2020 年 08 月 14 日
公司研究●证券研究报告

药明康德（603259.SH）

公司快报

Q2 业绩恢复良好，全年高增长可期

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年半年报，2020 上半年实现营业收入 72.31 亿元，同比增长 22.7%；归母净利润 17.17 亿元，同比增长 62.5%；扣非归母净利润 9.93 亿元，同比增长 13.9%；经营性净现金流 14.36 亿元，同比增长 46.7%。公司报告期内投资收益及公允价值变动合计为 5.58 亿元，剔除该影响，公司上半年归母净利润同比增长 9.7%。由于新冠病毒疫情先后在海内外爆发，公司一季度业务总体受到较大影响，二季度美国实验室服务等海外业务受到影响，但总体恢复良好，海外客户订单增长较快，上半年业绩符合市场预期。

- **各业务条线保持良好增长，二季度业绩恢复情况好：分业务来看，**2020H1 公司中国区实验室服务收入 37.80 亿元，同比增长 26.47%；美国区实验室服务收入 7.82 亿元，同比增长 10.12%。美国区实验室业务在二季度因疫情受到较大冲击。在一季度国内疫情期间，医院病人招募受到限制，公司临床及其他 CRO 服务受到较大影响，收入 5.00 亿元，同比增长 5.92%。CDMO/CMO 服务收入 21.62 亿元，同比增长 25.83%。**分季度看，**公司二季度实现收入 40.44 亿元，同比增长 29.4%；归母净利润 14.14 亿元，同比增长 111%；剔除投资收益和公允价值影响，公司归母净利润同比增长 27.7%。**费用率方面，**公司 2020H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 3.8%、11.3%、0.1%、4.6%；费用率保持良好。**总体来看，**二季度业绩除美国实验室服务外，业绩基本恢复。由于包括美国、印度在内的的海外地区疫情持续失控，部分 CRO、CDMO 订单有望流向中国，利好中国国际化 CRO 公司。公司在下半年业绩有望再提速。

- **美国区业务受到影响，国内 CRO 业务下半年有望再加速：**2020H1 公司助力客户完成 13 个创新药的 IND 申报，并获得 9 个项目的临床试验批件。截止 2020 年 6 月 30 日，公司已累计助力客户完成 98 个项目的 IND 申报工作，并获得 66 个项目的临床试验批件。此外，由于“工程师效应”和疫情导致的研发项目外流，国内 CRO 企业相较国外同类公司优势更加明显，作为全球药物发现 CRO 行业的龙头，公司亦在全球供应市场向中国转移的过程中首先受益，未来仍有望维持稳健增长。美国区实验室服务主要包括细胞和基因治疗产品 CDMO 服务，以及医疗器械检测服务。2020 年二季度美国新冠疫情爆发，公司美国区业务受到较大影响。截至 6 月 30 日，公司为 22 个 I 期临床细胞和基因治疗项目和 9 个 II/III 期临床细胞和基因治疗项目提供 CDMO 服务。随着项目逐渐进入临床后期，预计公司美国细胞和基因治疗生产车间的产能利用率也会在 2021 年逐渐提高。美国区业务具体增长情况需要跟踪美国疫情防控情况。2020 上半年公司 CDS 团队在中国和美国两地为超过 130 个项目提供临床试验开发服务，其中 5 项新药完成上市注册临床试验。SMO 团队为多项创新药提供临床试验服务，助力客户完成 12 个药品和医疗器械产品的核查并获批上市。随着国内疫情的控制和公司未来临床 CRO 业务布局的不断完善，该业务除了直接贡献业绩增长，更重要的是能加强各业务板块之间的协同作用，进一步增强公司在整个产业链中的市场竞争力。

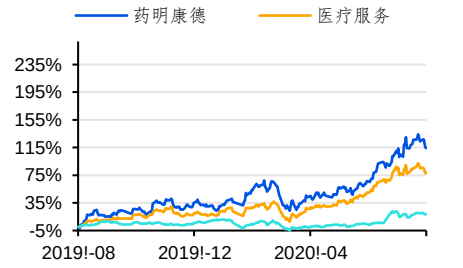
医药 | 医疗服务 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-08-13)	107.13 元

交易数据

总市值（百万元）	254,946.10
流通市值（百万元）	151,389.65
总股本（百万股）	2,379.78
流通股本（百万股）	1,413.14
12 个月价格区间	65.99/119.30 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.09	21.91	103.82
绝对收益	3.53	36.5	122.53

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：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

药明康德：药明系列二：纵深发展传统业务，前瞻布局新兴技术——药明康德的巨轮已经起航 2018-11-20

◆ **产能逐渐释放，CMO/CDMO 业务保持高速增长：**公司充分发挥工艺开发技术优势，坚定推进“跟随药物分子发展阶段扩大服务”的策略。2020 年上半年公司 CDMO/CMO 服务项目所涉新药物分子超过 1,100 个，其中临床 III 期阶段 42 个、已获批上市的 26 个。在服务国内客户方面，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。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。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 25.68 亿元、32.73 亿元和 41.52 亿元，同比增长 38.5%、27.4%、26.9%，每股收益分别为 1.08 元、1.38 元、1.74 元，对应 2020 至 2022 年 PE 分别为 101.1 倍、79.4 倍、62.6 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	17,050	22,443	29,435
YoY(%)	23.8	33.9	32.5	31.6	31.2
净利润(百万元)	2,261	1,855	2,568	3,273	4,152
YoY(%)	84.2	-18.0	38.5	27.4	26.9
毛利率(%)	39.5	39.0	38.6	38.0	37.8
EPS(摊薄/元)	0.95	0.78	1.08	1.38	1.74
ROE(%)	12.8	11.0	14.0	15.2	16.6
P/E(倍)	114.9	140.1	101.1	79.4	62.6
P/B(倍)	14.7	15.0	13.4	11.8	10.2
净利率(%)	23.5	14.4	15.1	14.6	14.1

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	13771	17986	22090
现金	5761	5227	5446	7168	9402
应收票据及应收账款	1997	2961	3607	5039	6301
预付账款	78	92	134	164	226
存货	952	1742	1847	2925	3358
其他流动资产	3018	2640	2737	2690	2803
非流动资产	10861	16576	18172	20109	22511
长期投资	656	794	945	1101	1261
固定资产	3491	4693	5947	7450	9285
无形资产	626	918	978	1032	1092
其他非流动资产	6087	10172	10301	10526	10874
资产总计	22667	29239	31943	38096	44601
流动负债	3762	6634	7566	11306	14605
短期借款	120	1604	1686	4109	6179
应付票据及应付账款	399	592	728	1027	1283
其他流动负债	3243	4438	5153	6170	7142
非流动负债	**740**	**5195**	**4719**	**4255**	**3811**
长期借款	15	2637	2161	1697	1253
其他非流动负债	725	2558	2558	2558	2558
负债合计	4502	11829	12286	15561	18416
少数股东权益	477	97	265	416	596
股本	1165	1651	2380	2380	2380
资本公积	11977	10288	9627	9627	9627
留存收益	4776	5923	8249	11032	14351
归属母公司股东权益	17688	17312	19392	22119	25589
负债和股东权益	22667	29239	31943	38096	44601

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	3528	3641	5509
净利润	2334	1911	2736	3423	4332
折旧摊销	650	814	1024	1361	1778
财务费用	56	24	127	214	259
投资损失	-80	-48	-41	-52	-55
营运资金变动	-837	-497	-231	-1196	-670
其他经营现金流	-483	711	-87	-109	-136
投资活动现金流	-5277	-4975	-2492	-3137	-3989
筹资活动现金流	6984	1558	-898	-1204	-1356
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.95	0.78	1.08	1.38	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.23	1.48	1.53	2.31
每股净资产(最新摊薄)	7.43	7.27	8.12	9.27	10.72

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9614	12872	17050	22443	29435
营业成本	5821	7858	10468	13917	18322
营业税金及附加	29	28	47	63	79
营业费用	338	439	595	795	1027
管理费用	1131	1482	1961	2581	3532
研发费用	437	590	767	1019	1337
财务费用	56	24	127	214	259
资产减值损失	2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	606	-259	87	109	136
投资净收益	80	48	41	52	55
营业利润	2585	2341	3214	4014	5070
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	3269	4059	5093
所得税	247	426	533	636	761
税后利润	2334	1911	2736	3423	4332
少数股东损益	73	57	168	151	180
归属母公司净利润	2261	1855	2568	3273	4152
EBITDA	3066	3265	4312	5470	6983

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	32.5	31.6	31.2
营业利润(%)	77.0	-9.4	37.3	24.9	26.3
归属于母公司净利润(%)	84.2	-18.0	38.5	27.4	26.9
获利能力					
毛利率(%)	39.5	39.0	38.6	38.0	37.8
净利率(%)	23.5	14.4	15.1	14.6	14.1
ROE(%)	12.8	11.0	14.0	15.2	16.6
ROIC(%)	11.7	8.3	10.6	11.3	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	19.9	40.5	38.5	40.8	41.3
流动比率	3.1	1.9	1.8	1.6	1.5
速动比率	2.7	1.5	1.4	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	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	114.9	140.1	101.1	79.4	62.6
P/B	14.7	15.0	13.4	11.8	10.2
EV/EBITDA	82.6	79.6	60.2	47.5	37.2

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

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

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