

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

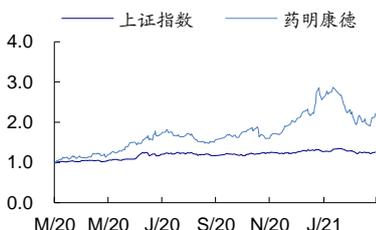
医疗器械与服务

**药明康德(603259)**
**买入**

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,451/1,792
总市值/流通(百万元)	/
上证综指/深圳成指	3,457/13,888
12个月最高/最低(元)	188.28/78.77

**相关研究报告:**

《药明康德-603259-2020 年业绩快报点评: 业绩持续高增长, 一体化平台强者恒强》——2021-03-09  
 《药明康德-603259-2020 年业绩预告点评: 业绩超预期, 2021 有望延续高增长》——2021-01-22  
 《药明康德-603259-2020 年三季报点评: Q3 增长提速, 龙头强者恒强》——2020-10-31  
 《药明康德-603259-2020 年半年报点评: 业绩恢复高增长, 龙头地位稳固》——2020-08-15  
 《药明康德-603259-2019 年年报点评: 收入增长提速, 龙头地位显著》——2020-03-30

**证券分析师: 陈益凌**

电话: 021-60933167  
 E-MAIL: chenyingling@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010002

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

**联系人: 李虹达**

电话: 0755-81982970  
 E-MAIL: lihongda@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**业绩稳健增长, 一体化平台协同性增强**
**● 业绩符合预期, 疫情无碍主营业务高速增长**

药明康德 2020 年全年营收 165.35 亿元 (+28.46%), 归母净利润 29.60 亿元 (+59.62%), 扣非归母净利润 23.85 亿元 (+24.60%), 经调整 Non-IFRS 归母净利润达到 35.65 亿元 (+48.10%)。Q4 单季度营收 47.21 亿元 (+31.36%), 单季度经调整净利润 10.89 亿元 (+93.1%)。业绩符合预期, 疫情下整体保持了高速增长趋势, 受益于产能利用率较高、收入结构调整等因素, 经调整利润率显著提升。

**● 中国区实验室与 CDMO 增长强劲, 临床 CRO 在手订单充足**

2020 年公司中国区实验室业务收入 85.46 亿 (+32.0%), CDMO 收入 52.82 亿 (+40.8%), 疫情影响下海外订单持续增加, 国内需求景气度仍然较高, 漏斗效应下早期项目持续向后期和商业阶段滚动。美国区实验室收入 15.17 亿元 (-3.0%), 主要受疫情影响导致部分项目延期; 临床及其他 CRO 收入 11.69 亿元 (+10.0%), 收入及毛利率均受到疫情部分影响, 但在手订单保持高速增长, 2021 年有望持续恢复。

**● 一体化平台协同性增强, 新业务布局逐步进入收获期**

公司一体化平台协同性持续体现, 新增客户数量超过 1300 家, 使用多部门业务的客户贡献收入 143.52% (+27.6%), 占总收入的 86.8%。新业务布局逐步进入收获期: 一体化药物发现平台 (HitS) 已赋能超过 500 家全球客户; CDMO 完成第一个从原料药、片剂、包装的一体化商业化项目; 寡核苷酸公斤级生产车间、大规模多肽原料药生产车间投入运营; 美国区实验室推出腺相关病毒一体化悬浮培养平台、CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台, 全年为 36 个临床阶段细胞和基因治疗项目提供服务。

**● 风险提示: 疫情影响加剧; 行业景气度降低; 投资收益大幅波动等**
**● 投资建议: 业绩稳健增长, 平台协同性强, 维持“买入”评级。**

公司短期在手订单较为饱满, 2021 年高增长确定性强; 长期有望持续受益于一体化平台协同效应, 保持稳健增长态势。上调盈利预测, 预计 2021~2023 年归母净利润为 38.98/52.45/69.24 亿元, 对应当前股价 PE 为 90/67/51X, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

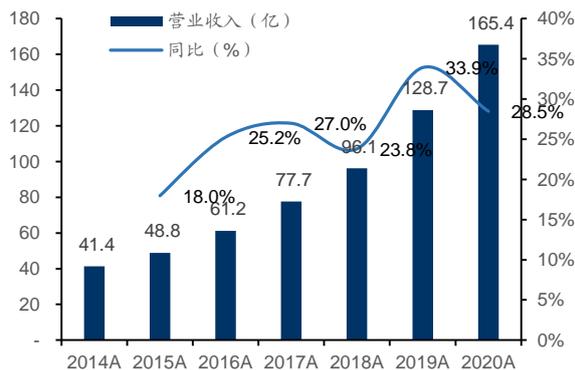
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12,872	16,535	21,697	28,071	35,760
(+/-%)	33.9%	28.5%	31.2%	29.4%	27.4%
净利润(百万元)	1,855	2,960	3,898	5,245	6,924
(+/-%)	-18.0%	59.6%	31.7%	34.6%	32.0%
摊薄每股收益(元)	1.12	1.21	1.59	2.14	2.82
EBIT Margin	19.2%	18.9%	19.8%	20.5%	21.3%
净资产收益率(ROE)	10.7%	9.1%	11.1%	13.5%	15.8%
市盈率(PE)	127.6	118.3	90.1	67.0	50.8
EV/EBITDA	78.5	116.3	73.6	56.4	44.4
市净率(PB)	13.7	10.8	10.0	9.0	8.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩符合预期,疫情无碍主营业务高速增长。药明康德 2020 年全年营收 165.35 亿元 (+28.46%), 归母净利润 29.60 亿元 (+59.62%), 扣非归母净利润 23.85 亿元 (+24.60%)。Q4 单季度营收 47.21 亿元 (+31.36%), 单季度归母净利润 5.92 亿元 (+562.03%), 单季度扣非归母净利润 7.31 亿元 (+265.52%)。尽管公司业务 20Q1 受到疫情的部分影响,但自 Q2 开始恢复强劲,下半年随着海外客户订单的较快增长,及产能利用和经营效率的不断提升,实现了收入与利润的持续高增长。

图 1: 药明康德营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



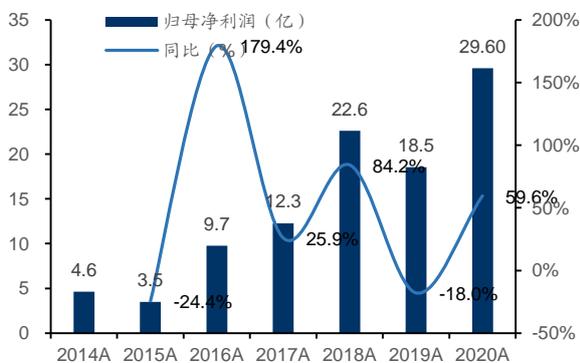
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 药明康德单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 药明康德归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



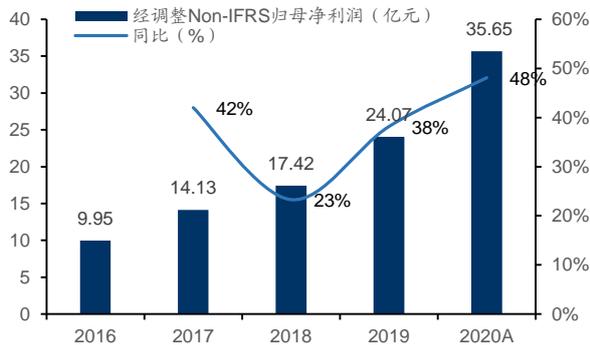
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 药明康德单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

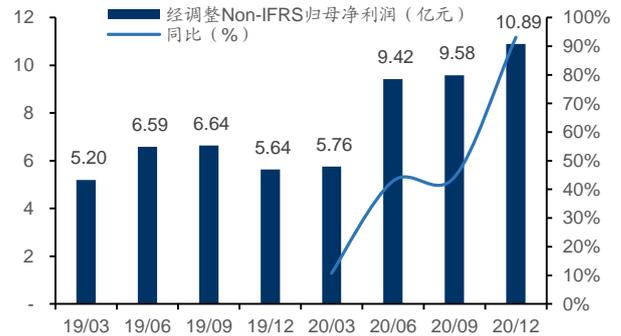


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

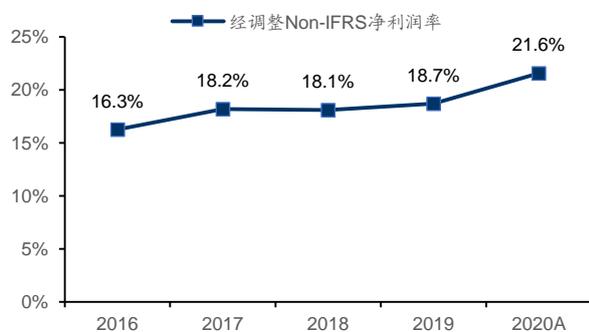
经调整 Non-IFRS 净利润稳健增长, 利润率持续提升。公司 2020 年实现经调整 Non-IFRS 净利润 35.65 亿元 (+48.1%), Q4 单季度经调整净利润 10.89 亿元 (+93.1%)。经调整净利润与归母净利润差异主要体现在股权激励费用、可转债衍生金融工具部分的公允价值变动损益、已实现及未实现权益类投资收益。经调整净利润率同比亦有明显提升, Q1~Q4 分别达到 18%/23%/21%/23%, 预计美国区实验室、临床 CRO 等业务的毛利率此前受到疫情影响有所下降, 但随着疫情影响逐步消退, 产能利用率提升, 未来盈利能力有望进一步提升。

**图 5：药明康德经调整 Non-IFRS 业绩及增速（亿元、%）**


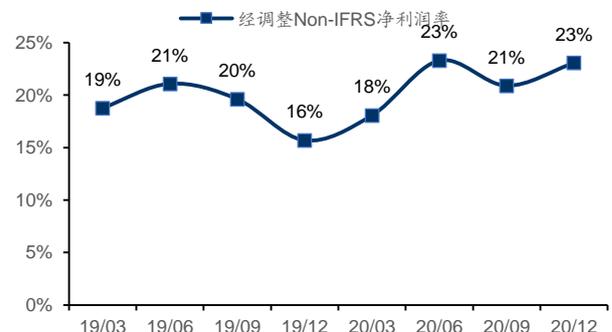
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图 6：药明康德单季度经调整 Non-IFRS 业绩及增速**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图 7：药明康德经调整 Non-IFRS 净利润率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图 8：药明康德单季度经调整 Non-IFRS 净利润率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1：归母净利润与经调整 Non-IFRS 归母净利润差异**

亿元	2020	2019	同比增长
归属于上市公司股东的净利润	29.60	18.55	59.6%
加：	0.00	0.00	
股权激励费用	5.88	1.61	
可转股债券发行费用	0.05	0.04	
可转债衍生金融工具部分的公允价值变动损益	13.49	0.98	
汇率波动相关损益	2.86	1.15	
并购所得无形资产摊销	0.36	0.28	
商誉减值损失	0.44	0.00	
Non-IFRS 归属于上市公司股东的净利润	52.68	22.61	133.0%
加：	0.00	0.00	
已实现及未实现权益类投资收益	-17.17	1.07	
已实现及未实现应占合营公司的亏损	0.14	0.39	
经调整 Non-IFRS 归属于上市公司股东的净利润	35.65	24.07	48.1%

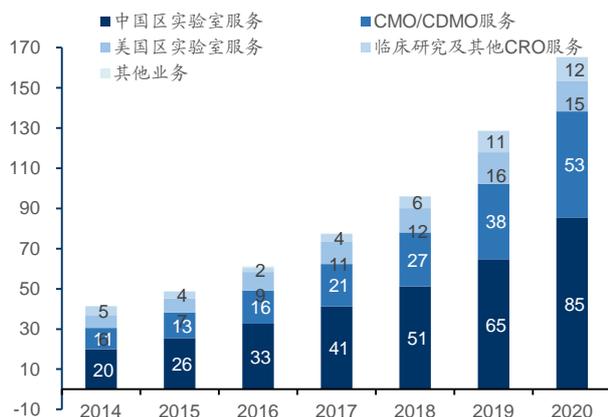
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**四大业务板块多轮驱动，中国区实验室与 CDMO 业务增长强劲。**2020 年公司中国区实验室业务收入 85.46 亿元 (+32.0%)，CDMO 业务收入 52.82 亿元 (+40.8%)，预计主要受益于国内外订单需求旺盛，“漏斗效应”持续发挥作用。美国区实验室业务收入 15.17 亿元 (-3.0%)，主要受疫情影响导致部分项目延期；临床及其他 CRO 业务实现收入 11.69 亿元 (+10.0%)，收入增速逐季提高，在手订单保持高速增长 (CDS 在手订单预计增长 48%，SMO 预计增长 41%)。

**国内客户收入占比提升，多部门协同效应强。**分地区来看，2020 年公司来自中

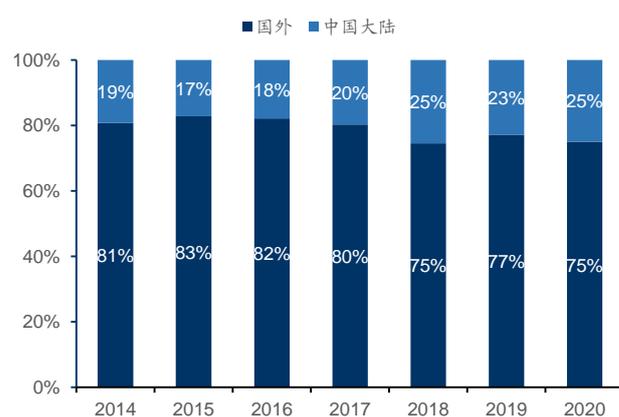
国大陆客户的收入 41.45 亿元 (+39.8%)，海外客户收入 123.90 亿元 (+25.1%)，国内收入占比提升。原有客户贡献收入 155.04 亿元 (+32.1%)，新增客户贡献 10.32 亿元，新增客户数量超过 1300 家，长尾效应显著。全球前 20 大药企客户贡献收入 54.27 亿元 (+28.8%)，占总收入的 32.8%，中国及长尾客户贡献收入 111.08 亿元 (+28.3%)，客户持续呈现多元化。使用多部门业务的客户贡献收入 143.52% (+27.6%)，占总收入的 86.8%，一体化平台优势明显。

图 9：药明康德分板块收入构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：药明康德分地区收入构成

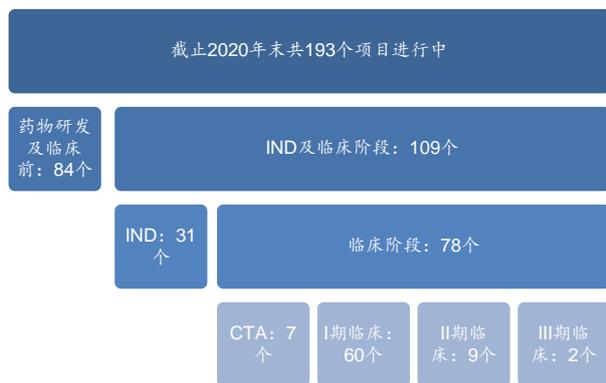


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**中国区实验室业务：收入稳健增长，龙头地位明显。**2020 年公司中国区实验室服务实现收入 85.46 亿元 (+32.0%)。尽管 Q1 受到疫情部分影响，但 Q2 全面复工后，市场需求强劲，海外客户订单增长较快，收入保持快速增长。

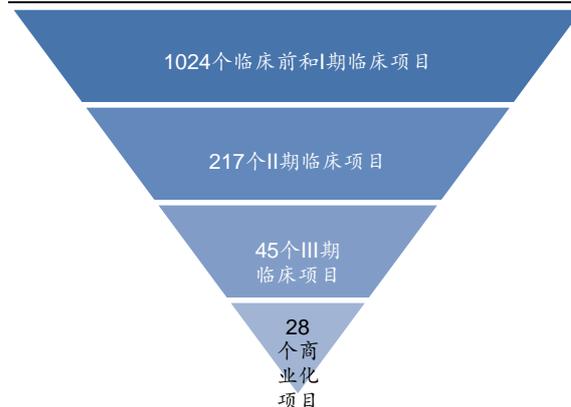
- **小分子化合物发现：**化学 FFS 服务收入增速超 35%；针对新冠疫情及时建立起领先的传染性疾病的小分子药物发现平台，从 2020 年 3 月起累计服务于 77 家全球客户；公司通过整合 DEL、蛋白生产和基于蛋白质结构的药物发现平台建立起一体化的靶标到命中化合物发现平台 (HitS)，2020 年已赋能超过 500 家全球客户，同比增长超过 350%，实现收入 1.96 亿元 (+43%)。
- **药物分析及测试服务：**安全性评价业务收入增速超过 74%，WIND (WuXi IND) 一体化平台签约 100 个服务项目，通过 eCTD (药品电子通用技术文档) 方式，为国内外客户进行过 IND 申报。
- **DDSU：**2020 年为客户完成 33 个 IND 申报，并获得 30 个 CTA；累计为客户完成 118 个 IND 申报，并获得 87 个 CTA；2 个项目处于 III 期临床试验；9 个项目处于 II 期临床试验；60 个项目处于 I 期临床试验。
- **中国区细胞和基因治疗：**为 2 个 II/III 期临床试验项目提供服务。贴壁培养腺相关病毒服务平台正式投入运营，悬浮培养腺相关病毒服务平台正在建设中。

图 11: 药明康德 DDSU 项目进展



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 12: 药明康德 CDMO 项目数



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**CDMO 业务：漏斗效应成效显著，持续扩大产能建设。** CDMO 业务收入 52.82 亿元 (+40.8%)。

- **项目数持续快速增长：**2020 年公司新增小分子管 575 个，其中包括 35 个 II/III 期临床的外部项目。整体 CDMO 管线中 III 期临床项目增至 45 个（截止 20Q3 共 42 个）、获批上市项目增至 28 个（截止 20Q3 为 26 个）。2020 年 12 月，诺诚健华的奥布替尼获批，成为公司第一个从原料药、喷雾干燥制备固体分散体到片剂和包装的一体化的商业化项目。
- **产能持续拓展：**流体化学技术平台成熟，有望开始在多个临床后期和商业化项目中应用。高活性药物原料药的产能进一步提升，常州新建高活性原料药实验室及车间已投产，高活性原料药的年产能提高至百公斤级。常州的寡核苷酸公斤级生产车间正式投入运营，寡核苷酸原料药单批合成最大规模上升到 1 摩尔。合全药业常州基地的大规模多肽原料药生产车间正式投入运营，共有 7 条生产线，能够提供临床前到商业化的一体化服务。

**美国区实验室业务：疫情影响导致小幅下滑，2021 年有望恢复增长。** 美国区实验室业务 2020 年实现收入 15.17 亿元 (-3.0%)，主要由于疫情影响美国区实验室和工厂运营效率下降、部分客户的临床试验失败项目终止等。

- **细胞和基因治疗 CDMO 服务：**2020 年收入下降 9%，但细胞和基因治疗 CDMO 服务能力进一步提升。2020 年公司推出腺相关病毒一体化悬浮培养平台、CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台。全年为 36 个临床阶段细胞和基因治疗项目提供服务，其中包括 24 个 I 期临床试验项目和 12 个 II/III 期临床试验项目。
- **医疗器械检测服务：**2020 年收入增长 6%，受疫情影响运营效率有所下降。欧盟医疗器械法规（法规（EU）2017/745）生效的时间表推迟一年，未来随着医疗器械的认证标准持续提升，公司有望抓住机遇实现快速增长。

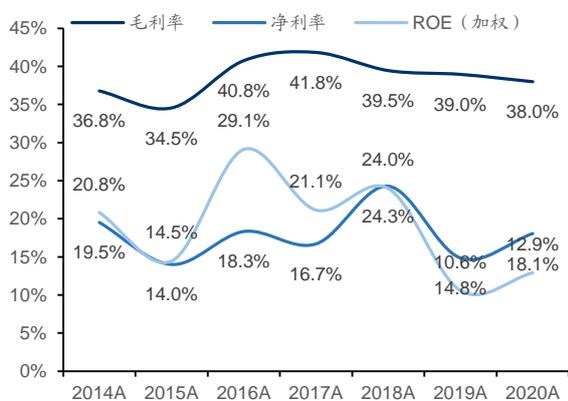
**临床 CRO 业务：**临床及其他 CRO 业务实现收入 11.69 亿元 (+10.0%)，受疫情影响收入增速有所放缓，在手订单持续快速增加。

- **临床试验服务（CDS）：**团队人数约 800 人，2020 年为中美两地客户完成了 12 个跨地区临床试验，CDS 订单增长超过 48%
- **现场管理服务（SMO）：**超过 3300 人的 CRC 团队在 150 个城市为约 1000 家医院提供服务，协助 17 个品种获批上市，SMO 在手订单增长超过 41%。

整体毛利率受疫情影响略有下降，财务费用率提升幅度较大。2020 年公司整体毛利率 37.99% (-0.96pp)，主要由于美国区实验室及临床 CRO 业务受疫情影响毛利率有所下降。销售费用率 3.56% (+0.15pp)，管理费用率 15.31% (-0.79pp)，研发费用率 4.19% (-0.40pp)，均基本保持稳定；财务费用率 3.14% (+2.95pp)，提升幅度较大主要由于汇兑损益影响。期间费用率合计 22.01% (+2.31pp)。

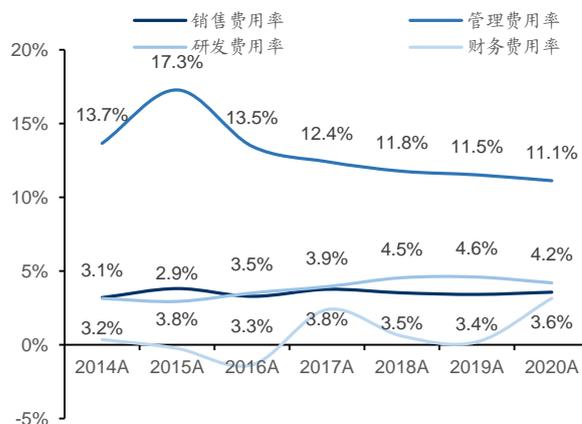
净利率及加权 ROE 提升，主要受非经常性损益影响。加权平均净资产收益率达到 18.1%(+3.3pp)，去年同期主要受 H 股上市及超额配售稀释股权导致 ROE 较低，今年投资收益及公允价值变动损益对归母净利润影响较大，共同导致净利率和 ROE 显著提升。

图 13: 药明康德毛利率、净利率、ROE 变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 药明康德期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流保持较高增长，现金流质量较高。2020 年公司经营活动现金流量净额 39.7 亿元，同比增长 36.27%，主要由于各业务板块高速增长，收款及时，同时成本付款控制有效。现金流/扣非归母净利润进一步提高到 167%，现金流质量较高。

人效持续提升，人均薪酬基本稳定。2020 年末公司共有员工 26411 名，其中 9128 名获得硕士或以上学位，1141 名获得博士或同等学位。人均创收进一步提升至 62.6 亿元，距离全球龙头的 16~19 万美元水平仍有提升空间。人均创利（经调整净利润口径）持续提升，人均薪酬基本保持稳定。

图 15: 药明康德经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 药明康德人均产出及薪酬情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：人均创利对应经调整 Non-IFRS 净利润

一体化平台协同性增强，外部合作提升 ADC 服务能力。公司已建立起全产业链布局的一体化研发和生产平台，近年来已经体现出较强的内部转化能力和客户粘性。公司通过持续优化内部业务结构，并加强外部强强合作，持续拓宽能力边界，为客户提供高效前沿的服务。

- **内部整合：**1) 公司通过整合 DEL、蛋白生产和基于蛋白质结构的药物发现平台建立起一体化的靶标到命中化合物发现平台 (HitS)，已赋能超过 500 家全球客户；2) 整合 API 合成、制剂开发、药效、药代、安全性评价及申报资料撰写和递交服务，搭建新药研发申报一体化平台 WIND；3) CDMO 业务首次实现从原料药、喷雾干燥制备固体分散体到片剂和包装的一体化的商业化项目。
- **外部合作：**整合合全药业与药明生物在偶联药物研发和 GMP 生产等细分领域的专业能力，建立合资公司提供一站式的抗体偶联药物 (ADC) 的 CDMO 服务。药明生物出资 1.2 亿美元，持股 60%，合全药业出资 8000 万元，持股 40%。

#### 盈利预测：上调收入与盈利预测

公司整体保持强劲增长态势，盈利能力有望进一步提升。中国区实验室及 CDMO 业务景气度高，美国区实验室及临床 CRO 业务有望持续恢复。经调整 Non-IFRS 净利润率同比提升显著，盈利能力进一步增强。

- **中国区实验室：**疫情带来的海外订单转移，后续预计仍有较强粘性，长尾战略下来自国内和长尾客户的订单保持较高增速，一体化 HitS 药物发现平台有望持续引流，预计未来三年增速有望保持 26~30% 的水平。
- **CDMO：**合全药业持续加大产能建设，原料药、制剂、包装一体化生产服务能力进一步提升。行业景气度维持较高水平，漏斗效应下有望维持稳健增长，预计未来三年增速有望维持在 28~35% 的水平。
- **美国区实验室：**疫情影响下出现小幅下滑，随着海外疫情持续好转，2021 年开始有望重回快速增长轨道，欧盟医疗器械法规生效虽然延期一年，但后续对医疗器械的监管持续趋严有望带来器械检测服务需求提升。
- **临床 CRO：**国内 SMO 领域有望维持领先地位，CDS 业务在手订单增速较快，随着疫情得到控制毛利率有望修复。

综合来看，公司各业务板块仍保持稳健的发展态势，随着产能利用率的提升，未来毛利率有望进一步提高。上调 2021~2022 年收入及业绩预测，新增 2023 年预测。预计 2021~2023 年收入达到 217.14/280.94/357.89 亿元，(此前 2021~2022 年预测为 209.63/266.03 亿元，上调 3.58%/5.60%)，同比增长 31.2%/29.4%/27.4%。预计 2021~2023 年归母净利润达 38.98/52.45/69.24 亿元 (此前 2021~2022 年预测为 36.66/49.29 亿元，上调 6.33%/6.41%)，同比增长 31.7%/34.6%/32.0%。预计 2021~2023 年经调整 Non-IFRS 净利润达到 47.77/62.65/80.53 亿元，同比增长 22.0%/22.3%/22.5%。

**表 2: 药明康德业绩拆分及盈利预测假设**

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>77.65</b>	<b>96.14</b>	<b>128.72</b>	<b>165.49</b>	<b>217.14</b>	<b>280.94</b>	<b>357.89</b>
CRO 服务	56.12	69.02	90.99	112.32	145.49	186.53	236.80
中国区实验室服务	41.21	51.13	64.73	85.46	111.10	142.20	179.18
小分子化合物发现服务	32.03	39.28	49.72	65.65	85.35	109.24	137.65
药物分析及测试服务	9.18	11.85	15.01	19.81	25.75	32.96	41.53
美国区实验室服务	11.35	12.04	15.63	15.17	18.96	24.27	31.55
临床研究及其他 CRO 服务	3.56	5.85	10.63	11.69	15.43	20.06	26.08
CMO/CDMO 服务	21.09	26.99	37.52	52.82	71.31	93.94	120.49
生产	18.44	23.52	32.70	46.03	62.14	82.02	104.99
工艺开发	2.64	3.47	4.82	6.79	9.17	11.92	15.49
其他业务	0.45	0.13	0.21	0.35	0.35	0.46	0.60
<b>营收增速</b>	<b>27.0%</b>	<b>23.8%</b>	<b>33.9%</b>	<b>28.6%</b>	<b>31.2%</b>	<b>29.4%</b>	<b>27.4%</b>
CRO 服务	27.2%	23.0%	31.8%	23.4%	29.5%	28.2%	27.0%
中国区实验室服务	26.0%	24.1%	26.6%	32.0%	30.0%	28.0%	26.0%
小分子化合物发现服务	29.1%	22.7%	26.6%	32.0%	30.0%	28.0%	26.0%
药物分析及测试服务	16.3%	29.1%	26.6%	32.0%	30.0%	28.0%	26.0%
美国区实验室服务	21.3%	6.1%	29.8%	-3.0%	25.0%	28.0%	30.0%
临床研究及其他 CRO 服务	72.6%	64.2%	81.8%	10.0%	32.0%	30.0%	30.0%
CMO/CDMO 服务	28.8%	28.0%	39.0%	40.8%	35.0%	31.7%	28.3%
生产	30.0%	27.5%	39.0%	40.8%	35.0%	32.0%	28.0%
工艺开发	21.3%	31.3%	39.0%	40.8%	35.0%	30.0%	30.0%
其他业务	-33.5%	-72.1%	66.5%	66.5%	0.0%	32.0%	30.0%
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>32.48</b>	<b>37.93</b>	<b>50.14</b>	<b>62.80</b>	<b>85.54</b>	<b>112.24</b>	<b>145.23</b>
CRO 服务	23.11	26.68	35.12	40.94	56.50	74.00	96.11
中国区实验室服务	18.45	22.07	27.79	35.95	47.34	61.30	78.14
小分子化合物发现服务	14.80	17.51	22.04	28.89	37.55	48.61	61.94
药物分析及测试服务	3.64	4.57	5.75	7.06	9.78	12.69	16.20
美国区实验室服务	3.62	2.89	4.75	3.29	5.31	7.28	10.41
临床研究及其他 CRO 服务	1.04	1.71	2.58	1.71	3.86	5.42	7.56
CMO/CDMO 服务	9.23	11.21	14.99	21.77	28.95	38.13	48.97
生产	7.95	9.61	12.84	18.72	24.82	32.77	42.00
工艺开发	1.28	1.61	2.15	3.06	4.12	5.36	6.97
其他业务	0.15	0.03	0.03	0.09	0.09	0.11	0.15
<b>毛利率(%)</b>	<b>41.8%</b>	<b>39.5%</b>	<b>39.0%</b>	<b>37.9%</b>	<b>39.4%</b>	<b>40.0%</b>	<b>40.6%</b>
CRO 服务	41.2%	38.7%	38.6%	36.5%	38.8%	39.7%	40.6%
中国区实验室服务	44.8%	43.2%	42.9%	42.1%	42.6%	43.1%	43.6%
小分子化合物发现服务	46.2%	44.6%	44.3%	44.0%	44.0%	44.5%	45.0%
药物分析及测试服务	39.7%	38.5%	38.3%	35.7%	38.0%	38.5%	39.0%
美国区实验室服务	31.9%	24.0%	30.4%	21.7%	28.0%	30.0%	33.0%
临床研究及其他 CRO 服务	29.3%	29.3%	24.3%	14.6%	25.0%	27.0%	29.0%
CMO/CDMO 服务	43.8%	41.6%	40.0%	41.2%	40.6%	40.6%	40.6%
生产	43.1%	40.9%	39.3%	40.7%	40.0%	40.0%	40.0%
工艺开发	48.4%	46.3%	44.5%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务	33.0%	27.5%	14.3%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
<b>期间费用</b>							
销售费用率(%)	3.8%	3.5%	3.4%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
管理费用率(%)	12.4%	11.8%	11.5%	11.1%	11.3%	11.2%	11.2%
研发费用率(%)	3.9%	4.5%	4.6%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
财务费用率(%)	2.4%	0.6%	0.2%	3.1%	-0.9%	-1.1%	-1.2%
<b>归母净利润</b>	<b>12.27</b>	<b>22.61</b>	<b>18.55</b>	<b>29.60</b>	<b>38.98</b>	<b>52.45</b>	<b>69.24</b>
同比增长	25.9%	84.2%	-18.0%	59.6%	31.7%	34.6%	32.0%
净利率(%)	20.1%	29.1%	19.3%	17.9%	18.0%	18.7%	19.3%
<b>经调整 non-IFRS 净利润</b>	<b>14.13</b>	<b>17.42</b>	<b>24.07</b>	<b>35.68</b>	<b>47.77</b>	<b>62.65</b>	<b>80.53</b>
同比增长	42%	23%	38%	48%	34%	31%	29%
经调整 non-IFRS 净利润率	18.2%	18.1%	18.7%	21.6%	22.0%	22.3%	22.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

**投资建议：业绩稳健增长，平台协同性强，维持“买入”评级。**公司短期在手订单较为饱满，2021 年高增长确定性强；长期有望持续受益于一体化平台协同效应，保持稳健增长态势。上调 2021~2022 年收入及业绩预测，新增 2023 年预测。预计 2021~2023 年收入达到 217.14/280.94/357.89 亿元，（此前 2021~2022 年预测为 209.63/266.03 亿元，上调 3.58%/5.60%），同比增长 31.2%/29.4%/27.4%。预计 2021~2023 年归母净利润达 38.98/52.45/69.24 亿元（此前 2021~2022 年预测为 36.66/49.29 亿元，上调 6.33%/6.41%），同比增长 31.7%/34.6%/32.0%，对应当前股价 PE 为 90/67/51X，维持“买入”评级。

**风险提示：疫情持续影响业务风险；行业景气度降低风险；人才流失风险；投资收益大幅波动风险**

**表 3：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 210330	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
				19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E	19A	20A			
603259	药明康德	143.37	3513	0.76	1.21	1.59	2.14	189.4	118.3	90.1	67.0	10.7	2.9		买入	
300347	泰格医药	148.65	1297	0.96	2.01	2.04	2.68	154.1	74.0	73.2	55.3	19.9	1.8		买入	
300759	康龙化成	146.63	1165	0.69	1.48	1.69	2.22	212.9	99.1	83.0	62.5	7.0	2.0		买入	
002821	凯莱英	294.10	714	2.28	3.06	4.01	5.28	128.8	96.1	73.3	55.7	18.2	3.0		买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	10237	14406	19176	25100	营业收入	16535	21697	28071	35760
应收款项	3699	4865	6294	8018	营业成本	10253	13150	16856	21249
存货净额	2686	2839	3656	4651	营业税金及附加	35	52	63	80
其他流动资产	1820	2024	2619	3337	销售费用	588	770	994	1247
<b>流动资产合计</b>	<b>23059</b>	<b>28752</b>	<b>36364</b>	<b>45724</b>	管理费用	2532	3431	4397	5578
固定资产	8796	8087	7383	6671	财务费用	520	(185)	(300)	(433)
无形资产及其他	998	958	918	878	投资收益	606	100	110	121
投资性房地产	12673	12673	12673	12673	资产减值及公允价值变动	115	50	55	61
长期股权投资	765	892	1019	1147	其他收入	61	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>46291</b>	<b>51362</b>	<b>58357</b>	<b>67093</b>	营业利润	3389	4628	6228	8221
短期借款及交易性金融负债	1407	1238	1238	1295	营业外净收支	(20)	0	0	0
应付款项	941	1035	1333	1696	<b>利润总额</b>	<b>3369</b>	<b>4628</b>	<b>6228</b>	<b>8221</b>
其他流动负债	5572	6983	8991	11427	所得税费用	383	694	934	1233
<b>流动负债合计</b>	<b>7920</b>	<b>9256</b>	<b>11562</b>	<b>14417</b>	少数股东损益	26	36	48	63
长期借款及应付债券	1819	1819	1819	1819	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2960</b>	<b>3898</b>	<b>5245</b>	<b>6924</b>
其他长期负债	3833	4803	5773	6744					
<b>长期负债合计</b>	<b>5652</b>	<b>6622</b>	<b>7593</b>	<b>8563</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>13573</b>	<b>15879</b>	<b>19155</b>	<b>22980</b>	净利润	2960	3898	5245	6924
少数股东权益	225	260	309	372	资产减值准备	(45)	99	(4)	(8)
股东权益	32494	35222	38894	43741	折旧摊销	0	700	802	820
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46291</b>	<b>51362</b>	<b>58357</b>	<b>67093</b>	公允价值变动损失	(115)	(50)	(55)	(61)
					财务费用	520	(185)	(300)	(433)
					营运资本变动	(3641)	1051	430	325
					其它	71	(64)	52	71
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(770)</b>	<b>5635</b>	<b>6471</b>	<b>8072</b>
					资本开支	(2442)	0	0	0
					其它投资现金流	(2916)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(5330)</b>	<b>(127)</b>	<b>(127)</b>	<b>(127)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(762)	0	0	0
					支付股利、利息	0	(1169)	(1574)	(2077)
					其它融资现金流	12634	(169)	0	56
					<b>融资活动现金流</b>	<b>11110</b>	<b>(1339)</b>	<b>(1574)</b>	<b>(2021)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>5010</b>	<b>4169</b>	<b>4770</b>	<b>5924</b>
					货币资金的期初余额	5227	10237	14406	19176
					货币资金的期末余额	10237	14406	19176	25100
					企业自由现金流	(3312)	5400	6131	7611
					权益自由现金流	8560	5388	6386	8035

关键财务与估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.21	1.59	2.14	2.82
每股红利	0.00	0.48	0.64	0.85
每股净资产	13.31	14.37	15.87	17.85
ROIC	11%	13%	19%	26%
ROE	9%	11%	13%	16%
毛利率	38%	39%	40%	41%
EBIT Margin	19%	20%	21%	21%
EBITDA Margin	19%	23%	23%	24%
收入增长	28%	31%	29%	27%
净利润增长率	60%	32%	35%	32%
资产负债率	30%	31%	33%	35%
息率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%
P/E	118.3	90.1	67.0	50.8
P/B	10.8	10.0	9.0	8.0
EV/EBITDA	116.3	73.6	56.4	44.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032