

2020年08月14日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

逆势增长凸显核心优势，全面布局未来可期 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,872	16,837	21,854	28,738
同比（%）	33.9%	30.8%	29.8%	31.5%
归母净利润（百万元）	1,855	2,830	3,621	4,497
同比（%）	-18.1%	52.6%	31.5%	20.8%
每股收益（元/股）	0.78	1.19	1.52	1.89
P/E（倍）	137.47	90.09	70.40	56.69

投资要点

- **事件：**2020年上半年公司实现营业收入72.31亿元，同比增长22.68%；实现归母净利润17.17亿元，同比增长62.49%；扣非归母净利润11.31亿元，同比增长13.91%；经调整 Non-IFRS 净利润15.19亿元，同比增长28.85%；经营性现金流净额14.36亿元，同比增长46.47%。
- **核心优势持续发力，中国区业务快速复苏。**疫情影响下，公司Q1业务受到一定影响，Q2单季度营业收入和归母净利润分别同比增长29.41%和110.97%，较Q1加速。**分业务板块看**，上半年，1)公司中国区实验室服务收入37.80亿元，同比增长26.47%。受益临床前CRO核心业务优势及细胞和基因治疗产品CDMO服务的丰富经验，公司新客户数量与在手订单均不断增长；2)CDMO/CMO收入21.62亿元，同比增长25.83%。旗下合全药业充分发挥工艺开发技术优势，不断为公司带来新的临床后期及商业化阶段项目并扩大产能；3)美国区实验室服务受疫情影响，收入7.82亿元，同比增长放缓至10.12%，但公司抓住机遇，获得异体细胞疗法生产项目，并在医疗器械检测服务收入上取得突破，预计未来板块收入将迅速恢复；4)临床研究及其他CRO服务收入5.00亿元，同比增长5.92%，Q2疫情得到控制后，预计板块收入将提速。
- **逆势扩张彰显龙头实力，未来业绩可期。**上半年，公司各业务板块毛利率均有下降，综合毛利率36.90%同比降低1.88个百分点，主要系Q1疫情影响及公司加大对关键人才激励。费用率方面，销售费用率3.80%，同比小幅增加0.26个百分点；管理费用率11.27%，同比减少4个百分点，主要系股权激励计划费用分摊等影响；研发费用率4.61%，同比增加0.48个百分点，主要系公司加大对DNA编码化合物库、药物发现平台等研发投入所致。公司逆势扩张导致利润短期承压，但上半年净利率23.89%，同比增长5.14个百分点，主要系公司持有的JW Cayman股份转为以公允价值计量且其变动计入当期损益所确认的投资收益3.5亿元。未来公司更多项目进入收获期，业绩有望加速兑现。
- **一体化布局持续升级，规模效应+海外转移释放增长空间。**公司“一体化、端到端”研发平台的优势逐步加强。在CRO传统优势基础上，公司于7月29日发布定增计划，扩大CDMO/CMO产能建设，满足快速业务增长需求。规模效应下，公司有望充分享受全球CXO产业向中国转移的红利。受益疫情推动，中国区海外订单有望持续增加，释放增长空间。
- **盈利预测与投资评级：**预计2020-2022年归母净利润分别为28.30亿、36.21亿和44.97亿元，相应2020-2022年EPS分别为1.19元、1.52元和1.89元，对应PE估值分别为90倍、70倍、57倍。考虑到公司是CXO龙头企业，未来三年复合增速高达31%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**创新研发收益低于预期；汇兑损益风险；投资收益低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	107.13
一年最低/最高价	46.99/118.45
市净率(倍)	13.76
流通 A 股市值(百万元)	151389.65

基础数据

每股净资产(元)	7.79
资产负债率(%)	39.59
总股本(百万股)	2379.78
流通 A 股(百万股)	1413.14

相关研究

- 1、《药明康德 (603259)：经调整 Non-IFRS 归母净利润增长 38.2%，超市场预期，主业业绩增长表现强劲》2020-03-25
- 2、《药明康德 (603259)：创新药产业蓬勃发展，CRO 龙头腾飞在即》2019-11-21

药明康德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,663	13,438	16,574	21,024	营业收入	12,872	16,837	21,854	28,738
现金	5,227	4,924	6,026	8,026	减:营业成本	7,858	10,355	13,113	17,243
应收账款	2,961	3,730	4,805	6,345	营业税金及附加	28	37	48	63
存货	1,742	1,809	2,688	3,225	营业费用	439	574	745	979
其他流动资产	2,732	2,975	3,054	3,427	管理费用	2,073	2,829	3,519	4,943
非流动资产	16,576	18,153	20,225	22,845	财务费用	24	176	169	341
长期股权投资	794	983	1,180	1,377	资产减值损失	-1	51	33	50
固定资产	4,693	5,968	7,431	9,335	加:投资净收益	48	414	84	85
在建工程	2,092	2,202	2,400	2,780	其他收益	146	126	129	131
无形资产	918	1,016	1,108	1,193	营业利润	2,341	3,438	4,548	5,467
其他非流动资产	8,080	7,984	8,106	8,161	加:营业外净收支	-4	28	9	29
资产总计	29,239	31,591	36,799	43,869	利润总额	2,337	3,466	4,557	5,496
流动负债	6,634	7,053	9,485	13,035	减:所得税费用	426	549	719	860
短期借款	1,604	1,062	2,530	4,517	少数股东损益	57	88	216	139
应付账款	592	808	940	1,329	归属母公司净利润	1,855	2,830	3,621	4,497
其他流动负债	4,438	5,183	6,014	7,189	EBIT	2,451	3,474	4,567	5,550
非流动负债	5,195	4,699	4,274	3,858	EBITDA	3,265	4,422	5,824	7,190
长期借款	2,637	2,187	1,752	1,333					
其他非流动负债	2,558	2,512	2,522	2,525	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	11,829	11,752	13,758	16,893	每股收益(元)	0.78	1.19	1.52	1.89
少数股东权益	97	185	401	541	每股净资产(元)	7.27	8.23	9.48	11.08
归属母公司股东权益	17,312	19,654	22,640	26,435	发行在外股份(百万股)	1651	2380	2380	2380
负债和股东权益	29,239	31,591	36,799	43,869	ROIC(%)	17.7%	22.8%	25.0%	25.4%
					ROE(%)	11.0%	14.8%	16.7%	17.2%
					毛利率(%)	39.0%	38.5%	40.0%	40.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	14.4%	16.8%	16.6%	15.6%
经营活动现金流	2,916	3,321	4,119	5,633	资产负债率(%)	40.5%	37.2%	37.4%	38.5%
投资活动现金流	-4,975	-2,212	-3,274	-4,194	收入增长率(%)	33.9%	30.8%	29.8%	31.5%
筹资活动现金流	1,558	-1,412	-1,188	-1,347	净利润增长率(%)	-18.1%	52.6%	31.5%	20.8%
现金净增加额	-534	-303	-343	92	P/E	137.47	90.09	70.40	56.69
折旧和摊销	814	947	1,257	1,640	P/B	14.73	13.02	11.30	9.67
资本开支	2,532	1,524	1,853	2,411	EV/EBITDA	78.11	57.56	43.71	35.35
营运资本变动	-497	-179	-952	-766					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

