

## 协同效应明显，Q3 业绩超预期

### ——药明康德 (603259.SH、2359.HK) 2019 年三季度报点评

跨市场公司简报

#### ◆事件:

公司发布 2019 年三季度报，19Q1-3 实现收入 92.79 亿、归母净利润 17.65 亿元、扣非净利润 17.14 亿元、经营性净现金流 17.73 亿元，分别同比 +34.06%、-8.46%、+36.88%、+93.31%；实现稀释 EPS 1.07 元，业绩超预期。

#### ◆点评:

**19Q3 经调整 Non-IFRS 归母净利润增长 50%，明显提速。**公司 18Q2 到 19Q3 单季收入分别同比+20%、25%、29%、29%、38%、35%，收入增速在持续提速后，19Q3 环比稍有降速，原因在于汇率因素。剔除此因素，预计收入增速环比稳定。归母净利润增速为负原因在于所投资标的公允价值变动损失 1.32 亿元，而去年同期收益 5.90 亿元，剔除此因素，19Q1-3 经调整 Non-IFRS 归母净利润同比增长 38%，相比于 19H1 的 32%，也明显提速，19Q3 增速更是高达 50%，原因在于持股合全比例提高，以及管理费用节省。19Q1-3 毛利率 39.51%，同比下降 1.17 pp，原因在于公司作为平台化 CRO 企业，毛利率较低的临床业务快速增长所致。

**平台化布局协同效果显著。**公司作为临床前 CRO 全球龙头之一，正逐步向后端延伸。具体来看，估计 19Q1-3 临床前 CRO 收入同比保持接近 25% 增长；CMO 收入同比增长超 40%，预计药明提高合全的持股比例后，协同效应将强化，高增长将持续；临床 CRO 收入同比增长超 60%。另外，公司也在积极投资创业期公司，可以理解为融资服务。在研发分散化浪潮下，公司凭借融资服务、CRO、CMO 一站式服务能力，将为有创新需求的药企赋能，助力全球创新浪潮。

**◆盈利预测与投资评级：**作为医药外包平台型龙头，充分受益全球创新浪潮。我们维持公司 19-21 年 EPS 预测为 1.28/1.55/1.99 元，分别同比 -7%/+20%/+29%。A 股现价对应 19-21 年 PE 为 73/61/47 倍，维持“买入”评级；H 股现价对应 19-21 年 PE 为 66/55/43 倍，维持“买入”评级。

**◆风险提示：**企业研发投入不及预期；竞争加剧；新产能利用率不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,765	9,614	12,775	16,544	20,920
营业收入增长率	26.96%	23.80%	32.89%	29.50%	26.45%
净利润 (百万元)	1,227	2,261	2,101	2,531	3,265
净利润增长率	25.86%	84.22%	-7.07%	20.49%	28.99%
EPS (元)	0.75	1.38	1.28	1.55	1.99
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.35%	12.78%	10.83%	11.90%	13.75%
P/E (A 股)	126	68	73	61	47
P/E (H 股)	113	62	66	55	43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 31 日, 汇率取“1 港币=0.8986 人民币”

#### A 股: 买入 (维持)

当前价: 94.07 元

#### H 股: 买入 (维持)

当前价: 94.70 港元

#### 分析师

林小伟 (执业证书编号: S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebscn.com](mailto:linxiaowei@ebscn.com)

宋硕 (执业证书编号: S0930518060001)  
021-52523872  
[songshuo@ebscn.com](mailto:songshuo@ebscn.com)

#### 市场数据

总股本(亿股): 16.38

总市值(亿元): 1540.58

一年最低/最高(元): 50.02/94.07

近 3 月换手率: 35.63%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.20	41.19	33.96
绝对	8.08	41.62	58.92

资料来源: Wind

#### 相关研报

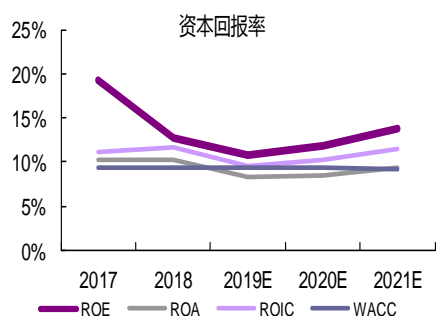
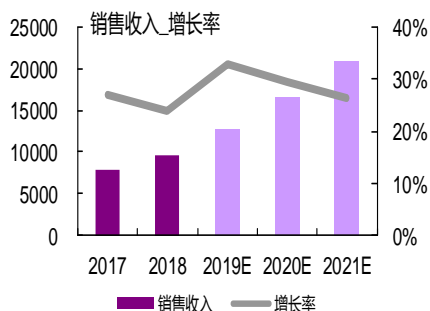
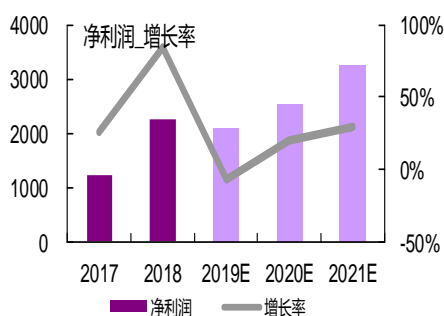
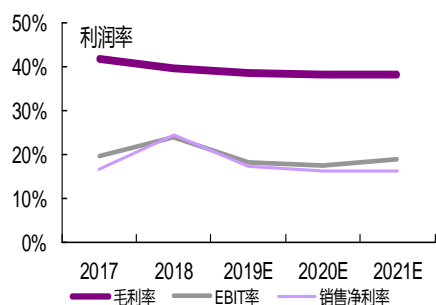
临床前业务延伸价值凸显, 平台型 CRO 龙头稳健发展——药明康德 (603259.SH、2359.HK) 2019 年中报点评

..... 2019-08-20

平台型 CRO 巨头优势尽显, 充分受益全球创新浪潮——药明康德 (603259.SH、2359.HK) 2019 年一季报点评

..... 2019-05-01

一体化赋能平台, 助力全球医药创新浪潮——药明康德 (603259.SH、2359.HK)



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,765	9,614	12,775	16,544	20,920
营业成本	4,517	5,821	7,869	10,221	12,961
折旧和摊销	478	650	234	262	285
营业税费	26	29	34	44	56
销售费用	292	338	445	570	713
管理费用	1,269	1,131	2,057	2,718	3,178
财务费用	184	56	-3	68	183
公允价值变动损益	1	606	0	0	0
投资收益	40	80	250	330	340
营业利润	1,461	2,585	2,593	3,162	4,121
利润总额	1,593	2,581	2,589	3,156	4,114
少数股东损益	70	73	100	120	150
归属母公司净利润	1,227	2,261	2,101	2,531	3,265

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	12,580	22,667	26,554	30,945	36,199
流动资产	5,467	11,807	15,364	19,805	25,034
货币资金	2,472	5,761	10,220	13,235	16,736
交易型金融资产	15	2,125	0	0	0
应收帐款	1,597	1,995	2,716	3,451	4,384
应收票据	0	3	5	4	7
其他应收款	26	88	91	108	159
存货	727	952	1,242	1,659	2,098
可供出售投资	683	0	227	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	383	656	656	656	656
固定资产	2,834	3,491	3,808	4,029	4,177
无形资产	426	626	591	531	533
总负债	5,842	4,502	6,577	8,978	11,612
无息负债	4,207	4,132	4,806	6,240	6,724
有息负债	1,635	370	1,771	2,738	4,889
股东权益	6,738	18,165	19,976	21,967	24,587
股本	938	1,165	1,638	1,638	1,638
公积金	3,050	12,065	11,802	12,055	12,323
未分配利润	2,216	4,688	5,903	7,521	9,722
少数股东权益	396	477	577	697	847

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,794	1,640	2,846	2,626	2,198
净利润	1,227	2,261	2,101	2,531	3,265
折旧摊销	478	650	234	262	285
净营运资金增加	1,628	2,297	3,062	3,120	4,876
其他	-1,540	-3,567	-2,551	-3,287	-6,228
投资活动产生现金流	-1,124	-5,277	504	37	0
净资本支出	-1,358	-2,239	-310	-320	-340
长期投资变化	383	656	0	0	0
其他资产变化	-150	-3,693	814	357	340
融资活动现金流	-674	6,984	1,109	352	1,303
股本变化	0	227	473	0	0
债务净变化	1,146	-1,265	1,401	967	2,150
无息负债变化	168	-75	674	1,433	484
净现金流	-41	3,292	4,460	3,015	3,501

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	26.96%	23.80%	32.89%	29.50%	26.45%
净利润增长率	25.86%	84.22%	-7.07%	20.49%	28.99%
EBITDA 增长率	24.25%	47.24%	-12.52%	22.81%	34.39%
EBIT 增长率	25.80%	50.79%	2.04%	23.92%	36.70%
<b>估值指标</b>					
PE	126	68	73	61	47
PB	24	9	8	7	6
EV/EBITDA	47	37	61	50	38
EV/EBIT	61	48	67	54	40
EV/NOPLAT	75	53	78	65	49
EV/Sales	12	11	12	10	8
EV/IC	8	6	8	7	6
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	41.83%	39.45%	38.40%	38.22%	38.05%
EBITDA 率	25.74%	30.61%	20.15%	19.11%	20.31%
EBIT 率	19.59%	23.86%	18.32%	17.53%	18.95%
税前净利润率	20.51%	26.85%	20.27%	19.08%	19.67%
税后净利润率 (归属母公司)	15.80%	23.51%	16.44%	15.30%	15.61%
ROA	10.31%	10.30%	8.29%	8.57%	9.43%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.35%	12.78%	10.83%	11.90%	13.75%
经营性 ROIC	11.23%	11.73%	9.59%	10.27%	11.55%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.18	3.14	2.62	2.43	2.35
速动比率	1.03	2.89	2.41	2.23	2.15
归属母公司权益/有息债务	3.88	47.83	10.95	7.77	4.86
有形资产/有息债务	6.34	53.02	13.99	10.68	7.05
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.75	1.38	1.28	1.55	1.99
每股红利	0.00	0.41	0.40	0.49	0.63
每股经营现金流	1.09	1.00	1.74	1.60	1.34
每股自由现金流(FCFF)	-0.69	-1.10	-0.68	-0.40	-0.97
每股净资产	3.87	10.80	11.84	12.98	14.49
每股销售收入	4.74	5.87	7.80	10.10	12.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼