药明康德（603259）

公司研究/点评报告

会计核算变更带来净利润明显增益，看好细胞疗法 CDMO 领先地位

—药明康德事件点评

点评报告/医药　　2020 年 06 月 11 日

一、事件概述

2020 年 6 月 10 日，公司发布公告审议通过《关于变更对 JW (Cayman) Therapeutics Co., Ltd.会计核算方法的议案》，同意自 2020 年 5 月 22 日起，变更对于公司及其子公司持有 JW (Cayman) Therapeutics 股份的会计核算方法，该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。在丧失重大影响之日，药明香港控股所持 JW Cayman 股份的公允价值与长期股权投资账面价值之间的差额人民币 35,149.08 万元，计入公司 2020 年 5 月 31 日止的当期合并损益表。

二、分析与判断

➢ 对 JW Cayman 会计核算方法变更带来 3.51 亿投资收益，对 2020 年净利润产生 11.69%正向影响

2020 年 5 月 22 日，JW Cayman 完成 B 轮融资。此轮融资完成后，药明香港控股持有 JW Cayman 股份有 21.31%下降至 17.27%。同时，JW Cayman 通过股东会决议并完成其股东协议的修改，药明香港控股不再具有向 JW Cayman 单独及共同委派董事的相关权利。2020 年 3 月董事会改组，免除药明香港控股对 JW Cayman 通过董事会参与经营的决策权，以增强 JW Cayman 细胞疗法产品开发和生产运营的独立性。

如果按照我们预测的公司 2020 年 26.43 亿归母净利润来估算的话，此次 3.51 亿元投资收益将对公司 2020 年归母净利润带来 11.69%的增幅。

➢ 看好公司细胞/基因疗法 CDMO 全球优势地位，未来有望受益于细胞疗法行业的快速发展

细胞疗法进入兑现阶段，公司赋能全球药企细胞疗法研发和生产有望优先享受市场红利。国内已有 CAR-T 产品实现报产，药明巨诺预计也将于 2020 年实现细胞治疗产品的报产，我国细胞治疗元年有望于今年开启。海外产品已经有两个 CAR-T 产品上市销售，JUNO 的 CAR-T 产品也已报产。从目前全球开展的细胞治疗药品临床数据来看，研发热度空前，产品也进入了兑现期。而药明康德作为在全球细胞疗法领域 CDMO 领军企业，有望优先享受细胞治疗带来的市场红利。

自身 α 能力拓展仍是公司强大竞争力体现，我们认为公司有望成为细胞治疗领域最大受益者，持续对公司进行推荐。据公司 2019 年年报公布，公司目前服务于 31 个临床阶段的细胞和基因治疗 CDMO 项目，包括 23 个 I 期临床试验项目和 8 个 II/III 期临床试验项目。据公司公告，公司在费城 1500L 的生物反应器也有望于 2020Q3 投入运营，产能进一步得到提升，未来 3 年仍有望保持 30%以上增速。而国内无锡细胞和基因治疗研发生产基地已经正式落成，有望国内海外双轨并行，赋能全球客户细胞基因疗法开发生产。

三、投资建议

我们根据此次会计核算方法变更带来的一次性投资收益情况上调公司 2020 年净利润。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.78、2.07、2.68 元，按 2020 年 6 月 10 日收盘价对应 2020 年 46 倍 PE，参考可比公司估值及公司行业龙头地位，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

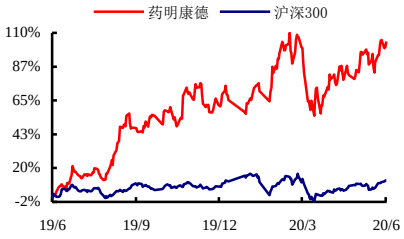
不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险；国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险；各事业部间协同效应差造成新业务增长乏力的风险；汇兑风险；公允价值波动带来的不确定性风险。

推荐　维持评级

当前价格：　81.31 元

交易数据	2020-6-10
近 12 个月最高/最低(元)	117.38/62.8
总股本（百万股）	2,312
流通股本（百万股）	1,413
流通股比例（%）	61.13
总市值（亿元）	1,880
流通市值（亿元）	1,149

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：　S0100519020002

电话：　021-60876703

邮箱：　sunjian@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号：　S0100119100011

电话：　010-85127728

邮箱：　guoshuangxi@mszq.com

相关研究

1.药明康德(603259):新增客户和订单依然强劲，CDMO“漏斗效应”弹性大

2.药明康德(603259):境外“长尾客户”、CDMO 业务奠定增长基础

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,872	16,547	21,131	26,416
增长率（%）	33.9%	28.6%	27.7%	25.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,855	2,935	3,415	4,424
增长率（%）	-18.0%	58.3%	16.4%	29.5%
每股收益（元）	1.14	1.78	2.07	2.68
PE（现价）	71.3	45.7	39.3	30.3
PB	7.8	6.6	5.7	4.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**12,872**	**16,547**	**21,131**	**26,416**
营业成本	7,858	10,023	12,717	15,828
营业税金及附加	28	36	46	58
销售费用	439	564	720	900
管理费用	1,482	1,906	2,433	3,042
研发费用	590	755	967	1,207
EBIT	2,474	3,264	4,248	5,382
财务费用	24	99	108	117
资产减值损失	(1)	86	93	13
投资收益	48	415	56	60
营业利润	**2,341**	**3,494**	**4,102**	**5,312**
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	**2,337**	**3,535**	**4,114**	**5,328**
所得税	426	495	576	746
净利润	1,911	3,040	3,538	4,582
归属于母公司净利润	**1,855**	**2,935**	**3,415**	**4,424**
EBITDA	**3,288**	**4,174**	**5,348**	**6,684**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5227	8156	10355	15339
应收账款及票据	2961	3622	4743	5856
预付款项	92	126	155	196
存货	1742	1322	2753	2441
其他流动资产	491	491	491	491
流动资产合计	**12663**	**15941**	**20601**	**26577**
长期股权投资	794	1214	1274	1339
固定资产	4693	5895	7097	8298
无形资产	918	1074	1238	1380
非流动资产合计	**15471**	**16429**	**16860**	**17082**
资产合计	**28134**	**32370**	**37461**	**43659**
短期借款	1604	1804	2054	2254
应付账款及票据	592	755	958	1193
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	**6634**	**7830**	**9383**	**10999**
长期借款	762	762	762	762
其他长期负债	3328	3328	3328	3328
非流动负债合计	**4090**	**4090**	**4090**	**4090**
负债合计	**10725**	**11920**	**13473**	**15089**
股本	1651	1651	1651	1651
少数股东权益	97	203	325	483
股东权益合计	**17410**	**20450**	**23988**	**28570**
负债和股东权益合计	**28134**	**32370**	**37461**	**43659**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	33.9	28.6	27.7	25.0
EBIT 增长率	33.1	31.9	30.2	26.7
净利润增长率	-18.0	58.3	16.4	29.5
盈利能力				
毛利率	39.0	39.4	39.8	40.1
净利润率	14.4	17.7	16.2	16.7
总资产收益率 ROA	6.6	9.1	9.1	10.1
净资产收益率 ROE	10.7	14.5	14.4	15.8
偿债能力				
流动比率	1.9	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.6	1.9	1.9	2.2
现金比率	1.0	1.3	1.3	1.5
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	69.0	68.1	68.5	68.3
存货周转天数	61.7	54.3	56.0	57.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
每股指标（元）				
每股收益	1.1	1.8	2.1	2.7
每股净资产	10.5	12.3	14.3	17.0
每股经营现金流	1.7	2.5	2.1	3.8
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	71.3	45.7	39.3	30.3
PB	7.8	6.6	5.7	4.8
EV/EBITDA	48.3	37.5	28.9	22.6
股息收益率	0.4	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,911	3,040	3,538	4,582
折旧和摊销	815	997	1,193	1,315
营运资金变动	(170)	492	(1,250)	411
经营活动现金流	**2,873**	**4,171**	**3,521**	**6,349**
资本开支	2,516	1,406	1,459	1,443
投资	(2,577)	(5)	(5)	(5)
投资活动现金流	**(4,975)**	**(1,411)**	**(1,464)**	**(1,448)**
股权募资	769	0	0	0
债务募资	4,510	67	0	0
筹资活动现金流	**1,558**	**168**	**142**	**83**
现金净流量	**(544)**	**2,928**	**2,199**	**4,984**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。