

大象起舞，超出预期

——药明康德（603259.SH）2020年业绩预增公告点评

要点

事件：公司发布业绩预增公告，2020年实现归母净利润27.82-29.67亿元（+50%-60% YOY），实现经调整Non-IFRS归母净利润34.91-36.11亿元（+45%-50% YOY），业绩超出市场预期。

2020全年业绩超出市场预期，龙头地位稳固。公司经调整Non-IFRS归母净利润34.91-36.11亿元，区间中值为35.51亿元（+47.5% YOY），超出市场预期，主要得益于：1) 中国区实验室和CDMO业务自20Q2全面恢复正常运营。下半年海外客户订单增长较快以及公司产能利用率和经营效率不断提升，20H2营收实现强劲增长（涨幅超过30%）；2) 非经常损益影响，包括公司所投资的已上市公司标的及非上市公司股权的市场价值上涨（影响17.94亿元）和非现金账面公允价值损失（影响13.49亿元）。我们认为公司的一站式CRO服务平台顺应了当前新药研发的需求，在当前行业高景气背景下，其业绩有望继续保持快速增长，龙头地位稳固。

疫情危中有机，一体化龙头有望再上台阶。全球疫情持续扩散，市场担忧影响公司海外客户订单。另外，疫情可能对全球经济造成冲击，继而影响全球一级市场Biotech融资。我们认为，不必悲观：1) 研发外包率提升；2) 海外疫情扩散可能影响外资CRO业务开展，国内CRO有望借此进一步扩大全球市场份额。在08年，药明康德就是借机快速整合行业，业绩反而快速增长，迅速成为内资中的医药外包龙头。截止2020Q3，公司在手现金和交易性金融资产合计约165亿元（+130% YOY），公司后续的行业整合值得期待。3) 国内需求增加；4) 行业长期趋势不变。

盈利预测、估值与评级：考虑到2020年全年超出市场预期，海外订单加速转移可能对21、22年业绩带来持续正向贡献，我们略上调公司20年EPS预测为1.21元（原值为1.17元），维持21-22年EPS预测为1.61/2.07元，分别同比增长56%/33%/29%。A股对应20-22年PE为132/99/77倍，维持‘买入’评级；H股对应20-22年PE为125/94/73倍，维持‘买入’评级。

风险提示：疫情持续风险；药企研发投入不及预期；竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,614	12,872	16,365	21,199	27,206
营业收入增长率	23.80%	33.89%	27.14%	29.53%	28.34%
净利润（百万元）	2,261	1,855	2,889	3,829	4,923
净利润增长率	84.22%	-17.96%	55.76%	32.57%	28.57%
EPS（元）	1.94	1.12	1.21	1.61	2.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.78%	10.71%	14.70%	16.96%	18.70%
P/E（A股）	82	142	132	99	77
P/E（H股）	78	135	125	94	73

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-21

A股：买入（维持）

当前价：160.00元

H股：买入（维持）

当前价：181.70港元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

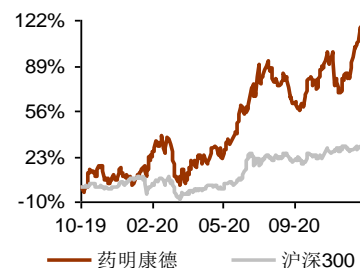
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	24.42
总市值(亿元)	3906.69
一年最低/最高(元)	60.82/161.09
近3月换手率	38.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.22	31.19	92.82
绝对	28.31	47.66	127.50

资料来源：Wind

相关研报

20Q3业绩超预期，海外订单转移有望持续兑现——药明康德（603259.SH、2359.HK）2020年三季度报点评（2020-11-01）

20Q2业绩显著提速，一体化龙头产业整合值得期待——药明康德（603259.SH、2359.HK）2020年中报点评（2020-08-16）

20Q2业绩超预期，后续产业整合值得期待——药明康德（603259.SH、2359.HK）2020年上半年业绩快报点评（2020-07-21）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,614	12,872	16,365	21,199	27,206
营业成本	5,821	7,858	10,149	12,869	16,473
折旧和摊销	544	691	645	796	953
税金及附加	29	28	36	46	60
销售费用	338	439	552	729	955
管理费用	1,131	1,482	2,024	2,414	2,920
研发费用	437	590	751	972	1,248
财务费用	56	24	4	5	-67
投资收益	80	48	300	200	100
营业利润	2,585	2,341	3,572	4,733	6,085
利润总额	2,581	2,337	3,567	4,727	6,077
所得税	247	426	606	804	1,033
净利润	2,334	1,911	2,961	3,923	5,044
少数股东损益	73	57	72	94	120
归属母公司净利润	2,261	1,855	2,889	3,829	4,923
EPS(按最新股本计)	1.94	1.12	1.21	1.61	2.07

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,640	2,916	1,760	2,920	4,000
净利润	2,261	1,855	2,889	3,829	4,923
折旧摊销	544	691	645	796	953
净营运资金增加	951	1,541	2,129	2,469	3,071
其他	-2,115	-1,171	-3,903	-4,175	-4,948
投资活动产生现金流	-5,277	-4,975	-4,331	-2,661	-2,273
净资本支出	-2,239	-2,516	-2,300	-2,300	-2,300
长期投资变化	656	794	0	0	0
其他资产变化	-3,693	-3,252	-2,031	-361	27
融资活动现金流	6,984	1,558	2,254	1,191	76
股本变化	227	486	729	0	0
债务净变化	-1,265	4,220	978	-457	-1,973
无息负债变化	-75	3,108	1,930	3,380	4,298
净现金流	3,292	-534	-318	1,450	1,802

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	39.5%	39.0%	38.0%	39.3%	39.4%
EBITDA 率	27.2%	26.7%	21.8%	24.5%	25.0%
EBIT 率	20.4%	20.4%	17.9%	20.8%	21.5%
税前净利润率	26.8%	18.2%	21.8%	22.3%	22.3%
归母净利润率	23.5%	14.4%	17.7%	18.1%	18.1%
ROA	10.3%	6.5%	8.6%	9.7%	10.8%
ROE (摊薄)	12.8%	10.7%	14.7%	17.0%	18.7%
经营性 ROIC	17.1%	15.6%	13.8%	18.8%	22.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	20%	40%	43%	44%	43%
流动比率	3.14	1.91	1.65	2.00	2.80
速动比率	2.89	1.65	1.37	1.65	2.31
归母权益/有息债务	47.83	3.77	3.53	4.42	8.39
有形资产/有息债务	53.02	5.54	5.41	6.94	13.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	22,667	29,239	34,552	40,510	46,702
货币资金	5,761	5,227	4,910	6,360	8,162
交易性金融资产	2,125	1,702	1,500	1,700	1,800
应收帐款	1,995	2,937	3,659	4,691	6,020
应收票据	3	25	31	41	52
其他应收款 (合计)	89	31	33	42	54
存货	952	1,742	2,267	2,875	3,680
其他流动资产	382	491	609	771	973
流动资产合计	11,807	12,663	13,128	16,631	20,936
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	656	794	794	794	794
固定资产	3,491	4,333	5,014	5,694	6,327
在建工程	1,527	2,092	2,619	3,014	3,311
无形资产	626	918	1,264	1,493	1,711
商誉	1,144	1,362	1,362	1,362	1,362
其他非流动资产	47	1,193	2,420	2,420	2,420
非流动资产合计	10,861	16,576	21,424	23,879	25,766
总负债	4,502	11,829	14,738	17,661	19,986
短期借款	120	1,604	2,730	2,212	230
应付账款	379	573	740	939	1,201
应付票据	19	19	25	31	40
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	1	1	1	1
流动负债合计	3,762	6,634	7,935	8,316	7,483
长期借款	15	762	762	762	762
应付债券	0	1,875	1,875	1,875	1,875
其他非流动负债	613	2,327	4,163	6,705	9,864
非流动负债合计	740	5,195	6,803	9,344	12,503
股东权益	18,165	17,410	19,814	22,849	26,716
股本	1,165	1,651	2,380	2,380	2,380
公积金	12,065	10,434	9,994	10,377	10,749
未分配利润	4,688	5,777	7,820	10,378	13,753
归属母公司权益	17,688	17,312	19,644	22,586	26,332
少数股东权益	477	97	170	263	384

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.51%	3.41%	3.37%	3.44%	3.51%
管理费用率	11.76%	11.52%	12.37%	11.39%	10.73%
财务费用率	0.58%	0.19%	0.03%	0.02%	-0.25%
研发费用率	4.54%	4.59%	4.59%	4.59%	4.59%
所得税率	10%	18%	17%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.58	0.34	0.37	0.49	0.64
每股经营现金流	1.41	1.77	0.74	1.23	1.68
每股净资产	15.19	10.49	8.25	9.49	11.06
每股销售收入	8.25	7.80	6.88	8.91	11.43

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	82	142	132	99	77
PB	10.5	15.3	19.4	16.9	14.5
EV/EBITDA	72.6	80.0	107.6	73.8	56.1
股息率	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，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版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



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

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳