

药明康德 (603259.SH)

公司快报

新增订单情况良好，长期看好业绩增长

投资要点

- ◆ **事件：**公司公布 2020 年报，全年实现营收 165.35 亿元，同比增长 28.46%；归母净利润 29.6 亿元，同比增长 59.62%；经调整 Non-IFRS 净利润 35.65 亿元，同比增长 48.10%；扣非归母净利润 23.85 亿元，同比增长 24.6%；经营性净现金流 39.74 亿元，同比增长 36.27%。公司全年投资收益和公允价值变动分别为 6.06 亿元和 0.52 亿元，合计较上年同比增长 8.70 亿元；剔除影响，公司归母净利润同比增长 12.67%。新冠疫情对公司临床和美国区业务影响较大，但国内 CDMO 和实验室业务恢复情况良好，公司业绩总体符合市场预期。
- ◆ **中国区实验室业务快速恢复，安评和定制服务增速略超预期。**中国区实验室服务收入 61.18 亿元，同比增长 30.9%；其中 Q4 收入 24.28 亿元，同比增长 34.9%。随着国内疫情的控制和创新药的持续高景气，公司小分子药物发现和药物分析服务均保持高速增长的态势。小分子药物发现方面，化学 FFS 服务收入增长超过 35%；其中新建的新冠药物发现平台已服务 77 家客户；HitS 平台赋能全球超过 500 名客户，收入 1.96 亿元，同比增长 43%。药物安全性评价服务收入同比增速 74%；Wuxi IND 平台签约 100 个服务项目。**里程碑分成方面**，2020 年助力客户完成 33 个新药 IND 申报，获得 CTA 30 个；目前共有 193 个项目进行中，其中临床前 84 个，IND31 个，临床阶段 78 个；累计协助客户完成 118 个 IND 申报，获得 CTA 78 个，其中 I 期项目 60 个，II 期 9 个，III 期 2 个。中国区实验室业务 Non-IFRS 毛利率下降 0.3pct 至 45.0%，主要受到新冠影响。
- ◆ **CDMO 业务厚积薄发，产能释放提供未来业绩支撑。**CDMO 业务全年收入 52.82 亿元，同比增长 40.8%；其中 Q4 收入 15.72 亿元，同比增长 52.0%。受益于因疫情海外订单流入和国内 CRO 高景气的影响，公司 CDMO 业务业绩略超预期。公司 CDMO 业务新增分子数超过 575 个，其中 III 期阶段 45 个，商业化阶段 28 个；合计服务于全球 14% 的小分子临床研发项目。CDMO 板块第一个 CMC 一体化的商业化项目诺诚健华 BTK 抑制剂奥布替尼正式获批，对公司有里程碑意义。**公司进一步扩大产能**，常州新建高活性原料药实验室及车间已投产，活性医药物成分生产能力达到 100 公斤级。公司位于常州的寡核苷酸公斤级生产车间在 2020 年 1 月正式投入运营，寡核苷酸原料药单批合成最大规模上升到 1 摩尔 (mol)，能够更好地满足客户日益增长的需求。2020 年 6 月，合全常州基地的大型多肽原料药生产车间投产，拥有 7 条生产线，能够满足合作伙伴从临床前到商业化的需求，目前完成第一个 PPQ 项目。收购的百时美施贵宝的瑞士库威生产基地有望在 2021 年 Q2 完成交易。随着新技术和新产能建设的逐步完成和公司品牌效应的增强，CDMO 业务有望再上一个台阶。受益于规模效应和有效的管理，CDMO 业务 Non-IFRS 毛利率增长 0.7pct 至 41.7%。
- ◆ **美国疫情拖累美国区实验室业务。**美国区实验室服务收入 15.17 亿元，同比下降 2.96%；其中 Q4 收入 3.63 亿元，同比下降 14.2%；业绩下降主要因为：1) 疫情影响实验室和工厂效率；2) 疫情导致客户到访困难；3) MDR 生效时间延长一年，

医药 | 医疗服务 III

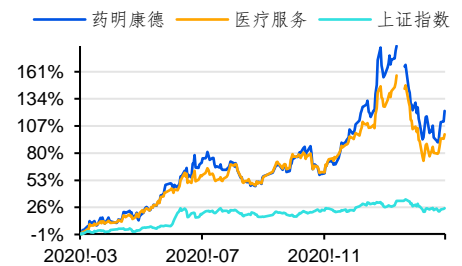
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2021-03-30) **143.37 元**

交易数据

总市值 (百万元)	351,330.44
流通市值 (百万元)	211,617.77
总股本 (百万股)	2,450.52
流通股本 (百万股)	1,476.03
12 个月价格区间	78.77/188.28 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.28	8.03	89.95
绝对收益	-0.22	9.27	115.78

分析师

王睿
 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

报告联系人

徐梓煜
 xuziyou@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

- 药明康德：中国区和 CDMO 业务高速增长，CRO 龙头全年业绩可期 2020-10-30
- 药明康德：Q2 业绩恢复良好，全年高增长可期 2020-08-14
- 药明康德：各业务板块齐头并进，龙头实力彰显 2020-03-25
- 药明康德：中报业绩符合预期，各项业务全面增长 2019-08-20
- 药明康德：业绩增长强劲，CRO 巨头加码前行 2019-03-25

影响器械业务；4) 部分客户临床失败，影响 CDMO 业务。CTDMO 业务小幅下滑，但是需求旺盛；公司 1 月推出腺相关病毒悬浮培养平台，5 月推出 CAR-T 细胞治疗封闭生产平台，有效提升研发和生产能力。2020 年服务 CDMO 项目 36 个，其中 I 期项目 24 个，II/III 期项目 12 个；预计有 2 个项目将于 2021 年向美国 FDA 递交上市申请，有望在明年带动美国实验室业务复苏。产能扩张方面，公司有望在 2021 年 Q1 完成对拥有先进细胞基因制造能力的 OXGEN 的收购，加快欧洲地区业务扩展。总体来看，随着美国疫苗接种率不断攀升，加上欧洲区业务扩展，2021 年下半年业绩有望恢复高增速。

- ◆ **临床研究 CRO/SMO 服务稳定增长。** 临床研究及其他 CRO 服务业务收入 11.69 亿元，同比增长 20.0%；其中 Q3 收入 3.54 亿元，同比增长 10.2%。公司临床业务受到新冠疫情影响，整体病人招募进度较慢，业绩总体受到一定影响。但随着国内疫情的控制，该业务在逐季度恢复。**订单方面**，临床业务员在手订单保持高增长，其中 CDS 和 SMO 订单分别同比增长 48% 和 41%。公司 SMO 项目在中国保持第一的领先地位，2020 年协助 17 个产品通过审批，累计进行 50 个项目送检。CDS 团队在中国和美国提供 130 个项目服务，完成 6 个产品注册试验。
- ◆ **新客户增速喜人，老客户粘性高。** 公司 2020 年新增客户超过 1300 家，活跃客户超过 4200 家，全球前 20 大药企收入占比 32.8%，大客户保证公司业绩稳定，小客户提供业绩弹性。依托公司扎实的研发实力，十大客户保留率 100%，老客户收入占比 93.8%，显示出公司客户的高粘性。
- ◆ **投资建议：** 我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 37.84 亿元、50.21 亿元和 67.77 亿元，同比增长 27.8%、32.7%、35.0%；对应 PE 分别为 93 倍、70 倍、52 倍。基于 1) 公司在药物发现及临床前 CRO 领域全球领先的市场地位和强大的竞争力；2) “工程师红利”使国内 CRO 企业具备成本领先优势；3) 全球的产能转移利好国内 CMO/CDMO 企业；4) 小分子药物 CDMO 领域的研发实力和规模优势明显，维持公司“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：** 市场竞争加剧，汇率波动风险，投资业务的波动。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,872	16,535	21,182	27,425	34,846
YoY(%)	33.9	28.5	28.1	29.5	27.1
净利润(百万元)	1,855	2,960	3,784	5,021	6,777
YoY(%)	-18.0	59.6	27.8	32.7	35.0
毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	40.8	42.3
EPS(摊薄/元)	0.76	1.21	1.54	2.05	2.77
ROE(%)	11.0	9.1	10.9	12.9	15.2
P/E(倍)	189.4	118.7	92.9	70.0	51.8
P/B(倍)	20.3	10.8	9.9	8.9	7.8
净利率(%)	14.4	17.9	17.9	18.3	19.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12663	23059	25166	28181	32392	营业收入	12872	16535	21182	27425	34846
现金	5227	10237	10991	11277	13421	营业成本	7858	10253	12875	16240	20112
应收票据及应收账款	2961	3667	4824	6170	7799	营业税金及附加	28	35	56	68	82
预付账款	92	176	167	277	288	营业费用	439	588	754	963	1223
存货	1742	2686	2875	4139	4547	管理费用	1482	1839	2341	3058	3872
其他流动资产	2640	6293	6308	6318	6338	研发费用	590	693	953	1214	1524
非流动资产	16576	23232	24853	27025	29440	财务费用	24	520	76	263	357
长期投资	794	765	711	661	616	资产减值损失	-1	-63	0	0	0
固定资产	4693	6129	7713	9643	11703	公允价值变动收益	-259	52	80	96	115
无形资产	918	998	1050	1108	1161	投资净收益	48	606	330	232	312
其他非流动资产	10172	15340	15378	15613	15960	营业利润	2341	3389	4537	5948	8104
资产总计	29239	46291	50019	55205	61832	营业外收入	7	5	40	15	17
流动负债	6634	7920	8912	10140	11261	营业外支出	11	26	14	16	16
短期借款	1604	1230	1230	1230	1230	利润总额	2337	3369	4563	5948	8104
应付票据及应付账款	592	941	984	1445	1563	所得税	426	383	659	797	1163
其他流动负债	4438	5749	6698	7465	8468	税后利润	1911	2986	3904	5151	6941
非流动负债	5195	5652	5370	5116	4852	少数股东损益	57	26	121	130	164
长期借款	2637	1819	1537	1283	1019	归属母公司净利润	1855	2960	3784	5021	6777
其他非流动负债	2558	3833	3833	3833	3833	EBITDA	3265	4215	5500	7221	9761
负债合计	11829	13573	14282	15256	16113						
少数股东权益	97	225	345	475	639	主要财务比率					
股本	1651	2442	2930	2930	2930	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	10288	22678	22190	22190	22190	成长能力					
留存收益	5923	8327	11354	15059	20083	营业收入(%)	33.9	28.5	28.1	29.5	27.1
归属母公司股东权益	17312	32494	35391	39475	45080	营业利润(%)	-9.4	44.8	33.8	31.1	36.2
负债和股东权益	29239	46291	50019	55205	61832	归属于母公司净利润(%)	-18.0	59.6	27.8	32.7	35.0
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	39.0	38.0	39.2	40.8	42.3
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	14.4	17.9	17.9	18.3	19.4
经营活动现金流	2916	3974	4129	5038	7801	ROE(%)	11.0	9.1	10.9	12.9	15.2
净利润	1911	2986	3904	5151	6941	ROIC(%)	8.3	7.4	8.9	10.8	13.1
折旧摊销	814	959	1126	1486	1914	偿债能力					
财务费用	24	520	76	263	357	资产负债率(%)	40.5	29.3	28.6	27.6	26.1
投资损失	-48	-606	-330	-232	-312	流动比率	1.9	2.9	2.8	2.8	2.9
营运资金变动	-497	-494	-568	-1534	-984	速动比率	1.5	2.3	2.3	2.2	2.3
其他经营现金流	711	609	-80	-96	-115	营运能力					
投资活动现金流	-4975	-8776	-2337	-3330	-3903	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
筹资活动现金流	1558	9888	-1038	-1422	-1755	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)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.76	1.21	1.54	2.05	2.77	P/E	189.4	118.7	92.9	70.0	51.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.62	1.68	2.06	3.18	P/B	20.3	10.8	9.9	8.9	7.8
每股净资产(最新摊薄)	7.06	13.26	14.44	16.11	18.40	EV/EBITDA	128.7	97.8	74.8	56.9	41.9

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn