医药健康研究中心

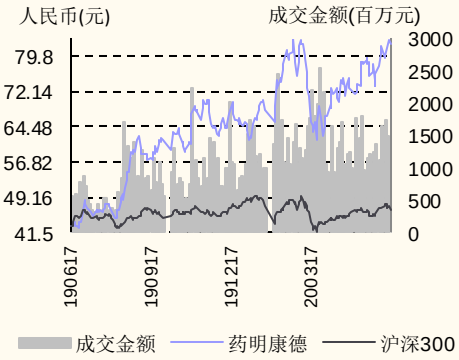
药明康德 (603259.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：82.55 元
目标价格（人民币）：100.00-100.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	23.12
已上市流通 A 股(亿股)	14.13
流通港股(亿股)	2.39
总市值(亿元)	1,908.21
年内股价最高最低(元)	83.18/73.12
沪深 300 指数	3955
上证指数	2890



相关报告

1.《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

2.《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

3.《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

4.《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

5.《安评中心扩建完成，主营业务保持高速增长-药明康德公司点评》，2019.12.31

王班 联系人
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026

投资收益带动利润提升，主营业务恢复高增长

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	16,352	20,654	26,087
营业收入增长率	23.80%	33.89%	27.04%	26.31%	26.30%
归母净利润(百万元)	2,261	1,855	2,867	3,679	4,686
归母净利润增长率	84.22%	-17.96%	54.61%	28.31%	27.37%
摊薄每股收益(元)	1.941	1.123	1.737	2.228	2.838
每股经营性现金流净额	1.40	1.65	2.55	2.18	2.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.78%	10.71%	14.39%	16.15%	17.59%
P/E	38.57	82.02	51.40	40.06	31.45
P/B	4.93	8.79	7.40	6.47	5.53

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 近日药明巨诺（JW Cayman）完成 B 轮融资，融资后药明康德持股 17.27%，同时因 JW 董事会改组，药明康德不再向 JW 委派董事，相应会计准则进行调整，公司所持有 JW 股份由以权益法计量的长期股权投资变更为以公允价值计量且其变动计入当期损益的其他非流动金融资产，当期产生 3.5 亿元投资收益。

经营分析

- **投资收益持续兑现拉动利润提升：**JW 的融资及投资收益的陆续兑现，进一步展示了公司在医药创新领域的投资及综合服务能力。截止 2019 年 12 月 31 日，药明康德投资组合 80+公司和基金，覆盖 6 大领域，IRR 为 27.4%。公司在医药创新领域的投资具备较强可持续性，收益可观。
- **业务连续性计划（BCP）保障业务有序开展，3 月份开始恢复强劲增长：**国内疫情影响了 2 月份开工，公司通过 BCP 和经营管理效率的提升，有效保障了客户订单的顺利交付，根据我们测算，公司 3 月份业已恢复强劲增长。
- **预计二季度将继续保持 3 月份强劲增长势头，全年整体来看已重回高增长轨道：**二季度预计中国区实验室业务、CDMO 业务板块将恢复高增长；下半年来看，美国区实验室业务、临床业务将进一步持续恢复。通过经营管理效率的提升和研发生产端的赶工，后续几个季度将有效降低一季度带来的影响，保证客户订单及时、高效、高质量的完成，全年保持业绩高速增长态势。

投资建议

- 考虑到 JW 带来的投资收益及近期二级市场波动带来的非流动金融资产公允价值增值，我们预计 2020 上半年公司归母利润端将实现较大幅度增长，并上调了全年利润预期（+6.03%）。预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 28.67/36.79/46.86 亿元，同比增长 54.61%/28.31%/27.37%，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

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**	**16,352**	**20,654**	**26,087**
增长率		23.8%	33.9%	27.0%	26.3%	26.3%
主营业务成本	-4,517	-5,821	-7,858	-9,989	-12,449	-15,647
%销售收入	58.2%	60.5%	61.0%	61.1%	60.3%	60.0%
毛利	3,248	3,793	5,014	6,364	8,206	10,441
%销售收入	41.8%	39.5%	39.0%	38.9%	39.7%	40.0%
营业税金及附加	-26	-29	-28	-36	-45	-57
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-292	-338	-439	-572	-723	-913
%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	-1,921	-2,355	-2,974
%销售收入	16.3%	11.8%	11.5%	11.8%	11.4%	11.4%
研发费用	0	-437	-590	-752	-950	-1,200
%销售收入	0.0%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
息税前利润（EBIT）	1,662	1,859	2,474	3,082	4,133	5,296
%销售收入	21.4%	19.3%	19.2%	18.8%	20.0%	20.3%
财务费用	-184	-56	-24	-3	51	108
%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	-50	0	0
投资收益	40	80	48	427	250	250
%税前利润	2.5%	3.1%	2.0%	12.4%	5.6%	4.4%
营业利润	1,461	2,585	2,341	3,456	4,434	5,654
营业利润率	18.8%	26.9%	18.2%	21.1%	21.5%	21.7%
营业外收支	132	-4	-4	0	0	0
税前利润	1,593	2,581	2,337	3,456	4,434	5,654
利润率	20.5%	26.8%	18.2%	21.1%	21.5%	21.7%
所得税	-296	-247	-426	-518	-665	-848
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	2,937	3,769	4,806
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**	**2,867**	**3,679**	**4,686**
净利率	15.8%	23.5%	14.4%	17.5%	17.8%	18.0%

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	2,937	3,769	4,806
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	-228	-117	-120
营运资金变动	-46	-793	-323	889	-677	-772
经营活动现金净流	**1,785**	**1,630**	**2,720**	**4,215**	**3,606**	**4,553**
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	427	250	250
投资活动现金净流	**-1,124**	**-5,277**	**-4,975**	**-383**	**-460**	**-460**
股权募资	31	9,252	769	706	0	0
债权募资	1,135	-1,518	4,510	-890	13	-138
其他	-1,877	-806	-3,755	-1,075	-958	-956
筹资活动现金净流	**-710**	**6,928**	**1,524**	**-1,260**	**-946**	**-1,093**
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	3,242	4,095	5,172
存货	727	952	1,742	1,642	2,046	2,572
其他流动资产	645	3,007	2,701	2,739	2,862	2,972
流动资产	5,467	11,807	12,663	15,423	19,003	23,716
%总资产	43.5%	52.1%	43.3%	48.5%	53.7%	59.1%
长期投资	1,066	2,735	4,803	4,753	4,753	4,753
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%	22.2%	20.4%	18.3%
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	16,357	16,386	16,406
%总资产	56.5%	47.9%	56.7%	51.5%	46.3%	40.9%
资产总计	**12,580**	**22,667**	**29,239**	**31,780**	**35,389**	**40,123**
短期借款	1,335	355	1,952	2,044	2,057	1,919
应付款项	2,558	1,817	2,638	3,296	3,363	3,505
其他流动负债	726	1,590	2,044	2,362	2,948	3,697
流动负债	4,619	3,762	6,634	7,702	8,368	9,122
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**	**11,684**	**12,350**	**13,104**
普通股股东权益	**6,342**	**17,688**	**17,312**	**19,928**	**22,781**	**26,642**
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	7,687	10,540	14,400
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**	**31,780**	**35,389**	**40,123**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.308	1.941	1.123	1.737	2.228	2.838
每股净资产	6.763	15.186	10.485	12.069	13.797	16.135
每股经营现金净流	1.903	1.399	1.647	2.553	2.184	2.758
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%	14.39%	16.15%	17.59%
总资产收益率	9.75%	9.97%	6.34%	9.02%	10.40%	11.68%
投入资本收益率	15.96%	9.01%	9.10%	10.47%	12.56%	14.15%
增长率						
主营业务收入增长率	26.96%	23.80%	33.89%	27.04%	26.31%	26.30%
EBIT增长率	34.03%	11.86%	33.11%	24.54%	34.10%	28.15%
净利润增长率	25.86%	84.22%	-17.96%	54.61%	28.31%	27.37%
总资产增长率	18.79%	80.18%	28.99%	8.69%	11.36%	13.38%
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	108.7	88.7	72.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.64%	-41.58%	-13.65%	-22.98%	-29.53%	-36.80%
EBIT利息保障倍数	9.0	33.1	103.3	1,062.1	-80.4	-49.1
资产负债率	46.44%	19.86%	40.46%	36.77%	34.90%	32.66%

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	20
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.20**

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	2019-02-17	买入	81.91	100.00～120.00
2	2019-04-10	买入	94.08	N/A
3	2019-04-30	买入	89.99	N/A
4	2019-12-31	买入	90.99	N/A
5	2020-01-02	买入	92.12	N/A
6	2020-02-24	买入	112.71	N/A
7	2020-03-25	买入	91.85	N/A
8	2020-04-30	买入	102.53	130.00～130.00

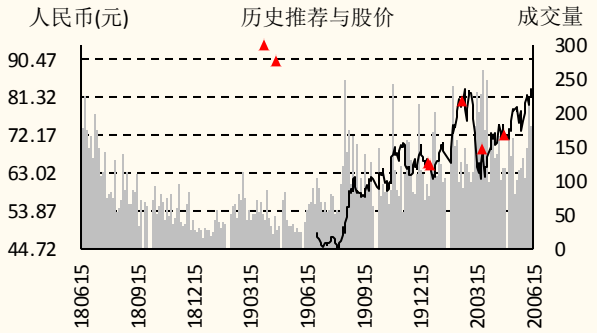
来源：国金证券研究所

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