

药明康德 (603259 CH)

买入	持有	卖出
目标价: RMB101.75	当前股价: RMB85.52	
52周最高价	RMB90.92	
52周最低价	RMB50.02	
企业价值 (百万)	RMB132,756	
市值 (百万)	RMB138,500	
当前发行数量 (百万股)	1,638	
日均成交量 (百万股)	7.1	
按 2019 年 10 月 30 日收市数据		
资料来源: Wind		

三季度超预期，目标价上调至 101.75 元

- 药明康德 2019 年前三季度实现营收 92.8 亿元，同比增长 34.1%；扣非后归母净利润为 17.7 亿元，同比增长 36.9%。
- 维持买入评级，目标价由 88.90 元调高至 101.75 元。
- 看好公司在临床 CRO 业务的拓展。

三季报超预期：药明康德 2019 年前三季度实现营收 92.8 亿元，同比增长 34.1%；归母净利润 17.7 亿元，同比下降 8.5%；扣非后归母净利润为 17.1 亿元，同比增长 36.9%。2019 年第三季度，药明康德实现营收 33.8 亿元，同比增长 34.8%；扣非后归母净利润 7.2 亿元，同比增长 69.6%。公司前三季度净利润同比下降归因于公允价值变动（2019 年前三季度为 4500 万元损失，而 2018 年前三季度为 6.69 亿元收益）。2019 年前三季度公司毛利率为 39.5%，同比减少了 1.2 个百分点，扣非后归母净利率为 18.5%，同比增加 0.4 个百分点。

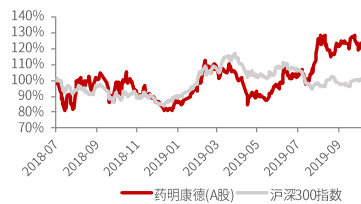
药品研发和商业化链条全覆盖，看好公司临床 CRO 业务拓展：药明康德是全球临床 CRO 领导者。通过从“跟随项目”向“跟随分子”战略的转变，该公司逐渐将业务扩展到药物研发和商业化的后期阶段。此外公司实施“长尾”策略，大力发展小型生物技术公司客户，以期从今后小型生物技术公司为行业创新主力中受益。我们看好公司未来长尾客户增加及临床 CRO 业务拓展。

长期业绩催化剂：我们认为公司的长期业绩催化剂包括：1) 里程碑和销售分成支付体系：通过这种结构，该公司可以在药品进入研究性新药 (IND) 阶段时获得里程碑付款，并在药物商业化时获得销售分成；2) 市场份额增长：CRO 市场高度分散，药明康德可以通过获取更多的客户、拓展临床 CRO 业务等获得更多的市场份额；3) 新业务拓展，包括医疗器械测试、细胞/基因治疗开发和制造等。

估值：我们维持之前的盈利预测，2019E/20E/21E 的收入为 120.4 亿元/151.4 亿元/190.9 亿元（2019E-21E 年营收 CAGR 为 27.4%，毛利 CAGR 为 31.0%）。鉴于公司临床业务扩张的长期增长潜力，我们将永续增长率从 3% 提高到 4.5%。我们基于 DCF 的目标价为 101.75 元（之前是 88.90 元），对应 71x 的 2019E P/E。

风险提示：CRO 行业增长低于预期；CMO/CDMO 利用低于预期；专业限制；外汇风险。

股价表现



资料来源: Wind

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: bingzhao@huajingsec.com

徐浩瀚, 研究助理

证书编号: S1680119070004

电话: +86 21 6015 6853

电邮地址: hhxu@huajingsec.com

财务数据摘要

摘要 (人民币百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	9,614	12,042	15,141	19,091
同比增长 (%)	23.8%	27.8%	27.5%	27.5%
归母净利润	2,261	2,346	2,871	3,541
同比增长 (%)	84.2%	3.8%	22.3%	23.4%
EPS	1.94	1.43	1.75	2.16
PE	45x	61x	50x	40x

资料来源: Wind、华菁证券预测

估值与盈利预测

我们维持之前的盈利预测，2019E/20E/21E 的收入为 120.4 亿元/151.4 亿元/190.9 亿元（2019E-21E 年营收 CAGR 为 27.4%，毛利 CAGR 为 31.0%）。在我们的 DCF 预测中，第一阶段为 2019 年至 2028 年，第二阶段为 2029 年（永续增长率为 4.5%）。我们的 WACC 假设包括：3.2% 的无风险利率、7.0% 的股权风险溢价、1.20 的贝塔系数、4.7% 的债务成本、25% 的边际税率、1.3% 的债务/总资本比率，得出 11.5% 的 WACC。我们根据 DCF 的估值得出的目标价格为 101.75 元。

图表 1：DCF 估值

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
税前利润	2,581	2,679	3,277	4,043	5,542	7,558	10,016	12,571	15,267	18,202	20,452
财务费用	56	-8	-3	-0	-3	-13	-29	-51	-80	-115	-157
EBIT	2,637	2,671	3,274	4,043	5,538	7,545	9,986	12,519	15,187	18,087	20,296
EBIT*(1-t)	2,390	2,415	2,960	3,656	5,008	6,821	9,027	11,316	13,725	16,344	18,337
固定资产折旧	501	610	783	986	1,161	1,280	1,353	1,407	1,451	1,492	1,532
无形资产摊销	149	250	326	408	457	461	436	403	370	340	315
营运资本变动	-835	310	294	475	216	278	66	140	132	114	130
资本开支	-2,249	-2,558	-3,000	-2,000	-1,000	-500	-500	-500	-500	-500	-500
自由现金流	-44	1,026	1,363	3,525	5,841	8,340	10,383	12,765	15,178	17,791	19,813
贴现因子		-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
自由现金流现值		1,026	1,223	2,837	4,216	5,400	6,030	6,651	7,094	7,459	7,452

估值简介	as of 2019 YE
自由现金流现值 (2019-28E)	49,389
永续现金流现值	111,587
企业价值	160,976
(-) 净负债	-6,169
(-) 少数股东权益	477
股权价值	166,668
总股本 (百万)	1,638
目标价 (元)	RMB101.75
A 股现价 (2019/10/30)	RMB85.52
上行/(下行)空间 %	19%

WACC 计算	
无风险利率	3.2%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.20
权益成本	11.6%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	1.3%
WACC	11.5%

永续增长率	4.5%
港币/人民币 汇率	0.89

	目标价 (元) 敏感性分析对应永续增长率 和 WACC				
	9.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%
2.5%	115.65	98.64	85.56	75.23	66.88
3.5%	129.70	108.43	92.64	80.50	70.89
4.5%	149.40	121.49	101.75	87.09	75.80
5.5%	178.99	139.80	113.90	95.57	81.94
6.5%	228.46	167.32	130.94	106.88	89.84

资料来源: 万得、华菁证券预测

风险提示：

- 1) **CRO 行业增长低于预期**：如果 IND 申请放缓或大型制药公司选择内部开展研发，CRO 行业增长可能低于预期。
- 2) **CMO/CDMO 利用率低于预期**：公司正在建设 CMO/CDMO 设施以扩大业务，低于预期的利用率可能会损害公司的盈利能力。
- 3) **专业限制**：拥有经验丰富的专业人员是 CRO 提供高质量成果和支持新合同实施的最重要资产之一。此外，关键员工掌握高级知识，失去经验丰富的员工可能会损害公司的业绩。
- 4) **外汇风险**：公司大部分收入以美元计，而成本以人民币计。不利的外汇变动可能会对公司的财务表现产生负面影响。

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（赵冰）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华菁证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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，华菁证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为标普 500 指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为标普 500 指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。