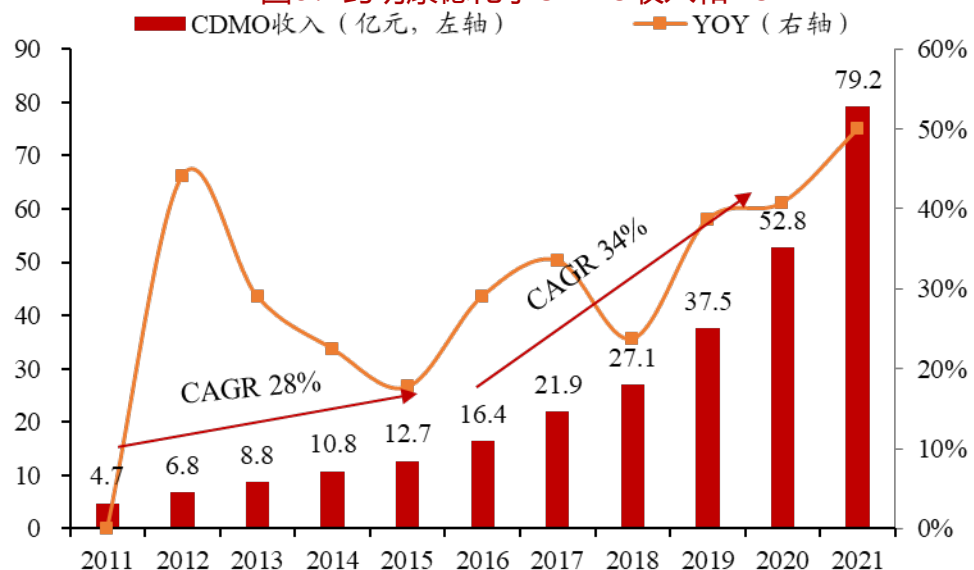
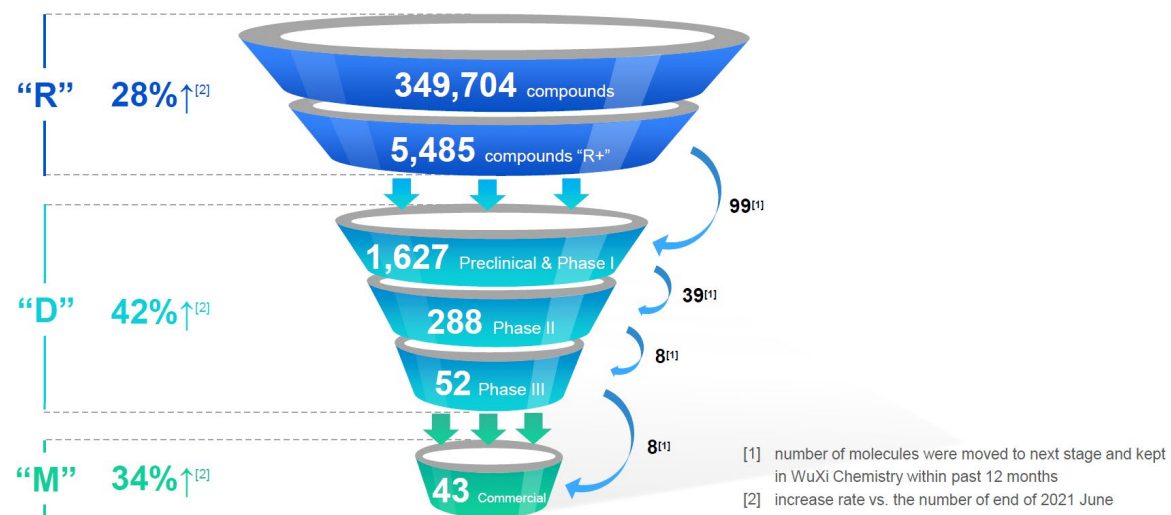


图9：药明康德CRDMO模式



数据来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

## 2.2 化学CDMO：新业务加速成长，驱动强

- **多肽&寡核苷酸CDMO：产能&订单双高景气，高弹性。** 2022H1寡核苷酸和多肽类药物D&M服务客户和分子数量同比提升123%和63%，收入达到7.05亿元，正处于爆发期。根据公司官网披露2023年多肽和寡核苷酸产能分别扩张至2021年2.6倍和5倍。截止2022H1多肽&寡核苷酸R和D+M分子数分别达到18964和142个，为该业务可持续性高增长提供支撑。我们看好多肽和寡核苷酸CDMO业务2022-2024年业务高成长性以及收入占比提升趋势。
- **制剂CDMO：商业化项目持续增长，长期成长性值得期待。** 公司开始加快中国、欧美、新加坡等全球多区域制剂CDMO产能布局。国内CDMO企业承接全球API和制剂CDMO订单仍然偏低（更多的是中间体CDMO订单），公司制剂CDMO业务不断兑现有望持续打开CDMO业务成长空间。

图10：药明康德化学业务中细分项目收入占比拆分

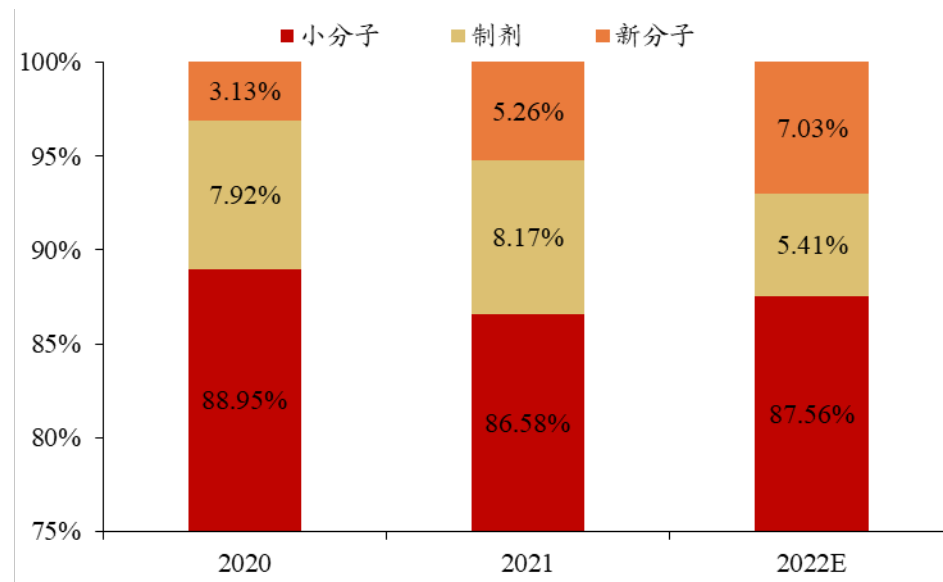


图11：新分子（多肽和寡核苷酸）CRDMO收入快速攀升

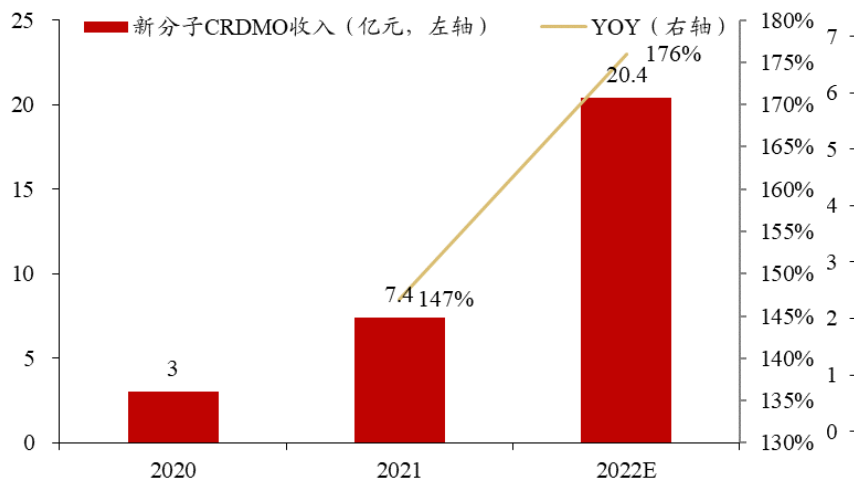


图12：制剂CDMO项目数量快速增长

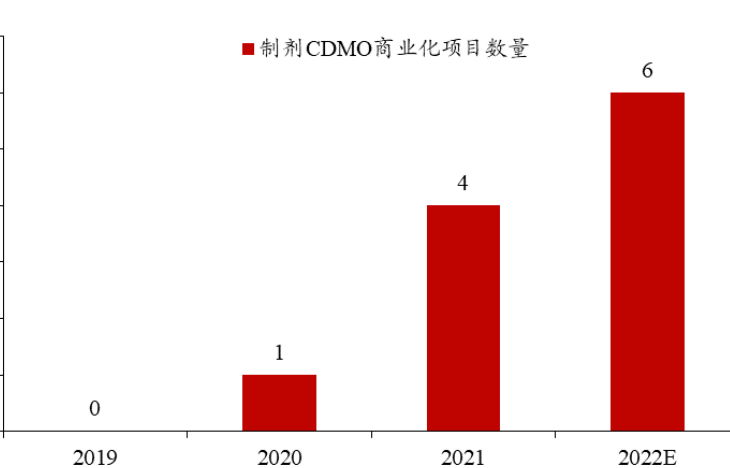
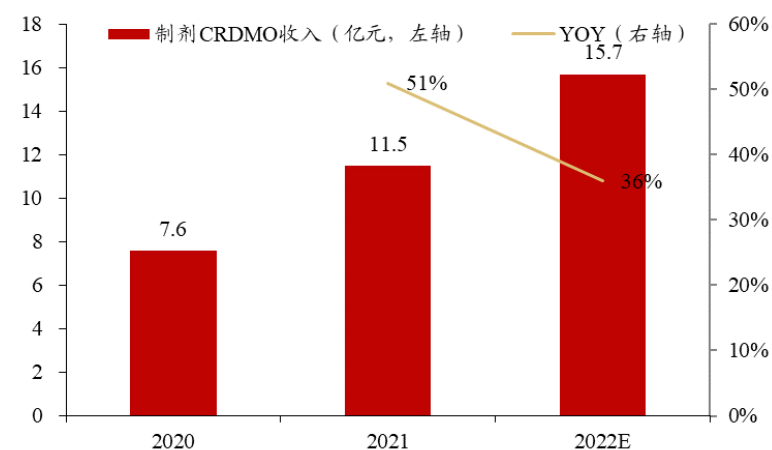


图13：制剂CRDMO收入情况



数据来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

➤ 我们认为：2017-2021年完成了产能-技术蓄力，2022年开始公司ATU业务收入和盈利能力有望进入兑现阶段，成为公司收入高增长核心驱动之一：

- 1) 公司全球化、一体化CTDMO模式领先性对订单的粘性和导流。同时，领先的技术有望更多导流订单，BLA/商业化阶段逐步兑现加速发展节奏；
- 2) 公司全球性产能（人员+工厂）领先布局对订单交付的灵活性，有望为更丰富的项目储备提供长期支撑。

详细数据和逻辑参考我们报告《药明康德：ATU平台完善，高增长在即20220603》。

图15：CGT CDMO项目收入

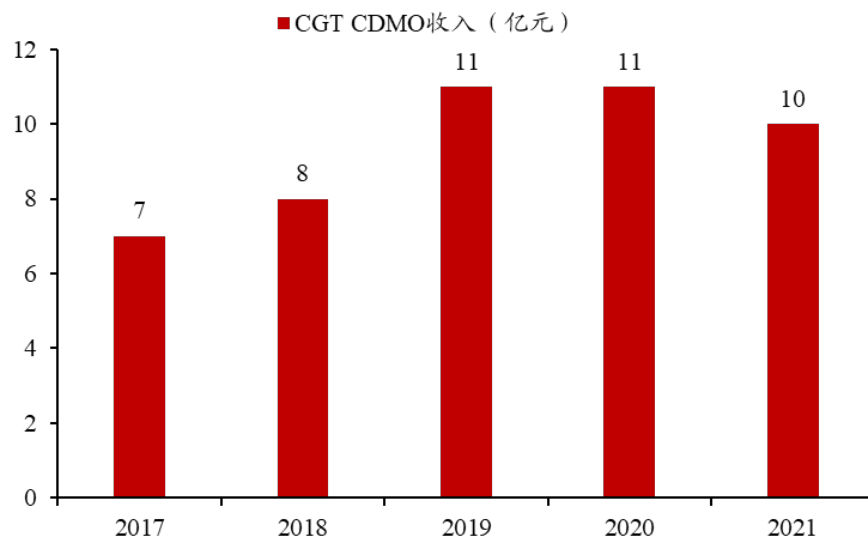


图14：CGT CDMO项目数量不断增长  
Global Project Growth by Segment 2019 - 2022

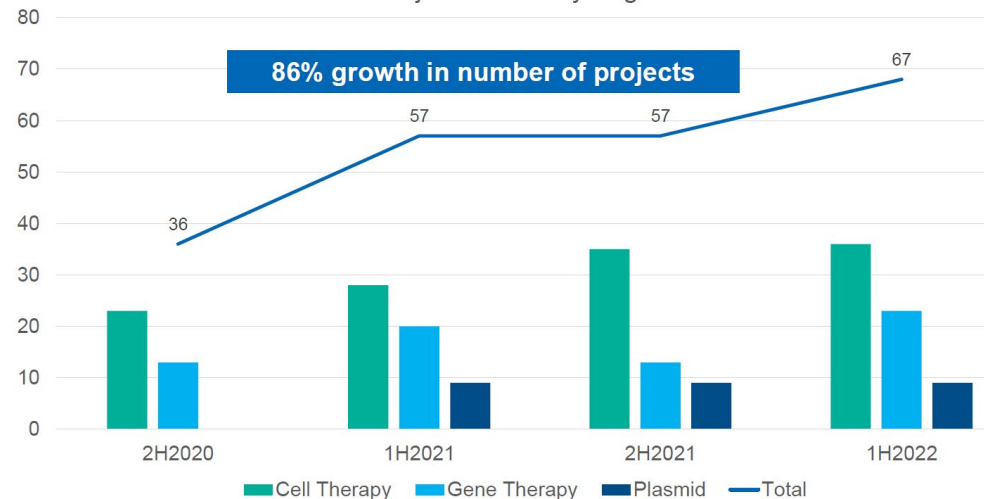
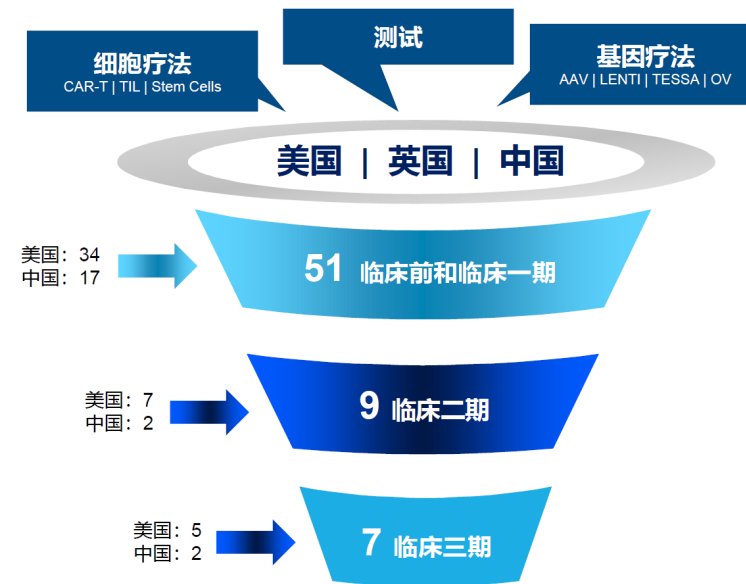


图16：CGT CDMO漏斗情况



数据来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

图17：药物发现收入及增速

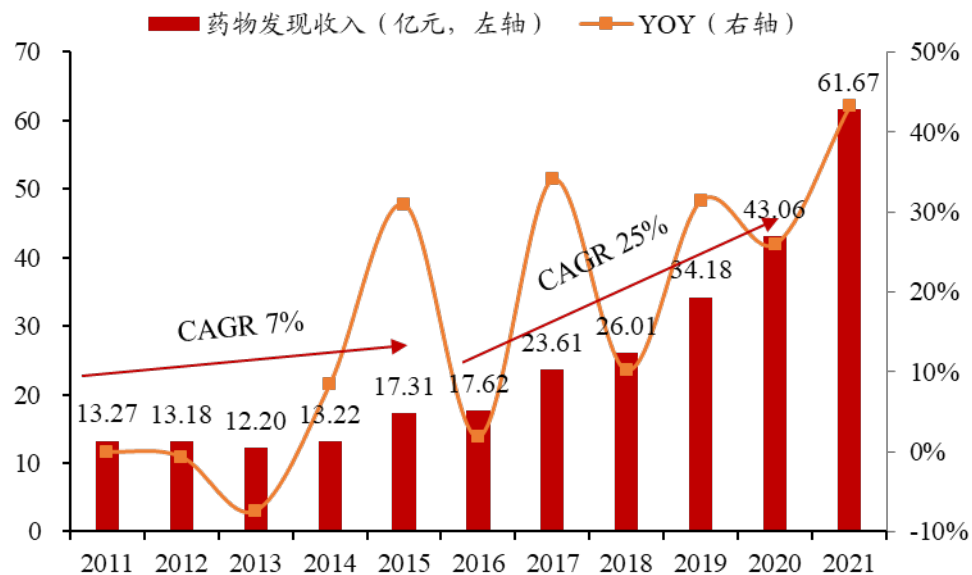


图19：Biology业务收入及增速

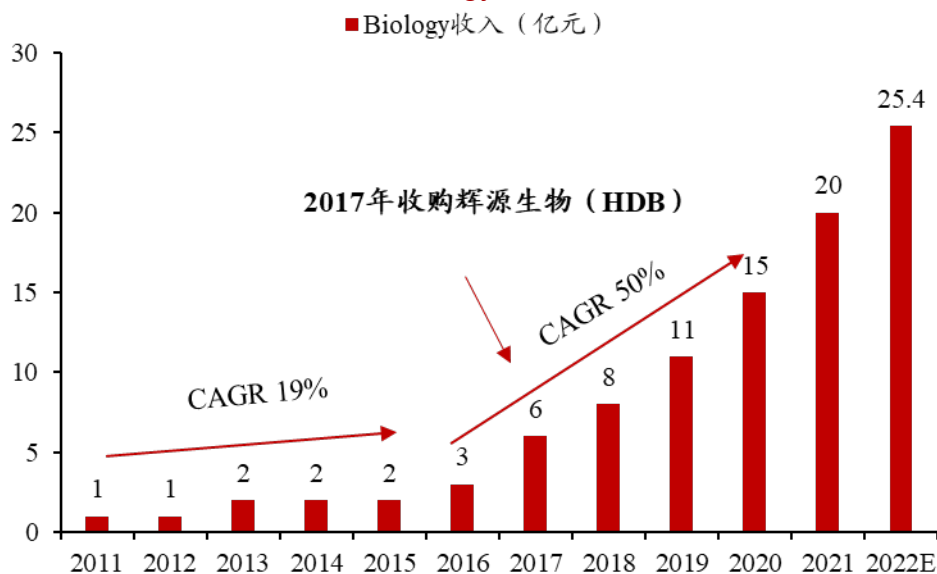


图18：Testing业务收入及增速

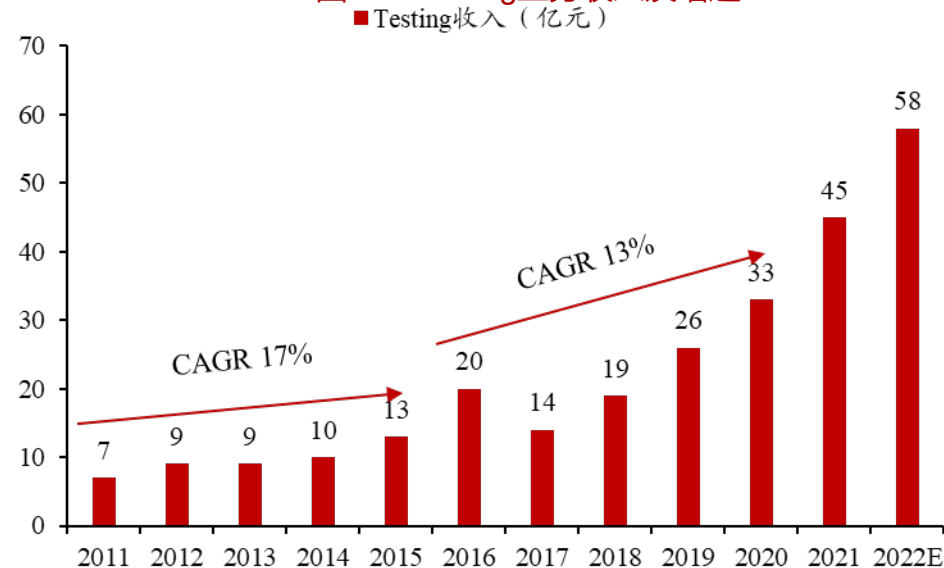
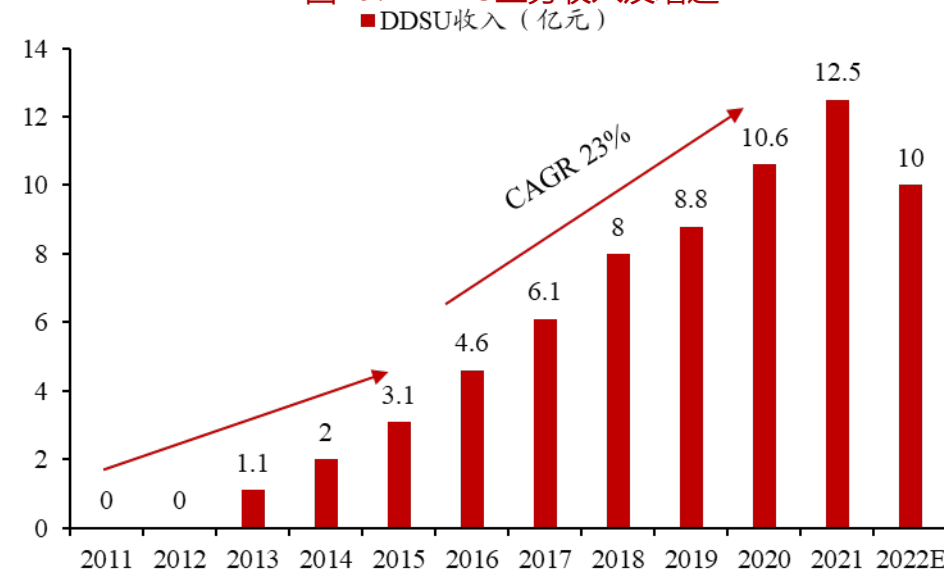


图20：DDSU业务收入及增速



数据来源：公司官网，浙商证券研究所（注：2011-2021年公司药物发现和化学CDMO业务收入绝对值在2022H1进行过回溯调整，我们此处采用未进行调整数据）

# 03

## 展望及 投资建议

# 3.1 收入复合加速可预测，看好市占率突破

- **看好2021-2025年公司收入复合增速进一步加速。**参考2021-2025年CAPEX复合增速30%-35%数据推演，我们预计收入复合增速也有望加速至30%-35%，相比2016-2020年收入复合增速28%有望进一步加速。
- **看好药明康德全球市占率和市值天花板突破。**2025年公司收入体量有望达到654-761亿（按照CAPEX复合增速30%-35%推演），按照2025年收入中值707亿计算，参考全球CXO龙头企业2024年收入预期，我们预计药明康德收入体量有望进入全球top3（前2预计仍然是Lab Corp和IQVIA，其中Lab Corp收入中占比更大的为诊断业务）。我们仍然看好公司2025年后，多肽&寡核苷酸CDMO、制剂CDMO、CGT CDMO、DDSU等多项业务对公司增长的持续拉动下，公司全球市占率进一步提升趋势。

图21：2011-2022E年药明康德收入及增速

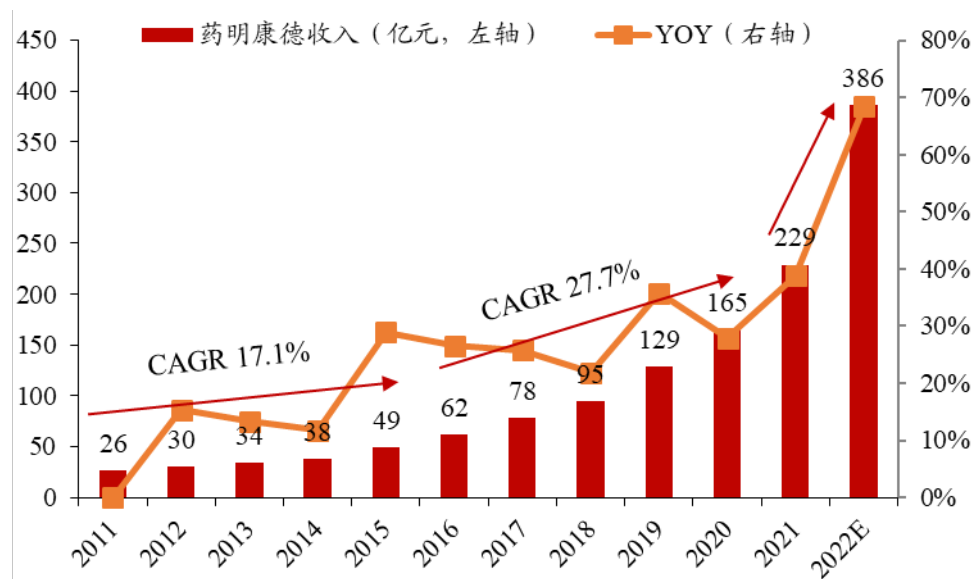
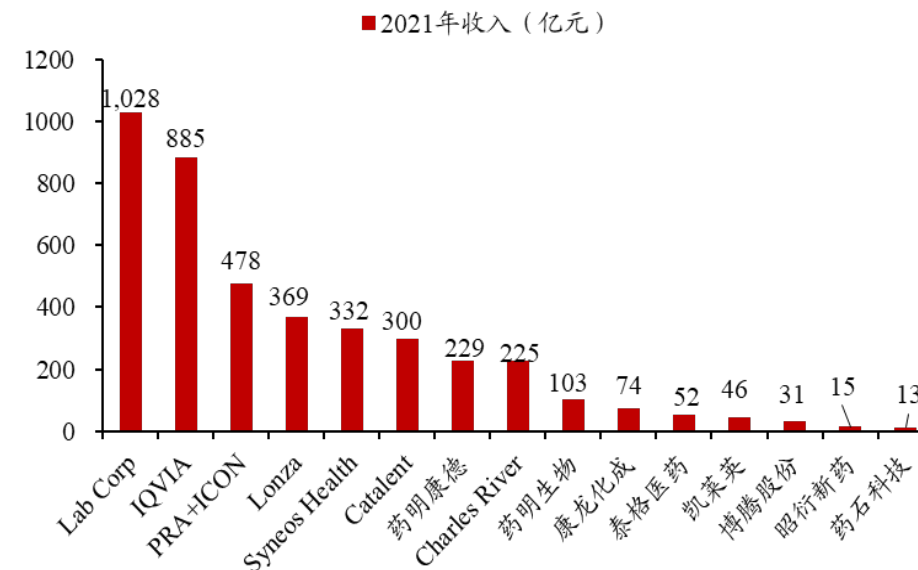


图22：2021年全球CXO龙头收入对比



## 3.2 投资建议：低估龙头，维持“买入”

- 我们预计2022-2024年公司EPS为2.87、3.21和4.19元/股，2022年9月23日收盘价对应2022年PE为24倍（对应2023年PE为22倍），仍处于相对低估位置，维持“买入”评级。

表1：药明康德盈利预测

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	22902	38595	43322	56502
(+/-)	38.50%	68.52%	12.25%	30.42%
净利润	5097	8506	9498	12397
(+/-)	72.19%	66.88%	11.66%	30.53%
每股收益 (元)	1.72	2.87	3.21	4.19
P/E	40.32	24.16	21.64	16.58

04

风险提示

- 1) 全球创新药研发投入景气度下滑的风险
- 2) 国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险
- 3) 竞争风险
- 4) 汇兑风险
- 5) 业绩不达预期风险

## 股票的投资评级

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>