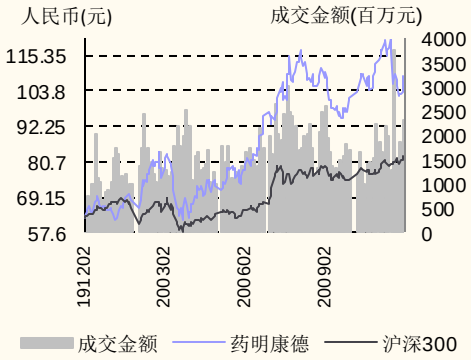
药明康德 (603259.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：108.48 元
目标价格（人民币）：159.63-159.63 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	24.42
已上市流通 A 股(亿股)	14.13
流通港股(亿股)	3.07
总市值(亿元)	2,649.10
年内股价最高最低(元)	120.85/61.67
沪深 300 指数	5067
上证指数	3452



相关报告

1.《投资收益带动利润提升，主营业务恢复高增长-药明康德公司点评》，2020.6.16

2.《BCP 保障业务有序开展，3 月份恢复强劲增长-药明康德一季报点…》，2020.4.30

3.《业绩小幅超预期，一站式赋能平台加速成长-药明康德年报点评》，2020.3.25

4.《拟认购北海康成股权，布局罕见病创新平台-药明康德公司点评》，2020.2.24

5.《临床前 CRO 不断开疆扩土，看好龙头平台优势-药明康德公司点评》，2020.1.2

产能有序扩张，经营基本面持续向好

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,614	12,872	16,566	20,884	26,326
营业收入增长率	23.80%	33.89%	28.69%	26.07%	26.06%
归母净利润(百万元)	2,261	1,855	3,010	3,726	4,720
归母净利润增长率	84.22%	-17.96%	62.32%	23.76%	26.70%
摊薄每股收益(元)	1.941	1.123	1.823	2.256	2.859
每股经营性现金流净额	1.40	1.65	2.47	2.18	2.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.78%	10.71%	15.00%	16.22%	17.57%
P/E	38.57	82.02	59.50	48.08	37.95
P/B	4.93	8.79	8.92	7.80	6.67

来源：公司年报、国金证券研究所

事件及简评

- 公司发布公告，对部分 IPO 募投项目进度规划进行优化调整，拟将“苏州药物安全评价中心扩建项目”、“天津化学研发实验室扩建升级项目”达到预定可使用状态的时间进行延期。我们认为部分募投项目的延期并未影响公司整体产能扩张节奏和进度，以及未来的业绩释放。

点评

- **产能有序扩张，整体节奏与进度并未发生明显改变：**综合来看，公司整体新建产能按照原定扩张计划有序进行，部分募投项目延期的同时，其他园区产能持续扩张、陆续落地。公司各业务板块产能扩张节奏与进度并未与之前预期有明显差别，基本面持续向好。
- **实验室化学产能方面：**公司在南通、成都等地都进行了实验室化学研发产能的快速扩张。因此整体实验室化学产能与之前预期没有明显差别。
- **安全评价产能方面：**公司产能有序扩张，2019 年底苏州药明产能扩张 80%，在成都等地亦进行了安全评价产能的扩张。与此同时公司在安评相关供应链方面进行了重点布局，2019 年苏州药明并购广东春盛（交易对价 8 亿元），有效保障了公司安评业务中的非人灵长类实验动物的供应。
- **公司基本面持续向好：**受益于旺盛的海外医药创新服务需求（全球产业转移+产业升级）以及不断崛起的国内医药创新服务需求，国内 CXO 产业整体保持高景气状态，药明康德作为综合性龙头公司，基本面持续向好，预计各业务板块将持续高增长。

投资建议

- 预计 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 1.82/2.26/2.86 元，同比增长 62.32%/23.76%/26.70%，对应 PE 分别为 60/48/38，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

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

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**7,765**	**9,614**	**12,872**	**16,566**	**20,884**	**26,326**
增长率		23.8%	33.9%	28.7%	26.1%	26.1%
主营业务成本	-4,517	-5,821	-7,858	-10,260	-12,488	-15,686
%销售收入	58.2%	60.5%	61.0%	61.9%	59.8%	59.6%
毛利	3,248	3,793	5,014	6,306	8,396	10,640
%销售收入	41.8%	39.5%	39.0%	38.1%	40.2%	40.4%
营业税金及附加	-26	-29	-28	-36	-46	-58
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-292	-338	-439	-580	-731	-921
%销售收入	3.8%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-1,269	-1,131	-1,482	-1,946	-2,381	-3,001
%销售收入	16.3%	11.8%	11.5%	11.8%	11.4%	11.4%
研发费用	0	-437	-590	-838	-1,044	-1,316
%销售收入	0.0%	4.5%	4.6%	5.1%	5.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	1,662	1,859	2,474	2,905	4,194	5,343
%销售收入	21.4%	19.3%	19.2%	17.5%	20.1%	20.3%
财务费用	-184	-56	-24	-6	45	102
%销售收入	2.4%	0.6%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-141	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	1	606	-259	300	0	0
投资收益	40	80	48	425	250	250
%税前利润	2.5%	3.1%	2.0%	11.7%	5.6%	4.4%
营业利润	1,461	2,585	2,341	3,624	4,489	5,695
营业利润率	18.8%	26.9%	18.2%	21.9%	21.5%	21.6%
营业外收支	132	-4	-4	0	0	0
税前利润	1,593	2,581	2,337	3,624	4,489	5,695
利润率	20.5%	26.8%	18.2%	21.9%	21.5%	21.6%
所得税	-296	-247	-426	-544	-673	-854
所得税率	18.6%	9.6%	18.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,297	2,334	1,911	3,080	3,816	4,840
少数股东损益	70	73	57	70	90	120
归属于母公司的净利润	**1,227**	**2,261**	**1,855**	**3,010**	**3,726**	**4,720**
净利率	15.8%	23.5%	14.4%	18.2%	17.8%	17.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,297	2,334	1,911	3,080	3,816	4,840
少数股东损益	70	73	57	70	90	120
非现金支出	619	652	815	617	631	639
非经营收益	-85	-563	317	-573	-110	-114
营运资金变动	-46	-793	-323	947	-733	-776
经营活动现金净流	**1,785**	**1,630**	**2,720**	**4,071**	**3,603**	**4,590**
资本开支	-1,358	-2,239	-2,516	-710	-660	-660
投资	43	-3,142	-2,577	-100	-50	-50
其他	191	105	118	425	250	250
投资活动现金净流	**-1,124**	**-5,277**	**-4,975**	**-385**	**-460**	**-460**
股权募资	31	9,252	769	706	0	0
债权募资	1,135	-1,518	4,510	-741	22	-169
其他	-1,877	-806	-3,755	-1,079	-965	-962
筹资活动现金净流	**-710**	**6,928**	**1,524**	**-1,114**	**-943**	**-1,130**
现金净流量	**-50**	**3,281**	**-730**	**2,573**	**2,200**	**3,000**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,472	5,761	5,227	7,800	10,000	13,000
应收款项	1,623	2,087	2,992	3,284	4,140	5,219
存货	727	952	1,742	1,687	2,053	2,579
其他流动资产	645	3,007	2,701	2,748	2,868	2,977
流动资产	5,467	11,807	12,663	15,519	19,061	23,775
%总资产	43.5%	52.1%	43.3%	48.2%	53.2%	58.7%
长期投资	1,066	2,735	4,803	5,103	5,103	5,103
固定资产	3,677	5,018	6,785	7,060	7,213	7,348
%总资产	29.2%	22.1%	23.2%	21.9%	20.1%	18.1%
无形资产	1,963	2,810	4,676	4,544	4,420	4,306
非流动资产	7,114	10,861	16,576	16,707	16,736	16,756
%总资产	56.5%	47.9%	56.7%	51.8%	46.8%	41.3%
资产总计	**12,580**	**22,667**	**29,239**	**32,226**	**35,797**	**40,532**
短期借款	1,335	355	1,952	2,193	2,216	2,047
应付款项	2,558	1,817	2,638	3,392	3,392	3,531
其他流动负债	726	1,590	2,044	2,420	2,979	3,729
流动负债	4,619	3,762	6,634	8,006	8,587	9,307
长期贷款	300	15	762	1,002	1,002	1,002
其他长期负债	923	725	4,433	2,980	2,980	2,980
负债	**5,842**	**4,502**	**11,829**	**11,988**	**12,569**	**13,289**
普通股股东权益	**6,342**	**17,688**	**17,312**	**20,071**	**22,971**	**26,865**
其中：股本	938	1,165	1,651	1,651	1,651	1,651
未分配利润	2,216	4,688	5,777	7,829	10,729	14,624
少数股东权益	396	477	97	167	257	377
负债股东权益合计	**12,580**	**22,667**	**29,239**	**32,226**	**35,797**	**40,532**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.308	1.941	1.123	1.823	2.256	2.859
每股净资产	6.763	15.186	10.485	12.156	13.912	16.271
每股经营现金净流	1.903	1.399	1.647	2.466	2.182	2.780
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.580	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	19.35%	12.78%	10.71%	15.00%	16.22%	17.57%
总资产收益率	9.75%	9.97%	6.34%	9.34%	10.41%	11.65%
投入资本收益率	15.96%	9.01%	9.10%	9.76%	12.59%	14.12%
增长率						
主营业务收入增长率	26.96%	23.80%	33.89%	28.69%	26.07%	26.06%
EBIT增长率	34.03%	11.86%	33.11%	17.40%	44.38%	27.39%
净利润增长率	25.86%	84.22%	-17.96%	62.32%	23.76%	26.70%
总资产增长率	18.79%	80.18%	28.99%	10.21%	11.08%	13.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.8	68.2	69.9	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	50.0	52.7	62.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	26.0	22.3	22.1	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	133.2	132.5	133.1	107.3	87.8	71.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.64%	-41.58%	-13.65%	-22.08%	-28.61%	-36.02%
EBIT利息保障倍数	9.0	33.1	103.3	472.2	-93.8	-52.5
资产负债率	46.44%	19.86%	40.46%	37.20%	35.11%	32.79%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-10	买入	94.08	N/A
2	2019-04-30	买入	89.99	N/A
3	2019-12-31	买入	90.99	N/A
4	2020-01-02	买入	92.12	N/A
5	2020-02-24	买入	112.71	N/A
6	2020-03-25	买入	91.85	N/A
7	2020-04-30	买入	102.53	130.00～130.00
8	2020-06-16	买入	82.55	100.00～100.00

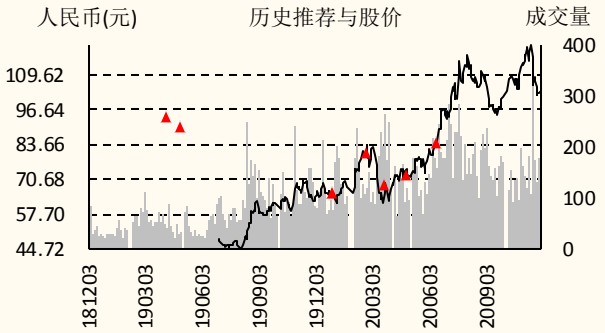
来源：国金证券研究所

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



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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH