

药明康德(603259)

超预期，看好2021年高增长延续、天花板提升

——药明康德2020年业绩预告点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：联系人：孙建、郭双喜  
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

我们认为公司2020年主业利润端同比增速超预期，Non-IFRS归母净利润连续四个季度环比持续提高，我们坚持认为公司CDMO业务边际景气加速甚至超预期，基因细胞治疗等业务提升业务发展天花板，我们维持“买入”评级。

投资要点

□ 超预期，连续四个季度主业利润环比持续提升

**2020年业绩预告：**公司预计2020年归母净利润、扣非后归母净利润和Non-IFRS归母净利润分别为27.82-29.67亿（YOY 50%-60%）、22.97-23.94亿（YOY 20%-25%）和34.90-36.11亿（YOY 45%-50%），其中2020Q4归母净利润、扣非后归母净利润和Non-IFRS归母净利润分别为4.14-5.99亿、6.43-7.39亿和10.14-11.35亿（YOY 79.79%-101.24%），其中公司2020年实现非经常性损益金额约为4.85-5.74亿。

**2020Q4主业延续强劲增长：**公司2020Q4 Non-IFRS净利润为10.14-11.35亿，相比2020Q1-Q3（分别为5.76、9.42和9.58亿）持续创新高，显示公司主营业务持续保持强劲增长，这也验证了我们2020年12月30日发布的《药明康德深度报告：CDMO加速增长下，医药CXO龙头长牛天花板打开》中关于公司业绩加速的逻辑。

□ 2021年：看好高增长延续、天花板持续提升

**业务拆分：应该更乐观看CDMO业务的景气加速趋势。**此次公告显示，2020年下半年收入同比增长30%+，考虑2020Q3的表现，我们估计2020Q4收入增长25-30%左右，基本延续了2020Q2以来的快速增长趋势，我们认为2020Q4公司小分子CDMO业务和中国区实验室服务仍然受益于海外疫情带来的订单转移以及公司小分子CDMO业务漏斗效应持续兑现带来收入端高增长。而临床及其他CRO服务业务也受益于国内疫情控制有望在2020Q4环比2020Q3持续改善。考虑到美国疫情一直未得到有效控制我们预计公司美国区实验室服务2020Q4仍然可能对业绩带来拖累。

**这个位置怎么看？CDMO加速提EPS，基因细胞治疗、CDMO新产能、技术平台提估值。**考虑中国区实验室2020Q1的低基数、Q2逐步恢复的趋势、CDMO加速增长的趋势判断，我们估计2021年Q1-Q3有望延续加速增长的趋势。正如我们深度报告《药明康德深度报告：CDMO加速增长下，医药CXO龙头长牛天花板打开》中所分析：基于公司服务经验、订单和产能基础分析，我们认为公司CMO/CDMO收入加速趋势有望持续奠定2021-2022年整体业绩持续超预期的基础。中国区实验室服务的高增长也验证了公司在全球产业链中较强的话语权和硬实力，后续仍有望通过持续提升市占率带来业绩高增长。

□ 盈利预测及估值

我们预计2020-2022年公司EPS为1.18、1.52、2.05元/股，2021年1月21日收盘价对应2020年PE为136倍，维持“买入”评级。

评级

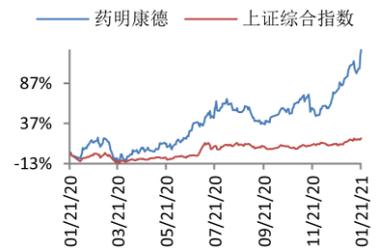
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥160.00

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.27  
2Q/2020 0.62  
1Q/2020 0.18  
4Q/2019 0.06



公司简介

相关报告

- 1 《【浙商医药】药明康德深度报告：CDMO加速增长下，医药CXO龙头长牛天花板打开》2020.12.27
- 2 《药明康德2020 三季度业绩点评：Q3业绩再加速，再次强调 CDMO 赛道景气加速趋势》2020.10.31
- 3 《药明康德 2020 中报业绩点评：2020Q2 收入端回归正常，长期看好α属性业务弹性》2020.08.14

报告撰写人：郭双喜  
联系人：郭双喜

**□ 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。

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	12872.21	16552.92	22160.02	29232.97
(+/-)	33.89%	28.59%	33.87%	31.92%
净利润	1854.55	2871.43	3719.29	5004.26
(+/-)	-17.96%	54.83%	29.53%	34.55%
每股收益(元)	0.76	1.18	1.52	2.05
P/E	210.68	136.07	105.05	78.08

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	12663.03	20659.26	21874.33	24644.52	<b>营业收入</b>	12872.21	16552.92	22160.02	29232.97
现金	5227.24	10487.03	8814.23	8952.08	营业成本	7858.30	10227.51	13492.19	17633.58
交易性金融资产	1701.64	3022.00	3022.00	3022.00	营业税金及附加	28.16	36.21	48.47	63.94
应收账款	2961.28	3499.73	5285.73	6383.93	营业费用	438.54	576.04	771.17	1017.31
其它应收款	25.66	56.85	41.25	49.05	管理费用	1482.35	1903.59	2493.00	3215.63
预付账款	92.16	128.74	164.03	218.17	研发费用	590.39	761.43	1021.58	1350.56
存货	1742.49	2609.65	3665.79	5151.00	财务费用	23.96	166.51	128.42	136.42
其他	912.57	855.26	881.30	868.28	资产减值损失	44.60	105.01	93.84	131.55
<b>非流动资产</b>	16576.10	20919.56	25297.84	29775.96	公允价值变动损益	(259.26)	200.00	200.00	200.00
金额资产类	0.00	3000.00	6000.00	9000.00	投资净收益	47.55	350.00	55.57	59.58
长期投资	793.51	950.00	1100.00	1250.00	其他经营收益	146.72	200.50	200.50	200.50
固定资产	4332.72	5379.18	6309.46	7191.92	<b>营业利润</b>	2340.92	3527.13	4567.43	6144.06
无形资产	918.04	1073.78	1238.45	1379.86	营业外收支	(3.96)	(3.96)	(3.96)	(3.96)
在建工程	2091.67	1861.11	1840.74	1960.49	<b>利润总额</b>	2336.97	3523.17	4563.47	6140.10
其他	8440.17	8655.49	8809.18	8993.69	所得税	425.56	563.71	730.16	982.42
<b>资产总计</b>	29239.13	41578.82	47172.18	54420.48	<b>净利润</b>	1911.41	2959.46	3833.32	5157.69
<b>流动负债</b>	6634.39	8052.65	9812.69	11903.30	少数股东损益	56.86	88.03	114.03	153.43
短期借款	1604.26	2000.00	2200.00	2400.00	<b>归属母公司净利润</b>	1854.55	2871.43	3719.29	5004.26
应付款项	592.19	770.73	1016.75	1328.84	<b>EBITDA</b>	3245.19	4577.75	5749.80	7454.03
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.76	1.18	1.52	2.05
其他	4437.94	5281.92	6595.94	8174.47	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	5195.04	5195.04	5195.04	5195.04		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	762.40	762.40	762.40	762.40	<b>成长能力</b>				
其他	4432.64	4432.64	4432.64	4432.64	营业收入	33.89%	28.59%	33.87%	31.92%
<b>负债合计</b>	11829.42	13247.69	15007.73	17098.34	营业利润	-9.43%	50.67%	29.49%	34.52%
少数股东权益	97.45	185.49	299.52	452.94	归属母公司净利润	-17.96%	54.83%	29.53%	34.55%
归属母公司股东权益	17312.26	28145.64	31864.93	36869.20	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	29239.13	41578.82	47172.18	54420.48	毛利率	38.95%	38.21%	39.11%	39.68%
					净利率	14.85%	17.88%	17.30%	17.64%
					ROE	10.43%	12.56%	12.30%	14.40%
					ROIC	9.16%	9.28%	10.69%	12.54%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	40.46%	31.86%	31.81%	31.42%
<b>经营活动现金流</b>	2916.03	6099.94	6482.54	8485.80	净负债比率	22.95%	23.48%	22.06%	20.53%
净利润	1911.41	2959.46	3833.32	5157.69	流动比率	1.91	2.57	2.23	2.07
折旧摊销	813.56	938.08	1057.91	1177.50	速动比率	1.65	2.24	1.86	1.64
财务费用	23.96	166.51	128.42	136.42	<b>营运能力</b>				
投资损失	(47.55)	(350.00)	(55.57)	(59.58)	总资产周转率	0.50	0.47	0.50	0.58
营运资金变动	479.12	563.37	(165.54)	811.95	应收帐款周转率	5.22	5.22	5.22	5.22
其它	(264.46)	1822.52	1684.00	1261.82	应付帐款周转率	16.50	15.51	15.60	15.54
<b>投资活动现金流</b>	(4974.80)	(9031.35)	(8226.93)	(8411.53)	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	(1766.48)	(1541.54)	(1741.54)	(1941.54)	每股收益	0.76	1.18	1.52	2.05
长期投资	(137.95)	(3156.49)	(3150.00)	(3150.00)	每股经营现金	1.19	2.50	2.65	3.47
其他	(3070.37)	(4333.31)	(3335.38)	(3319.98)	每股净资产	10.49	11.53	13.05	15.10
<b>筹资活动现金流</b>	1557.86	10394.20	1071.58	1563.58	<b>估值比率</b>				
短期借款	1484.26	395.74	200.00	200.00	P/E	210.68	136.07	105.05	78.08
长期借款	747.40	0.00	0.00	0.00	P/B	15.26	13.88	12.26	10.60
其他	(673.80)	9998.46	871.58	1363.58	EV/EBITDA	45.83	83.49	66.82	51.57
<b>现金净增加额</b>	(500.91)	7462.79	(672.81)	1637.85					

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>