

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 加速获验证, 2021 年仍可期

——药明康德 2020 年业绩快报点评

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

报告导读

2020 年业绩验证我们对小分子 CDMO 业务加速的判断, Non-IFRS 归母净利润同比增速连续三个季度加速显示主业强劲增长趋势。我们坚持认为公司 CDMO 业务边际景气加速甚至超预期, 细胞和基因治疗 CDMO 等业务有望提升估值天花板, 维持“买入”评级。

投资要点

□ 超预期: 处于业绩预告上限, 意味着 2020Q4 主业增长超预期

2020 年业绩快报: 收入 165.35 亿 (YOY 28.46%), 归母净利润 29.6 亿 (YOY 59.62%), Non-IFRS 归母净利润 35.65 亿 (YOY 48.10%), 处于前次业绩预告上限。Q4 单季分析: 收入 47.2 亿 (YOY 31.29%), Non-IFRS 归母净利润 10.88 亿 (YOY 92.91%), 2020Q1-Q3 Non-IFRS 归母净利润分别为 5.76、9.42 和 9.58 亿, Non-IFRS 净利润同比增速逐季加速 (2020 Q1-Q3 分别为 10.77%, 42.94% 和 44.28%), Non-IFRS 净利润逐季持续创新高, 显示 2020Q4 主业增长强劲超预期。

□ 业务拆分: 验证 CDMO 业务加速判断, 2021 有望延续

1) 中国区实验室 Q4 延续高增长: 2020 年收入 85.46 亿 (YOY 32.02%), Q4 单季收入 24.28 亿 (YOY 35% vs Q3 YOY 39%), 保持了 Q3 强劲增长趋势。其中化学客户定制服务 YOY 35% (我们预计主要还是受益于海外疫情下订单向公司转移), 安评业务 YOY 约 74% (我们认为主要是 2019 年增量产能在 2020 年逐步释放的影响)。

2) 小分子 CDMO Q4 加速趋势再次获得验证: 2020 年收入 52.82 亿 (YOY 40.78%), Q4 收入 15.72 亿 (YOY 51.88% vs Q3 YOY 54.90%), 验证了我们三季报业绩点评中提出的 CDMO 业务有望进入加速期的判断。我们认为业绩加速核心来自能力建设进入兑现期, 驱动因素方面是临床 II/III 期项目和商业化项目持续增长, 2020 年全年新增 570 个小分子项目 (Q4 新增 128 个项目, 其中新增 2 个商业化项目和 3 个 III 期项目), 奠定了业绩加速的基础, 也显示公司较强的竞争力。我们再次强调基于公司财务指标分析 (合同负债等指标) 以及公司漏斗效应持续兑现, 公司 2021 年小分子 CDMO 业务仍有望保持加速趋势。

3) 美国区实验室 2021-22 年盈利能力有望快速提升: 2020 年收入 15.17 亿 (YOY -2.96%), Q4 收入 3.63 亿 (YOY -14.18% vs Q3 YOY -13.5%) 主要是由于海外疫情影响以及部分客户项目延期所致。即便收入有所下滑, 但是 2020 年同比增加 5 个细胞和基因疗法 CDMO 项目, 其中 II/III 期项目增加 4 个 (Q4 增加 1 个)。我们预计 2021 年 2-3 个项目进入 BLA 阶段, 盈利能力有望快速提升。

4) 临床及其他 CRO 2021 年有望恢复快速增长: 2020 年收入 11.69 亿 (YOY 9.98%), Q4 收入 3.54 亿 (YOY 9.94% vs Q3 YOY 16.8%)。但是依托 2020 年 CDS 在手订单 YOY 48% 和 SMO YOY 41%, 我们认为这也奠定了 2021 年临床及其他 CRO 服务业绩高成长性。

评级

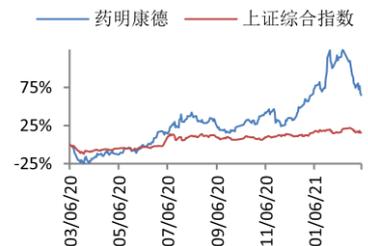
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥135.58

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: CDMO 布局新动向, 海外产能收购》2021.02.02
- 2 《【浙商医药】药明康德 2020 年业绩预告点评: 超预期, 看好 2021 年高速增长延续、天花板提升》2021.01.21
- 3 《【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
- 4 《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
- 5 《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

□ 看估值：海外 CDMO 布局加速，看好估值天花板提升

海外布局加速：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（欧洲小分子 CDMO 制剂产能）。3 月 2 日官网宣布完成对 OXGENE 的收购（欧洲细胞和基因疗法 CDMO 产能），持续加强细胞和基因疗法全球服务能力。可以看出公司 2021 年开始加速了海外产能布局，成为国内唯一一家完成小分子 CDMO 以及细胞和基因疗法 CDMO 业务均完成中欧美三地布局的 CDMO 企业。公司前瞻性的去海外布局小分子和细胞和基因疗法 CDMO 产能，国际竞争力持续提升，本土龙头地位持续巩固。

估值天花板有望不断提升：目前公司细胞和基因疗法 CDMO 业务仍处于产能不断拓展阶段，服务项目数量在 2020 年达到 36 个。我们认为伴随着公司全球化产能布局（上海和无锡研发和 GMP 生产基地面积逾 1.8 万 m²，美国费城扩建后约 2 万 m² 产能）逐步成型，有望承接更多的项目，从而进一步提升产能利用率。而我们预计 2021-22 年将有 2-3 个项目陆续进入 BLA 和商业化阶段，公司细胞和基因疗法 CDMO 业务的盈利能力有望得到明显提升。基于公司主业强劲增长趋势（尤其是我们强调 2021 年小分子 CDMO 业务有望保持加速），我们认为公司细胞和基因疗法 CDMO 业务国际竞争力持续提升及盈利能力进入加速兑现阶段后，公司估值天花板有望持续打开。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 1.21、1.55、2.07 元/股，2021 年 3 月 5 日收盘价对应 2020 年 PE 为 112 倍（对应 2021 年 PE 为 87 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	16535	22196	29338
(+/-)	33.89%	28.46%	34.23%	32.18%
净利润	1855	2960	3789	5066
(+/-)	-17.96%	59.62%	28.00%	33.69%
每股收益（元）	0.76	1.21	1.55	2.07
P/E	178.53	111.85	87.38	65.36

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	19296	19794	21702	营业收入	12872	16535	22196	29338
现金	5227	9061	6624	6117	营业成本	7858	10069	13366	17466
交易性金融资产	1702	3022	3022	3022	营业税金及附加	28	36	49	64
应收账款	2961	3632	5389	6372	营业费用	439	570	799	1115
其它应收款	26	57	41	49	管理费用	1482	1885	2497	3227
预付账款	92	127	162	216	研发费用	590	694	910	1174
存货	1742	2542	3675	5059	财务费用	24	347	128	136
其他	913	855	881	868	资产减值损失	45	66	100	147
非流动资产	16576	21273	26188	31276	公允价值变动损益	(259)	300	150	100
金额资产类	0	3000	6000	9000	投资净收益	48	318	56	60
长期投资	794	950	1100	1250	其他经营收益	147	151	101	51
固定资产	4333	5532	6800	8159	营业利润	2341	3636	4653	6219
无形资产	918	1074	1238	1380	营业外收支	(4)	(4)	(4)	(4)
在建工程	2092	2061	2241	2494	利润总额	2337	3632	4649	6215
其他	8440	8655	8809	8994	所得税	426	581	744	994
资产总计	29239	40569	45982	52978	净利润	1911	3051	3905	5221
流动负债	6634	7985	9760	11834	少数股东损益	57	91	116	155
短期借款	1604	2000	2200	2400	归属母公司净利润	1855	2960	3789	5066
应付款项	592	759	1007	1316	EBITDA	3245	4692	5857	7578
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.76	1.21	1.55	2.07
其他	4438	5226	6552	8118	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%	28.46%	34.23%	32.18%
负债合计	11829	13180	14955	17029	营业利润	-9.43%	55.33%	27.97%	33.66%
少数股东权益	97	188	304	460	归属母公司净利润	-17.96%	59.62%	28.00%	33.69%
归属母公司股东权益	17312	27200	30724	35489	获利能力				
负债和股东权益	29239	40569	45982	52978	毛利率	38.95%	39.11%	39.78%	40.47%
					净利率	14.85%	18.45%	17.59%	17.80%
					ROE	10.43%	13.22%	12.97%	15.13%
					ROIC	9.16%	9.84%	11.24%	13.12%
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%	32.49%	32.52%	32.14%
经营活动现金流	2916	6278	6543	8799	净负债比率	22.95%	23.60%	22.14%	20.61%
净利润	1911	3051	3905	5221	流动比率	1.91	2.42	2.03	1.83
折旧摊销	814	943	1079	1226	速动比率	1.65	2.10	1.65	1.41
财务费用	24	347	128	136	营运能力				
投资损失	(48)	(318)	(56)	(60)	总资产周转率	0.50	0.47	0.51	0.59
营运资金变动	479	505	(179)	797	应收帐款周转率	5.22	5.22	5.22	5.22
其它	(264)	1751	1664	1478	应付帐款周转率	16.50	15.40	15.64	15.54
投资活动现金流	(4975)	(9422)	(8785)	(9070)	每股指标(元)				
资本支出	(1766)	(1900)	(2300)	(2600)	每股收益	0.76	1.21	1.55	2.07
长期投资	(138)	(3156)	(3150)	(3150)	每股经营现金	1.19	2.57	2.68	3.60
其他	(3070)	(4365)	(3335)	(3320)	每股净资产	10.49	11.14	12.58	14.53
筹资活动现金流	1558	9180	806	1264	估值比率				
短期借款	1484	396	200	200	P/E	178.53	111.85	87.38	65.36
长期借款	747	0	0	0	P/B	12.93	12.17	10.78	9.33
其他	(674)	8784	606	1064	EV/EBITDA	45.83	69.05	55.79	43.23
现金净增加额	(501)	6037	(1437)	993					

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>