疫情影响相对有限，中国区业务恢复迅速

——药明康德（603259）2020 半年报跟踪

增持（维持）

日期：2020 年 08 月 20 日

报告关键要素：

近日，公司公布 2020 半年报：报告期内公司实现整体营收 72.31 亿，同比增长 22.68%；实现归母净利 17.17 亿，同比大幅增长 62.49%；实现扣非后归母净利 11.31 亿，同比增长 13.91%；实现经营活动现金流净额 14.36 亿，同比增长 46.67%。

投资要点：

- **中国区业务快速恢复，公允价值及投资收益增厚利润**

分季度看：2020Q1 和 Q2 分别实现营收 31.88 亿、40.44 亿；增速分别为 15.09%、29.41%；分别实现扣非归母净利 3.76 亿、7.55 亿；公司整体正常经营从突发疫情影响中快速回复，尤其是中国区实验室和合同研发与生产业务(CDMO)在第二季度全面恢复正常运营。分业务板块看：上半年中国区实验室和 CDMO 业务收入增速分别为 26.47%、25.83%；美国区业务和临床业务受疫情影响，收入增速有所下滑：上半年营收增速分别为 10.12%、5.92%；预计下半年这两块业务整体将迎来业绩改善势头。上半年公司主营业务毛利率较去年同期下降 1.88 个百分点，主要原因是 1.美国区和临床业务受疫情影响较大，拖累公司整体毛利率；2.股权激励计划使得相应成本增加拉低毛利率。2020H1 公司投资收益和公允价值变动分别为 4.08 亿、2.22 亿，较去年同期大幅增长。公司上半年实现经营性现金流净额 14.36 亿、同比增长 46.67%，整体经营质量较高。

- **受益于疫情管控，中国区业务恢复强劲增长势头**

受益于国内疫情管控到位，公司中国区实验室和 CDMO 业务上半年整体保持了较快增长：中国区实验室业务作为公司最核心的业务部分，上半年受益于海外订单转移及国内业务全面快速复工影响，整体业务收入保持快速增长：营收增速 26.47%，业务毛利率 41.42%，整体保持稳定。上半年实验室业务充分发挥“端对端”业务流量入口功能，全面强化相关业务合作协同作用：1.持续搭建丰富自有的 DNA 编码化合物库(DEL)，目前已有高达 900 亿个分子储备；2.为客户全面提供药物代谢动力学及毒理学、生物分析服务、分析化学和测试服务一系列相关业务，上半年公司 WIND 平台签约 50 个服务项目；3.积极开拓国内细胞和基因治疗产

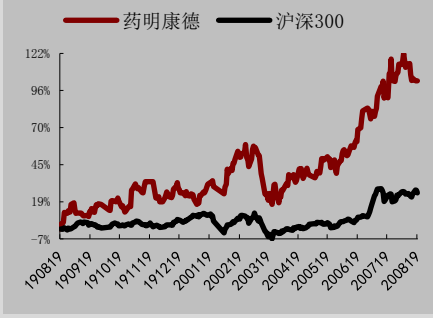
	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	128.72	165.35	214.92	273.13
增长比率(%)	33.89	28.5	30.0	27.1
净利润(亿元)	18.55	27.09	35.96	44.55
增长比率(%)	-17.96	46.1	32.8	23.9
每股收益(元)	0.78	1.14	1.51	1.87
市盈率(倍)	136.3	93.3	70.3	56.8

数据来源：wind、万联证券

基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	光辉月光有限公司/8.53%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	2,378.88
流通A股（百万股）	1,413.14
收盘价（元）	106.91
总市值（亿元）	2,543.27
流通A股市值（亿元）	1,510.79

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 08 月 19 日

相关研究

万联证券研究所 20200327_公司跟踪报告_AAA_药明康德（603259）2019 年报报告

万联证券研究所 20191101_公司季报点评_AAA_药明康德（603259）三季报点评报告

万联证券研究所 20190822_公司半年报点评_AAA_药明康德（603259）点评报告

分析师： 姚文
执业证书编号：S0270518090002
电话：02160883489
邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理： 王政晔
电话：02160883489
邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

万联证券

品 CDMO 服务和基于新商业模式的临床前一体化研发服务，相关新兴业务的快速发展也为公司后续业务发展打开了空间。

- **CDMO 业务保持稳步增长，新技术应用&产能协同发力**

上半年公司小分子 CDMO 业务实现收入 21.62 亿，同比增长 25.83%；实现业务毛利率 39.61%。受益于前端临床前研发项目的引流和承接，公司 CDMO 业务上半年新药物分子超过 1,100 个，其中临床 III 期阶段 42 个、已获批上市的 26 个。国内客户方面：公司目前有 26 个 MAH 项目正在进行中，包括 4 个商业化生产项目，其中包括首款国产新药海外上市的百济神州 BTK 抑制剂新药项目。同时公司 CDMO 业务同时注重新技术平台和产能释放的协同作用：报告期内公司进一步提升流体化学技术平台，今年多个临床后期和商业化项目应用流体化学技术进行大规模生产；报告期内公司进一步扩大高活性药物原料药的产能，加强寡核苷酸和多肽类药物 CDMO 能力建设，随着后续无锡制剂基地的产能逐步落地，公司整体固体制剂开发和无菌制剂的项目承接能力将得到显著增强。

- **上半年美国区和临床业务受疫情影响，预计下半年将逐步恢复**

上半年由于海外疫情因素，美国区业务受到一定程度影响：报告期内美国区业务实现收入 7.82 亿，同比增长 10.12%，其中美国区细胞及基因治疗 CDMO 业务同比增长 4%，报告期内公司为 31 个临床阶段细胞和基因治疗项目提供 CDMO 服务，包括 22 个 I 期临床试验项目和 9 个 II/III 期临床试验项目，后续我们预计随着海外疫情形势缓解以及更多研发项目推进到后期阶段，海外业务将逐步恢复常态增长；此外临床业务上半年在一定程度上受到疫情因素影响，报告期内实现收入 5 亿元，同比增长 5.9%。公司对临床业务的全球网点布局持续推进：截至报告期末公司 CDS 团队（临床试验服务）拥有超过 830 人的专业临床试验服务团队；公司 SMO 团队拥有超过 2,800 位临床协调员，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。预计后期临床业务有望迎来逐步改善。

- **持续加大研发投入力度，人才优势显著**

报告期内公司整体研发费用 3.33 亿，同比增长 36.87%，持续保持了高强度研发投入，重点投入方向包括 DNA 编码化合物库、蛋白生产和基于蛋白质结构的药物发现平台以及新技术研发项目，为后续公司订单引入承接和项目的开展打下技术基础。报告期内，公司拥有各类研发人员 1.77 万人，占公司员工整体业务比重的 82%，硕博学历员工数达 8600 多人，公司还同时拥有全球最大规模的小分子药物研发团队，在国内同行中人才竞争优势显著。

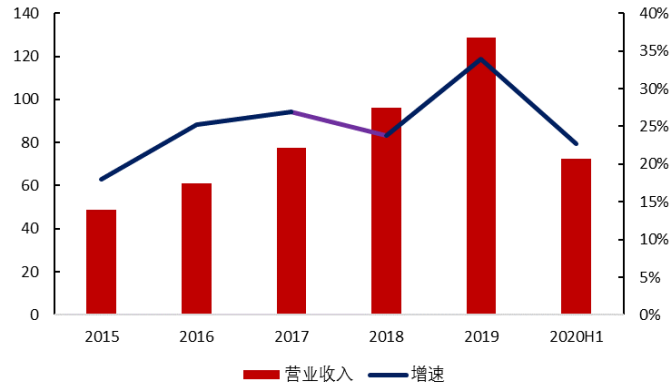
- **盈利预测与投资建议：**

公司作为国内综合医药研发生产外包服务龙头，综合实力雄厚，看好公司多业务协同发展格局及全球化网络运营服务能力，公司未来业绩将持续受益于外包产业地区性转移趋势以及国内创新药产业发展。预计 2020-2022 年度公司实现归母净利分别为 27.09 亿、35.96 亿、44.55 亿；对应 EPS 分别为 1.14 元、1.51 元、1.87 元；对应当前股价 PE 分别为 93 倍、70 倍、57 倍。继续推荐，维持“增持”评级。

- **风险因素：**

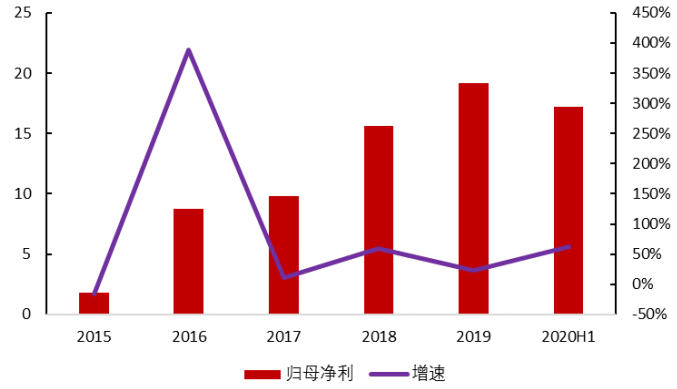
市场竞争加剧的风险、客户研发策略改变的风险

图表 1：2015-2020H1 公司营收（亿）及增速



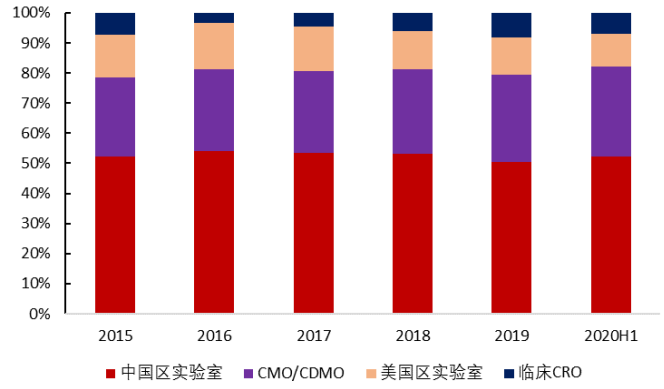
资料来源：公司公告、万联证券

图表 2：2015-2020H1 公司归母净利（亿）及增速



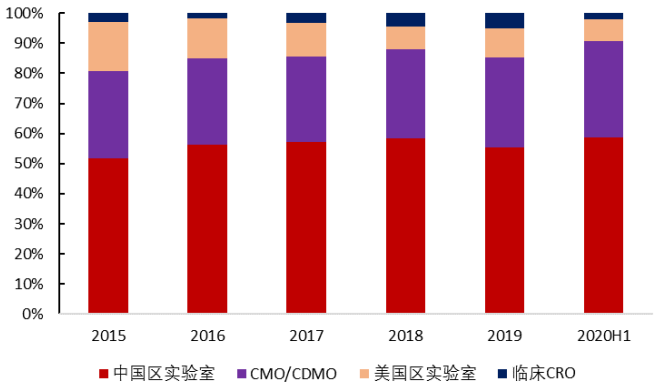
资料来源：公司公告、万联证券

图表 3：2015-2020H1 公司主营业务毛利结构



资料来源：公司公告、万联证券

图表 4：2015-2020H1 公司主营业务毛利结构



资料来源：公司公告、万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,663	19,553	23,065	27,207
货币资金	5,227	10,007	10,898	12,054
应收票据及应收账款	2,961	3,804	4,944	6,283
其他应收款	31	40	52	66
预付账款	92	120	156	199
存货	1,742	2,266	2,951	3,770
其他流动资产	2,609	3,317	4,063	4,835
非流动资产	16,576	18,791	21,455	24,070
长期股权投资	794	894	994	1,094
固定资产	4,333	6,333	8,833	11,333
在建工程	2,092	2,656	3,221	3,786
无形资产	918	918	918	918
其他长期资产	8,440	7,990	7,490	6,940
资产总计	29,239	38,344	44,520	51,278
流动负债	6,634	6,420	8,237	10,403
短期借款	1,604	0	0	0
应付票据及应付账款	592	770	1,003	1,281
预收账款	0	0	0	0
其他流动负债	4,438	5,650	7,234	9,122
非流动负债	5,195	5,195	5,195	5,195
长期借款	762	762	762	762
应付债券	1,875	1,875	1,875	1,875
其他非流动负债	2,558	2,558	2,558	2,558
负债合计	11,829	11,615	13,432	15,598
股本	1,651	1,726	2,379	2,379
资本公积	10,288	16,740	16,740	16,740
留存收益	5,923	8,632	12,228	16,683
归属母公司股东权益	17,312	26,548	30,797	35,252
少数股东权益	97	181	291	427
负债和股东权益	29,239	38,344	44,520	51,278

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,916	3,340	4,204	5,100
净利润	1,911	2,792	3,706	4,592
折旧摊销	963	850	900	950
营运资金变动	-320	-240	-323	-341
其它	361	-61	-79	-101
投资活动现金流	-4,975	-3,504	-3,985	-3,964
资本支出	-2,516	-2,765	-3,265	-3,265
投资变动	-2,577	-600	-600	-600
其他	118	-139	-121	-99
筹资活动现金流	1,558	4,943	673	20
银行借款	2,848	-1,604	0	0
债券融资	2,079	0	0	0
股权融资	769	75	653	0
其他	-4,139	6,472	20	20
现金净增加额	-534	4,780	891	1,156
期初现金余额	5,758	5,227	10,007	10,898
期末现金余额	5,223	10,007	10,898	12,054

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,872	16,535	21,492	27,313
营业成本	7,858	10,220	13,309	17,004
营业税金及附加	28	36	47	60
销售费用	439	564	711	877
管理费用	1,482	1,902	2,450	3,086
研发费用	590	761	967	1,229
财务费用	24	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-259	0	0	0
投资净收益	48	61	79	101
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	2,341	3,302	4,331	5,468
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	11	0	0	0
利润总额	2,337	3,302	4,331	5,468
所得税	426	510	624	876
净利润	1,911	2,792	3,706	4,592
少数股东损益	57	83	110	137
归属母公司净利润	1,855	2,709	3,596	4,455
EBITDA	3,438	3,903	4,907	6,007
EPS（元）	0.78	1.14	1.51	1.87

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	33.9%	28.5%	30.0%	27.1%
营业利润	-9.4%	41.1%	31.1%	26.3%
归属于母公司净利润	-18.0%	46.1%	32.8%	23.9%
获利能力				
毛利率	39.0%	38.2%	38.1%	37.7%
净利率	14.8%	16.9%	17.2%	16.8%
ROE	10.7%	10.2%	11.7%	12.6%
ROIC	8.8%	8.4%	9.7%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	40.5%	30.3%	30.2%	30.4%
净负债比率	2.7%	-22.1%	-21.9%	-22.3%
流动比率	1.91	3.05	2.80	2.62
速动比率	1.57	2.60	2.35	2.16
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.43	0.48	0.53
应收账款周转率	4.38	4.38	4.38	4.38
存货周转率	4.51	4.51	4.51	4.51
每股指标（元）				
每股收益	0.78	1.14	1.51	1.87
每股经营现金流	1.23	1.40	1.77	2.14
每股净资产	7.28	11.16	12.95	14.82
估值比率				
P/E	136.33	93.34	70.30	56.75
P/B	14.60	9.52	8.21	7.17
EV/EBITDA	44.38	45.48	50.13	40.76

资料来源：万联证券

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场