2020 年 10 月 30 日
公司研究●证券研究报告

药明康德（603259.SH）

公司快报

中国区和 CDMO 业务高增速，CRO 龙头全年业绩可期

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年三季报，2020 前三季度实现营收 118.15 亿元，同比增长 27.34%；归母净利润 23.68 亿元，同比增长 34.17%；扣非归母净利润 16.54 亿元，同比下降 3.52%；经营性净现金流 24.22 亿元，同比增长 36.59%。公司前三季度投资收益和公允价值变动分别为 4.11 亿元和 3.12 亿元，合计较上年同比增长 6.56 亿元；剔除影响，公司前三季度归母净利润同比增长 9.7%。新冠疫情对公司临床和美国区业务影响较大，但国内 CDMO 和实验室业务恢复情况良好，前三季度业绩总体符合市场预期。

- **中国区实验室业务保持高增速，安评和定制服务增速超预期：**中国区实验室服务前三季度收入 61.18 亿元，同比增长 30.9%；其中 Q3 收入 23.38 亿元，同比增长 38.9%。随着国内疫情的控制和创新药的高景气，公司小分子药物发现和药物分析服务均保持 Q2 高速增长的态势，其中化学客户定制服务收入同比增长约 53%，药物安评收入同比增长约 77%。

- **CDMO 业务 Q3 厚积薄发，产能释放带动全年高增长：**CDMO/CMO 业务前三季度收入 37.10 亿元，同比增长 36.5%；其中 Q3 收入 15.48 亿元，同比增长 54.9%。受益于因疫情海外订单流入和国内 CRO 高景气的影响，公司 CDMO 业务业绩略超预期。公司 Q3 小分子 CDMO 业务新增分子数超过 440 个，其中有 25 个 II/III 期项目从外部客户或供应商处赢得。截止 9 月 30 日，公司涉及的新药小分子 CDMO 业务超过 1100 个，其中 III 期项目 42 个，上市项目 26 个。公司进一步扩大产能，常州新建高活性原料药实验室及车间已投产，高活性原料药产能提升至百公斤级。公司位于常州的寡核苷酸公斤级生产车间在 2020 年 1 月正式投入运营，寡核苷酸原料药单批合成最大规模上升到 1 摩尔（mol），能够更好地满足客户日益增长的需求。2020 年 6 月，子公司合全药业位于常州基地的大规模多肽原料药生产车间正式投入运营，共有 7 条生产线，能够满足合作伙伴从临床前到商业化的需求。随着新技术和新产能建设的逐步完成和公司品牌效应的增强，CMO/CDMO 业务有望再上一个台阶。

- **海外疫情蔓延，美国区实验室业务被疫情拖累：**美国区实验室服务前三季度收入 11.54 亿元，同比增长 1.2%；其中 Q3 收入 3.72 亿元，同比下降 13.5%。美国区实验室业务在 Q2 和 Q3 受到新冠疫情较大冲击，部分客户项目延期，总体业务增速放缓明显。截至 9 月 30 日，公司美国地区细胞和基因治疗 CDMO 业务有 33 个临床项目，包括 22 个 I 期和 11 个 II/III 期临床项目，其中预计有 2 个项目将于 2021 年向美国 FDA 递交上市申请，有望在明年带动美国实验室业务复苏。总体来看，美国疫情在年内结束疫情的概率较小，预计公司美国区实验室服务业务全年业绩较差。

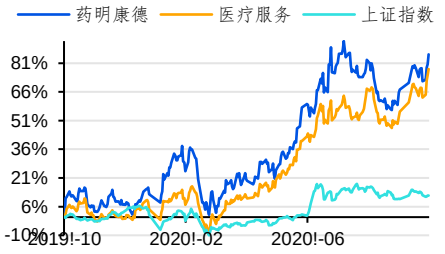
医药|医疗服务 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-29)	112.75 元

交易数据

总市值（百万元）	275,337.85
流通市值（百万元）	159,338.57
总股本（百万股）	2,442.02
流通股本（百万股）	1,413.20
12 个月价格区间	78.77/119.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.58	3.54	74.41
绝对收益	12.08	2.87	85.2

分析师 王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

报告联系人 徐梓煜
xuziyu@huajinsc.cn
02120377063

相关报告

药明康德：Q2 业绩恢复良好，全年高增长可期 2020-08-14

药明康德：各业务板块齐头并进，龙头实力彰显 2020-03-25

药明康德：中报业绩符合预期，各项业务全面增长 2019-08-20

药明康德：业绩增长强劲，CRO 巨头加码前行 2019-03-25

药明康德：H 股公开发行，CRO 独角兽已扬帆起航 2018-12-03

◆ **临床业务业绩受病人招募影响，逐季度恢复中：**临床研究及其他 CRO 服务业务前三季度收入 8.15 亿元，同比增长 9.9%；其中 Q3 收入 3.15 亿元，同比增长 16.8%。公司临床业务受到新冠疫情影响，整体病人招募进度较慢，前三季度业绩总体受到一定影响。但随着国内疫情的控制，该业务在逐季度恢复。订单方面，临床业务员在手订单保持高增长，其中 CDS 和 SMO 订单分别同比增长 100%和 45%。截至 9 月 30 日，SMO 助力客户完成 14 个药品和医疗器械产品的核查并获批上市，其中包括参与中国首个单克隆抗体生物类似药在欧盟获批上市；CDS 团队参与 10 个中美双报的项目。**在项目申报方面，**公司在前三季度助力中国客户完成 18 个研究性新药的 IND 申报，并获得 20 个项目的 CTA。截至 9 月 30 日，公司累计在国内完成 103 个项目的 IND 申报工作，并获得 77 个项目的 CTA。公司合计有 1 个项目处于 III 期临床试验、9 个项目处于 II 期临床试验、56 个项目处于 I 期临床试验。

◆ **毛利率和费用率受疫情和汇率波动影响，净利率略微上升：**公司 2020 前三季度毛利率为 37.58%，因为受到疫情影响，同比下降 1.93pct。公司销售、管理、研发奋勇率稳定，分别为 3.48%、11.04%、4.02%；财务费用率增长 3.85pct 至 2.76%，主要因为人民币升值导致的汇兑损失及利息费用增加。由于投资收益和公允价值变动合计 7.2 亿元收益，公司净利率提升 0.6pct 至 20.20%。总体来看，随着疫情的控制，公司全年毛利率有望恢复去年同期水平。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 27.86 亿元、33.77 亿元和 44.35 亿元，对应 2020 至 2022 年 PE 分别为 99 倍、82 倍、62 倍。基于（1）公司在药物发现及临床前 CRO 领域全球领先的市场地位和强大的竞争力（2）“工程师红利”使国内 CRO 企业具备成本领先优势（3）公司临床 CRO 业务增长潜力较大（4）全球的产能转移利好国内 CMO/CDMO 企业（5）药明康德在小分子药物 CMO/CDMO 领域具备规模优势（6）公司投资业务收益逐步显现，维持公司“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**市场竞争加剧，汇率波动风险，投资业务的波动。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,614	12,872	16,538	20,652	25,183
YoY(%)	23.8	33.9	28.5	24.9	21.9
净利润(百万元)	2,261	1,855	2,786	3,377	4,435
YoY(%)	84.2	-18.0	50.2	21.2	31.3
毛利率(%)	39.5	39.0	39.9	39.8	40.2
EPS(摊薄/元)	0.93	0.76	1.14	1.38	1.82
ROE(%)	12.8	11.0	15.0	15.5	17.3
P/E(倍)	121.8	148.5	98.8	81.5	62.1
P/B(倍)	15.6	15.9	14.1	12.3	10.6
净利率(%)	23.5	14.4	16.8	16.4	17.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	11807	12663	13510	16570	18722
现金	5761	5227	5577	6597	8044
应收票据及应收账款	1997	2961	3409	4546	5155
预付账款	78	92	127	147	187
存货	952	1742	1664	2602	2562
其他流动资产	3018	2640	2733	2678	2775
非流动资产	10861	16576	18332	19698	21017
长期投资	656	794	1342	1498	1658
固定资产	3491	4693	5771	6833	7829
无形资产	626	918	978	1032	1092
其他非流动资产	6087	10172	10240	10335	10438
资产总计	22667	29239	31841	36268	39738
流动负债	3762	6634	7179	9120	9154
短期借款	120	1604	1604	2466	2067
应付票据及应付账款	399	592	660	908	990
其他流动负债	3243	4438	4914	5746	6097
非流动负债	**740**	**5195**	**4711**	**4224**	**3733**
长期借款	15	2637	2153	1667	1175
其他非流动负债	725	2558	2558	2558	2558
负债合计	4502	11829	11889	13344	12887
少数股东权益	477	97	279	435	627
股本	1165	1651	2442	2442	2442
资本公积	11977	10288	9627	9627	9627
留存收益	4776	5923	8447	11318	14863
归属母公司股东权益	17688	17312	19673	22490	26224
负债和股东权益	22667	29239	31841	36268	39738

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1640	2916	3519	3935	5870
净利润	2334	1911	2968	3532	4627
折旧摊销	650	814	1012	1306	1630
财务费用	56	24	431	232	91
投资损失	-80	-48	-438	-52	-55
营运资金变动	-837	-497	-142	-975	-286
其他经营现金流	-483	711	-312	-109	-136
投资活动现金流	-5277	-4975	-2018	-2511	-2757
筹资活动现金流	6984	1558	-1151	-1265	-1267
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.93	0.76	1.14	1.38	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.19	1.44	1.61	2.40
每股净资产(最新摊薄)	7.24	7.09	8.00	9.16	10.69

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9614	12872	16538	20652	25183
营业成本	5821	7858	9932	12438	15057
营业税金及附加	29	28	45	58	67
营业费用	338	439	577	731	878
管理费用	1131	1482	2067	2272	2720
研发费用	437	590	744	938	1144
财务费用	56	24	431	232	91
资产减值损失	2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	606	-259	312	109	136
投资净收益	80	48	438	52	55
营业利润	2585	2341	3491	4144	5417
营业外收入	10	7	64	54	34
营业外支出	14	11	9	9	11
利润总额	2581	2337	3547	4189	5440
所得税	247	426	579	656	813
税后利润	2334	1911	2968	3532	4627
少数股东损益	73	57	182	155	192
归属母公司净利润	2261	1855	2786	3377	4435
EBITDA	3066	3265	4574	5498	7034

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	23.8	33.9	28.5	24.9	21.9
营业利润(%)	77.0	-9.4	49.1	18.7	30.7
归属于母公司净利润(%)	84.2	-18.0	50.2	21.2	31.3
获利能力					
毛利率(%)	39.5	39.0	39.9	39.8	40.2
净利率(%)	23.5	14.4	16.8	16.4	17.6
ROE(%)	12.8	11.0	15.0	15.5	17.3
ROIC(%)	11.7	8.3	11.4	12.0	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	40.5	37.3	36.8	32.4
流动比率	3.1	1.9	1.9	1.8	2.0
速动比率	2.7	1.5	1.5	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	5.3	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9
估值比率					
P/E	121.8	148.5	98.8	81.5	62.1
P/B	15.6	15.9	14.1	12.3	10.6
EV/EBITDA	87.7	84.4	60.1	49.9	38.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn