

药明康德 (603259.SH)

业绩符合预期，疫情下彰显龙头本色

公司发布 2020 年年报：报告期内实现收入 165.4 亿元，同比增长 28.5%，实现归母净利润 29.6 亿元，同比增长 59.6%，实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 36.7 亿元，同比增长 48.1%，实现经营性现金流净额 39.7 亿元，同比增长 36.3%。

下半年恢复增长强劲，疫情中彰显龙头本色：2020 年新冠疫情对公司经营尤其是美国区实验室与临床试验服务有过较大负面影响，同时在下半年也带来海外订单的较快增长，公司把握疫情危中有机，二季度实现中国区实验室服务与 CDMO 服务全面恢复运营后，不断提升产能利用率和经营效率，下半年整体实现收入增长恢复 30% 以上，助力全年赢回 2020（2020 年收入同比增长 28.5%，超过近三年复合增速）；分板块来看，中国区实验室、CDMO、美国去实验室、临床研究及其他服务分别实现收入同比+32.0%、+40.8%、-2.96%、+9.98%。剔除公允价值变动收益、股权激励费用等非经营性项目影响，经调整 Non-IFRS 归母净利润也实现快速增长，在疫情的不确定性的环境下进一步彰显了龙头高增长的确定性。

各板块持续发力，赋能全球医药创新：报告期内，公司不断拓展新客户并通过高质量高效率服务保持高合作粘性，加强客户转化进一步发挥一体化端到端平台优势，实现各板块业务持续推进（活跃客户 4200+家，新增 1300+家；原有客户贡献收入 155 亿元，同比+32.1%；Top20 企业贡献收入 111 亿元，同比+28.3%）；（使用多业务部门服务客户贡献收入 144 亿元，同比+27.6%）；小分子 CDMO 新药分子项目超过 1300 个（III 期临床 45 个，商业化项目 28 个）；细胞基因治疗 CDMO 项目增加至 36 个（I 期临床 24 个，II/III 期临床 12 个）；DDSU 方面新增 33 个 IND 申报并取得 30 个 CTA（累计完成 118 个 IND 申报并取得 87 个 CTA，其中 60 个 I 期临床，9 个 II 期临床，2 个 III 期临床）；药物安全性评价/毒理服务收入同比增长约 74%；临床 CDS 服务与 SMO 服务在手订单分别同比增长约 48%与 41%。

推进能力规模建设，持续注入成长动力：报告期内，合全药业常州多个原料药生产车间相继投入使用，无锡新药制剂开发及生产基地开工建设，进一步提升小分子 CDMO 服务规模与能力；完成百时美施贵宝瑞士库威生产基地收购，进一步拓展其制剂平台能力与规模；完成无锡惠山基地质粒生产扩建、腺相关病毒（AAV）悬浮和贴壁双工艺平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台建设，与英国基因治疗技术公司 OXGENE 收购，进一步提升细胞及基因治疗 CDMO 服务能力，成都研发中心正式投入运营，进一步增强中国区实验室服务能力；完成收购明捷医药进一步整合拓展药物质量分析服务规模与能力。公司主营快速增长的同时，持续加速推进服务能力规模建设，为长期成长持续注入动力，不断抬高成长天花板。

盈利预测与评级：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 37.5 亿元、48.6 亿元、63.3 亿元，同比增长 26.8%、29.5%、30.3%；对应 PE 分别为 94 倍、72 倍、56 倍。公司是全球领先的药物研发外包服务龙头，具备一体化端到端平台优势，各板块协同发展驱动公司持续成长，我们坚定看好公司发展，维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情持续影响业务经营风险，医药研发服务需求下降风险，市场竞争加剧风险，核心技术人员流失风险，汇率变动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12,872	16,535	21,589	28,081	36,645
增长率 yoy（%）	33.9	28.5	30.6	30.1	30.5
归母净利润（百万元）	1,855	2,960	3,752	4,860	6,333
增长率 yoy（%）	-18.0	59.6	26.8	29.5	30.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.76	1.21	1.53	1.98	2.58
净资产收益率（%）	11.0	9.1	10.4	12.0	13.7
P/E（倍）	189.4	118.7	93.6	72.3	55.5
P/B（倍）	20.3	10.8	9.7	8.7	7.6

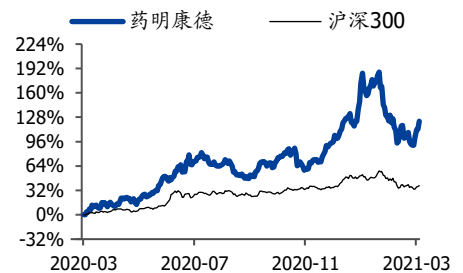
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	医疗服务
前次评级	买入
最新收盘价	143.37
总市值(百万元)	351,330.44
总股本(百万股)	2,450.52
其中自由流通股(%)	60.23
30 日日均成交量(百万股)	18.00

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gscq.com

分析师 殷一凡

执业证书编号：S0680520080007

邮箱：yinyifan@gscq.com

相关研究

- 1、《药明康德（603259.SH）：业绩超预期，高增长趋势有望延续》2021-01-22
- 2、《药明康德（603259.SH）G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 3、《药明康德（603259.SH）：三季度加速增长，全年高增长可期》2020-10-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12663	23059	25969	29124	33417
现金	5227	10237	11450	11845	13017
应收票据及应收账款	2961	3667	4987	6270	8420
其他应收款	31	34	51	59	84
预付账款	92	176	174	281	313
存货	1742	2686	3048	4410	5323
其他流动资产	2609	6259	6259	6259	6259
非流动资产	16576	23232	25074	27372	30349
长期投资	794	765	736	707	679
固定资产	4693	6129	7861	9875	12345
无形资产	918	998	1050	1108	1161
其他非流动资产	10172	15340	15426	15682	16164
资产总计	29239	46291	51043	56497	63766
流动负债	6634	7920	9151	10513	12331
短期借款	1604	1230	1230	1230	1230
应付票据及应付账款	592	941	1044	1539	1832
其他流动负债	4438	5749	6876	7745	9269
非流动负债	5195	5652	5380	5130	4895
长期借款	2637	1819	1547	1296	1062
其他非流动负债	2558	3833	3833	3833	3833
负债合计	11829	13573	14531	15643	17227
少数股东权益	97	225	258	300	356
股本	1651	2442	2451	2451	2451
资本公积	10288	22678	22678	22678	22678
留存收益	5923	8327	11545	15531	20902
归属母公司股东权益	17312	32494	36255	40553	46184
负债和股东权益	29239	46291	51043	56497	63766

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2916	3974	4245	4982	6998
净利润	1911	2986	3785	4903	6388
折旧摊销	814	959	1135	1511	1971
财务费用	24	520	193	193	180
投资损失	-48	-606	-100	-100	-100
营运资金变动	-497	-494	-676	-1432	-1349
其他经营现金流	711	609	-92	-92	-92
投资活动现金流	-4975	-8776	-2785	-3617	-4756
资本支出	2532	3031	1871	2327	3005
长期投资	-1792	-5638	29	29	29
其他投资现金流	-4235	-11383	-885	-1261	-1722
筹资活动现金流	1558	9888	-248	-971	-1070
短期借款	1484	-374	0	0	0
长期借款	2622	-818	-272	-250	-234
普通股增加	486	791	9	0	0
资本公积增加	-1690	12391	0	0	0
其他筹资现金流	-1345	-2101	16	-721	-836
现金净增加额	-534	5005	1213	395	1173

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12872	16535	21589	28081	36645
营业成本	7858	10253	13277	17270	22537
营业税金及附加	28	35	45	59	76
营业费用	439	588	768	999	1304
管理费用	1482	1839	2401	3123	4076
研发费用	590	693	905	1177	1536
财务费用	24	520	193	193	180
资产减值损失	-1	-63	0	0	0
其他收益	146	207	100	100	100
公允价值变动收益	-259	52	100	100	100
投资净收益	48	606	100	100	100
资产处置收益	1	-8	-8	-8	-8
营业利润	2341	3389	4291	5552	7228
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	11	26	26	26	26
利润总额	2337	3369	4271	5532	7208
所得税	426	383	486	629	820
净利润	1911	2986	3785	4903	6388
少数股东损益	57	26	33	43	56
归属母公司净利润	1855	2960	3752	4860	6333
EBITDA	3265	4215	5211	6814	8920
EPS (元)	0.76	1.21	1.53	1.98	2.58

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	33.9	28.5	30.6	30.1	30.5
营业利润(%)	-9.4	44.8	26.6	29.4	30.2
归属于母公司净利润(%)	-18.0	59.6	26.8	29.5	30.3
获利能力					
毛利率(%)	39.0	38.0	38.5	38.5	38.5
净利率(%)	14.4	17.9	17.4	17.3	17.3
ROE(%)	11.0	9.1	10.4	12.0	13.7
ROIC(%)	8.3	7.4	8.4	10.0	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.5	29.3	28.5	27.7	27.0
净负债比率(%)	9.7	-10.6	-13.0	-13.1	-14.4
流动比率	1.9	2.9	2.8	2.8	2.7
速动比率	1.5	2.3	2.3	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	5.2	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	15.9	13.4	13.4	13.4	13.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	1.21	1.53	1.98	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.62	1.73	2.03	2.86
每股净资产(最新摊薄)	7.06	13.26	14.79	16.55	18.84
估值比率					
P/E	189.4	118.7	93.6	72.3	55.5
P/B	20.3	10.8	9.7	8.7	7.6
EV/EBITDA	107.6	81.5	65.7	50.1	38.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件.....	4
公司公告 2020 年年报	4
点评.....	5
下半年持续恢复，疫情中彰显龙头本色	5
各板块持续发力，赋能全球医药创新	6
推进能力规模建设，持续注入成长动力	7
风险提示	7

图表目录

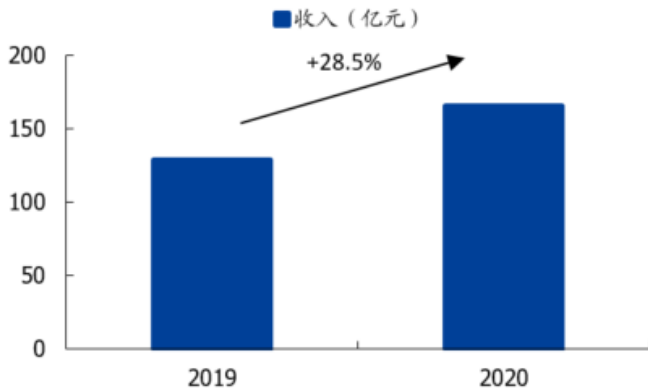
图表 1: 药明康德收入增长情况	4
图表 2: 药明康德归母净利润增长情况	4
图表 3: 药明康德经调整 Non-IFRS 归母净利润增长情况	4
图表 4: 药明康德经营性现金流净额增长情况	4
图表 5: 药明康德毛利率、净利率变化情况	5
图表 6: 药明康德期间费用率变化情况	5
图表 7: 药明康德中国区实验室服务收入增长情况	5
图表 8: 药明康德 CDMO 服务收入增长情况	5
图表 9: 药明康德美国区实验室服务收入增长情况	6
图表 10: 药明康德临床研究及其他 CRO 服务收入增长情况	6
图表 11: 药明康德原有客户提供大部分收入贡献	6
图表 12: 药明康德多部门服务客户提供主要收入贡献	6
图表 13: 药明康德小分子 CDMO 管线分子数量充足	7
图表 14: 药明康德细胞基因治疗 CDMO 项目充足	7

事件

公司公告 2020 年年报

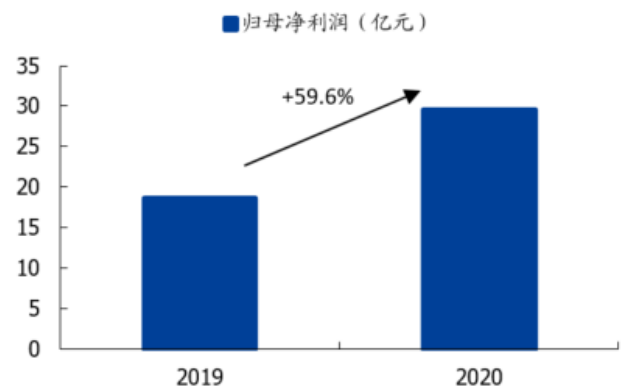
报告期内实现收入 165.4 亿元，同比增长 28.5%，实现归母净利润 29.6 亿元，同比增长 59.6%，实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 36.7 亿元，同比增长 48.1%，实现经营性现金流净额 39.7 亿元，同比增长 36.3%。

图表 1: 药明康德收入增长情况



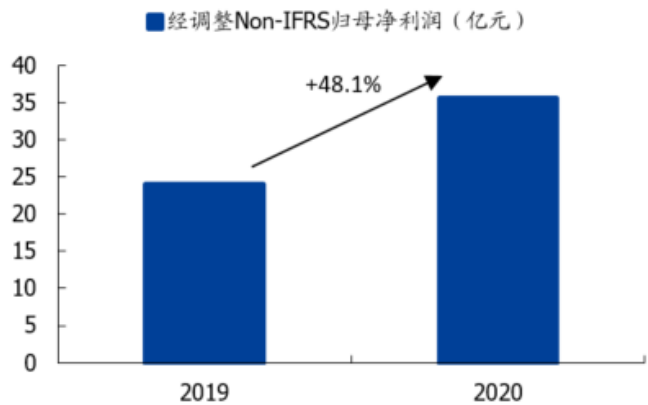
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 药明康德归母净利润增长情况



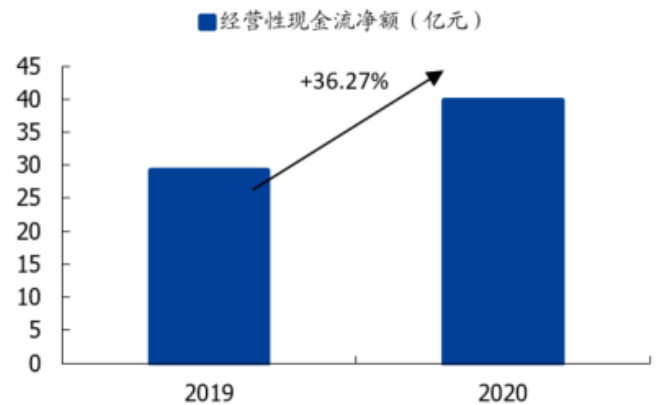
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 药明康德经调整 Non-IFRS 归母净利润增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

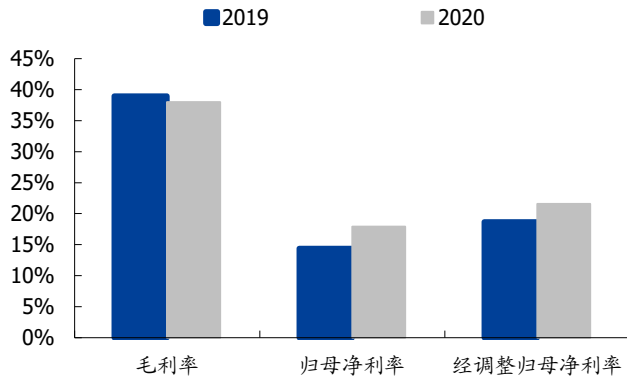
图表 4: 药明康德经营性现金流净额增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

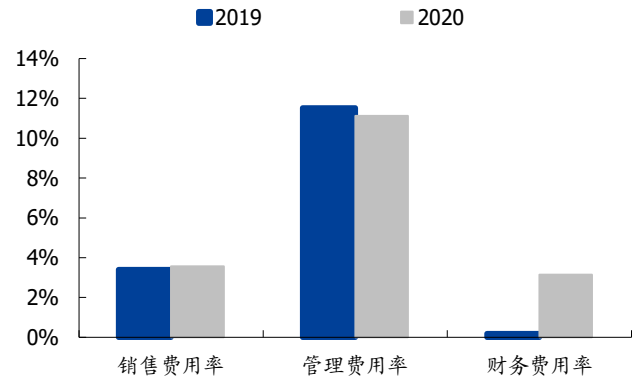
报告期内，公司实现毛利率 38.0%，同比-0.96 个百分点；归母净利率 17.9%，同比+3.5 个百分点；经调整 Non-IFRS 归母净利率 21.6%，同比+2.9 个百分点；销售费率、管理费用率、财务费率分别同比+0.15、-0.40、+2.95 个百分点。

图表 5: 药明康德毛利率、净利率变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 药明康德期间费用率变化情况



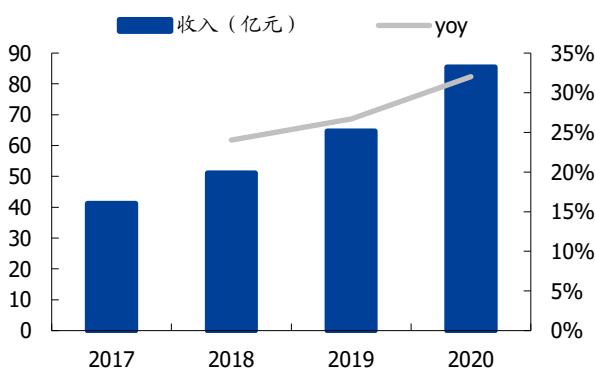
资料来源: wind, 国盛证券研究所

点评

下半年持续恢复，疫情中彰显龙头本色

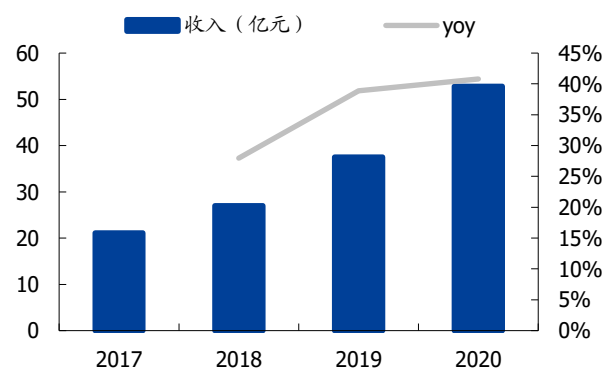
报告期内，新冠疫情对公司经营尤其是美国区实验室与临床试验服务有过较大负面影响，同时在下半年也带来海外订单的较快增长，公司把握疫情危中有机，二季度实现中国区实验室服务与 CDMO 服务全面恢复运营后，不断提升产能利用率和经营效率，下半年整体实现收入增长恢复 30%以上，助力全年赢回 2020（2020 年收入同比增长 28.5%，超过近三年复合增速）；分板块来看，中国区实验室、CDMO、美国去实验室、临床研究及其他服务分别实现收入同比+32.0%、+40.8%、-2.96%、+9.98%。剔除公允价值变动收益、股权激励费用等非经营性项目影响，经调整 Non-IFRS 归母净利润也实现快速增长，在疫情的不确定性的环境下进一步彰显了龙头高增长的确定性。

图表 7: 药明康德中国区实验室服务收入增长情况



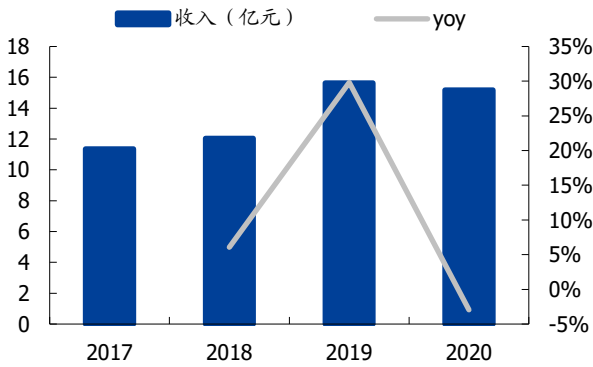
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 药明康德 CDMO 服务收入增长情况



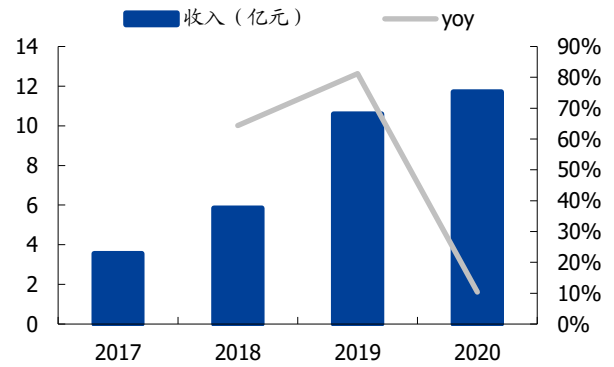
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 药明康德美国区实验室服务收入增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 药明康德临床研究及其他 CRO 服务收入增长情况

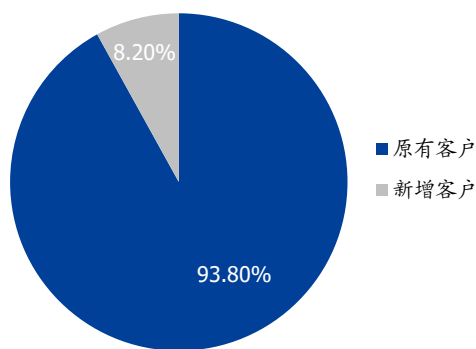


资料来源: wind, 国盛证券研究所

各板块持续发力，赋能全球医药创新

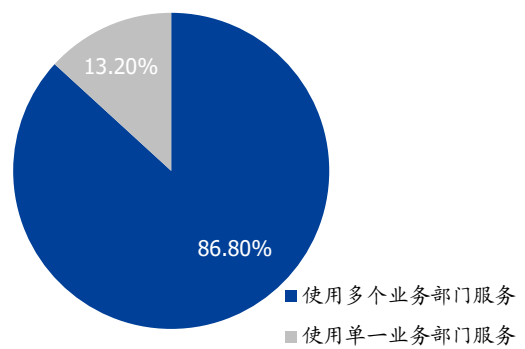
报告期内，公司不断拓展新客户并通过高质量高效率服务保持高合作粘性，加强客户转化进一步发挥一体化端到端平台优势，实现各板块业务持续推进（活跃客户 4200+家，新增 1300+家；原有客户贡献收入 155 亿元，同比+32.1%；Top20 企业贡献收入 111 亿元，同比+28.3%）；（使用多业务部门服务客户贡献收入 144 亿元，同比+27.6%）；小分子 CDMO 新药分子项目超过 1300 个（III 期临床 45 个，商业化项目 28 个）；细胞基因治疗 CTDMO 项目增加至 36 个（I 期临床 24 个，II/III 期临床 12 个）；DDSU 方面新增 33 个 IND 申报并取得 30 个 CTA（累计完成 118 个 IND 申报并取得 87 个 CTA，其中 60 个 I 期临床，9 个 II 期临床，2 个 III 期临床）；药物安全性评价/毒理服务收入同比增长约 74%；临床 CDS 服务与 SMO 服务在手订单分别同比增长约 48%与 41%。

图表 11: 药明康德原有客户提供大部分收入贡献



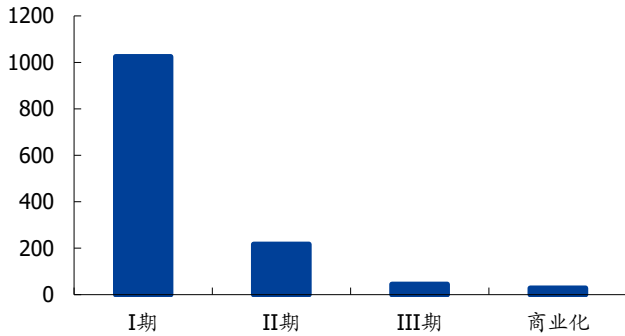
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 药明康德多部门服务客户提供主要收入贡献



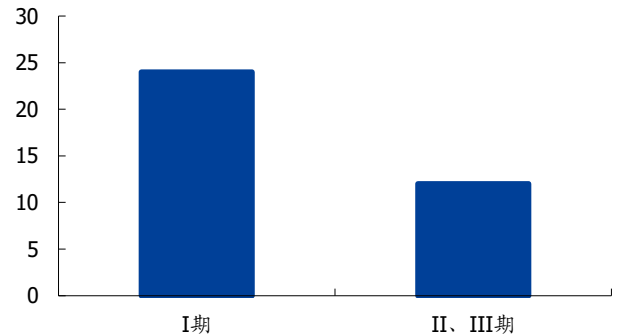
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 药明康德小分子 CDMO 管线分子数量充足



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 药明康德细胞基因治疗 CDMO 项目充足



资料来源: wind, 国盛证券研究所, 注: 统计数据截至日期为 2020/12/31

推进能力规模建设，持续注入成长动力

报告期内，合全药业常州多个原料药生产车间相继投入使用，无锡新药制剂开发及生产基地开工建设，进一步提升小分子 CDMO 服务规模与能力；完成百时美施贵宝瑞士库威生产基地收购，进一步拓展其制剂平台能力与规模；完成无锡惠山基地质粒生产扩建、腺相关病毒（AAV）悬浮和贴壁双工艺平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台建设建设，与英国基因治疗技术公司 OXGENE 收购，进一步提升细胞及基因治疗 CDMO 服务能力，成都研发中心正式投入运营，进一步增强中国区实验室服务能力；完成收购明捷医药进一步整合拓展药物质量分析服务规模与能力。公司主营快速增长的同时，持续加速推进服务能力规模建设，为长期成长持续注入动力，不断抬高成长天花板。

风险提示

行业监管政策变化风险，医药研发服务需求下降风险，市场竞争加剧风险，核心技术人员流失风险，汇率变动风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com