

药明康德(603259)

点评报告

行业公司研究—医疗服务II行业—

证券研究报告

CDMO 布局新动向，海外产能收购

——药明康德事件点评

✍️：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

基于目前海外高端的 API 和制剂 CDMO 产能向国内转移速度相对较慢（相对于中间体）情况来看，公司布局海外高端 CDMO 产能的布局有望加快切入全球 API 和制剂供应链体系，打造更强的竞争力，我们维持“买入”评级。

投资要点

□ 高端小分子 CDMO 产能全球布局，持续提升竞争力

2021年2月2日公司官网公布：合全药业将收购百时美施贵宝位于瑞士库威（Couvet）的生产基地。该基地拥有先进的生产能力，能够大规模商业化生产胶囊和片剂。在获得监管机构批准并满足惯例成交条件后，该交易预计于2021Q2完成。（链接：<http://r6d.cn/abDvw>）

公司大部分 CDMO 产能在国内，美国也有布局：公司目前已经在上海外高桥（API 研发+制剂研发与生产）、上海金山（API+中间体生产）、江苏常州（原料药、多肽、寡核苷酸研发与生产）、江苏无锡（制剂商业化生产）和美国圣地亚哥（原料药研发与生产、制剂生产）建立了多个研发和生产基地。收购完成后，库威工厂将成为合全药业在欧洲的首个生产基地，进一步拓展其平台能力与规模。而参考跨国 CDMO 企业产能全球化布局（如 Lonza 和 Catalent 等），本土 CDMO 企业在 API 和制剂领域加快布局有望加速切入海外药企供应链体系内。但是，基于目前海外高端的 API 和制剂 CDMO 产能向国内转移速度相对较慢（相对于中间体）情况来看，海外高端 CDMO 产能的布局有望加快本土 CDMO 切入全球 API 和制剂供应链体系，打造更强的竞争力。

□ 合全药业 CDMO 质量体系建设本土最佳，持续打造领先优势

合全药业在 2013 年就已通过伊布替尼 CDMO 服务成功切入到海外药企的 API 供应链体系，成为中国第一个通过美国 FDA 现场核查的小分子新药 CMC 研发和生产平台。公司也是中国第一家同时获得美国、中国、欧盟、日本、加拿大、瑞士、澳大利亚和新西兰药监部门批准的创新药原料药（API）商业化供应商。而此次收购 BMS 瑞士库威（Couvet）生产基地，有望进一步强化公司在欧洲地区布局，鉴于库威生产基地在质量、安全性和生产效率等方面均达到世界一流水平，也就意味着能够更高效的为欧洲和全球客户提供制剂 CDMO 服务。公司已经通过布局欧美 CDMO 高端产能，持续打造在 CDMO 领域的领先优势，看好公司小分子 CDMO 业务龙头地位和全球竞争力持续提升。

□ 看好 2021 年业绩加速和小分子 CDMO 业务高增长

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。我们认为小分子 CDMO 业务有望加速主要基于：1）公司小分子 CDMO 业务中漏斗效应初步显现，公司商业化订单数量持续增长（2020H1 在执行的有 26 个，2019 年底有 21 个）带来高增长；2）我们预计此次欧洲制剂产能完成收购后，有望在未来 1-2 年逐步贡献弹性，从而促进小分子 CDMO 业务中制剂收入占比持续提升。

评级

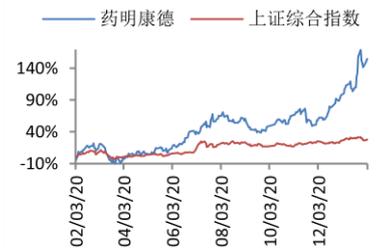
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥174.00

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

公司是全球领先的制药以及医疗器械研发开放式能力和技术平台企业。

相关报告

- 1 《【浙商医药】药明康德 2020 年业绩预告点评：超预期，看好 2021 年高增长延续、天花板提升》2021.01.21
- 2 《【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
- 3 《药明康德 2020 三季报业绩点评：Q3 业绩再加速，再次强调 CDMO 赛道景气加速趋势》2020.10.31
- 4 《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：孙建

联系人：郭双喜

□ 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 2 月 2 日收盘价对应 2020 年 PE 为 148 倍（2021 年 PE114 倍），维持“买入”评级。

□ 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	16553	22160	29233
(+/-)	33.89%	28.59%	33.87%	31.92%
净利润	1855	2871	3719	5004
(+/-)	-17.96%	54.83%	29.53%	34.55%
每股收益(元)	0.76	1.18	1.52	2.05
P/E	229.12	147.98	114.25	84.91

附表：合全药业产能情况

产能地点	业务	产能情况
上海外高桥	原料药研发	拥有超过 700 名科研人员，10,000m ² 的实验室。合全建立了国际领先的流体化学和生物催化技术平台
	制剂研发和生产	2018 年 3 月投入使用，用于支持口服固体制剂的生产，包含超过 12,000 平方英尺的制剂研发设施和 45,000 平方英尺的生产设施。目前配备 5 个商业化车间以及年产能 5 亿片剂的商业化生产线。
江苏常州	原料药研发和生产、寡核苷酸、多肽研发和生产	新建的研发和 cGMP 生产一体化生产基地，占地 39 英亩，设计有 9 个中试车间和商业化车间，常州工厂建设将分期进行，目前 1 个中试车间和 2 个商业化生产车间、辅助设施和仓库已建成使用。
		目前已容纳超过 500 人的研发团队，具有超过 1100 立方米的反应釜总体积。预计到 2025 年，常州基地将占地 74 英亩，容纳超 1000 多名科研人员，配备 15 个生产车间和 2 个研发中心，以及 400 多个 5L-20,000L 的反应釜。
上海金山	原料药及中间体生产	占地 14 英亩，能够支持生产符合 cGMP 标准的从公斤级到吨级的原料药。包含一个公斤级实验室、两个中试车间和一个商业化车间，反应釜体积从 5L 至 20,000L，还包含一个 cGMP 的高活性原料药生产设施。
江苏无锡	制剂商业化生产	合全金山工厂分别于 2013、2014、2016 年和 2018 年四次通过美国 FDA 检查，2019 年首次通过日本 PMDA 检查，获得 8 个国际监管机构批准，可为美国、欧洲、日本、加拿大、瑞士、澳大利亚、新西兰和中国的创新药物提供商业化原料药。
美国加州圣地亚哥	原料药研发和生产、制剂生产	总占地面积 5.9 万平方米，是制剂商业化生产基地。工厂一期建设的固体制剂项目包括两个生产车间，年产能可分别达到一亿粒胶囊和十亿片片剂
		2016 年 8 月，合全位于美国圣地亚哥的工厂开始运营，该工厂为早期临床研究提供从工艺研发到 API 生产的全套服务，工厂配备有 2,700m ² ，具有 6 个生产区的 cGMP 中试车间和公斤实验室，以及工艺研发和分析实验室。

资料来源：合全药业官网，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	12663	20659	21874	24645	营业收入	12872	16553	22160	29233
现金	5227	10487	8814	8952	营业成本	7858	10228	13492	17634
交易性金融资产	1702	3022	3022	3022	营业税金及附加	28	36	48	64
应收账款	2961	3500	5286	6384	营业费用	439	576	771	1017
其它应收款	26	57	41	49	管理费用	1482	1904	2493	3216
预付账款	92	129	164	218	研发费用	590	761	1022	1351
存货	1742	2610	3666	5151	财务费用	24	167	128	136
其他	913	855	881	868	资产减值损失	45	105	94	132
非流动资产	16576	20920	25298	29776	公允价值变动损益	(259)	200	200	200
金额资产类	0	3000	6000	9000	投资净收益	48	350	56	60
长期投资	794	950	1100	1250	其他经营收益	147	201	201	201
固定资产	4333	5379	6309	7192	营业利润	2341	3527	4567	6144
无形资产	918	1074	1238	1380	营业外收支	(4)	(4)	(4)	(4)
在建工程	2092	1861	1841	1960	利润总额	2337	3523	4563	6140
其他	8440	8655	8809	8994	所得税	426	564	730	982
资产总计	29239	41579	47172	54420	净利润	1911	2959	3833	5158
流动负债	6634	8053	9813	11903	少数股东损益	57	88	114	153
短期借款	1604	2000	2200	2400	归属母公司净利润	1855	2871	3719	5004
应付款项	592	771	1017	1329	EBITDA	3245	4578	5750	7454
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.76	1.18	1.52	2.05
其他	4438	5282	6596	8174	主要财务比率				
非流动负债	5195	5195	5195	5195		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	762	762	762	762	成长能力				
其他	4433	4433	4433	4433	营业收入	33.89%	28.59%	33.87%	31.92%
负债合计	11829	13248	15008	17098	营业利润	-9.43%	50.67%	29.49%	34.52%
少数股东权益	97	185	300	453	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	28146	31865	36869	获利能力				
负债和股东权益	29239	41579	47172	54420	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%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	40.46%	31.86%	31.81%	31.42%
经营活动现金流	2916	6100	6483	8486	净负债比率	22.95%	23.48%	22.06%	20.53%
净利润	1911	2959	3833	5158	流动比率	1.91	2.57	2.23	2.07
折旧摊销	814	938	1058	1178	速动比率	1.65	2.24	1.86	1.64
财务费用	24	167	128	136	营运能力				
投资损失	(48)	(350)	(56)	(60)	总资产周转率	0.50	0.47	0.50	0.58
营运资金变动	479	563	(166)	812	应收帐款周转率	5.22	5.22	5.22	5.22
其它	(264)	1823	1684	1262	应付帐款周转率	16.50	15.51	15.60	15.54
投资活动现金流	(4975)	(9031)	(8227)	(8412)	每股指标(元)				
资本支出	(1766)	(1542)	(1742)	(1942)	每股收益	0.76	1.18	1.52	2.05
长期投资	(138)	(3156)	(3150)	(3150)	每股经营现金	1.19	2.50	2.65	3.47
其他	(3070)	(4333)	(3335)	(3320)	每股净资产	10.49	11.53	13.05	15.10
筹资活动现金流	1558	10394	1072	1564	估值比率				
短期借款	1484	396	200	200	P/E	229.12	147.98	114.25	84.91
长期借款	747	0	0	0	P/B	16.59	15.10	13.33	11.52
其他	(674)	9998	872	1364	EV/EBITDA	45.83	90.96	72.76	56.15
现金净增加额	(501)	7463	(673)	1638					

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>