

药明康德 (603259)

证券研究报告

2019年10月31日

业绩持续加速增长，行业龙头不断增强核心竞争力

2019 前三季度营收增长 34.06%，扣非后归母净利润同比增长 36.88%

公司发布三季报，前三季度营收 92.79 亿元，同比增长 34.06%，实现归母净利润 17.65 亿元，同比下降 8.46%，扣非后归母净利润 17.14 亿元，同比增长 36.88%，业绩表现超市场预期。其中第三季度营收 33.84 亿元，同比增长 34.72%，实现归母净利润 7.08 亿元，同比增长 7.91%，实现扣非归母净利润 7.21 亿元，同比增长 69.63%。公司经营质量优秀，前三季度经营活动产生的现金流量净额为 17.73 亿元，同比增长 93.31%。

持续拓展新客户，加强上下游部门转化

前三季度公司总收入和扣非后归母净利润保持了高速增长。一方面，公司持续拓展新客户并提高原有客户的渗透率；另一方面，公司加强上下游服务部门之间的转化，平台协同性进一步增强。报告期内，公司新增客户超过 900 家、活跃客户超过 3,700 家，各项业务均保持稳健发展。前三季度毛利率为 39.51%，同比下降 1.17pp，主要因为公司继续加强产能及能力建设，同时加大对关键人才激励导致成本增幅较高，前三季度净利率为 19.60%，同比下降 9.00pp。

药品研发服务持续推进，发行零息可转换债券以拓展业务和外延并购

前三季度，公司里程碑和销售分成的收费模式项目，助力客户完成 16 个研究性新药的临床试验申报，并获得 20 个项目的临床试验许可；截至 2019 年 9 月 30 日，公司累计为国内客户完成 71 个研究性新药的临床试验申报，并获得 54 个项目的临床试验许可。截至 2019 年 9 月 30 日，公司小分子 CDMO/CMO 服务项目所涉新药物分子超过 900 个，其中，处于 III 期临床试验阶段的项目 40 个、已获批上市的项目 17 个；公司细胞和基因治疗 CDMO 平台为 24 个 I 期临床试验项目以及 9 个 II/III 期临床试验项目提供服务。2019 年 9 月，公司完成了 3 亿美元零息可转换债券发行，将有效支持公司业务拓展，以及外延并购战略。

公司费用管控合理，前三季度销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 3.13 亿、10.28 亿、4.14 亿、-1.0 亿，占总收入的比例为 3.38%、11.08%、4.47%、-1.08%，较去年同期+0.01pp、-0.01pp、+0.18pp、-1.13pp。

医药研发服务龙头，看好持续发展，维持“买入”评级

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.46、1.83 及 2.28 元，对应 P/E 分别为 59、47、38 倍，考虑到外包行业的持续高景气度，增长势不可挡，公司作为行业龙头显著受益，各业务板块全面开花，未来领先优势有望进一步扩大，维持“买入”评级。

风险提示：医药研发服务市场需求下降的风险，行业监管政策变化的风险，行业竞争加剧的风险，核心技术人员流失的风险，汇率风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,765.26	9,613.68	12,512.78	15,867.21	20,092.04
增长率(%)	26.96	23.80	30.16	26.81	26.63
EBITDA(百万元)	1,964.20	3,523.93	3,009.41	3,806.98	4,716.31
净利润(百万元)	1,227.09	2,260.52	2,383.29	2,996.37	3,731.06
增长率(%)	25.86	84.22	5.43	25.72	24.52
EPS(元/股)	0.75	1.38	1.46	1.83	2.28
市盈率(P/E)	114.14	61.96	58.77	46.74	37.54
市净率(P/B)	22.08	7.92	6.82	6.05	5.35
市销率(P/S)	18.04	14.57	11.19	8.83	6.97
EV/EBITDA	0.00	21.78	42.38	33.13	26.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	85.52 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,467.19
流通 A 股股本(百万股)	1,006.08
A 股总市值(百万元)	125,474.21
流通 A 股市值(百万元)	86,039.66
每股净资产(元)	10.51
资产负债率(%)	36.75
一年内最高/最低(元)	101.60/61.62

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《药明康德-半年报点评:业务增长势不可挡，外包龙头尽享行业高景气度》 2019-08-20
- 2 《药明康德-年报点评报告:全年业绩高速增长，行业巨头尽享外包行业高景气》 2019-03-25
- 3 《药明康德-首次覆盖报告:国内 CRO 龙头，受益于行业高景气度业绩快速增长》 2018-08-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,472.39	5,760.60	7,998.90	9,573.31	12,400.88	营业收入	7,765.26	9,613.68	12,512.78	15,867.21	20,092.04
应收票据及应收账款	1,597.16	1,997.40	2,868.69	3,301.90	4,511.67	营业成本	4,516.79	5,820.98	7,537.71	9,520.95	12,015.37
预付账款	51.92	78.28	71.35	126.54	125.79	营业税金及附加	25.72	28.56	36.50	48.66	59.97
存货	726.94	952.47	1,141.34	1,525.87	2,145.49	营业费用	291.51	337.88	410.07	520.00	663.04
其他	618.39	3,017.85	3,135.79	3,265.75	3,338.70	管理费用	1,269.33	1,130.80	1,501.53	1,904.07	2,411.04
流动资产合计	5,466.80	11,806.60	15,216.07	17,793.37	22,522.54	研发费用	305.65	436.53	563.08	714.02	904.14
长期股权投资	383.08	655.56	1,155.56	1,485.56	1,655.56	财务费用	184.46	56.21	26.39	37.19	36.22
固定资产	2,833.56	3,491.18	4,712.55	5,461.37	5,926.65	资产减值损失	140.96	2.01	57.96	66.98	42.32
在建工程	843.67	1,526.98	952.19	619.31	401.59	公允价值变动收益	0.68	606.44	134.67	140.00	50.00
无形资产	426.05	626.49	611.09	610.70	631.00	投资净收益	39.79	79.64	200.00	250.00	300.00
其他	2,627.29	4,560.39	3,891.79	3,572.12	3,413.33	其他	(470.24)	(1,470.07)	(669.33)	(780.00)	(700.00)
非流动资产合计	7,113.65	10,860.60	11,323.19	11,749.06	12,028.12	营业利润	1,460.59	2,584.70	2,714.20	3,445.34	4,309.94
资产总计	12,580.45	22,667.20	26,543.22	29,543.75	34,552.42	营业外收入	135.98	10.09	83.44	76.50	56.68
短期借款	1,318.19	120.00	320.00	470.00	520.00	营业外支出	3.95	13.97	8.20	8.71	10.29
应付票据及应付账款	333.24	398.72	438.80	671.98	596.31	利润总额	1,592.62	2,580.82	2,789.44	3,513.13	4,356.33
其他	2,968.00	3,243.33	4,004.11	3,786.30	5,661.94	所得税	295.90	247.14	306.84	386.44	479.20
流动负债合计	4,619.42	3,762.06	4,762.91	4,928.28	6,778.25	净利润	1,296.72	2,333.68	2,482.60	3,126.69	3,877.13
长期借款	300.00	15.00	15.00	15.00	15.00	少数股东损益	69.63	73.16	99.30	130.32	146.08
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,227.09	2,260.52	2,383.29	2,996.37	3,731.06
其他	923.01	724.91	658.29	768.74	717.31	每股收益(元)	0.75	1.38	1.46	1.83	2.28
非流动负债合计	1,223.01	739.91	673.29	783.74	732.31						
负债合计	5,842.44	4,501.97	5,436.19	5,712.01	7,510.57						
少数股东权益	395.63	477.21	571.55	699.70	842.53	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	937.79	1,164.74	1,637.70	1,637.70	1,637.70	成长能力					
资本公积	3,029.09	11,977.42	11,977.42	11,977.42	11,977.42	营业收入	26.96%	23.80%	30.16%	26.81%	26.63%
留存收益	5,266.31	16,752.98	18,897.77	21,494.34	24,561.62	营业利润	13.70%	76.96%	5.01%	26.94%	25.09%
其他	(2,890.81)	(12,207.12)	(11,977.42)	(11,977.42)	(11,977.42)	归属于母公司净利润	25.86%	84.22%	5.43%	25.72%	24.52%
股东权益合计	6,738.01	18,165.23	21,107.03	23,831.74	27,041.86	获利能力					
负债和股东权益总	12,580.45	22,667.20	26,543.22	29,543.75	34,552.42	毛利率	41.83%	39.45%	39.76%	40.00%	40.20%
						净利率	15.80%	23.51%	19.05%	18.88%	18.57%
						ROE	19.35%	12.78%	11.61%	12.95%	14.24%
						ROIC	51.50%	56.63%	33.72%	38.67%	42.06%
						偿债能力					
						资产负债率	46.44%	19.86%	20.48%	19.33%	21.74%
						净负债率	-12.43%	-29.68%	-35.91%	-37.67%	-43.35%
						流动比率	1.18	3.14	3.20	3.61	3.32
						速动比率	1.03	2.89	2.96	3.30	3.01
						营运能力					
						应收账款周转率	5.22	5.35	5.14	5.14	5.14
						存货周转率	12.54	11.45	11.95	11.90	10.95
						总资产周转率	0.67	0.55	0.51	0.57	0.63
						每股指标(元)					
						每股收益	0.75	1.38	1.46	1.83	2.28
						每股经营现金流	1.10	1.00	1.67	1.59	2.37
						每股净资产	3.87	10.80	12.54	14.12	16.00
						估值比率					
						市盈率	114.14	61.96	58.77	46.74	37.54
						市净率	22.08	7.92	6.82	6.05	5.35
						EV/EBITDA	0.00	21.78	42.38	33.13	26.18
						EV/EBIT	0.00	25.75	46.54	36.22	28.41

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,296.72	2,333.68	2,383.29	2,996.37	3,731.06
折旧摊销	477.94	649.76	268.82	324.45	370.15
财务费用	128.82	110.75	26.39	37.19	36.22
投资损失	(39.79)	(79.64)	(200.00)	(250.00)	(300.00)
营运资金变动	569.45	(2,365.83)	17.19	(775.38)	(145.90)
其它	(639.53)	991.70	233.97	270.32	196.08
经营活动现金流	1,793.61	1,640.43	2,729.67	2,602.96	3,887.60
资本支出	1,697.75	2,742.40	966.63	629.55	689.43
长期投资	151.45	272.48	500.00	330.00	170.00
其他	(2,973.51)	(8,291.54)	(2,439.92)	(1,726.91)	(1,297.87)
投资活动现金流	(1,124.31)	(5,276.66)	(973.29)	(767.36)	(438.44)
债权融资	1,635.17	369.81	418.93	596.90	678.55
股权融资	(608.42)	8,780.74	705.91	(7.55)	(6.57)
其他	(1,700.91)	(2,166.39)	(642.92)	(850.55)	(1,293.57)
筹资活动现金流	(674.17)	6,984.16	481.92	(261.19)	(621.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(4.87)	3,347.93	2,238.30	1,574.41	2,827.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com