

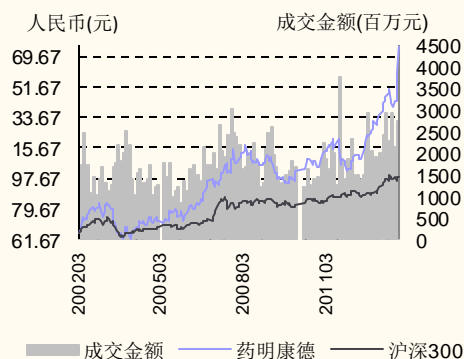
药明康德 (603259.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 176.00 元
目标价格 (人民币): 219.63-219.63 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	24.42
已上市流通 A 股(亿股)	14.13
流通港股(亿股)	3.07
总市值(亿元)	4,297.37
年内股价最高最低(元)	176.00/61.67
沪深 300 指数	5570
上证指数	3607



相关报告

1. 《产能有序扩张, 经营基本面持续向好 - 药明康德公司点评》, 2020.12.2
2. 《投资收益带动利润提升, 主营业务恢复高速增长 - 药明康德公司点评》, 2020.6.16
3. 《BCP 保障业务有序开展, 3 月份恢复强劲增长 - 药明康德一季报点...》, 2020.4.30
4. 《业绩小幅超预期, 一站式赋能平台加速成长 - 药明康德年报点评》, 2020.3.25
5. 《拟认购北海康成股权, 布局罕见病创新平台 - 药明康德公司点评》, 2020.2.24

王班 分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

大象起舞, CXO 龙头平台优势渐显

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,614	12,872	16,566	20,884	26,326
营业收入增长率	23.80%	33.89%	28.69%	26.07%	26.06%
归母净利润(百万元)	2,261	1,855	2,901	3,761	4,756
归母净利润增长率	84.22%	-17.96%	56.41%	29.68%	26.45%
摊薄每股收益(元)	1.941	1.123	1.188	1.541	1.948
每股经营性现金流净额	1.40	1.65	2.44	2.16	2.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.78%	10.71%	14.53%	16.43%	17.73%
P/E	38.57	82.02	134.68	103.86	82.14
P/B	4.93	8.79	19.57	17.06	14.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布业绩预告, 预计 2020 年实现归母净利润 27.82-29.67 亿元, 同比增长 50-60%; 扣非后归母净利润 22.97-23.93 亿元, 同比增长 20-25%; 经调整后 Non-IFRS 归母净利润 34.91-36.11 亿元, 同比增长 45-50%。

点评

- **平台优势逐渐显现, 主营业务实现高成长:** 我们预计①中国区实验室服务, 特别是化学类服务, TOX 等测试服务业务实现高速增长, DDSU 项目稳步推进; ②CDMO 板块, 公司前段 CRO 流量入口价值凸显, follow the molecule 策略优势逐渐明显, 同时还有部分中后期项目转入, 实现高速增长; ③临床板块, 上半年受到新冠疫情影响, 订单执行速度有所降低, 增速与去年同期相比有一定程度下降, 下半年临床业务逐渐改善、恢复, SMO、CDS 在手订单实现较大幅度增长 (50%以上); ④美国区实验室, 受到美国本土新冠疫情影响, 特别是 ATU 相关客户项目临床推进速度有所放缓, 相关 CDMO 收入与 2019 年相比基本持平。
- **转危为机, 赢得 2020, 展现了公司卓越的应急处理和经营管理能力:** 受到新冠疫情影响, 2020 年 2 月份开工率有所下降、武汉药明 2-3 月份处于停工/半停工状态, 公司积极通过业务连续性计划 (BCP) 和经营管理效率的提升, 有效保证了业务的有序开展, 及时、高效、高质量得完成客户新药研发课题; 同时积极争取国内外订单, 实现收入超预期增长 (特别是中国区实验室服务和 CDMO 板块)。
- **公司基本面持续向好, 成长确定性强:** 受益于旺盛的海外医药创新服务需求 (全球产业转移+产业升级) 以及不断崛起的国内医药创新服务需求, 国内 CXO 产业整体保持高景气状态, 药明康德作为综合性龙头公司, 基本面持续向好, 平台优势明显, 未来成长确定性强。中长期看, 公司在临床 CRO、ATU、DDSU 等领域的业务延展尤其值得期待。

投资建议

- 预计 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 1.19/1.54/1.95 元, 对应 PE 分别为 135/104/82, 维持“买入”评级。

风险提示

解禁风险、核心技术人员流失风险、监管风险、IP 保护风险、投资风险、汇率波动风险、原材料涨价风险、安全生产和环保风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	7,765	9,614	12,872	16,566	20,884	26,326	货币资金	2,472	5,761	5,227	7,800	10,000	13,000
增长率		23.8%	33.9%	28.7%	26.1%	26.1%	应收账款	1,623	2,087	2,992	3,284	4,140	5,219
主营业务成本	-4,517	-5,821	-7,858	-10,260	-12,488	-15,686	存货	727	952	1,742	1,687	2,053	2,579
%销售收入	58.2%	60.5%	61.0%	61.9%	59.8%	59.6%	其他流动资产	645	3,007	2,701	2,748	2,868	2,977
毛利	3,248	3,793	5,014	6,306	8,396	10,640	流动资产	5,467	11,807	12,663	15,519	19,061	23,775
%销售收入	41.8%	39.5%	39.0%	38.1%	40.2%	40.4%	%总资产	43.5%	52.1%	43.3%	49.8%	54.8%	60.1%
营业税金及附加	-26	-29	-28	-36	-46	-58	长期投资	1,066	2,735	4,803	5,103	5,103	5,103
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	3,677	5,018	6,785	7,060	7,213	7,348
销售费用	-292	-338	-439	-580	-731	-921	%总资产	29.2%	22.1%	23.2%	22.7%	20.8%	18.6%
%销售收入	3.8%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	1,963	2,810	3,534	3,452	3,377	3,308
管理费用	-1,269	-1,131	-1,482	-1,946	-2,381	-3,001	非流动资产	7,114	10,861	16,576	15,615	15,692	15,758
%销售收入	16.3%	11.8%	11.5%	11.8%	11.4%	11.4%	%总资产	56.5%	47.9%	56.7%	50.2%	45.2%	39.9%
研发费用	0	-437	-590	-838	-1,044	-1,316	资产总计	12,580	22,667	29,239	31,134	34,753	39,534
%销售收入	0.0%	4.5%	4.6%	5.1%	5.0%	5.0%	短期借款	1,335	355	1,952	1,227	1,240	1,082
息税前利润 (EBIT)	1,662	1,859	2,474	2,905	4,194	5,343	应付款项	2,558	1,817	2,638	3,392	3,392	3,531
%销售收入	21.4%	19.3%	19.2%	17.5%	20.1%	20.3%	其他流动负债	726	1,590	2,044	2,405	2,984	3,734
财务费用	-184	-56	-24	15	87	144	流动负债	4,619	3,762	6,634	7,023	7,617	8,347
%销售收入	2.4%	0.6%	0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	长期贷款	300	15	762	1,002	1,002	1,002
资产减值损失	-141	-2	-1	0	0	0	其他长期负债	923	725	4,433	2,980	2,980	2,980
公允价值变动收益	1	606	-259	150	0	0	负债	5,842	4,502	11,829	11,005	11,599	12,329
投资收益	40	80	48	425	250	250	普通股股东权益	6,342	17,688	17,312	19,961	22,897	26,828
%税前利润	2.5%	3.1%	2.0%	12.2%	5.5%	4.4%	其中：股本	938	1,165	1,651	1,651	1,651	1,651
营业利润	1,461	2,585	2,341	3,495	4,531	5,737	未分配利润	2,216	4,688	5,777	7,720	10,656	14,586
营业利润率	18.8%	26.9%	18.2%	21.1%	21.7%	21.8%	少数股东权益	396	477	97	167	257	377
营业外收支	132	-4	-4	0	0	0	负债股东权益合计	12,580	22,667	29,239	31,134	34,753	39,534
税前利润	1,593	2,581	2,337	3,495	4,531	5,737	比率分析						
利润率	20.5%	26.8%	18.2%	21.1%	21.7%	21.8%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-296	-247	-426	-524	-680	-861	每股指标						
所得税率	18.6%	9.6%	18.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.308	1.941	1.123	1.188	1.541	1.948
净利润	1,297	2,334	1,911	2,971	3,851	4,876	每股净资产	6.763	15.186	10.485	8.175	9.378	10.987
少数股东损益	70	73	57	70	90	120	每股经营现金净流	1.903	1.399	1.647	2.438	2.162	2.749
归属于母公司的净利润	1,227	2,261	1,855	2,901	3,761	4,756	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.580	0.500	0.500
净利率	15.8%	23.5%	14.4%	17.5%	18.0%	18.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.35%	12.78%	10.71%	14.53%	16.43%	17.73%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	9.75%	9.97%	6.34%	9.32%	10.82%	12.03%
净利润	1,297	2,334	1,911	2,971	3,851	4,876	投入资本收益率	15.96%	9.01%	9.10%	10.19%	13.07%	14.57%
少数股东损益	70	73	57	70	90	120	增长率						
非现金支出	619	652	815	567	583	593	主营业务收入增长率	26.96%	23.80%	33.89%	28.69%	26.07%	26.06%
非经营收益	-85	-563	317	-444	-153	-156	EBIT增长率	34.03%	11.86%	33.11%	17.40%	44.38%	27.39%
营运资金变动	-46	-793	-323	931	-713	-776	净利润增长率	25.86%	84.22%	-17.96%	56.41%	29.68%	26.45%
经营活动现金净流	1,785	1,630	2,720	4,025	3,569	4,538	总资产增长率	18.79%	80.18%	28.99%	6.48%	11.62%	13.76%
资本开支	-1,358	-2,239	-2,516	433	-660	-660	资产管理能力						
投资	43	-3,142	-2,577	-250	-50	-50	应收账款周转天数	69.8	68.2	69.9	70.0	70.0	70.0
其他	191	105	118	425	250	250	存货周转天数	50.0	52.7	62.6	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-1,124	-5,277	-4,975	608	-460	-460	应付账款周转天数	26.0	22.3	22.1	23.0	23.0	23.0
股权募资	31	9,252	769	706	0	0	固定资产周转天数	133.2	132.5	133.1	107.3	87.8	71.5
债权募资	1,135	-1,518	4,510	-1,708	14	-158	偿债能力						
其他	-1,877	-806	-3,755	-1,058	-923	-920	净负债/股东权益	-12.64%	-41.58%	-13.65%	-27.00%	-32.91%	-39.62%
筹资活动现金净流	-710	6,928	1,524	-2,060	-909	-1,078	EBIT利息保障倍数	9.0	33.1	103.3	-195.3	-48.2	-37.1
现金净流量	-50	3,281	-730	2,573	2,200	3,000	资产负债率	46.44%	19.86%	40.46%	35.35%	33.37%	31.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	10	18	29	56	92
增持	0	2	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.19	1.16	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

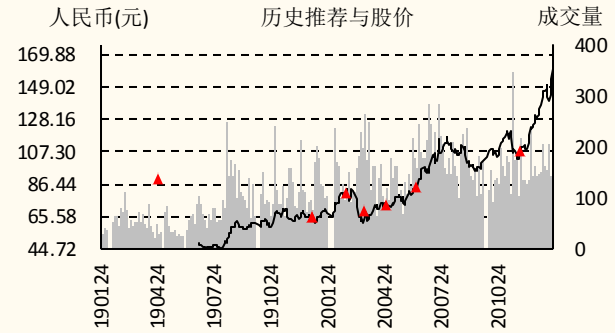
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-30	买入	89.99	N/A
2	2019-12-31	买入	90.99	N/A
3	2020-01-02	买入	92.12	N/A
4	2020-02-24	买入	112.71	N/A
5	2020-03-25	买入	91.85	N/A
6	2020-04-30	买入	102.53	130.00~130.00
7	2020-06-16	买入	82.55	100.00~100.00
8	2020-12-02	买入	108.48	159.63~159.63

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402