药明康德：“医药界华为”抢滩 A 股

药明康德对“医药界的富士康”的说法并不感冒，亦不满足于国内 CRO 领头羊的角色，而是要蓄势向创新研发方向发展。

文 | 孙斌

4 月 25 日，首只通过 IPO 上市的中概股药明康德（603259.SH）公布了中签结果，这家被称为“医药界华为”的巨型“独角兽”受到了投资者的热捧，据悉，此次同时拉开了 2018 年“独角兽”行情的序幕。5 月 8 日，登陆沪市后，旋即开启涨停行情。截至发稿时，股价已从发行价 21.6 元 / 股突破 40 元。

顶着“独角兽”光环的药明康德此次回归 A 股的进程可以用“闪电”回归形容：2017 年 7 月 14 日，公司预披露材料首次刊发；2018 年 2 月 6 日，公司更新预披露材料（2 月 2 日报送）；3 月 27 日，IPO 申请过会。从 2 月 6 日药明康德预披露更新到过会，仅用了 50 天时间。而且是从 IPO 排队名单中的第 73 位直接进入上会名单。

药明康德“闪电”过会得益于近期大力支持

“独角兽”在A股上市的政策，同时也给相关优质公司指明一条快速登陆A股的可行路径。

是募资缩水还是“三赢”局面

成立于2000年12月的药明康德，注册在江苏无锡，总部位于上海，是一家具备新药研发实力的领先开放式、全方位、一体化的医药研发服务能力与技术平台。目前，已是中国规模最大、全球排名前列的小分子医药研发服务企业。

药明康德无单一大股东，其控股股东分别为Ge Li（李革）、Ning Zhao（赵宁）、刘晓钟、张朝晖等共同控制发行人，合计持有34.4812%的表决权。2007年7月，药明康德登陆纽交所成功上市，8年后2015年12月从美股退市，自此开启了A股上市之旅。

4月16日，药明康德上市前发布了招股意向书，公司此次将发行不超过1.04亿股A股，占发行后总股数的比例不低于10%，以23倍市盈率计算，预计发行价格为21.6元/股，拟募集资金调整为21.3亿元。值得注意的是，与此前招股书披露的计划募集资金57.41亿元相比，拟募资额度减少约63%。

伴随着募资规模的减少，药明康德此次IPO拟使用募集资金从投向十个项目缩为四个项目，将按轻重缓急进行投资，包括7.27亿元建设苏州药物安全评价中心扩建项目；5.64亿元建设天津化学研发实验室扩建升级项目；2亿元建设药明康德总部基地及分析诊断服务研发中心。此外，还有6.39亿元用于补充流动资金。

对此，药明康德相关负责人也表示，本次IPO募集资金减少是考虑到证监会的指导，也是根据相关规定进行调整，即新股发行市盈率一般不超过23倍。

根据Wind资讯的数据显示，近一年在A股上市的300多家企业中，绝大多数新股发行市盈率都在23倍左右。如果药明康德按照此前披露的以51倍市盈率发行，募集资金57.4亿元，发行价格折合55元，将是绝大多数新股发行市盈率的两倍以上。

虽然，此前监管部门频频喊话支持“新经济”，为“独角兽”开通IPO绿色通道，但同时监管部门也对“独角兽”公司可能出现的高估值和高市盈率发行有所警示。

作为首家上市的“独角兽”公司，药明康德能够顺利“插队”过会，也是因为监管层在对其“特殊照顾”的同时，在募集标准上又与A股公司“一视同仁”。这样的示范作用就是：优质公司（“独角兽”）可以快速顺利A股上市，但发行市盈率与其他公司同一标准，“好公司也要低价格”的政策，也将会开启一个好公司（快速上市融资）、投资者（低价长期持有）和监管层（引入优质公司，提升A股质量）“三赢”的局面。

医药界“华为”仍存风险

药明康德是国内规模最大、全球排名前列的小分子医药（占药物总量98%，与生物大分子药对应）研发服务企业，是CRO（医药研发合同外包服务机构）行业龙头，被称为医药界“华为”。药明康德的营收从2004年的2100万美元增加到2014年的6.5亿美元，10年时间，收入增长了30倍。

招股说明书显示：2014~2017年1至9月，药明康德营业收入分别为41.4亿元、48.8亿元、61.2亿元和56.8亿元；归属母公司股东的净利润分别为8.08亿元、6.84亿元、11.21亿元和11.15亿元。其中，公司医药创新及研发业务发展良好，2014年至2016年，药明康德CRO业务占全球市场份额分别为1.64%、1.80%、2.02%，呈逐年

“好公司也要低价格”的政策，将会开启一个好公司、投资者和监管层“三赢”的局面。

制药企业未来将继续增加 CRO 服务占整体研发投入的比例，一段时间内仍将维持较高的增长速度。

上升趋势。

按照业务类型划分，药明康德的主营业务主要可以分为两大板块，共四类业务单元。

其一，CRO（合同研发服务）业务可以分为中国区实验室服务、美国区实验室服务和其他 CRO 服务；其二，CMO/CDMO（合同生产 / 合同生产研发业务），主要通过其控股子公司合全药业提供。

从药明康德的主营收入也可以看到，CRO 服务和 CMO/CDMO 这两类业务的占比一直比较稳定，其中 CRO 为公司最主要的收入来源，占比稳定在 74% 左右，CMO/CDMO 业务占比稳定在 26% 左右。

可以这样说，在 CRO 行业和 CMO/CDMO 行业中，药明康德处于国内绝对龙头的地位，远超同行业的其他上市公司。而随着公司 A 股上市之后，规模优势会进一步显现，龙头地位难以撼动。

虽然药明康德业绩优良，但公司发展中也存在一定隐患。

其一是面临的汇率风险。公司 2014~2017 年 CRO 服务中国区实验室服务收入分别为 19.96 亿元、25.54 亿元、32.70 亿元及 41.21 亿元，占当年 CRO 服务比重分别为 48.33%、52.39%、54.06% 和 53.37%，中国区域的 CRO 服务发展迅速，占比稳步上升，已经超过了一半，成为公司最主要的收入来源。

但不可否认，公司也有近一半的收入来自海外市场，这也必将面临一定的汇率风险。根据招股说明书显示，公司主营收入以美元为结算为主，

2017 年 1~3 月汇兑损失 1440 万元，如果人民币汇率出现大幅升值，公司盈利水平也将受到影响。

其二是面临的环保风险。在药品行业，环保问题最受关注，药明康德为此也投入大量的资金改善环保设施，虽然公司一直重视合法合规经营，但由于个别人员合规观念淡薄，也让药明康德在近几年多次受到处政处罚。招股说明书披露，近三年有多达 13 次处罚，其中最严重的一次是旗下合全新药研发公司被开据的停止生产并处罚款 5 万元。

除了汇率风险和环保风险等经营风险，药明康德所面临的最大问题是来自国际和国内的行业竞争风险。

与全球第一相去甚远

虽然在国内是绝对的霸主，但在国际市场中，药明康德的排名暂时还没有进入前 10 位。从全球 CRO 行业的市场占比来看，QuintilesIMS（昆泰）作为 CRO 行业的龙头老大，一直占有 10% 左右的市场份额。药明康德排名第 11 位，2016 年市场占比为 2.02%。作为国内老大的药明康德，与全球老大昆泰目前的收入差距是 4 倍。

近年来，CRO 行业呈现快速发展态势，截至 2015 年年底，全球 CRO 公司的数量已超过 1100 家，承担了全球 50% 的新药研发任务。在我国，2011 年 CRO 行业销售额为 140 亿元，到 2015 年已经达到了 379 亿元，2011~2015 年 4 年的 CAGR（复合年均增长率）为 28.04%。考虑到制药企业未来将继续增加 CRO 服务占整体研发投入的比例，我国的 CRO 企业未来一段时间内仍将维持较高的增长速度。根据专业机构预测，2016 年我国 CRO 行业销售额达到 462 亿元，将维持 20.53% 的年复合增长率，并于 2020 年达到 975 亿元。

不可否认，与历史悠久的欧美市场相比，中国进入该领域时间较晚，虽然我们的增长速度较快，但与国际公司相比差距尚大，药明康德要想迎头而上，未来将面临很大挑战。

首先，在激烈的竞争环境中，欧美 CRO 大型跨国公司开始转战亚洲市场，并且愈来愈青睐中国市场，纷纷进入国内建立外商独资或合资的研发中心，使国内 CRO 行业的竞争愈发激烈。国际大型药企无论是财力、技术、客户渠道方面都具有相当大的优势。对药明康德而言，是否能够有竞争优势和行业地位是必须要直面的问题。

其次，当中国因成本和产业前景等方面的优势而成为 CRO 行业发展的热点区域时，国内本土公司也开始崛起。一批公司开始活跃在国内和国际市场，如睿智化学、康龙化成、中美冠科、泰格医药等。

不同于全球 CRO 的成熟市场环境，国内 CRO 市场规模相对较小，行业集中度相对较低。长期来看，透视全球 CRO 巨头的发展路径，加速国内外公司收购并购，实现纵向业务一体化、横向业务国际化，是未来国内 CRO 公司向全球 CRO 巨头发起冲击的必经之路。虽然短期内，国内优质 CRO 暂难与全球 CRO 巨头一争长短，但从长期来看，国内优质 CRO 公司凭借较快的发展速度以及强大的资源整合能，必将逐步迈入国际 CRO 市场，与全球 CRO 巨头争夺市场份额。

从招股说明书的战略布局来看，药明康德对“医药界的富士康”的说法并不感冒，亦不满足于国内 CRO 领头羊的角色，而是要蓄势向创新研发方向发展。而据业内人士分析，药明康德的药物研发所涉及的主要是化学合成及分析、分析测试、药物毒理试验等，与新药研发核心技术距离还很远。统计数据显示，一款新药从发明到最终上市平均需要 10~15 年。由此看来，药明康德的创新研发之路着实不易。

在国际市场中，药明康德的排名暂时还没有进入前 10 位，作为国内老大，其与全球老大昆泰目前的收入差距是 4 倍。