2020 年 10 月 19 日
证券研究报告•公司深度报告
药明康德（603259）医药生物

买入（维持）
当前价：105.55 元
目标价：145.00 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

中国医药外包龙头，引擎澎湃动力充足

投资要点

- **投资逻辑：**1）随着海外产能向我国的持续转移以及国内创新药的崛起，我国 CXO 行业规模有望保持 20%以上的复合增速；2）公司是我国 CXO 行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，竞争优势显著；3）公司短期、中期和长期均有充足发展动力，其中小分子 CRO/CDMO 为公司在中短期内提供充足的业绩驱动力，基因和细胞治疗 CDMO、临床 CRO 为公司提供中长期加速引擎。

- **客户资源、赋能平台、人才优势给药明康德围起长且宽的护城河。**公司坚持“长尾战略”的商业模式，客户数量快速增长，2020H1 达到 4000 家，未来仍将持续快速增长，同时公司客户质量和粘性远高于同行业，客户资源优势显著。公司目前已经建立医药研发生产的全产业链布局，赋能全球医药研发，CRO+CDMO 协同优势逐步凸显。公司拥有位居前列的人才储备水平以及具备全球视野及产业战略眼光的卓越管理团队，激励机制逐步健全，员工自身价值诉求和利益诉求得到充分满足，公司已经打造突出的人才壁垒。

- **小分子 CRO/CDMO 为公司在中短期内提供充足业绩驱动力。**公司的中国区实验室服务和 CDMO 业务收入占比分别达到 50%和 29%，总体来看，小分子 CRO 和 CDMO 业务占比近 80%，随着海外产能转移的持续，国内创新药研发和生产投入的持续增长，以及公司产能的持续扩充，小分子 CRO 和 CDMO 业务有望继续保持 20%以上稳健增长，为公司短、中期的稳健发展提供充足驱动力。

- **基因和细胞治疗 CDMO、临床 CRO 为公司提供中长期加速引擎。**公司的美国区实验室服务主要提供细胞和基因疗法产品的 CDMO 服务和医疗器械测试服务，收入占比 12%，细胞和基因疗法市场空间广阔，未来生产外包需求较大，公司的细胞和基因治疗 CDMO 业务长期成长动力充足。临床 CRO 服务收入占比 8%，临床 CRO 市场规模高于临床前 CRO，市场空间广阔，公司持续加速布局，目前基数较低，未来有望保持 30%以上复合增长，贡献较大业绩弹性。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年营业收入复合增速有望达到 27%，归母净利润复合增速有望达到 34%。公司是我国 CXO 行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，同时，公司业绩成长动力充足，有望长期保持较快增长，给予公司 2021 年 100 倍市盈率，对应目标价为 145 元，维持“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12872.21	16414.66	20903.98	26560.27
增长率	33.89%	27.52%	27.35%	27.06%
归属母公司净利润（百万元）	1854.55	2699.20	3540.73	4478.48
增长率	-17.96%	45.54%	31.18%	26.48%
每股收益 EPS（元）	0.76	1.11	1.45	1.83
净资产收益率 ROE	10.98%	14.20%	16.05%	17.33%
PE	139	95	73	58
PB	14.89	13.23	11.46	9.82

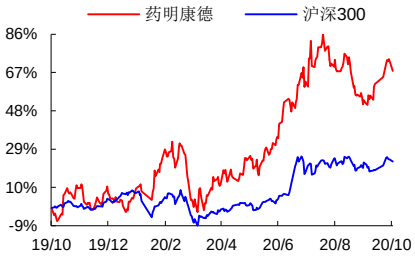
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：马云涛
执业证号：S1250520090001
电话：021-68416017
邮箱：myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.42
流通 A 股(亿股)	14.13
52 周内股价区间(元)	79.5-117.38
总市值(亿元)	2,577.55
总资产(亿元)	308.75
每股净资产(元)	8.02

相关研究

1. 药明康德(603259)：业务恢复情况良好，下半年有望继续加速 (2020-08-14)
2. 药明康德（603259）：中报业绩超预期，长期发展动力充足 (2020-07-22)
3. 药明康德(603259)：业绩维持稳健增长，长期发展动力充足 (2020-04-30)
4. 药明康德(603259)：四大板块增势强劲，定增项目加码产能扩张 (2020-03-25)
5. 药明康德（603259）：创新药新时代，一体化赋能平台 (2019-11-20)

投资要件

关键假设

假设 1：公司是全球临床前 CRO 龙头，目前国际创新药研发投入稳步增长，国内创新药研发迅猛发展，公司临床前 CRO 有望跟随行业发展保持稳步增长，预计 2020-2022 年收入增速分别为 23%、22.8%和 22.5%，毛利率分别为 43%、43.4%和 43.4%；

假设 2：目前全球 CDMO 产能向我国转移逐步加速，国内创新药研发迅猛发展，中小型制药企业占比快速提升，生产外包需求快速提升，公司有望充分受益，预计 2020-2022 年收入增速分别为 34.8%、33.8%和 32.8%，毛利率分别为 39.2%、40%和 40%；

假设 3：细胞和基因治疗 CDMO 业务空间广阔，公司目前处于行业领先地位，后续随着产能的持续拓展，有望加速成长。针对医疗器械检测服务，公司整合及加强管理销售和运营团队，预计医疗器械检测服务有望维持稳健增长。预计 2020-2022 年美国区实验室业务收入增速分别为 27.7%、27.6%和 27.5%，毛利率分别为 31%、32.7%和 35%；

假设 4：临床 CRO 占 CRO 行业规模比重较大，市场空间广阔，全球和中国临床 CRO 未来三年有望保持 20%的增长。公司在临床 CRO 领域快速布局，国内覆盖城市和医院数量稳步上升，同时通过并购进入美国市场，并开始发展高毛利的数据统计业务，临床 CRO 业务有望保持高速增长，预计 2020-2022 年临床 CRO 业务收入增速分别为 28.8%、30%和 30%，毛利率分别为 25%、29%和 30%。

我们区别于市场的观点

市场认为 CXO 行业规模效应不明显，集中度较低，公司作为行业龙头，竞争优势不明显，长期业绩增长乏力。我们认为公司在客户资源、业务结构和人才资源上形成较高壁垒，短期、中期和长期均有业绩增长点，发展动力充足。

股价上涨的催化因素

小分子 CRO 和 CDMO 订单超预期；临床 CRO 订单超预期。

估值和目标价格

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 164 亿元、209 亿元和 265.6 亿元，2020-2022 年归母净利润分别为 27 亿元、35.4 亿元和 44.8 亿元，EPS 分别为 1.11、1.45 和 1.83 元，对应 PE 分别为 95 倍、73 倍和 58 倍。公司是我国 CXO 行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，同时，公司业绩成长动力充足，有望长期保持较快增长，给予公司 2021 年 100 倍市盈率，对应目标价为 145 元，维持“买入”评级。

投资风险

项目进度不及预期的风险；汇率波动风险；投资收益波动风险。

目 录

1 CRO/CDMO 全球龙头，打造新药研发生产一体化平台 1
1.1 二十年迅猛发展，CRO/CDMO 全球龙头隐现 1
1.2 打造 CRO+CDMO 一体化赋能平台，发力全产业链布局 2
1.3 业绩稳健增长，临床 CRO、细胞和基因治疗 CDMO 占比持续提升 4
2 客户结构、赋能平台、人才优势给药明康德围起长且宽的护城河 6
2.1 存量客户高粘性，“长尾战略”带来增量客户 6
2.2 全球布局的医药研发生产赋能平台，一体化优势显著 7
2.3 人才优势明显，形成突出的人才壁垒 10
3 业绩驱动力：短期、中期、长期均有充足动力 14
3.1 小分子 CRO/CDMO 行业高度景气，为公司提供充足的业绩发展驱动力 15
3.2 全球细胞与基因治疗前景广阔，CDMO 业务有望迎来爆发 25
3.3 临床 CRO 服务持续布局，有望贡献较大业绩弹性 27
4 盈利预测与估值 30
4.1 盈利预测 30
4.2 绝对估值 31
4.3 相对估值 32
5 风险提示 33

图 目 录

图 1：药明康德发展历程 1
图 2：药明康德股权结构 2
图 3：药明康德“一体化、端到端”的研发服务平台 4
图 4：公司营业收入及增速（亿元） 4
图 5：公司归母净利润及增速（亿元） 4
图 6：公司各业务收入情况（百万元） 5
图 7：公司各业务毛利率情况 5
图 8：公司分地区收入结构 5
图 9：中小型公司研发占比不断提升 6
图 10：公司“长尾型”客户结构 7
图 11：2016-2019 分客户类型收入（百万元） 7
图 12：国内 CXO 企业客户数量比较 7
图 13：公司客户转化情况（2020H1） 10
图 14：公司投资领域及占比（2020H1） 10
图 15：公司员工总数及增速（人） 11
图 16：我国 CXO 企业员工人数对比（2020H1）（人） 11
图 17：2019 年中国 CRO/CDMO 企业人员组成 12
图 18：2019 年中国 CRO/CDMO 企业硕士及以上学历人数 12
图 19：公司不同时期的发展驱动力 14
图 20：全球医药行业研发投入金额稳步增长 15
图 21：全球医药行业研发管线总数稳步增长 15
图 22：1994-2019 年 FDA 审批上市新药数量 15
图 23：创新药研发费用不断增长（百万美元） 16
图 24：创新药投资回报率持续降低 16
图 25：CRO 及 CDMO 在药物研发生产所处的阶段 16
图 26：中国和全球 CRO 市场规模及增速 17
图 27：我国 CDMO 成本远低于欧美等发达国家 18
图 28：CDMO 产能向新兴国家转移趋势显著 18
图 29：中国和全球 CDMO 市场规模及增速 19
图 30：2014-2019 年中国区实验室服务业务收入及毛利率（百万元） 19
图 31：我国 CRO 企业收入对比（临床前 CRO 业务收入） 20
图 32：我国 CRO 企业毛利率对比（临床前 CRO 业务毛利率） 20
图 33：全球药物发现 CRO 市场规模 20
图 34：中国药物发现 CRO 市场规模 20
图 35：PROTAC 作用机理示意图 21
图 36：PROTAC 平台生物技术公司服务收入（百万元） 21
图 37：测试事业部研发中心布局 22
图 38：DDSU 助力客户 IND 申报获得受理的项目占中国公司小分子新药市场份额 22
图 39：2014-2019 年 CMO/CDMO 业务收入及毛利率（百万元） 23

图 40：全球 CDMO 市场竞争格局 23
图 41：我国小分子 CDMO 市场竞争格局 23
图 42：我国小分子 CDMO 企业在建工程情况（亿元） 24
图 43：我国小分子 CDMO 企业收入/固定资产情况 24
图 44：合全药业临床 III 期和商业化阶段项目数 25
图 45：合全药业项目总数 25
图 46：2019 年全球基因和细胞治疗药物临床试验数量 26
图 47：全球基因和细胞治疗市场规模及增速 26
图 48：抓住行业快速发展机遇，确立领先地位 27
图 49：2014-2022 年美国实验室服务业务收入及毛利率（百万元） 27
图 50：2018 年全球 CRO 市场分阶段占比 28
图 51：2018 年中国 CRO 市场分阶段占比 28
图 52：2013-2022 年全球临床 CRO 市场（十亿美元） 28
图 53：2013-2022 年中国临床 CRO 市场（十亿美元） 28
图 54：公司临床 CRO 服务实现全球布局 29
图 55：2014-2019 年公司临床 CRO 业务营业收入（百万元）及毛利率 29

表 目 录

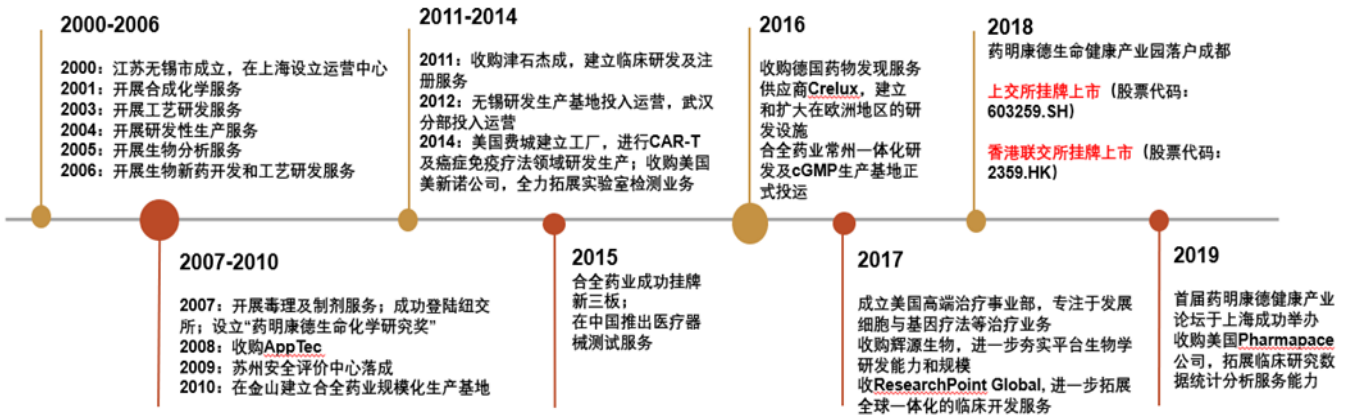
表 1：药明康德主营业务简介 3
表 2：国内各服务外包公司客户来源情况 6
表 3：药明康德兼并收购案例 8
表 4：公司业务扩张计划 8
表 5：国内外代表性公司业务范围对比 9
表 6：公司主要高层管理者职位及履历 12
表 7：药明康德收入空间预测 14
表 8：我国 CRO 服务成本相对较低 17
表 9：国际大型制药企业不断关闭生产工厂 18
表 10：我国 CRO 企业药物发现技术平台 21
表 11：合全药业研发和生产基地 23
表 12：公司 2020 年定增募投项目（万元） 24
表 13：分业务收入及毛利率 30
表 14：绝对估值假设条件 31
表 15：FCFF 估值结果 32
表 16：FCFF 估值敏感性分析 32
表 17：可比公司估值 32
附表：财务预测与估值 34

1 CRO/CDMO 全球龙头，打造新药研发生产一体化平台

1.1 二十年迅猛发展，CRO/CDMO 全球龙头隐现

药明康德成立于 2000 年 12 月，注册在江苏无锡，营运总部位于上海，公司起家于海外小分子新药研发服务，2007 年公司在纽交所成功上市，后于 2015 年完成私有化进行业务重整，其中生物药 CDMO 业务剥离后成立药明生物，于 2017 年登陆港股市场，负责小分子药物 CDMO 业务的合全药业于 2015 年在新三板上市，2019 年 6 月终止挂牌。公司主体于 2018 年在上交所上市，随后 2018 年底在港交所上市，形成目前的 A+H 架构。公司已经建立了从药物发现到临床前开发，临床试验及小分子化学药生产的贯穿整个新药研发过程的综合服务能力和技术，成长为全球医药研发领域中覆盖全产业链的、排名靠前的综合新药研发生产服务平台。

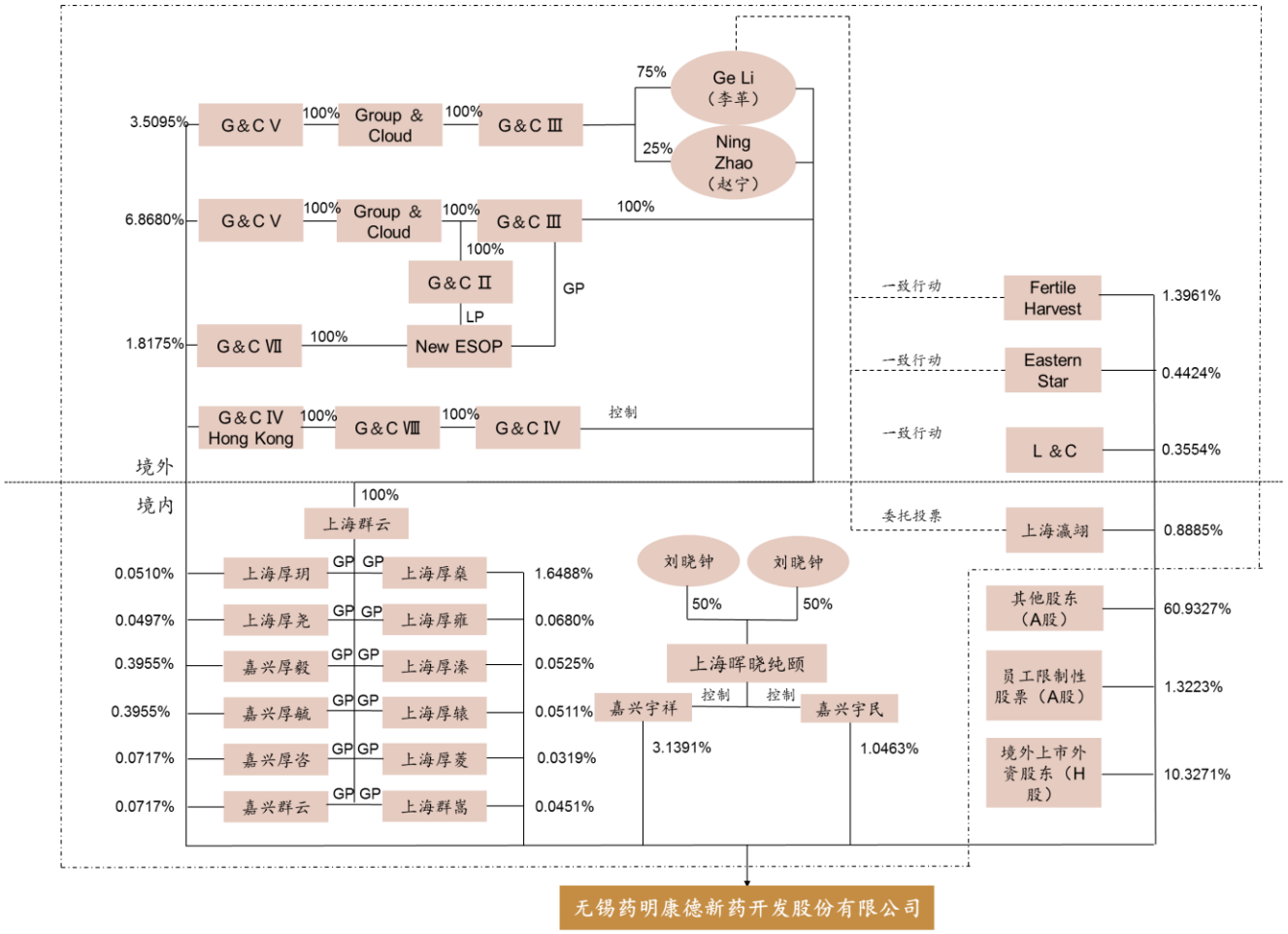
图 1：药明康德发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

药明康德股权结构相对分散，投资者多为海内外知名机构。公司股权结构分散，无控股股东，实际控制人为李革博士、赵宁博士、刘晓钟先生和张朝晖先生，实控人及其一致行动人合计控制公司 27.76%的表决权，此外公司投资者多为海内外知名投资机构。

图 2：药明康德股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 打造 CRO+CDMO 一体化赋能平台，发力全产业链布局

公司业务主要涵盖中国区实验室服务、合同研发生产服务（CDMO）、美国区实验室服务和临床研究及其他 CRO 服务，其中中国区实验室服务主要包括小分子药物发现服务以及药物分析及测试服务；合同研发生产服务（CDMO）主要以子公司合全药业为平台开展，提供包括临床前、临床阶段、新药上市审批和商业化阶段所需要的高级中间体、原料药和制剂的工艺开发、生产制造以及药品包装等定制服务；美国区实验室服务主要包括海外细胞和基因治疗的研发和生产服务以及医疗器械检测服务；临床研究及其他 CRO 服务主要包括临床试验服务（CRO）和现场管理服务（SMO），是目前公司发展速度最快的业务之一。

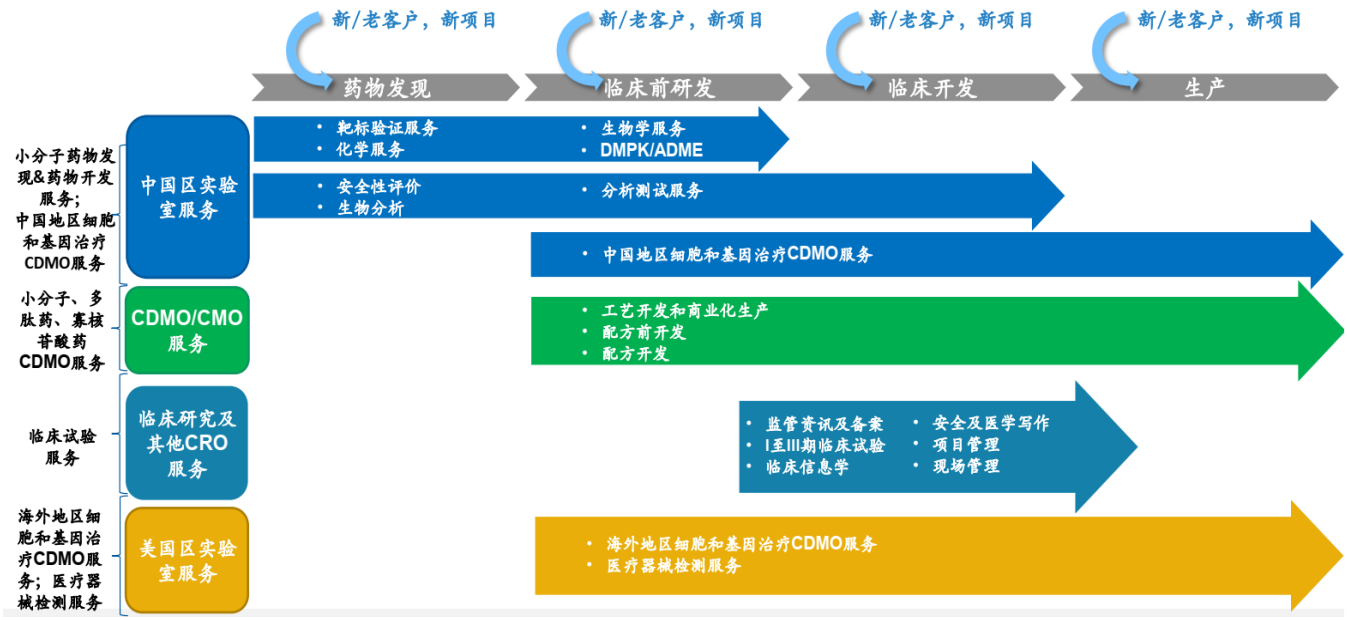
表 1：药明康德主营业务简介

业务板块	整体业务介绍	分类	细分业务介绍
中国区实验室服务（CRO）	中国区实验室服务主要包括小分子药物发现服务以及药物分析及测试服务。2019 年，公司位于无锡的细胞和基因治疗研发生产基地投入运营，为国内客户提供细胞和基因治疗产品的 CDMO/CMO 服务。	小分子化合物发现服务	小分子药物发现服务需要综合运用合成化学、生物学、药物化学、分析化学以及疾病治疗等多个领域的专业知识。公司拥有上海、苏州、天津、武汉、南通等地的研发基地，极具规模的药物化学家团队，为全球客户提供涵盖各种靶标和疾病领域的化合物发现及合成服务。此外，公司还为国内客户提供一体化新药发现和研发服务，服务从药物发现阶段即开始，直至完成向国家药监局提交 IND 申报为止。
		药物分析及测试服务	公司通过位于上海和苏州等地分别经过 OECD、FDA、MPA、国家药监局或 AAALAC 权威认证的分析实验室，为全球客户提供从药物发现到产品上市各阶段所需的分析服务，如药代动力学及毒理学服务、生物分析服务和检测服务等。
		国内细胞和基因治疗 CDMO 服务	公司通过上海研发基地、无锡研发基地和无锡 GMP 生产基地，在国内打造一个覆盖基因细胞疗法产品生产全过程，集研发、生产、产品报批咨询等为一体的一站式服务平台，服务项目包括基因载体质粒 GMP 生产、基因载体研发和 GMP 生产、以及细胞疗法产品研发和 GMP 生产等，赋能国内客户。
合同生产研发/合同生产服务（CDMO/CMO）	公司通过控股子公司合全药业向全球客户提供化学药物的合同生产研发/合同生产服务（CDMO/CMO）服务，涵盖了从研发到生产，从临床前阶段到商业化生产阶段，为新药研发合作伙伴提供一站式平台服务，包括临床前、临床阶段、新药上市审批和商业化阶段所需要的高级中间体、原料药和制剂的工艺开发、生产制造以及药品包装等定制服务。目前公司在多地建立了研发和生产基地。		
美国区实验室服务	美国区实验室服务主要包括海外细胞和基因治疗的研发和生产服务，以及医疗器械检测服务。	海外细胞和基因治疗的研发和生产服务（CDMO/CMO）	公司致力于通过构建整合式的技术平台，为海外客户提供细胞和基因治疗的 CDMO/CMO 服务，重塑细胞和基因治疗研发体系，提高研发效率。公司主要通过分处中美两地的高度一体化生产基地提供 GMP 细胞疗法的研发和生产服务，利用基因工程的细胞疗法产品和载体的研发和生产服务，细胞和基因治疗服务包括相关产品的工艺开发、测试、cGMP 生产等。
		医疗器械检测服务	公司医疗器械检测服务贯穿医疗器械研发和生产全产业链，包括临床前安全性咨询服务、医疗器械从设计到商业化全流程的检测服务、医疗器械 cGMP 生产服务等。
临床研究及其他 CRO 服务	公司临床研究及其他 CRO 服务包括临床试验服务（CRO）和现场管理服务（SMO）。临床试验服务包括以项目制和人员外派方式提供临床试验方案设计和咨询、临床法规申报、项目管理、I 至 IV 期临床试验监察及管理、临床统计和数统编程等临床信息学等临床试验服务。SMO 服务包括 I-IV 期临床现场管理服务、临床研究项目管理、质量稽查和患者招募、患者管理等服务。		

数据来源：公司公告，西南证券整理

药明康德目前已经打造“一体化、端到端”的研发服务平台。新药研发主要分为药物发现及前期研发、临床前药学实验、工艺合成、临床试验及商业化生产等几个主要阶段，作为新药研发生产服务的提供商，公司业务目前已经覆盖了新药研发的全产业链，其中小分子化学药的发现、研发和生产服务已经十分成熟，临床 CRO 服务正在快速发展，此外，公司还在境外提供医疗器械检测及细胞和基因治疗的研发生产服务，整体来看，公司已经可以以全产业链平台的形式面向全球制药企业提供各类新药的研发、生产及配套服务，“一体化、端到端”的研发服务平台优势十分显著。

图 3：药明康德“一体化、端到端”的研发服务平台

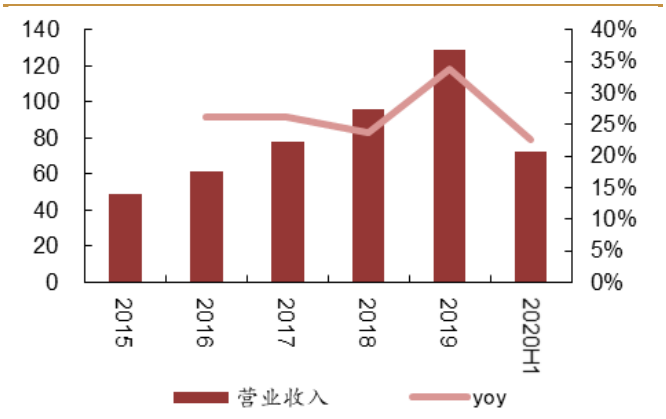


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 业绩稳健增长，临床 CRO、细胞和基因治疗 CDMO 占比持续提升

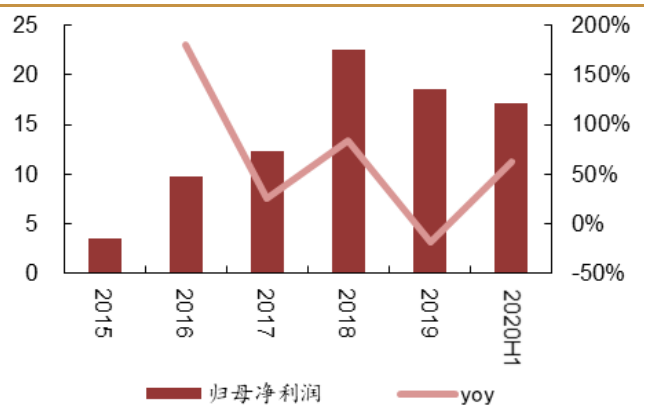
公司营业收入一直保持稳健增长，从 2015 年的 48.8 亿元增长到 2019 年的 128.7 亿元，复合增长率达到 27.4%，其中 2019 年同比增长 33.9%。2019 年归母净利润为 18.6 亿元，同比下降 17.7%，主要因公允价值变动损失 6.2 亿元所致，若扣除公允价值变动影响，公司 2019 年归母净利润较上年同期增长 23.7%，依然维持稳健增长。

图 4：公司营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

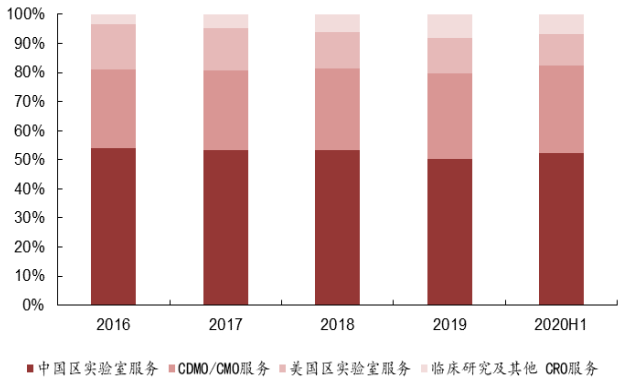
图 5：公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

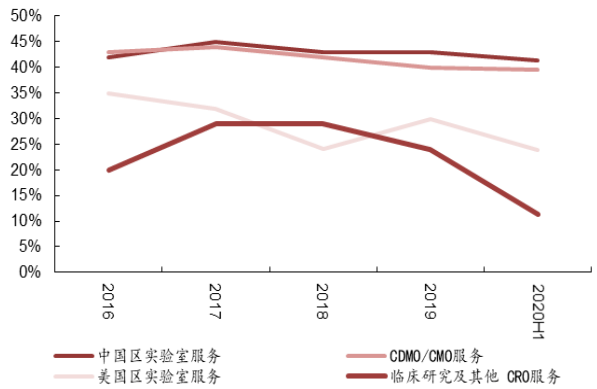
分板块来看，公司中国区实验室服务收入从 2016 年的 32.7 亿元增长到 2019 年的 64.7 亿元，复合增速达到 25.5%；CDMO 收入从 2016 年的 16 亿元增长到 2019 年的 37.5 亿元，复合增速达到 32.8%；美国区实验室服务收入从 2016 年的 9 亿元增长到 2019 年的 15.6 亿元，复合增速达到 20%；临床研究及其他 CRO 服务收入从 2016 年的 2 亿元增长到 2019 年的 10.6 亿元，复合增速达到 74%；从收入占比来看，中国区实验室服务和和美国区实验室服务占比持续小幅下降，而 CDMO 业务、临床研究及其他 CRO 服务因增速相对较快，收入占比持续提升，预计未来占比仍将进一步提升。

图 6：公司各业务收入情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

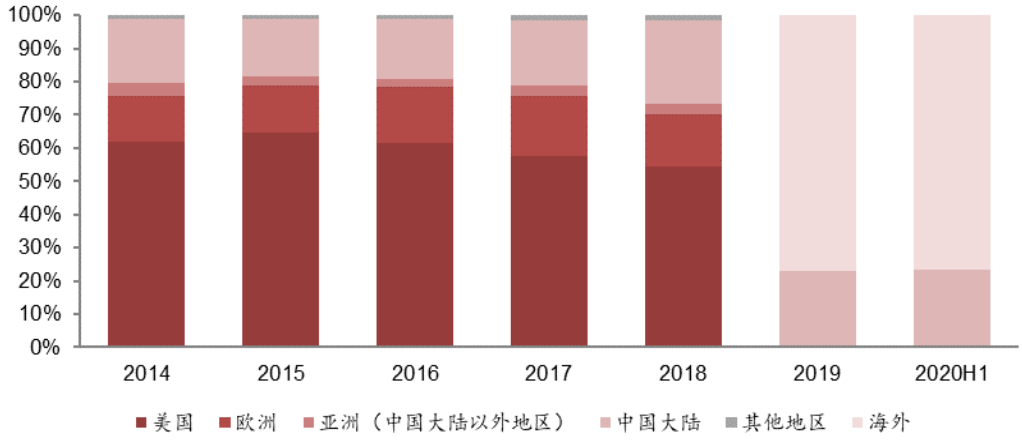
图 7：公司各业务毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

从区域来看，药明康德收入主要来自于海外，2015-2018 年，美国收入占比从 65%下降到 55%，欧洲占比约 15%，比例相对稳定，中国收入占比从 14%提升至 16%，2019 年，国外收入总占比达 77%，中国收入占比达到 23%，预计随着国内创新药研发生产投入的持续增长，公司国内收入占比将持续提升。

图 8：公司分地区收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 客户结构、赋能平台、人才优势给药明康德围起长且宽的护城河

2.1 存量客户高粘性，“长尾战略”带来增量客户

公司客户数量庞大，2019 年公司共有客户 3660 多家，相比 2018 年增加 1200 家，到 2020H1，公司客户数量已经达到 4000 多家，占全球创新药企业数量的三分之一。与国内其他 CRO 公司相比，公司客户覆盖辉瑞、礼来、默沙东等全球排名前 20 的大型药企及各类新药研发机构，客户质量较高，同时公司客户粘性较强，2015 至 2020 年上半年，公司前十大客户保留率保持在 100%，2020 年上半年，公司来自于原有客户的收入占比达到 94.5%，来自于新增客户的收入占比为 5.5%，较高的客户粘性为公司的稳健发展奠定基础。

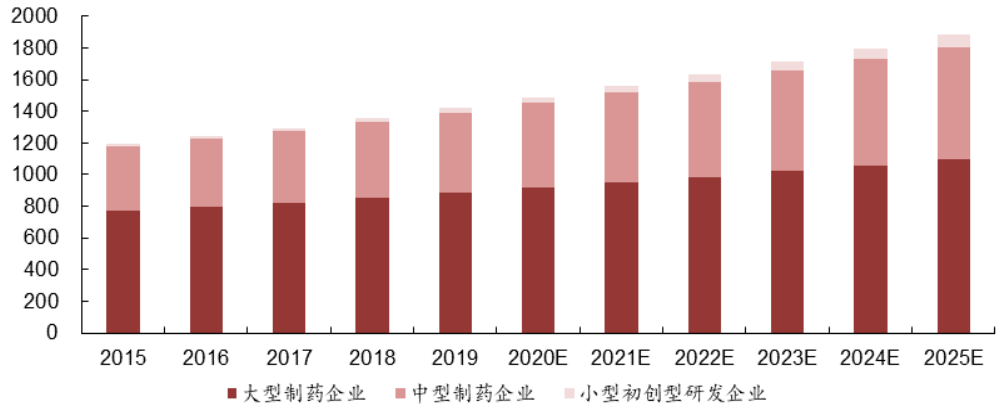
表 2：国内各服务外包公司客户来源情况

公司名称	客户整体情况	重要客户	海外收入占比（2019）
药明康德	公司客户数量超过 3900 家，主要客户覆盖全球排名前 20 的大型药企及各类新药研发机构	辉瑞、礼来、默沙东等全球 20 多家知名药企	76.97%
泰格医药	泰格医药客户数量达 1500 余家，其中国内客户占 70%以上	全球 20 大制药商中，其中 16 家与泰格有合作关系，包括武田、礼来等	42.92%
昭衍新药	公司目前客户群体主要为国内制药龙头企业	复宏汉霖、越甲药业、恒瑞医药、派金生物等	6.94%
康龙化成	以全球大中型制药企业为主	阿斯利康、默沙东、强生、拜尔、吉利德等	86.75%
美迪西	主要为国内外大型制药企业和科研院所等	GSK、武田制药、强生、罗氏、扬子江药业等	27.36%

数据来源：公司公告，西南证券整理

客户数量的快速增加，与公司坚持的“长尾战略”有明显关系。“长尾战略”是指通过提供全面及定制化的服务，将客户范围从国际大药企和生物公司扩大到小型生物技术公司、虚拟公司和个人创业者，目前中小型制药企业、科研团队等正逐步成为全球医药创新的主力，相比大型医药公司更倾向于将研发、生产等环节进行外包，长尾客户市场广阔。

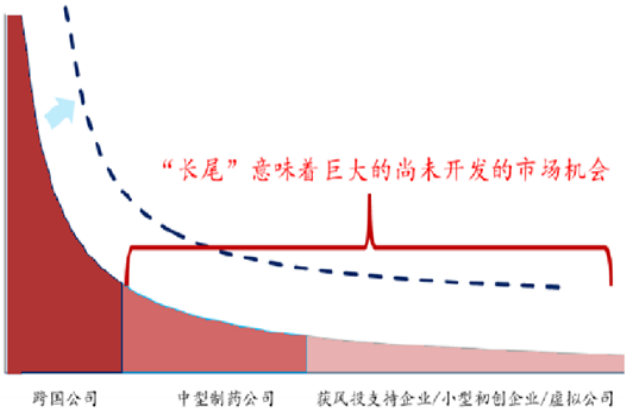
图 9：中小型公司研发占比不断提升



数据来源：FROST & SULLIVAN，西南证券整理

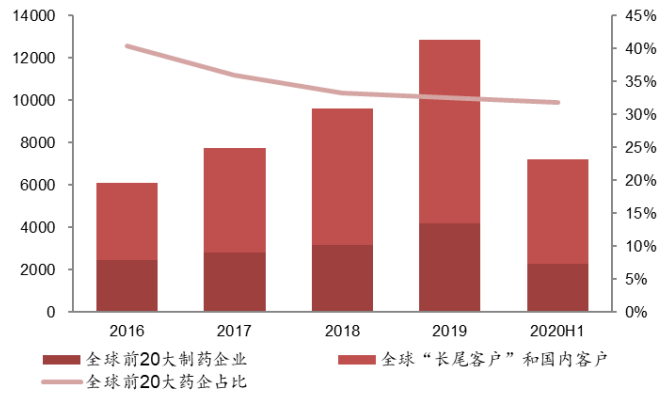
公司“长尾战略”的实施效果逐步体现，小客户收入占比提升明显。公司全球前 20 大制药企业客户占公司整体收入比重从 2016 年的 40%逐步下降到 2020H1 的 31.9%，而长尾客户贡献收入从 2016 年的 36 亿元增长到 2019 年的 86.7 亿元，复合增速达到 34%，收入占比从 2016 年的 60%提升至 2020H1 的 67.3%，预计随着公司“长尾战略”的持续推进，长尾客户收入贡献奖进一步加大。

图 10：公司“长尾型”客户结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

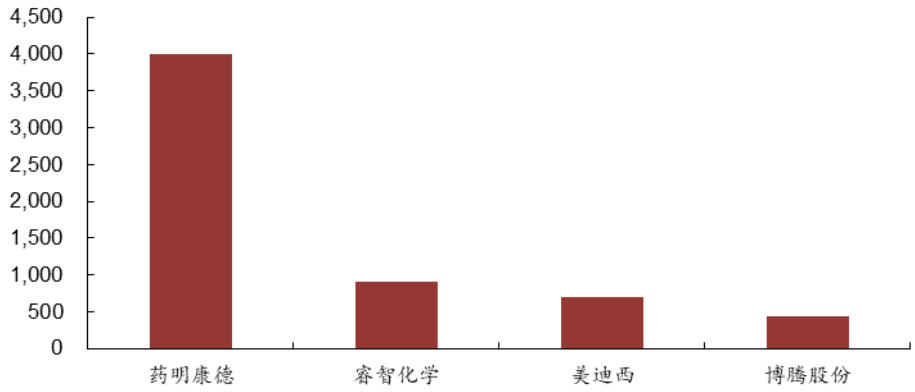
图 11：2016-2019 分客户类型收入（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

从国内部分披露客户数据的企业对比来看，药明康德以 4000 多家活跃客户数量稳居第一，远超其他 CXO 企业。

图 12：国内 CXO 企业客户数量比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 全球布局的医药研发生产赋能平台，一体化优势显著

公司是中国最早成立的 CRO 企业之一，2007 年在美国纽交所上市后，就开始快速产业链布局，之后在 2015 年私有化并于 2018 年在 A 股上市，全产业链布局进一步加速，先发优势显著。公司 2008 年收购了在美国的 AppTec，进入药物测试服务领域，2011 年收购了津石杰成，进入临床 CRO 领域，2014 年收购了美新诺，增加了生物信息业务，2015 年收购了 NextCode ，布局基因检测服务，之后公司还收购了 Ambrx、德国 Crelux 和辉源生物

等，进一步增强临床前 CRO 业务的竞争力。2018 年开始，公司加速布局临床 CRO 业务，在 2018 年公司收购位于美国得克萨斯州的临床试验 ResearchPoint Global，将临床试验服务拓展到美国，增强为国内外客户进行创新药中美双报的临床试验服务能力，2019 年公司又新收购美国加州的临床研究数据统计分析服务公司 Pharmapace，打通中美服务平台。目前国际上小型 CRO 企业较多，预计未来公司仍将进步通过收购的方式增强产业链布局。

表 3：药明康德兼并收购案例

时间	公司	业务	当年收入贡献
2008 年 5 月	美国 AppTec 公司	药物测试 CRO	57.46 百万美元
2011 年 10 月	百奇生物	抗体药物	未披露
2011 年	津石杰成	临床研发外包	未披露
2014 年 10 月	美国美新诺	生物信息	未披露
2015 年 1 月	NextCODE	基因检测	未披露
2015 年 5 月	Ambrx	抗体偶联药物	未披露
2016 年 4 月	德国 Crelux	药物发现业务	未披露
2017 年 5 月	辉源生物	临床前 CRO	未披露
2018 年 7 月	美国 ResearchPointGlobal	临床研究机构	4952 万人民币
2019 年 5 月	美国 Pharmapace	临床研究数据统计分析	4281 万人民币
2019 年 11 月	苏州康路生物	生物技术服务	1263 万人民币

数据来源：公司公告，西南证券整理

不断收购的同时，公司也在通过内生发展进一步增强业务实力，2018 年公司实现 A 股上市，募资达到 22.5 亿元，随后登陆 H 股，募资 82.8 亿元，募集资金用于拓展临床前 CRO、临床 CRO、小分子 CDMO 以及细胞和基因治疗 CDMO 等业务，整体实力实现跨越式发展。

表 4：公司业务扩张计划

阶段	服务领域	项目名称	预期营运时间	预计投资金额（百万元）
临床前阶段	小分子研究	启东化学及生物实验室	2019（已投产）	450
	实验室测试服务	成都新研发中心	2021	550
	生物等效服务	苏州生物等效中心	2021	300
	生物分析服务	加州圣地亚哥生物分析实验室	2020	210
	生产细胞&基因疗法所用的病毒载体及质粒 DNA	药明合同厂房	2019（已投产）	250
	生产细胞及基因疗法产品	宾夕法尼亚州 cGMP 细胞及基因疗法生产设施	2020	843
	实验室测试服务及细胞&基因疗法服务	香港研发创新中心	2021	500
临床阶段	SMO	SMO 临床研究平台扩展及成立大数据分析平台	2021	281
	扩展临床监察服务的全国范围	成立全国临床研究监察网络	2021	280
CMO	电子影像研究平台	武汉药明结合中间体研究平台及生产设施	2021	343

数据来源：公司公告，西南证券整理

经过多年的快速发展，目前公司业务已经涵盖新药研发全产业链，构建了研发、生产和商业化生产全产业链服务模式，相比其他竞争对手具有明显优势。从国内外来看，国外大型 CRO 企业业务普遍集中在临床 CRO 领域，临床前 CRO 体量相对较小，而且海外大型 CRO 企业普遍没有布局 CDMO 业务，海外大型 CDMO 公司也往往只聚焦 CDMO 业务，CRO 业务涉足较少，相比之下，药明康德已经打造了 CRO+CDMO 一体化平台，且协同效应十分显著。相比国内企业，公司的临床前 CRO 和 CDMO 业务均为绝对龙头，临床 CRO 业务也在快速推进，全产业链布局优势显著。公司通过全产业链布局实现了“一体化、端到端”的服务，极大增强客户粘性，协同效应十分显著。

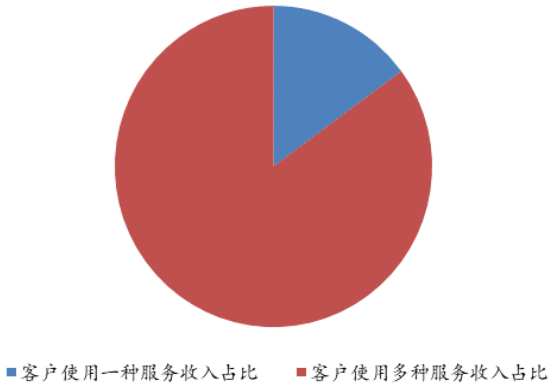
表 5：国内外代表性公司业务范围对比

国内外公司	临床前				临床	CMO
	药物靶认证	药物发现	有效性验证	药物安全评价	临床研究服务	安全监测/商业
IQVIA				■	■	■
Covance	■	■	■	■	■	■
Parexel					■	■
Inventive Health			■		■	■
ICON			■		■	■
PPD	■	■	■	■	■	
PRA			■		■	
Charles River	■	■	■	■		
LONZA						■
康龙化成	■	■	■	■	■	■
睿智化学	■	■	■			■
美迪西	■	■				■
泰格医药				■	■	
博济医药				■	■	
凯莱英					■	■
博腾股份					■	■
药明康德	■	■	■	■	■	■

数据来源：公司公告，西南证券整理

随着公司一体化布局的持续推进，客户转化率持续提升，2020H1，客户使用多种服务收入占比达到 85%，表明公司已经实现了较好的客户内部导流，产业链协同效应突出。

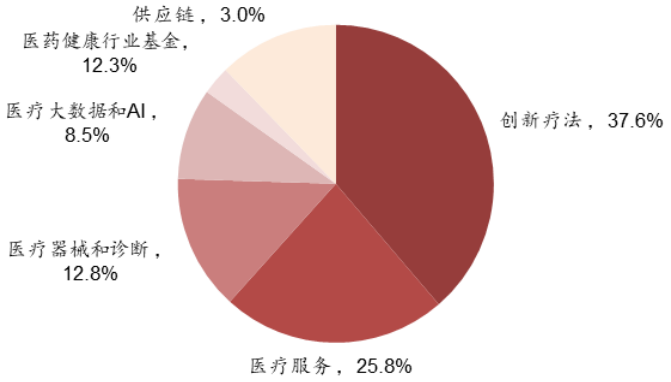
图 13：公司客户转化情况（2020H1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司凭借在新药研发产业链上的布局，持续创建大健康生态圈，对医疗医药行业的初创公司投资。截至 2020H1，公司共投资 90 余家公司和基金，内容包括创新疗法、医疗服务、医疗器械和诊断、医疗大数据和 AI、供应链、医疗健康行业基金等六个领域，投资组合的内部收益率达到 30%，为公司带来丰厚的投资回报。丰富的投资也促进公司进一步协同产业资源，把握行业发展机遇，同时带动主业发展，增加了公司的核心竞争力。

图 14：公司投资领域及占比（2020H1）



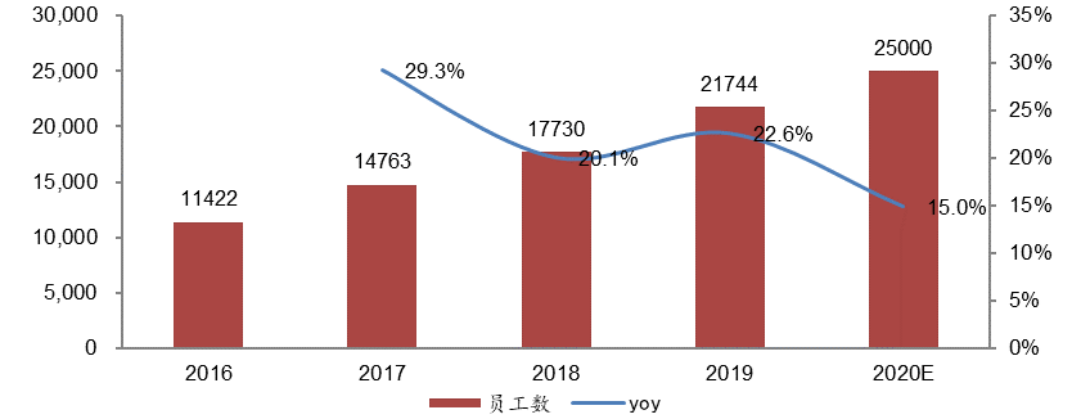
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 人才优势明显，形成突出的人才壁垒

CXO 主要依靠医药领域专业技术人员提供服务，需要参与者具有化学、医学、药学、生物统计学等各类专业知识，某些职位还要求技术人员具有丰富的管理经验，整体来看，CXO 是明显的人才密集型行业，加之资深专业人才紧缺、管理人员薪酬要求较高等原因，行业也形成了较高的人才壁垒。目前，从员工总数、员工质量、管理层资历以及员工激励等多个角度来看，药明康德均形成了突出的人才壁垒，竞争优势显著。

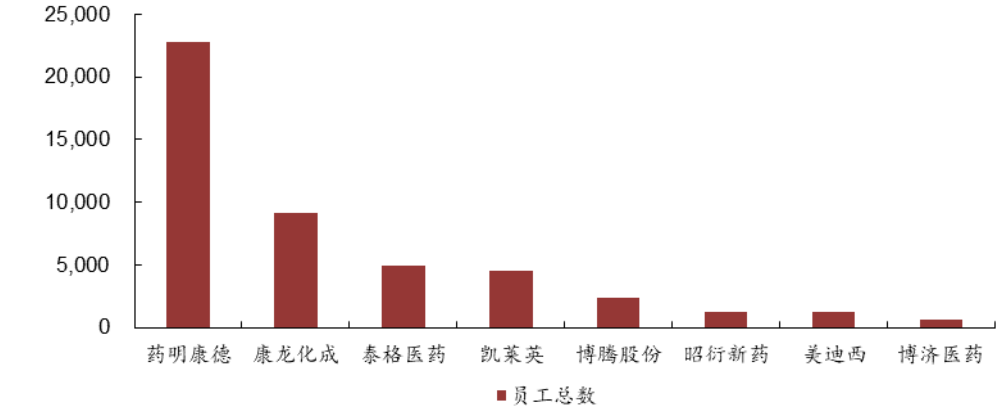
从员工总数来看，公司拥有强大的人才储备水平，员工人数从 2016 年 11422 人增长到 2019 年的 21744 人，复合增速达到 24%，预计 2020 年有望达到 25000 人，员工总数远高于同行水平，快速增长的员工数为公司业绩的快速发展奠定基础。

图 15：公司员工总数及增速（人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

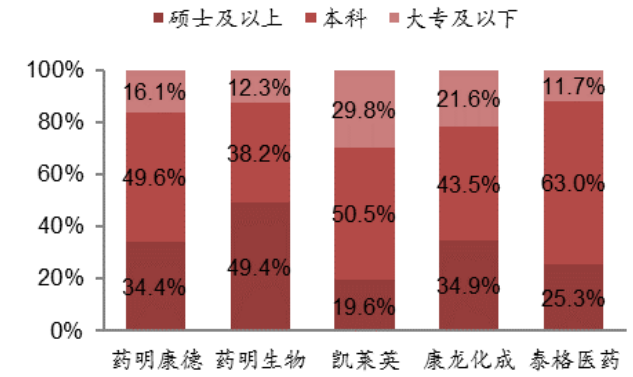
图 16：我国 CXO 企业员工人数对比（2020H1）（人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

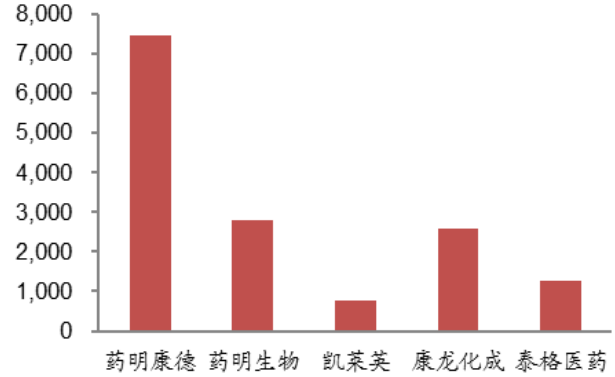
从员工质量来看，公司的硕士及以上学历员工数超过 7000 人，远高于同行业水平，同时，公司的本科及以上学历人员占比达到 84%，研发人员达到 18055 人，均处于行业领先地位，高质量的人才为公司高质量发展奠定基础。

图 17：2019 年中国 CRO/CDMO 企业人员组成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：2019 年中国 CRO/CDMO 企业硕士及以上学历人数



数据来源：公司公告，西南证券整理

从管理团队来看，公司拥有具备全球视野及产业战略眼光的卓越管理团队，以李革领军的公司管理层团队拥有丰富的医药行业从业经历，具备较强的执行力及多年医药行业投资经验、管理经验、国际化视野并在中美两地生命科学领域有较高知名度。经验丰富、视野广阔的管理团队使公司得以在全球经济运行周期及医药行业整体发展趋势方面有独到而敏锐的认知。此外，领导团队也有具有高等学位和丰富工作经验的科学家，大部分曾工作在生物制药行业一线，并在各自专业领域拥有多年行业经验，优秀的管理团队为公司的长期发展奠定基础。

表 6：公司主要高层管理者职位及履历

姓名	职位	履历
李革	董事长兼首席执行官	哥伦比亚大学有机化学博士，2000 年创立药明康德。"2018 SAPA 杰出成就奖"、"2018 纪念改革开放四十年医药产业风云人物"、"2016 年度美国华人生物医药科技协会杰出成就奖"、"2015 SCRIP Executive of the Year'年度大奖"、"2015 年度全球生物制药 25 位最有影响力风云人物"、"2009 中国医药 60 年•60 人"、"2008 福布斯 25 位最著名美籍华裔企业家"以及"2007 安永企业家奖"等荣誉获得者。
胡正国	副董事长，全球首席投资官	担任 Tanox 公司高级副总裁和首席运营官，并曾任美国生物制药公司 Biogen 业务经理、美国默克公司高级财务分析师。2007 年 8 月加入药明康德。
杨青	联席首席执行官，研究服务部负责人，测试事业部负责人	曾担任阿斯利康制药公司亚洲及新兴市场创新医药研发副总裁，辉瑞制药公司的亚洲研发副总裁和辉瑞全球研发战略管理部负责人和部门执行总监。
陈民章	执行副总裁，合全药业首席执行官	拥有 20 多年新药研发和生产管理经验，在多个全球新药的研发及商业化过程中发挥了重要作用。Medicine Maker 2019 “全球 100 位医药行业最具影响力人物”。加入药明康德前，担任美国 Vertex 公司技术运营总监。
陈曙辉	执行副总裁，科研总裁，国内新药研发服务部负责人	29 年以上药物化学领域从业经验；曾任礼来公司科研顾问，并曾供职于葛昂医药公司和百时美施贵宝公司；2004 年加入药明康德任职 CSO 至今。
张朝晖	高级副总裁，政府事务和政策研究负责人	药明康德创始人之一，公司行政管理的核心领导；曾任公司国内市场副总裁。
赵宁	高级副总裁，全球人力资源负责人	药明康德共同创始人之一；曾任药明康德分析副总裁及分析服务首席顾问；并曾任职于百时美施贵宝、药典制药及惠氏。
张幼翔	高端治疗事业部首席执行官	在基因和细胞治疗、生物制药技术开发、生产运营、工程战略方面拥有丰富的工作经验。曾在

姓名	职位	履历
		百时美施贵宝旗下的赛尔基因公司担任副总裁兼全球细胞治疗生产负责人。
朱璧辛	高级副总裁，首席财务官	曾在多家世界级投资银行(花旗，美林)担任董事总经理兼资深并购银行家，领导执行了许多具战略意义和变革性的跨境并购交易。
童国栋	高级副总裁，首席运营官	在华为公司研发、区域、总部职能运营、人力资源等领域有近二十年的管理与实践经验。曾任华为大学校长助理、消费业务南太平洋地区总裁、消费业务人力资源副总裁、集团人力资源部副总裁、集团两报主编等。
陈志刚	高级副总裁，首席数据官	在医疗健康大数据和人工智能领域有丰富的战略设计和实践经验。创建了腾讯医疗大数据实验室和阿里健康大数据和人工智能团队；曾任美国硅谷推特公司卡片团队的技术负责人。
Richard Connell	高级副总裁，美国区首席运营官	超过 27 年生物科技和医药研发行业经验。曾任辉瑞外部研发解决方案副总裁，管理过包含 CRO、CMO、生物科技和学术合作组织的全球性网络。
董径超	高级副总裁，化学服务部负责人	药明康德早期几位创始科学家之一，曾任公司药物研发国际服务部副总裁，负责上海、武汉及天津药物研发国际服务部的管理工作。
傅小勇	高级副总裁，合全药业原料药业务部负责人	在有机合成化学，原料药的工艺研发与生产，工业化技术转移，以及新药的化学生产和控制（CMC）等领域拥有 27 年的研究和管理经验。加入药明康德前，在美国先灵葆雅/默沙东公司担任资深科学家。
Fred Hausheer	高级副总裁，全球首席医疗官	在全球肿瘤药物开发、临床前研究及科学转化医学领域有着丰富的经验。在多家生物制药公司担任首席执行官和首席医学官。
Felix Hsu	高端治疗事业部首席商务官	14 年以上从业经验；曾在美敦力心脏外科部门、美敦力明尼阿波利斯分部以及香港分部担任市场、质量、运营以及综合管理等职位。

数据来源：公司资料，西南证券整理

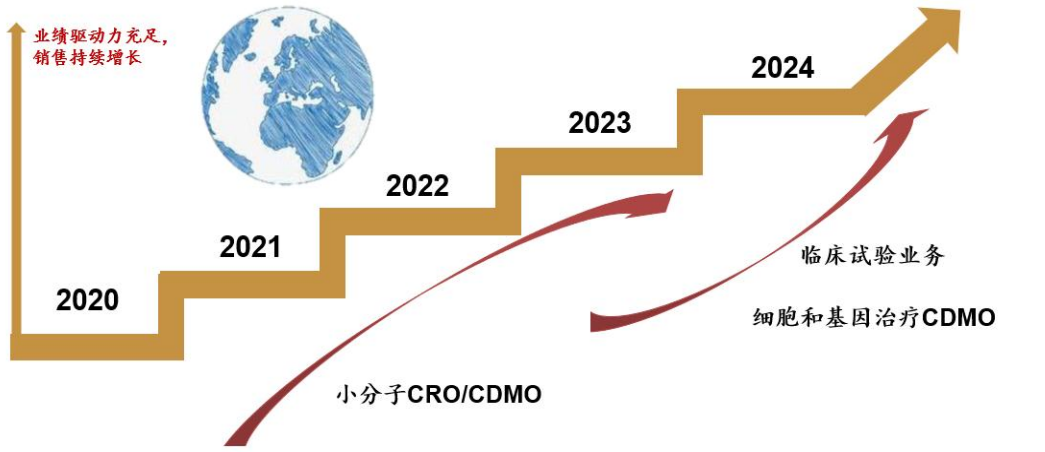
公司上市以来，已经推出两次股权激励计划，激励范围不断扩大，股权激励计划逐渐建立、健全了公司长效激励机制，充分调动了公司高级管理人员、核心技术人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，提升了公司团队的稳定程度，为进一步的研发提供人才技术支撑，2019 年，公司核心员工（股权激励计划覆盖的员工）存留率高达 94%，体现了公司较高的人才粘性。

3 业绩驱动力：短期、中期、长期均有充足动力

小分子 CRO 和 CDMO 业务为公司提供稳定的发展驱动力。公司的中国区实验室服务主要从事小分子药物发现服务和小分子临床前测试服务，收入占比约 50%，公司的 CDMO 业务为药企提供小分子药物工艺开发和生产业务，收入占比 29%。总体来看，小分子 CRO 和 CDMO 业务占比近 80%，随着海外产能转移的持续，国内创新药研发和生产投入的持续增长，以及公司自身产能的持续扩充，小分子 CRO 和 CDMO 业务有望继续保持稳健增长，为公司短期和中期的稳健发展提供充足驱动力。

细胞和基因治疗 CDMO 业务和临床 CRO 将成为长期增长新引擎。公司的美国区实验室服务主要提供细胞和基因疗法产品的 CDMO 服务和医疗器械测试服务，收入占比 12%，长期来看，细胞和基因疗法市场空间广阔，未来生产外包需求较大，公司的细胞和基因治疗 CDMO 业务长期成长动力充足。临床 CRO 服务收入占比 8%，临床 CRO 市场规模高于临床前 CRO，市场空间广阔，公司持续加速布局，目前基数较低，未来有望迎来高速增长，贡献较大业绩弹性。

图 19：公司不同时期的发展驱动力



数据来源：公司公告，西南证券整理

通过对公司各项业务未来 5 年的收入情况进行预测，预计 2020-2025 年公司总收入有望保持 26%的复合增速，2025 年公司总收入有望超过 500 亿元。

表 7：药明康德收入空间预测

业务	行业规模（亿元）			公司收入（亿元）			渗透率	
	2020E	2025E	复合增速	2020E	2025E	复合增速	2020E	2025E
药物发现 CRO	931.7	1417.8	8.7%	61.6	154.4	20.2%	6.6%	10.8%
临床前 CRO（非药物发现）	712.5	1084.2	8.7%	17.2	54.9	26%	2.4%	5 %
美国细胞与基因治疗	153	380.7	20%	15.1	56.2	30%	9.9%	14.7%
美国医疗器械检测	112.3	174.4	9.2%	4.8	10.9	17.7%	4.2%	6.2%
CDMO	4974.7	8371	10.9%	50.5	193.3	30.7%	1%	2.3%
临床 CRO 服务	385	1030	21.7%	13.8	51.2	30%	3.5%	4.9%
总收入				**163**	**521**	**26%**	--	--

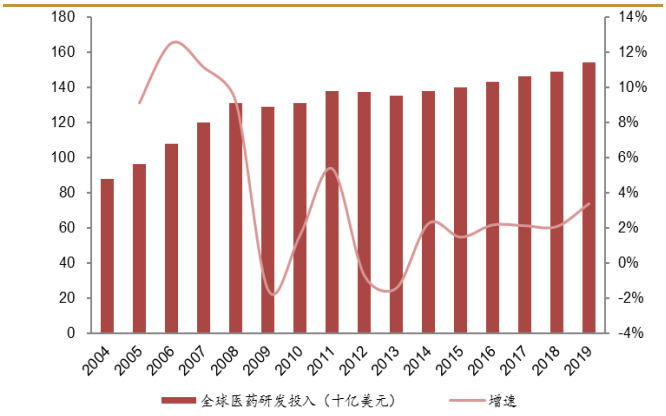
数据来源：FROST&SULLIVAN，公司公告，西南证券整理

3.1 小分子 CRO/CDMO 行业高度景气，为公司提供充足的业绩发展驱动力

3.1.1 受益海外产能转移与国内创新药崛起，我国 CXO 行业迎来蓬勃发展

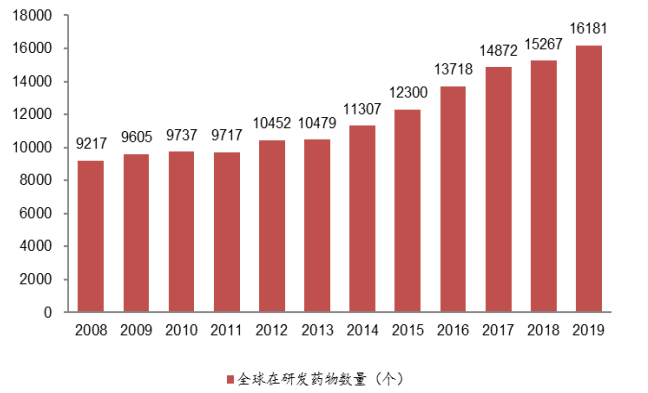
全球医药研发投入与研发管线数量稳健增长，为全球 CXO 行业发展奠定基础。随着经济发展、人口老龄化加剧以及卫生健康意识增强等多因素影响，全球药物研发投入也逐渐升温，2019 年全球研发投入达到 1540 亿美元，随着研发投入的不断增加，全球医药研发管线数量不断增加，2019 年达到 16181 个，全球医药研发投入与研发管线数量的稳健增长，为全球 CXO 行业发展奠定基础。

图 20：全球医药行业研发投入金额稳步增长



数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

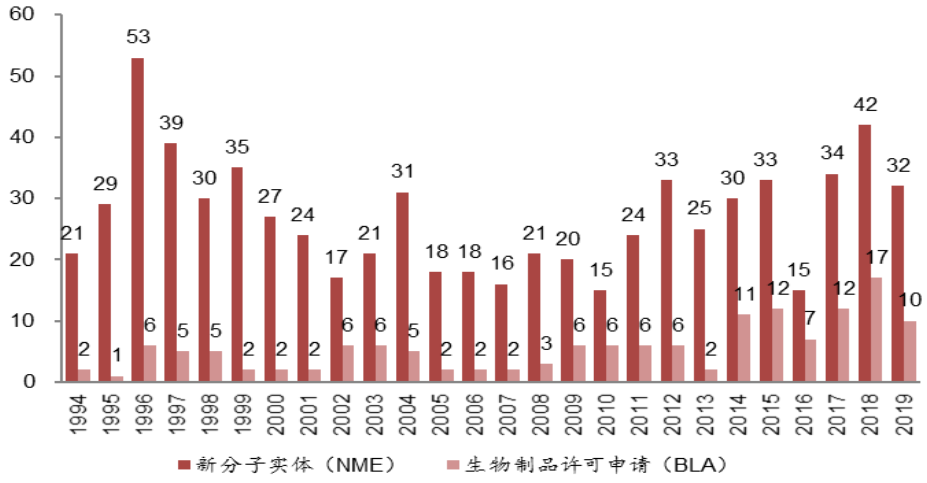
图 21：全球医药行业研发管线总数稳步增长



数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

随着研发投入与研发管线数量的稳定增长，以及 FDA 审批效率的提升，每年获批上市创新药数量快速增加，2017-2019 年 FDA 平均批准新药数量达 51 个，处于历史较高水平，新药上市速度的加快，进一步激发药企研发热情，同时也推动医药行业的整体扩容。

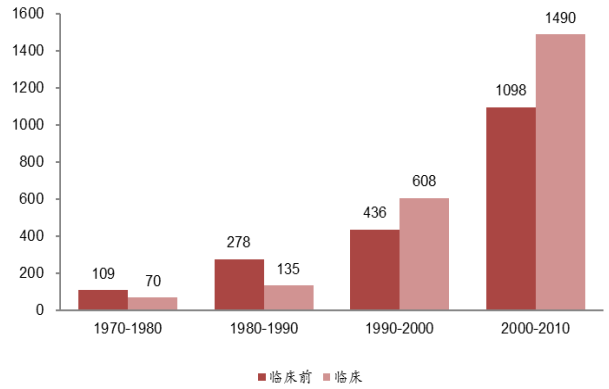
图 22：1994-2019 年 FDA 审批上市新药数量



数据来源：FDA，西南证券整理

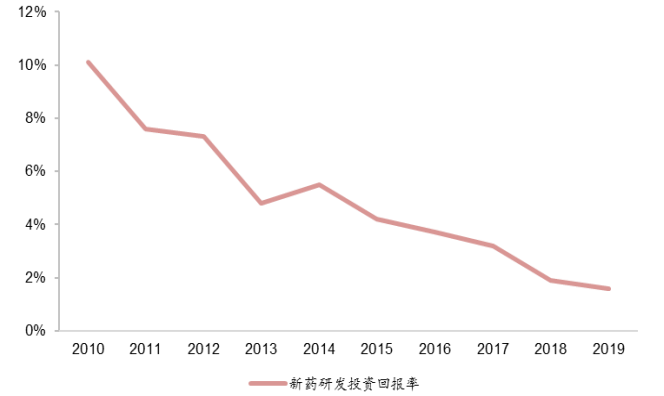
研发难度不断加大，促使药企与 CXO 企业合作。近几十年，随着疾病的日益复杂，已知靶点的不断消耗，以及政策监管要求的不断升级，医药公司的研发成本不断攀升，研发周期不断增长，研发成功率明显下降，给制药企业的研发带来巨大压力，为提升研发效率与成功率，药企逐步加大与 CXO 企业合作，促进 CXO 外包率逐步提升。

图 23：创新药研发费用不断增长（百万美元）



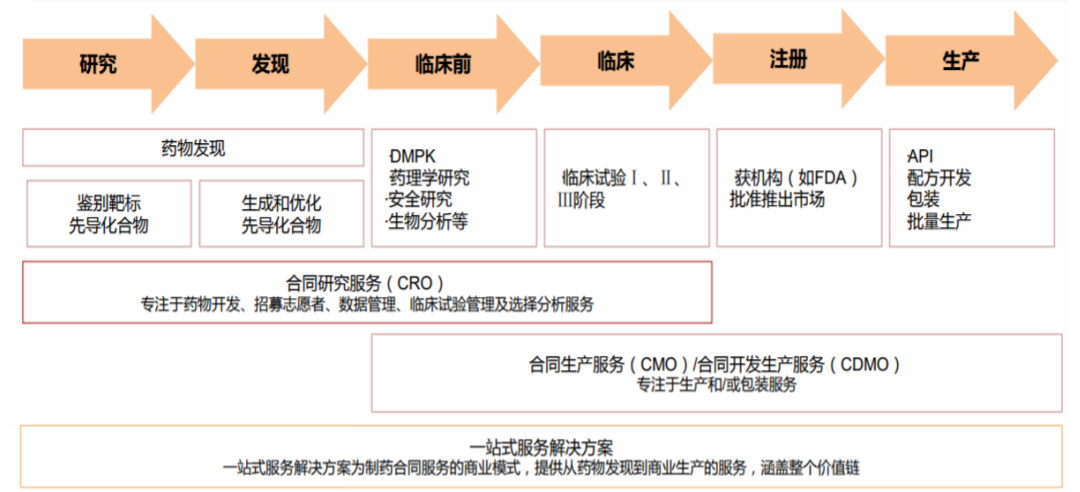
数据来源：TUFTS SCDD，西南证券整理

图 24：创新药投资回报率持续降低



数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

图 25：CRO 及 CDMO 在药物研发生产所处的阶段



数据来源：公司招股书，西南证券整理

就 CRO 行业来看，我国 CRO 服务成本远低于发达国家，其中临床前 CRO 领域对人才依赖度较高，我国人才供给充足且人工成本相对较低，带动临床前 CRO 率先向我国开始转移，并涌现出药明康德和康龙化成等国际化大公司。而对于临床 CRO 领域，我国庞大的人口基数决定了在各个疾病领域均有相对较多的患者人数，招募患者的成本远低于发达国家，越来越多的国际制药企业选择在中国开展临床，进一步带动了国内临床 CRO 的发展。

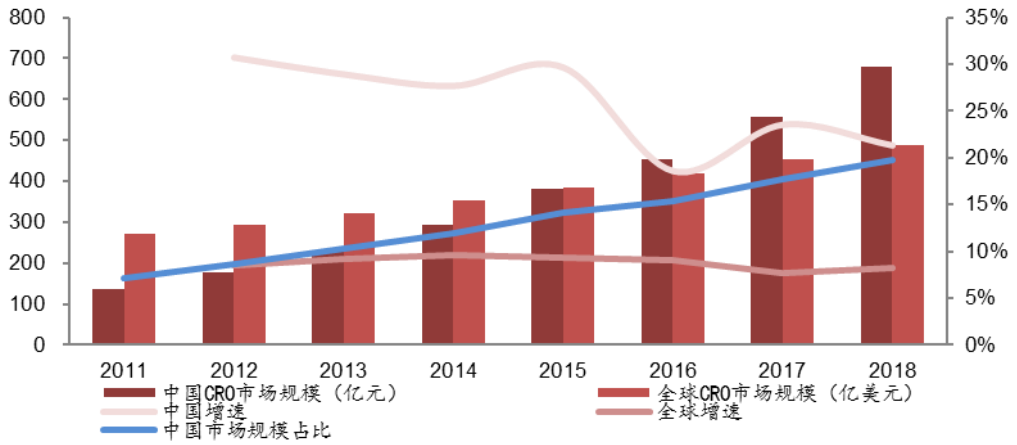
表 8：我国 CRO 服务成本相对较低

试验阶段	试验项目	中国试验成本低于发达国家成本比例
临床前	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床	一期临床	30%-60%
	二/三期临床	30%-60%

数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

受益于人才的规模增长以及相对较低的人力成本，我国 CRO 行业市场规模从 2011 年的 136 亿元增长到 2018 年的 678 亿元，复合增速超过 20%，相比之下，全球 CRO 市场规模从 2011 年的 271 亿美元增长到 2018 年的 489 亿美元，复合增速不到 10%。我国 CRO 行业市场规模占全球市场规模比例从 2011 年的 7.19%提升至 2018 年的 19.81%，预计未来仍将进一步提升。

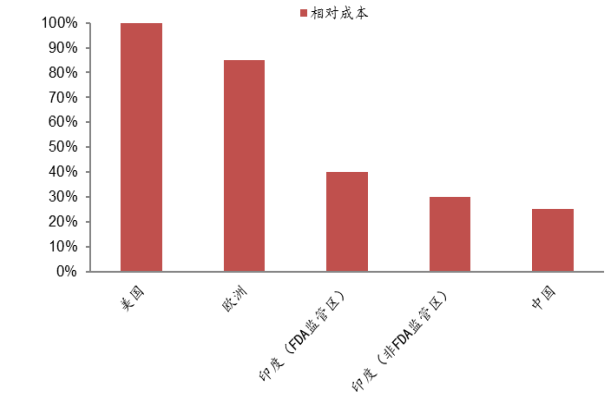
图 26：中国和全球 CRO 市场规模及增速



数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

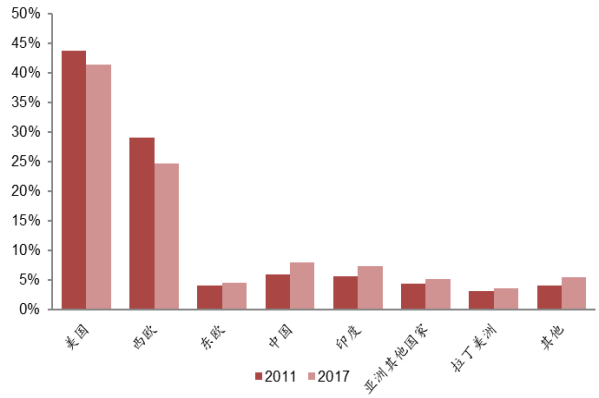
与 CRO 行业相类似，中国、印度 CDMO 行业在原材料和人力成本方面也远低于欧美等发达国家，在成本优势推动下，全球 CDMO 行业产能逐步从欧美等发达国家向中国、印度等新兴国家转移，2011 年我国 CDMO 市场占全球规模的 5.94%，2017 年占比已经达到 8.94%，转移趋势显著。

图 27：我国 CDMO 成本远低于欧美等发达国家



数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

图 28：CDMO 产能向新兴国家转移趋势显著



数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

为降低成本，近几年许多跨国药企逐步关闭部分工厂以减少产能，仅 2019 年，辉瑞、诺华、礼来和阿斯利康等公司就宣布了产能削减计划，其中诺华将苏州工厂以 7.9 亿元出售给九洲药业，也是目前我国 CDMO 企业规模最大的一次收购，全球医药产能从欧美向亚太地区转移的趋势十分显著。

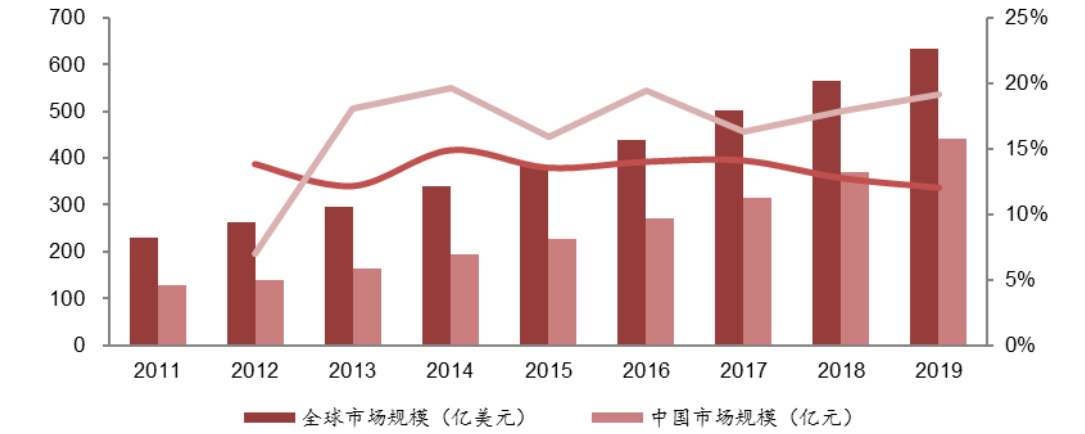
表 9：国际大型制药企业不断关闭生产工厂

公司	时间	主要内容
辉瑞	2010	计划削减 6000 个工作岗位并对公司年生产能力进行缩减，并到 2015 年之前，陆续关闭爱尔兰、波多黎各、美国境内的 8 家制药厂，并逐渐减少其他 6 家制药厂产能
	2018	关闭旧金山 1 家工厂
	2019	关闭印度 2 家工厂，裁撤约 1700 名员工
诺华	2014	关闭纽约 1 家工厂
	2015	关闭印度 1 家工厂
	2018	未来 1 年关闭巴塞尔地区 2 家工厂， 4 年内削减约 2200 个职位
	2019	出售苏州工厂给九洲药业
礼来	2007	关闭在苏格兰的制剂工厂
	2019	裁撤法国 1 家工厂约 250 个工作岗位
阿斯利康	2008	计划在接下来的几年内将其所有药品原料药生产外包，这些原料药的生产将转移至亚洲，主要是印度
	2019	关闭 2 家美国科罗拉多州的生物制剂工厂，裁撤 210 个工作岗位
默沙东	2013	决定全球裁员 8500 人，以争取到 2015 年前将年度运营成本削减 25 亿美元
	2020	将在美国多个州裁撤约 500 个职位
BMS	2017	将在爱尔兰 Swords 的 API 工厂出售给韩国公司 SK Biotek
罗氏	2015	出售美国、意大利和西班牙的三个小分子药物工厂
	2019	计划 2020 年关闭其位于爱尔兰的一处小分子药物工厂，并裁 132 人
GSK	2019	将下属苏州工厂及持有的产品贺普丁以 2.5 亿元的价格转让给复星医药
拜耳	2018	在美国加州的一个生产基地裁减 227 名员工

数据来源：公司官网，西南证券整理

我国 CDMO 行业市场规模从 2011 年的 129 亿元增长到 2019 年的 441 亿元，复合增速超过 20%，预计未来仍将继续保持快速增长。相比之下，全球 CDMO 市场规模从 2011 年的 231 亿美元增长到 2019 年的 633 亿美元，复合增速不到 10%。

图 29：中国和全球 CDMO 市场规模及增速

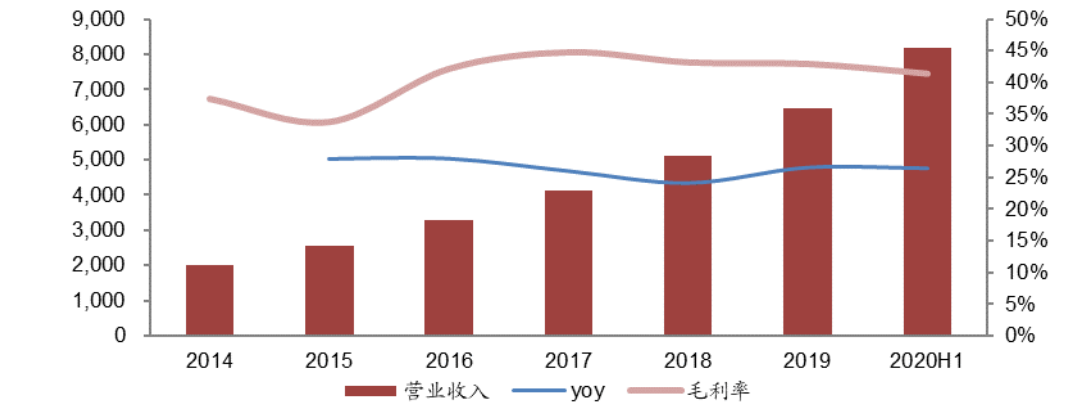


数据来源：FROST&SULLIVAN，西南证券整理

3.1.2 中国区实验室服务：预判新兴研发趋势，建立领先的赋能平台

中国区实验室服务是公司的核心业务，主要为临床前 CRO，包括小分子药物发现和药物分析及测试业务，公司通过上海药明、苏州药明、天津药明、武汉药明等多家控股子公司开展。公司中国区实验室服务收入从 2016 年的 32.7 亿元增长到 2019 年的 64.7 亿元，复合增速达到 25.5%，2016-2019 年毛利率均保持在 40%以上。

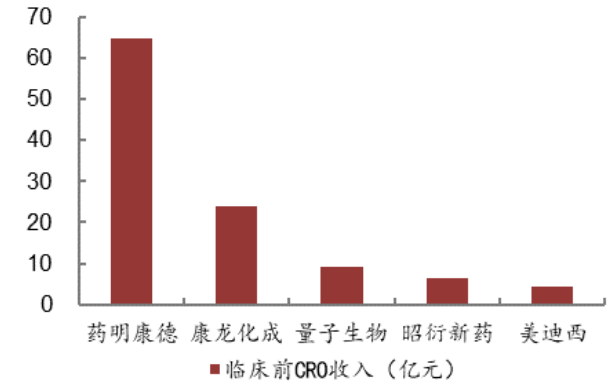
图 30：2014-2019 年中国区实验室服务业务收入及毛利率（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

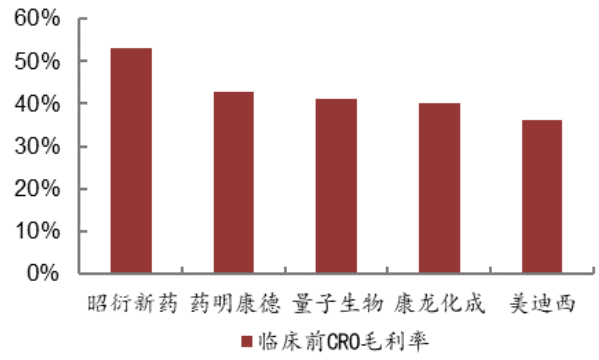
国内企业对比来看，2019 年公司的临床前 CRO 业务收入达到 64.7 亿元，位居同行业第一，远高于位于第二的康龙化成，2019 年公司的临床前 CRO 业务毛利率达到 42.9%，也领先于业务结构更加相近的量子生物、康龙化成、美迪西等企业。

图 31：我国 CRO 企业收入对比（临床前 CRO 业务收入）



数据来源：公司公告，西南证券整理

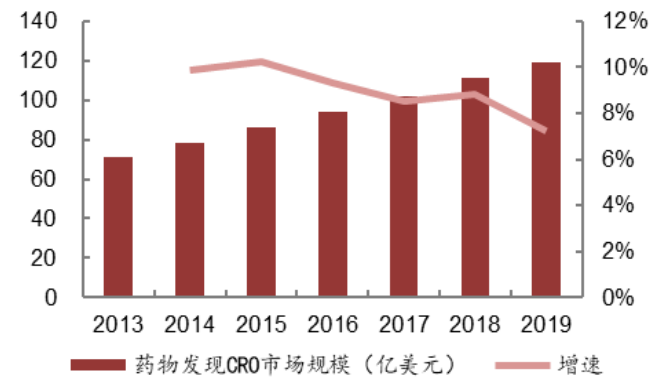
图 32：我国 CRO 企业毛利率对比（临床前 CRO 业务毛利率）



数据来源：公司公告，西南证券整理

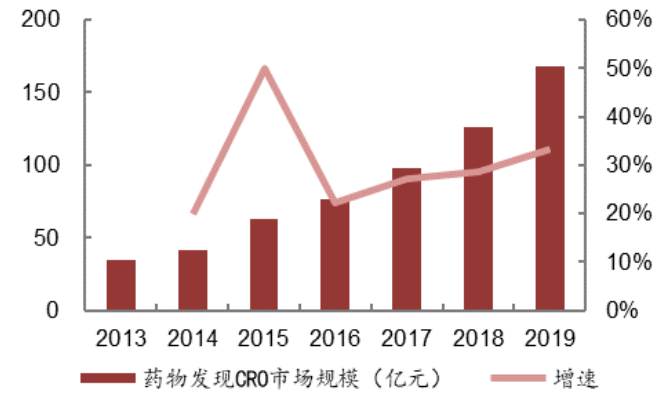
药物发现 CRO 全球龙头，有望跟随全球新药研发保持稳健发展。药物发现是公司临床前 CRO 的主要业务，药物发现是一个多学科协作、系统性的工作和过程，针对药物发现阶段，公司拥有目前全球规模最大、经验最为丰富的小分子化学药研发团队，能够提供从药物靶点发现到确定临床候选化合物的全流程工作。从全球药物发现 CRO 市场规模从 2013 年的 71 亿美元增长到 2019 年的 119 亿美元，预计未来仍将保持 8%的增速，我国药物发现 CRO 市场规模从 2013 年的 35 亿元增长到 2019 年的 168 亿元，复合增速达到 30%，预计未来仍将以超过 25%的增速快速增长。

图 33：全球药物发现 CRO 市场规模



数据来源：FROST & SULLIAN，西南证券整理

图 34：中国药物发现 CRO 市场规模



数据来源：公司公告，西南证券整理

从技术平台角度来看，药明康德相对服务内容最为广泛，包括传统的 FBDD、SBDD，同时也提供 HTS、DEL 库等服务。睿智化学、维亚生物等业务涵盖传统的新药研发相关服务，而药明生物则专注于大分子药物开发，并拥有双抗和 ADC 药物研发平台，康龙化成、药石科技和成都先导专注提供部分特色服务。强大的技术平台奠定了公司强大的服务能力，服务范围更为广泛，相比其他 CRO 企业具备显著优势。

表 10：我国 CRO 企业药物发现技术平台

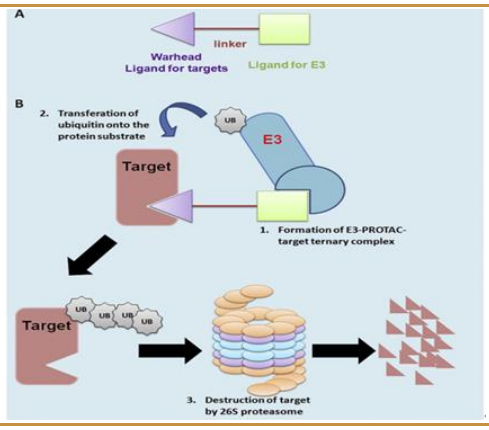
公司	
药明康德	虚拟筛选、高通量筛选、DNA 编码化合物库技术、基于结构的药物设计、基于片段的药物设计
睿智化学	基于结构的药物设计、基于片段的药物设计、计算机辅助药物设计、多肽合成、杂交瘤和噬菌体技术
维亚生物	基于结构的药物设计、基于片段的药物设计、GPCR 膜蛋白靶标技术平台、质谱筛选平台
药明生物	杂交瘤技术平台、噬菌体展示、双抗/ADC 平台
康龙化成	虚拟筛选、高通量筛选、基于结构的药物设计、基于片段的药物设计、放射性标记化合物合成技术
药石科技	分子切块技术
成都先导	DNA 编码化合物库技术

数据来源：公司官网，西南证券整理

近几年，公司不断拓展新的药物发现平台，增加客户服务能力，其中公司构建的 DNA 编码化合物库（DEL）包含化合物分子约 900 亿个，同时面向全球客户推出 DEL 高通量筛选服务包、DEL 试剂盒 DELight，并联合众多国际顶尖学术研究机构共同发起面对学术机构的 DELopen 平台。2019 年，公司 DEL 平台赋能 110 家全球客户，包括全球前 20 大制药企业之中的 7 家。

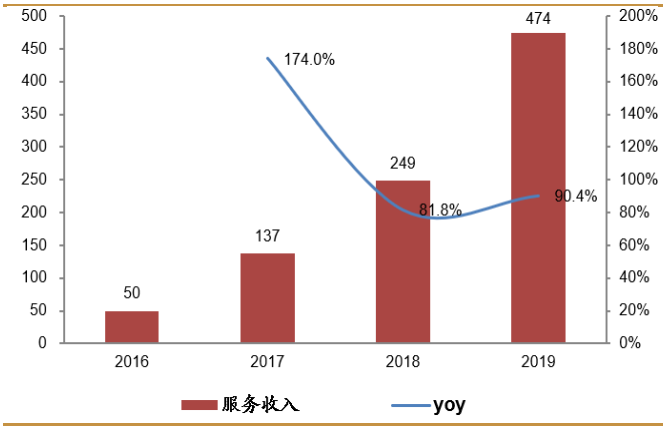
此外，公司 2014 年开始建立了 PROTAC 药物发现和测试平台，PROTAC 技术具有众多优势，如靶向“不可成药靶点”、克服现有药物的耐药性、选择性更佳等，目前全球范围内进展最快的 PROTAC 分子处于临床 I 期阶段。药明康德为专注 PROTAC 技术的公司提供研发服务，2019 年公司 PROTAC 平台来自于生物技术公司客户的收入已经达到 4.74 亿元，同比增长约 90%，2016-2019 年收入增长率达 112%。

图 35：PROTAC 作用机理示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

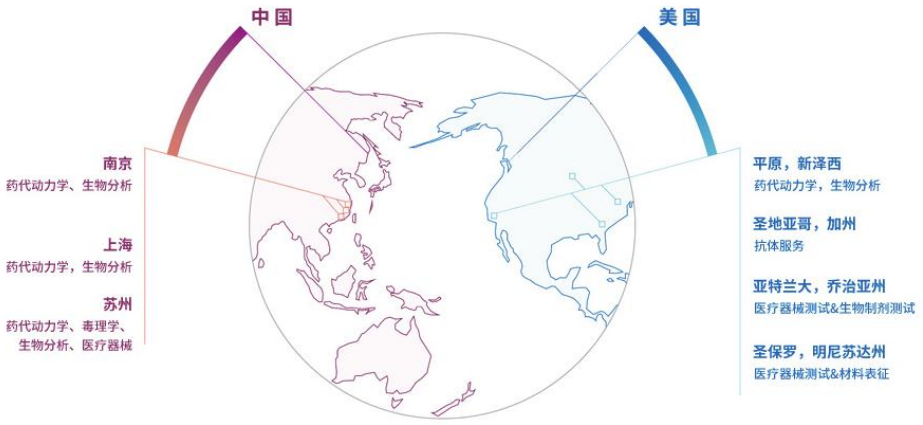
图 36：PROTAC 平台生物技术公司服务收入（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

药物分析及测试服务平台优势显著，有望继续维持稳健增长。公司的药物分析及测试服务通过测试事业部开展，总部位于上海，在中国和美国共拥有 7 个研发中心。目前公司发挥一体化平台优势，通过新药研发及全球申报一体化平台（WuXi IND，WIND）、临床药物研发和医疗器械测试平台，将 API 合成、制剂开发、药效、药代、安全性评价以及申报资料撰写和递交整合在一起，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。2019 年，WIND 平台签约 52 个服务项目，并通过 eCTD 的方式，为众多国内外合作伙伴成功进行 FDA IND 申报，获得 FDA 许可，进入临床研究。药物分析及测试服务平台优势显著，有望继续维持稳健增长。

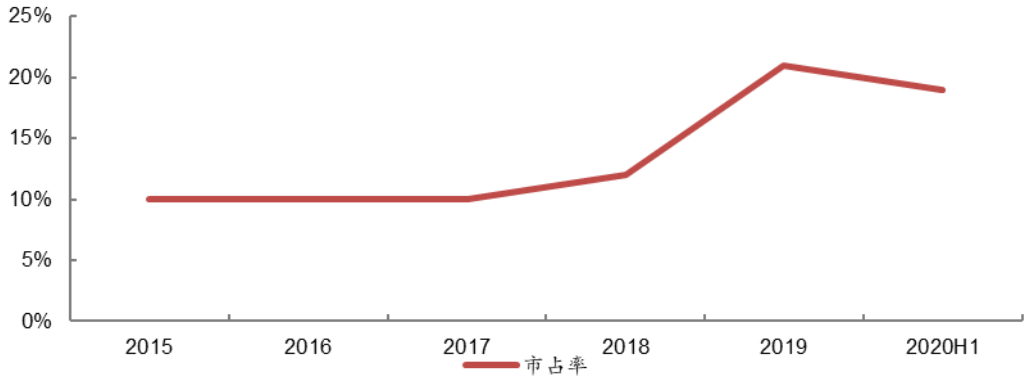
图 37：测试事业部研发中心布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

随着国内创新药的逐步上市，DDSU 模式将为公司带来持续性现金流入。DDSU（国内新药研发服务部）公司为国内客户提供包含产品未来对外授权的里程碑分成和产品上市后的销售收入分成的临床前一体化研发服务。截至 2020 年上半年，公司共有 182 个项目在进行中，其中处于药物发现和临床前研发阶段的项目数为 84 个，IND 阶段的项目数为 32 个，CTA 阶段的项目数为 33 个，临床一期、二期和三期的项目数分别为 54 个、8 个和 1 个，经过多年发展，DDSU 助力客户 IND 申报获得受理的项目占中国公司小分子新药市场份额已经从 2015 年的 10%提升至 2020H1 的 19%，预计未来仍将进一步提升。预计随着国内创新药的逐步上市，DDSU 模式将为公司带来持续性现金流入。

图 38：DDSU 助力客户 IND 申报获得受理的项目占中国公司小分子新药市场份额

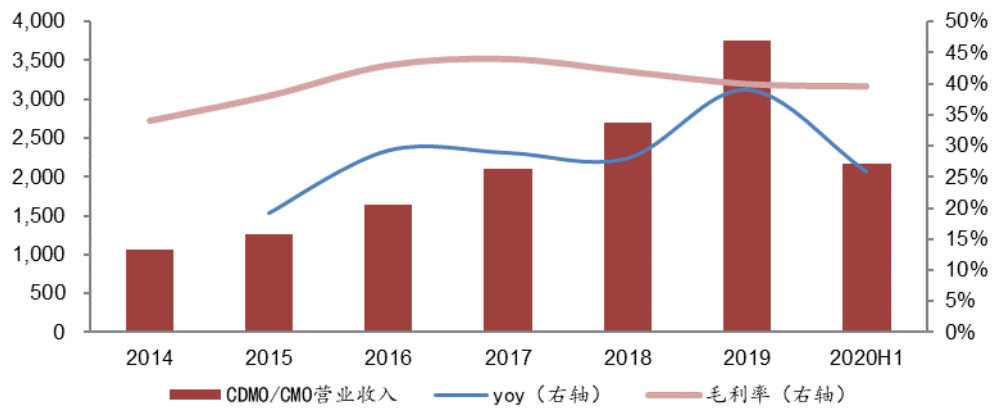


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.3 CDMO：产能持续扩张，有望继续保持快速增长

公司 CDMO 业务以子公司合全药业为平台开展，近几年业绩整体保持较快增长，收入从 2014 年的 10.6 亿元增长到 2019 年的 37.5 亿元，复合增速超过 30%，2016 年之后毛利率基本维持在 40%以上。

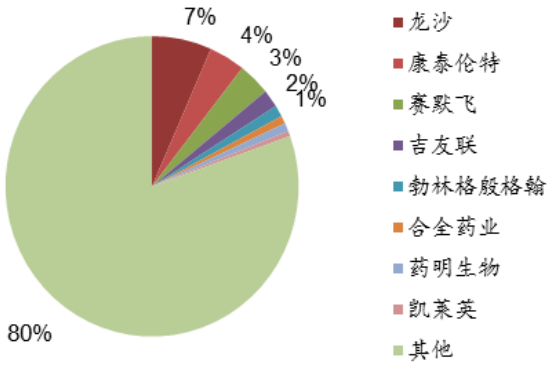
图 39：2014-2019 年 CMO/CDMO 业务收入及毛利率（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

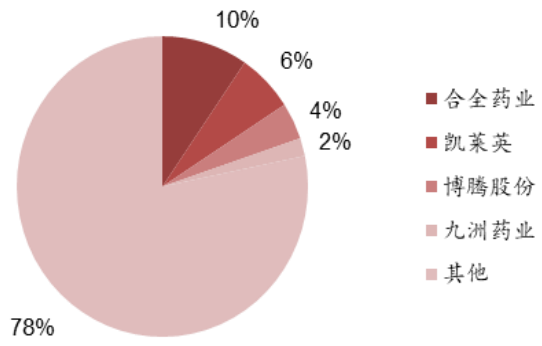
国内 CDMO 龙头，市占率持续提升。全球 CDMO 行业集中度较低，目前全球范围内 CDMO 企业超过 600 家，其中龙头企业龙沙制药 2019 年市场份额为 6.6%，其次为赛默飞、康泰伦特、吉友联和勃林格殷格翰，市占率分别为 3.9%、3.5%和 1.9%，我国 CDMO 企业发展时间较短，则全球市场市占率更低。从国内情况来看，小分子 CDMO 龙头合全药业市占率不到 10%，CR4 仅为 21.7%，集中度也较低，预计未来有望提升。

图 40：全球 CDMO 市场竞争格局



数据来源：FROST & SULLIAN，西南证券整理

图 41：我国小分子 CDMO 市场竞争格局



数据来源：FROST & SULLIAN，西南证券整理

目前合全药业已经在上海外高桥保税区、江苏常州等地布局了五个生产研发和生产基地，同时公司已经有流体化学技术平台、酶催化反应、生物催化反应等多个先进技术凭条，可以提供从临床阶段到商业化阶段的中间体、原料药和制剂的研发和生产服务。

表 11：合全药业研发和生产基地

地点	主要生产产品	简介
上海外高桥保税区	原料药及中间体研发、制剂研发和生产	10,000m²的工艺研发实验室、工艺分析实验室和工艺工程实验室
江苏常州	原料药研发和生产	
上海金山	寡核苷酸、多肽研发和生产	合全金山基地占地 14 英亩，能够支持生产符合 cGMP 标准的，从公斤级到吨级的原料药。包含一个公斤级实验室、两个中试车间和一个商业化车间，反应釜体积从 5L 至 20,000L，还包含一个 cGMP 的高活性原料药生产设施

地点	主要生产产品	简介
江苏无锡	原料药及中间体生产	占地面积 59000 平方米，年产能可分别达到一亿粒胶囊和十亿片片剂
美国加州圣地亚哥	制剂商业化生产	生物制药和生物医学中心，该工厂为早期临床研究提供从工艺研发到 API 生产的全套服务，工厂配备有 2,700m²，具有 6 个生产区的 cGMP 中试车间和公斤实验室，以及工艺研发和分析实验室。

数据来源：公司官网，西南证券整理

2020 年初，公司发布定增方案，拟募资 65 亿元，其中大部分均用于合全药业的产能扩建，包括无锡合全药业新药制剂开发服务及制剂生产一期项目、常州合全新药生产和研发一体化项目等等，将进一步扩大 CDMO 业务产能，提升研发实力。

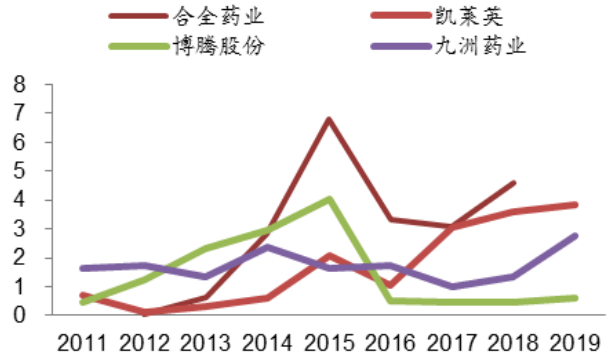
表 12：公司 2020 年定增募投项目（万元）

序号	项目名称	项目投资金额	拟使用募集资金金额
1	无锡合全药业新药制剂开发服务及制剂生产一期项目	80,000	73,628
2	合全药业全球研发中心及配套项目	56,000	49,176
3	常州合全新药生产和研发中心项目（注）	280,000	66,064
4	常州合全新药生产和研发一体化项目	196,138	178,926
5	合全药物研发小分子创新药生产工艺平台技术能力升级项目	30,000	30,000
6	上海药明药物研发平台技术能力升级项目	60,000	60,000
7	补充流动资金	195,000	195,000

数据来源：公司公告，西南证券整理

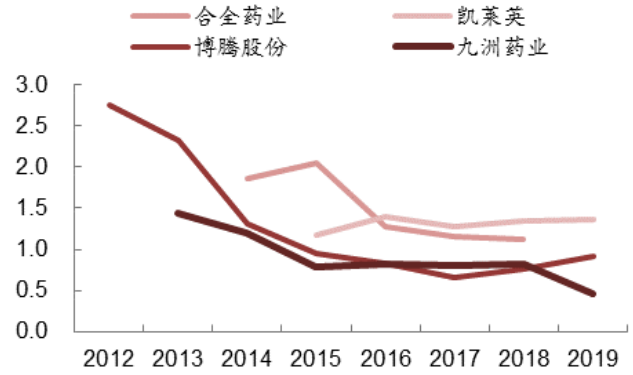
近几年，合全药业一直维持较高的固定资产投入水平，固定资产（原值）从 2014 年的 5.7 亿元增长到 2018 年的 24 亿元，2014 年至 2018 年，公司的在建工程平均水平也达到 4 亿元，远高于同行业的凯莱英、博腾股份和九洲药业等。从收入/固定资产情况来看，公司也一直保持在 1 以上，固定资产利用率较高，处于行业第一梯队，高于博腾股份和凯莱英。持续快速增长的固定资产以及较高的固定资产利用率表明公司目前产能利用率较高，未来订单充足，长期成长动力强劲。

图 42：我国小分子 CDMO 企业在建工程情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

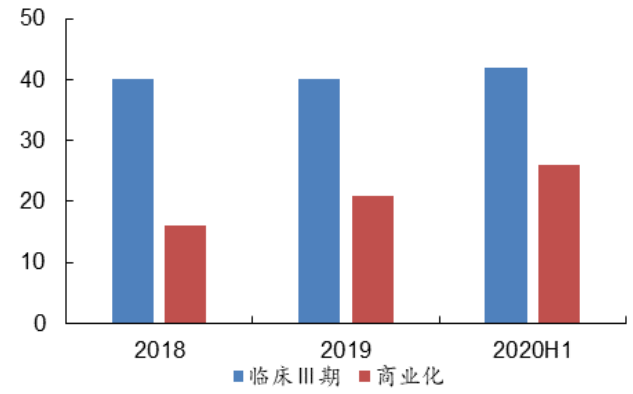
图 43：我国小分子 CDMO 企业收入/固定资产情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

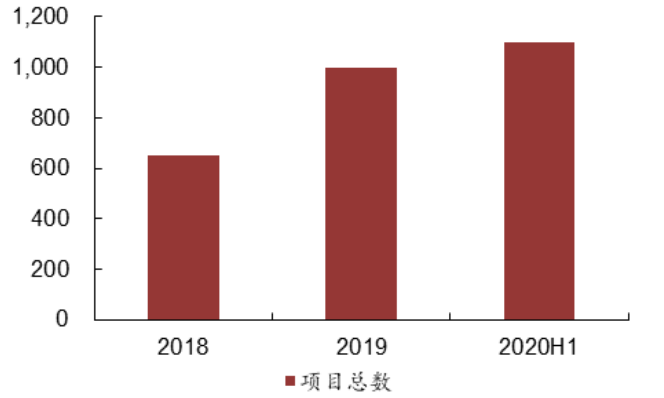
从项目数来看，公司临床前 CRO 实力强劲，通过与客户在临床前期阶段建立紧密的合作关系，实现项目导流，不断为 CDMO 业务带来新的临床阶段和商业化阶段的项目，近几年公司 CDMO 业务各阶段项目数持续快速增长，2020 年上半年处于临床前、临床和商业化各个阶段的项目分子超过 1100 个，其中临床 III 期阶段有 42 个分子、已获批上市的品种 26 个分子，远高于 2019 年水平，预计未来仍将快速增长。

图 44：合全药业临床Ⅲ期和商业化阶段项目数



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：合全药业项目总数



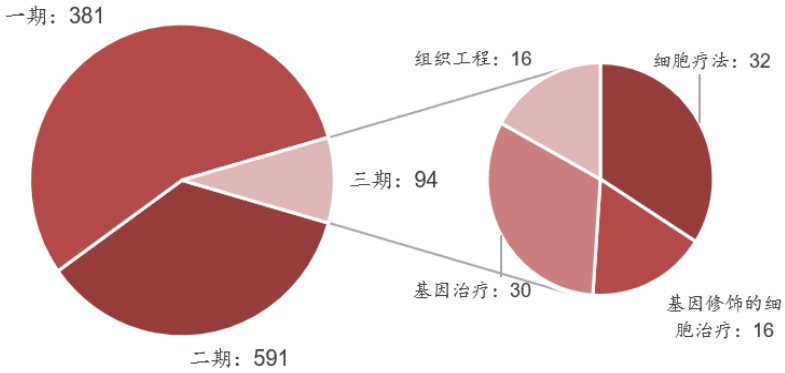
数据来源：公司公告，西南证券整理

受益 MAH 制度，合作项目数快速推进，商业化业务成长动力充足。合全药业是我国 MAH 试点开展以来首个支持获批创新药的受托企业，公司的 MAH 项目中，歌礼药业的戈诺卫最早于 2018 年 6 月上市，随后 2018 年 9 月和记黄埔的爱优特上市，截至 2020 年上半年，公司共计有 26 个 MAH 项目正在进行，包括 4 个商业化生产项目，随着后续 MAH 项目的快速增加，以及后续产品的持续上市，公司商业化阶段项目数量有望持续增加，为商业化阶段收入增长增添动力。

3.2 全球细胞与基因治疗前景广阔，CDMO 业务有望迎来爆发

细胞与基金治疗药物市场逐步打开，行业迎来快速发展机遇。2015年至今，全球一共有16款细胞和基因治疗药物上市，其中两款CAR-T产品Yescarta和Kymriah较为知名。2019年全球正在临床阶段的细胞和基因治疗临床试验有1069个，其中在临床三期的有94个，其中基因治疗、基因修改的细胞治疗、细胞治疗和组织工程分别有30、16、32和16个，根据全球再生医学联盟的预测，到2020年，每年将会有200个细胞和基因治疗临床批件，而到2025年，美国FDA将会每年批准10-20个细胞和基因治疗产品上市，市场空间巨大。

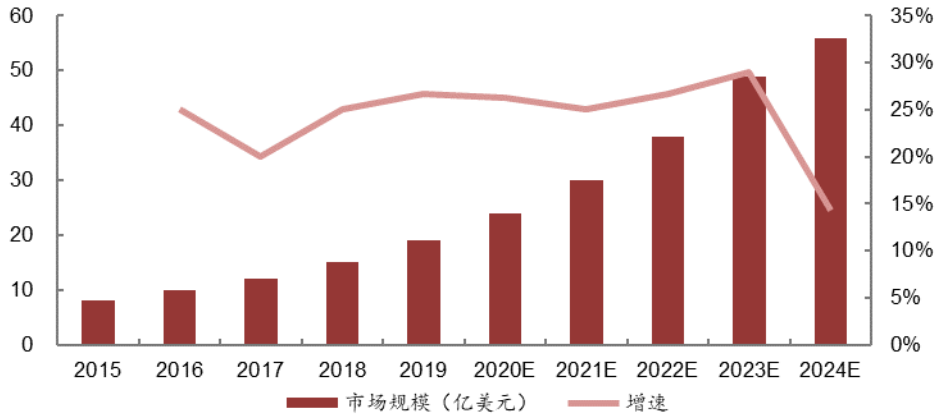
图 46：2019 年全球基因和细胞治疗药物临床试验数量



数据来源：Alliance for Regenerative Medicine，西南证券整理

全球细胞和基因治疗 CDMO 市场规模快速增长。根据 ARM 的 2019 年度报告统计，目前全球再生医学（包括基因疗法，利用基因工程改造的细胞疗法，细胞疗法和组织工程）公司已经多达 987 家，2019 年细胞和基因治疗领域融资金额达 98 亿美元，并有多起重磅交易发生，基因与细胞治疗快速发展的同时，全球细胞和基因治疗 CDMO 市场规模也从 2015 年的 8 亿美元增长到 2019 年的 19 亿美元，预计未来仍将保持 25%以上的增速。

图 47：全球基因和细胞治疗市场规模及增速



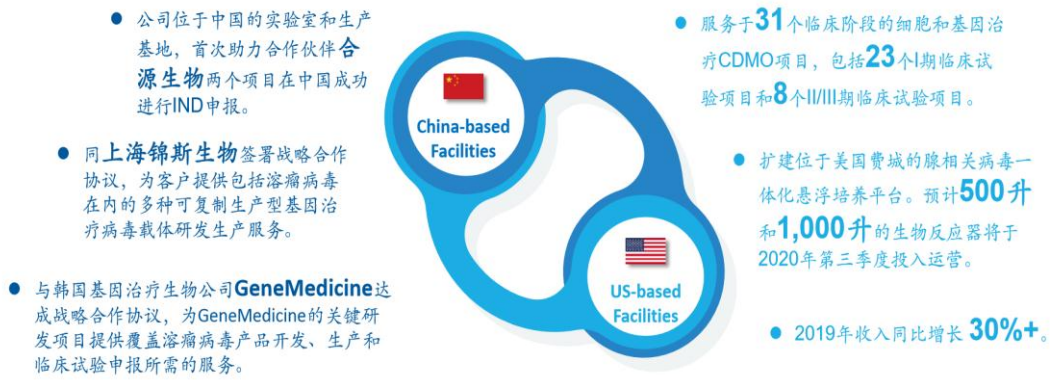
数据来源：FROST & SULLIVAN，西南证券整理

公司进入细胞与基因疗法 CDMO 领域相对较早，主要通过美国控股子公司开展，前身是 AppTec，于 2008 年被公司收购，AppTec 有 20 多年的发展历史，竞争力突出。截至 2019 年底，公司为 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，2019 年公司细胞与基因疗法 CDMO 业务占全球市场份额的 8.4%，位于行业第五名，处于领先水平。美国细胞与基因疗法 CDMO 业务产能仍在拓展，2020 年 1 月，公司扩建位于美国费城的腺相关病毒一体化悬浮培养平台，预计 500 升和 1,000 升的生物反应器有望在 2020 年第三季度投入运营。

公司国内的 CDMO 业务发展时间较晚，目前住在上海研发基地、无锡研发基地和无锡 GMP 生产基地开展，近两年发展速度也很快。2019 年公司首次助力国内合作伙伴合源生物

科技（天津）的两个项目在中国成功进行 IND 申报；2019 年 8 月，公司和上海锦斯生物技术有限公司签署战略合作协议，共同开拓用于先进治疗技术的病毒载体工业化领域；2019 年 11 月，公司与韩国基因治疗生物公司 GeneMedicine 达成战略合作协议，为 GeneMedicine 的关键研发项目提供覆盖溶瘤病毒产品开发、生产和 FDA 临床试验申报所需的服务。

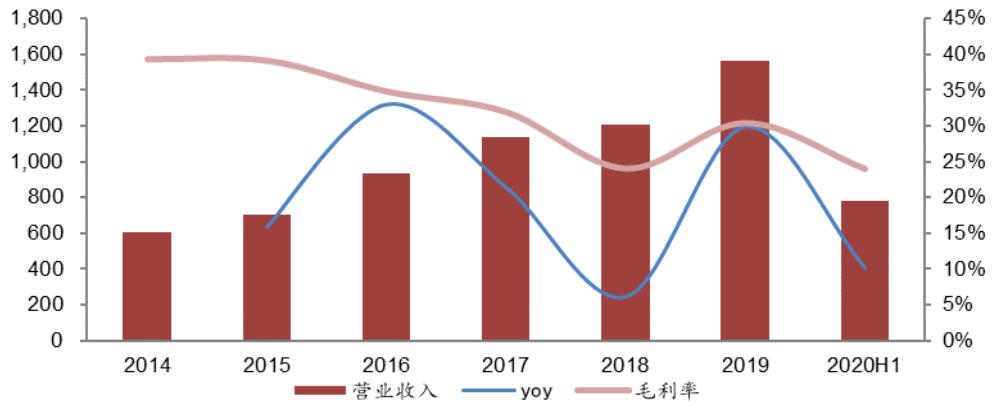
图 48：抓住行业快速发展机遇，确立领先地位



数据来源：公司资料，西南证券整理

公司美国实验室服务业务主要为细胞与基因疗法 CDMO 和医疗器械检测服务，其中细胞与基因疗法 CDMO 占比较大，业绩整体保持稳健增长，2018 年增速较低主要与医疗器械检测服务受到客户调整外包策略所致，2019 年实现收入 15.6 亿元，同比增长 29.8%，恢复至较快增长水平。毛利率整体也保持在较高水平，除 2018 年以外，毛利率基本维持在 30%以上，预计公司的细胞和基因疗法 CDMO 有望引领行业发展，继续保持高速增长。

图 49：2014-2022 年美国实验室服务业务收入及毛利率（百万元）



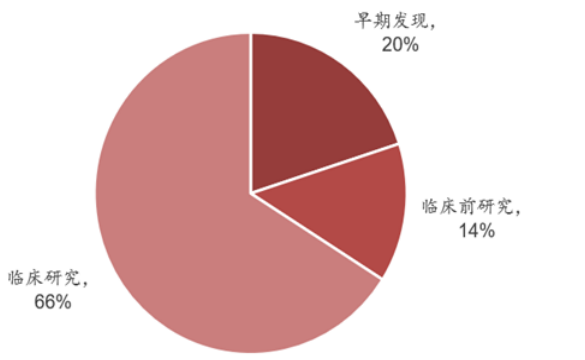
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 临床 CRO 服务持续布局，有望贡献较大业绩弹性

临床 CRO 占 CRO 市场整体规模较大，市场空间广阔。2018 年临床 CRO 占全球 CRO 市场比例约为 66%，药物发现 CRO 和临床前 CRO 则分别占比 20%和 14%，由于海外医药研发已经比较成熟，因此各项细分领域占比基本保持稳定。中国 CRO 市场的分布与国际 CRO

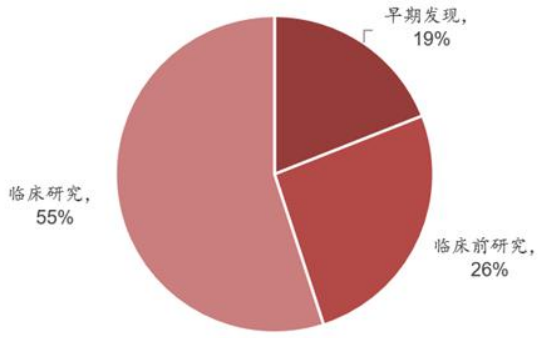
市场略有不同，2018 年，早期发现、临床前 CRO 和临床 CRO 占比分别为 19%、26%和 55%，相比海外，我国创新药起步较晚，目前大部分药物集中在临床前，预计随着研发的向前推进，临床 CRO 占比有望逐步提升。

图 50：2018 年全球 CRO 市场分阶段占比



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

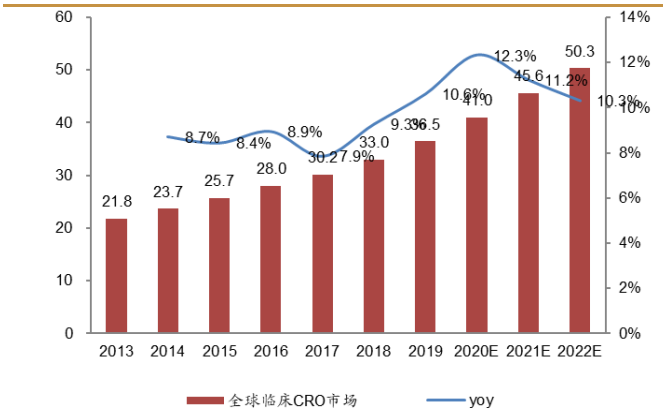
图 51：2018 年中国 CRO 市场分阶段占比



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

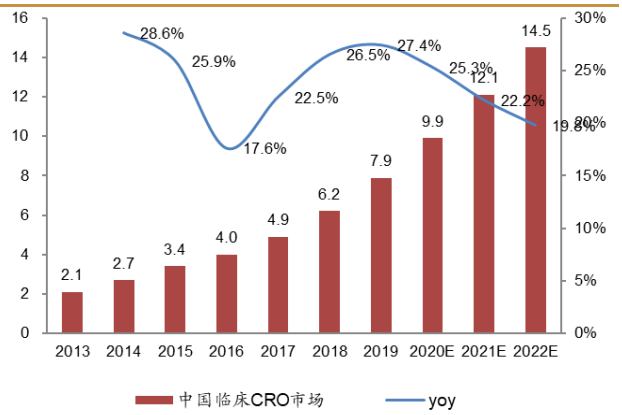
全球临床 CRO 市场规模从 2013 年的 218 亿美元增长到 2019 年的 365 亿美元，复合增速为 9%，预计未来仍将保持 8%-10%的增速，我国临床 CRO 市场规模从 2013 年的 147 亿元增长到 2019 年的 553 亿元，复合增速达到 24.7%，预计未来随着海外创新药来我国做临床的逐步增加以及国内创新药研发逐步向临床阶段的推进，我国临床 CRO 市场规模有望继续保持 20%的增速。

图 52：2013-2022 年全球临床 CRO 市场（十亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

图 53：2013-2022 年中国临床 CRO 市场（十亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

临床 CRO 持续加速布局，立足中国，走向全球。公司临床 CRO 业务主要包括临床试验服务（CDS）和现场管理服务（SMO），发展相对较晚，但发展速度很快，在国内以北京、上海、武汉等几个城市为基础，基本实现了全国覆盖，2020Q1 公司 CRA 人数达到 860 人，覆盖临床试验基地数量超过 500 家，2020Q1 公司 CRC 人数达到 2,600 人，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，未来仍将进一步拓展。国内加速布局的同时，公司通过并购的方式进入美国市场，先在 2018 收购美国临床 CRO 公司 ResearchPoint Global，增强为国内外客户进行创新药中美双报的临床试验服务能力，随后

在 2019 年 5 月收购位于美国加利福尼亚的临床研究数据统计分析服务公司 Pharmapace Inc，进一步增强跨境数据统计临床研究服务。

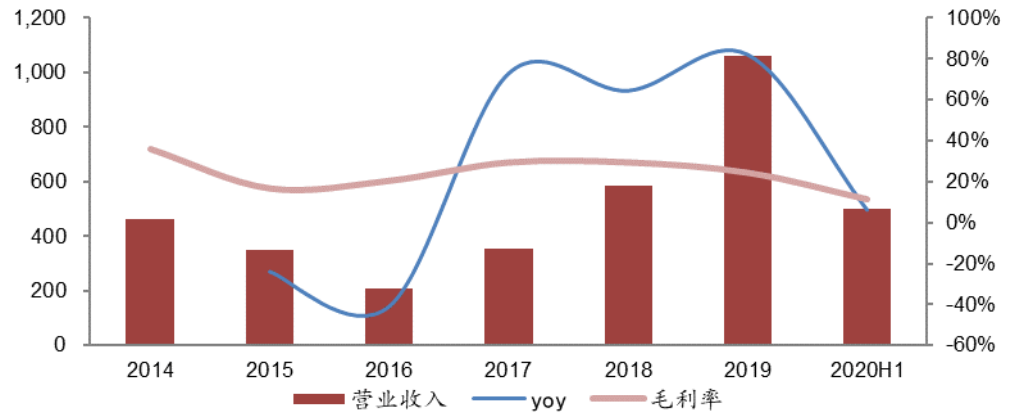
图 54：公司临床 CRO 服务实现全球布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

得益于国内新药临床试验市场的快速发展，公司的临床 CRO 和 SMO 服务质量、规模及能力的大幅提高，客户数量和订单量快速增长。目前临床实验业务板块在公司业务中贡献尚小，未来潜力巨大。2019 年，公司临床研究及其他 CRO 服务实现收入 10.6 亿元，同比增长 81.8%，剔除并购因素，公司临床研究及其他 CRO 服务收入同比增长 61.4%。目前公司在临床 CRO 领域持续加速布局，业绩有望保持高速增长，为公司整体业绩带来较大弹性。

图 55：2014-2019 年公司临床 CRO 业务营业收入（百万元）及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司是全球临床前 CRO 龙头，目前国际创新药研发投入稳步增长，国内创新药研发迅猛发展，临床前药物发现及药物分析测试服务需求将稳步增长，公司临床前 CRO 有望跟随行业发展保持稳步增长，预计 2020-2022 年收入增速分别为 23%、22.8%和 22.5%，毛利率分别为 43%、43.4%和 43.4%；

假设 2：目前全球 CDMO 产能向我国转移逐步加速，国内创新药研发迅猛发展，中小型制药企业占比快速提升，生产外包需求快速提升，公司作为小分子 CDMO 领域龙头，有望充分受益，预计 2020-2022 年收入增速分别为 34.8%、33.8%和 32.8%，毛利率分别为 39.2%、40%和 40%；

假设 3：细胞和基因治疗 CDMO 业务空间广阔，公司目前处于行业领先地位，后续随着产能的持续拓展，有望加速成长。针对医疗器械检测服务，公司整合及加强管理销售和运营团队，积极拓展新客户群体并有效提升客户签约成功率，预计医疗器械检测服务有望维持稳健增长。预计 2020-2022 年美国区实验室业务收入增速分别为 27.7%、27.6%和 27.5%，毛利率分别为 31%、32.7%和 35%；

假设 4：临床 CRO 占 CRO 行业规模比重较大，市场空间广阔，全球和中国临床 CRO 未来三年有望保持 20%的增长。公司在临床 CRO 领域快速布局，国内覆盖城市和医院数量稳步上升，同时通过并购进入美国市场，并开始发展高毛利的数据统计业务，预计随着公司在临床 CRO 领域的快速布局，临床 CRO 业务有望保持高速增长，预计 2020-2022 年临床 CRO 业务收入增速分别为 28.8%、30%和 30%，毛利率分别为 25%、29%和 30%。

表 13：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
中国区实验室业务	收入	6473.2	7970.3	9784.9	11986.9
	增速	26.6%	23%	22.8%	22.5%
	毛利	2779	3435	4250. 9	5205
	毛利率	42.9%	43%	43.4%	43.4%
CDMO 业务	收入	3752	5058.9	6772	8991.5
	增速	39%	34.8%	33.8%	32.8%
	毛利	1498.6	1982.7	2711.2	3602.3
	毛利率	39.9%	39.2%	40%	40%
美国区实验室业务	收入	1562.9	1996	2546.9	3247.6
	增速	29.8%	27.7%	27.6%	27.5%
	毛利	474.8	622.8	832.3	1136.7
	毛利率	30.4%	31%	32.7%	35%
临床 CRO 业务	收入	1065.7	1373	1784.8	2320.3
	增速	82.3%	28.8%	30%	30%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利	258.5	343.2	517.6	696
	毛利率	24.3%	25%	29%	30%
其他	收入	18.41	16.26	15.28	13.97
	毛利	3	3	3	3
	毛利率	14.4%	15%	15%	15%
合计	收入	12872	16414.7	20904	26560
	增速	33.9%	27.5%	27.4%	27%
	毛利	5013.9	6387	8315	10643.2
	毛利率	38.9%	38.9%	39.8%	40%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 164 亿元、209 亿元和 265.6 亿元，归母净利润分别为 27 亿元、35.4 亿元和 44.8 亿元，EPS 分别为 1.11、1.45 和 1.83 元，对应 PE 分别为 95 倍、73 倍和 58 倍。

4.2 绝对估值

关键假设如下：

1）永续期增长率为 4%；

2）无杠杆 β 系数为 0.93；

3）税率：保持 15%稳定税率。

表 14：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	14
永续期增长率	4%
无风险利率 Rf	2.7%
市场组合报酬率 Rm	10%
有效税率 Tx	15%
过渡期增长率	15%
β 系数	0.93
债务资本成本 Kd	3%
债务资本比重 Wd	8.8%
股权资本成本 Ke	9.6%
WACC	9%

数据来源：西南证券

表 15：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	198012.54
净债务价值	-10259.01
股票价值	208271.55
每股价值	85.29

数据来源：西南证券

表 16：FCFF 估值敏感性分析

WACC / 永续增长率	7.44%	7.94%	8.44%	8.94%	9.44%	9.94%	10.44%
2.5%	102.86	90.65	80.67	72.38	65.40	59.47	54.37
3.0%	110.65	96.56	85.23	75.96	68.25	61.76	56.24
3.5%	120.41	103.79	90.71	80.19	71.57	64.41	58.37
4.0%	133.02	112.86	97.43	85.29	75.51	67.50	60.83
4.5%	149.90	124.56	105.85	91.53	80.25	71.16	63.71
5.0%	173.69	140.23	116.72	99.35	86.05	75.56	67.11
5.5%	209.73	162.32	131.28	109.45	93.32	80.95	71.20

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 85.29 元。

4.3 相对估值

我们选取了行业中与药明康德业务最为相近的康龙化成、昭衍新药、泰格医药和凯莱英四家公司，2020 年四家公司的平均 PE 为 92 倍，2021 年平均 PE 为 70 倍。公司是我国 CXO 行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，同时，公司业绩成长动力充足，有望长期保持较快增长，给予公司 2021 年 100 倍市盈率，对应目标价为 145 元，维持“买入”评级。

表 17：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300759.SZ	康龙化成	107.78	0.69	1.10	1.41	1.86	156	98	76	58
603127.SH	昭衍新药	102.50	1.10	1.12	1.53	2.04	93	92	67	50
300347.SZ	泰格医药	112.90	1.12	1.24	1.61	2.08	101	91	70	54
002821.SZ	凯莱英	275.53	2.39	3.20	4.24	5.55	115	86	65	50
平均值							116	92	70	53

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

1）研发生产外包服务行业增速或不及预期的风险；

2）项目进度不及预期的风险；

3）对外投资收益的波动性风险；

4）汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12872.21	16414.66	20903.98	26560.27
营业成本	7858.30	10029.10	12590.83	15919.53
营业税金及附加	28.16	43.27	53.14	66.78
销售费用	438.54	558.10	710.74	903.05
管理费用	1482.35	2626.35	3344.64	4249.64
财务费用	23.96	16.41	20.90	26.56
资产减值损失	-1.43	0.00	0.00	0.00
投资收益	47.55	70.00	80.00	90.00
公允价值变动损益	-259.26	72.63	50.97	6.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2340.92	3284.06	4314.70	5491.19
其他非经营损益	-3.96	19.46	8.25	9.56
利润总额	2336.97	3303.52	4322.95	5500.75
所得税	425.56	508.53	664.12	871.73
净利润	1911.41	2794.99	3658.82	4629.02
少数股东损益	56.86	95.79	118.09	150.54
归属母公司股东净利润	1854.55	2699.20	3540.73	4478.48

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1911.41	2794.99	3658.82	4629.02
折旧与摊销	813.56	586.60	611.10	636.10
财务费用	23.96	16.41	20.90	26.56
资产减值损失	-1.43	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-789.61	-989.66	-634.89	-753.49
其他	958.15	-135.36	-105.68	-71.29
经营活动现金流净额	2916.03	2272.99	3550.26	4466.91
资本支出	-1874.76	-800.00	-800.00	-800.00
其他	-3100.03	142.63	130.97	96.49
投资活动现金流净额	-4974.80	-657.37	-669.03	-703.51
短期借款	1484.26	395.74	500.00	500.00
长期借款	747.40	0.00	0.00	0.00
股权融资	-1203.39	0.00	0.00	0.00
支付股利	-678.64	-370.91	-539.84	-708.15
其他	1208.24	-520.76	-20.90	-26.56
筹资活动现金流净额	1557.86	-495.92	-60.74	-234.71
现金流量净额	-534.40	1119.69	2820.48	3528.69

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5227.24	6346.94	9167.42	12696.11
应收和预付款项	3079.10	3859.08	4941.05	6264.90
存货	1742.49	2227.94	2800.10	3543.82
其他流动资产	2614.21	2334.67	2507.80	2725.94
长期股权投资	793.51	793.51	793.51	793.51
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6424.39	6683.86	6918.84	7128.81
无形资产和开发支出	2280.21	2359.52	2438.83	2518.13
其他非流动资产	7077.99	6952.61	6827.23	6701.84
资产总计	29239.13	31558.13	36394.77	42373.05
短期借款	1604.26	2000.00	2500.00	3000.00
应付和预收款项	1632.41	2048.70	2592.83	3275.06
长期借款	762.40	762.40	762.40	762.40
其他负债	7830.36	7069.49	7743.02	8618.20
负债合计	11829.42	11880.59	13598.25	15655.65
股本	1651.13	2442.02	2442.02	2442.02
资本公积	10287.64	9496.75	9496.75	9496.75
留存收益	5923.06	8251.34	11252.23	15022.57
归属母公司股东权益	17312.26	19484.30	22485.19	26255.53
少数股东权益	97.45	193.24	311.34	461.87
股东权益合计	17409.71	19677.54	22796.53	26717.40
负债和股东权益合计	29239.13	31558.13	36394.77	42373.05

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	33.89%	27.52%	27.35%	27.06%
营业利润增长率	-9.43%	40.29%	31.38%	27.27%
净利润增长率	-18.09%	46.23%	30.91%	26.52%
EBITDA 增长率	-3.41%	22.29%	27.26%	24.40%
获利能力				
毛利率	38.95%	38.90%	39.77%	40.06%
三费率	15.11%	19.50%	19.50%	19.50%
净利率	14.85%	17.03%	17.50%	17.43%
ROE	10.98%	14.20%	16.05%	17.33%
ROA	6.54%	8.86%	10.05%	10.92%
ROIC	21.12%	26.40%	30.32%	34.19%
EBITDA/销售收入	24.69%	23.68%	23.66%	23.17%
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.54	0.62	0.67
固定资产周转率	3.29	3.70	4.52	5.53
应收账款周转率	5.12	4.89	4.93	4.91
存货周转率	5.78	5.02	4.98	5.00
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.92%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	40.46%	37.65%	37.36%	36.95%
带息债务/总负债	35.86%	39.03%	37.78%	36.01%
流动比率	1.91	2.21	2.31	2.41
速动比率	1.65	1.88	1.98	2.07
股利支付率	36.59%	13.74%	15.25%	15.81%
每股指标				
每股收益	0.76	1.11	1.45	1.83
每股净资产	7.09	7.98	9.21	10.75
每股经营现金	1.19	0.93	1.45	1.83
每股股利	0.28	0.15	0.22	0.29

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	3178.44	3887.07	4946.71	6153.86
PE	138.99	95.49	72.80	57.55
PB	14.89	13.23	11.46	9.82
PS	20.02	15.70	12.33	9.70
EV/EBITDA	52.26	63.93	49.77	39.52
股息率	0.26%	0.14%	0.21%	0.27%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn