

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

订单高景气，看好业绩天花板和估值提升

——药明康德 2020 年报业绩点评

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

报告导读

存货和合同负债显示订单高景气，我们再次强调 CDMO 业务有望超预期，海外产能布局加快助力业绩天花板提升，细胞和基因疗法 CDMO 业绩逐步兑现后有望不断提升估值天花板，维持“买入”评级。

投资要点

□ 主业保持强劲增长，小分子 CDMO 规模化效应显现带来毛利率提升

2020 年报：收入 165.35 亿 (YOY 28.46%)，归母净利润 29.6 亿 (YOY 59.62%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 35.65 亿 (YOY 48.10%)。Q4 单季看：收入 47.2 亿 (YOY 31.29%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 10.88 亿 (YOY 92.91%)，2020Q1-Q3 经调整 Non-IFRS 归母净利润分别为 5.76、9.42 和 9.58 亿，经调整 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%)，经调整 Non-IFRS 净利润逐季持续创新高，显示 2020Q4 主业增长强劲超预期。我们发现公司经调整 Non-IFRS 净利率由 2019 年的 18.70%达到 2020 年的 21.56%，显示主业盈利能力也在提升，预计跟公司规模化效应以及竞争优势有关。

疫情带来整体毛利率波动，小分子 CDMO 规模化效应带来毛利率提升。疫情拖累美国区实验室服务和临床 CRO 服务毛利率：公司整体毛利率 37.99%，同比下降 1.02 个百分点，主要是因为美国区实验室服务和临床研究及其他 CRO 服务受到疫情影响导致毛利率下降，分别下降 9.73 和 8.71pct。小分子 CDMO 毛利率上升 1.28pct (规模化效应显现)，中国区实验室服务下降 0.87pct (汇率波动和原材料价格上涨)。我们认为疫情扰动因素逐步消除后，整体毛利率水平仍有望回升。

□ 存货和合同负债显示订单高景气，再次强调 CDMO 业务有望超预期

①**存货：**2020 年底存货 26.86 亿元 (较年初同比增加 54%) 主要是公司 CDMO 业务规模扩大，产能提升，在手客户订单增加导致存货备库量上升。
②**合同负债：**2020 年底达 15.81 亿 (较年初增加值同比增长 218%)，显示出订单高景气。我们认为从存货和合同负债两个财务指标可以验证公司订单高景气度。考虑到合同负债和项目启动时预收款的相关性，我们预计 2021-2023 年 CDMO 业务仍有望呈现加速趋势。

再次强调：我们认为小分子 CDMO 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)，2020 年相比 2019 年新增 7 个商业化项目和 5 个临床 III 期项目，奠定了 2021 年业绩加速的基础。我们再次强调基于公司财务指标分析 (合同负债等指标)、公司漏斗效应持续兑现以及新产能持续投放，公司 2021 年小分子 CDMO 业务仍有望保持加速趋势。

□ 持续保持高研发投入，新业务逐步进入收获期

2020 年研发投入 6.93 亿 (YOY 17.42%)，研发投入占比 4.19%，主要是加大产品项目和新技术平台 (寡核苷酸类、多肽类、不对称合成催化用酶、DEL

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 143.37

单季度业绩

元/股

4Q/2020	0.25
3Q/2020	0.27
2Q/2020	0.62
1Q/2020	0.18



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 年业绩快报点评：CDMO 加速获验证，2021 年仍可期》2021.03.06
- 2 《【浙商医药】药明康德：CDMO 布局新动向，海外产能收购》2021.02.02
- 3 《【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
- 4 《【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
- 5 《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

化合物库、药物发现平台、模型动物构建、新工艺开发等)和基因治疗工艺研发等研发项目的投入。我们可以看到公司研发投入绝对值一直是 CXO 行业中最高的,而公司前瞻性的研发投入方向也逐步开始兑现业绩。如:1) **小分子 CDMO 业务**: 公司早期不断投入的流体化学技术平台正式进入商业化应用期平台,多个临床后期和商业化项目应用流体化学技术进行大规模生产。2) **HitS 平台**赋能全球大于 500 名客户,获得收入约 1.96 亿元,增速约 43%,成长迅速。3) **细胞和基因疗法 CDMO 平台**: 推出了腺相关病毒一体化悬浮培养平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台,加快服务客户项目推进,目前为 36 个临床阶段项目提供服务,并预计 2021 年有 2-3 个项目进入 BLA 阶段。4) **寡核苷酸/多肽类药物 CDMO 业务**: 千克级寡核苷酸商业生产设施开始运作,大型多肽原料药生产设施已开始运营,我们预计多肽和寡核苷酸 CDMO 业务有望逐步贡献业绩弹性。从以上四大业务板块可以看出公司高研发投入持续进入业绩兑现期。我们也认为公司持续保持高研发投入有望使公司持续保持龙头优势,并不断构建较高行业壁垒,保持强竞争力。

□ 加速海外产能布局,看好业绩天花板和估值提升

海外产能布局加快助力业绩天花板提升。公司 2021 年先后公告收购 BMS 位于瑞士库威 (Couvret) 的小分子 CDMO 制剂产能、完成对 OXGEN 收购 (欧洲细胞和基因疗法 CDMO 产能)、完成美国费城细胞和基因疗法产能扩建、美国 API/制剂生产基地正在进行选址阶段 (官网信息)。我们认为公司加快海外 CDMO (包括小分子和 CGT) 产能前瞻性布局,有望较快提升全球竞争力,而且考虑到 **API 和制剂 CDMO 业务目前仍有较强的属地性** (参考我们深度报告《欧印中 CDMO 业态比较,挖掘拐点和平台型投资机会》),因此海外布局 API 和制剂产能也成为快速切入海外药企 API 和制剂供应链体系内最快的方式。依托于公司海外产能布局,我们认为公司业绩天花板有望快速打开。

CGT CDMO 业绩逐步兑现后有望不断提升估值天花板: 目前公司 CGT 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 (中国上海和无锡,美国费城还有欧洲 OXGENE) 逐步成型,有望承接更多国际化订单。伴随着 2021-2022 年陆续有项目进入 BLA 阶段 (我们预计将有 2-3 个项目陆续进入 BLA), 公司 CGT 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,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 2021-2023 年公司 EPS 为 1.55、2.06、2.69 元/股,2021 年 3 月 30 日收盘价对应 2021 年 PE 为 93 倍 (对应 2022 年 PE 为 70 倍)。我们预计 2021 年公司经调整 Non-IFRS 归母净利润有望达到 48.13 亿,对应公司 2021 年主业 PE 为 72 倍,处于相对低估位置,维持“买入”评级。

□ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑风险;国际化拓展不顺造成业务下滑风险;各竞争风险;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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	16535	22226	29193	38415
(+/-)	28.46%	34.41%	31.35%	31.59%
净利润	2960	3776	5031	6579
(+/-)	59.62%	27.55%	33.24%	30.78%
每股收益 (元)	1.21	1.55	2.06	2.69
P/E	118.27	92.73	69.59	53.21

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23059	26644	28890	34776	营业收入	16535	22226	29193	38415
现金	10237	8026	5839	7683	营业成本	10253	13468	17399	22498
交易性金融资产	4618	8000	9000	10000	营业税金及附加	35	46	61	80
应收账款	3667	4848	5997	7520	营业费用	588	776	1051	1460
其它应收款	32	29	30	29	管理费用	1839	2445	3357	4610
预付账款	176	194	275	340	研发费用	693	956	1284	1729
存货	2686	3045	5048	6201	财务费用	520	84	19	78
其他	1644	2502	2702	3002	资产减值损失	75	89	131	192
非流动资产	23232	30590	36064	42061	公允价值变动损益	52	50	30	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	606	50	50	50
长期投资	765	1000	1100	1300	其他经营收益	199	92	92	92
固定资产	5710	7502	9591	11988	营业利润	3389	4555	6062	7922
无形资产	998	1090	1125	1183	营业外收支	(20)	(20)	(20)	(20)
在建工程	3086	3724	4483	5322	利润总额	3369	4534	6042	7901
其他	12673	17275	19765	22269	所得税	383	726	967	1264
资产总计	46291	57235	64954	76837	净利润	2986	3809	5075	6637
流动负债	7920	7267	9107	13573	少数股东损益	26	33	44	58
短期借款	1230	100	510	3025	归属母公司净利润	2960	3776	5031	6579
应付款项	941	1093	1238	1375	EBITDA	4377	5774	7451	9586
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.21	1.55	2.06	2.69
其他	5749	6074	7359	9173	主要财务比率				
非流动负债	5652	6819	7889	8969		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	5652	6819	7889	8969	营业收入	28.46%	34.41%	31.35%	31.59%
负债合计	13573	14086	16996	22542	营业利润	44.79%	34.37%	33.09%	30.68%
少数股东权益	225	258	302	360	归属母公司净利润	59.62%	27.55%	33.24%	30.78%
归属母公司股东权益	32494	42891	47656	53935	获利能力				
负债和股东权益	46291	57235	64954	76837	毛利率	37.99%	39.41%	40.40%	41.44%
					净利率	18.06%	17.14%	17.38%	17.28%
					ROE	11.81%	9.95%	11.04%	12.87%
					ROIC	8.24%	8.15%	9.56%	10.63%
					偿债能力				
					资产负债率	29.32%	24.61%	26.17%	29.34%
					净负债比率	10.37%	1.06%	3.29%	13.64%
					流动比率	2.91	3.67	3.17	2.56
					速动比率	2.57	3.25	2.62	2.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.43	0.48	0.54
					应收帐款周转率	5.01	5.20	5.30	5.50
					应付帐款周转率	13.65	13.42	15.16	17.52
					每股指标(元)				
					每股收益	1.21	1.55	2.06	2.69
					每股经营现金	1.63	1.39	2.58	3.71
					每股净资产	13.31	17.56	19.51	22.09
					估值比率				
					P/E	118.27	92.73	69.59	53.21
					P/B	10.77	8.16	7.35	6.49
					EV/EBITDA	72.30	58.63	45.78	35.66

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>