

药明康德(603259)

点评报告

行业公司研究—医疗服务行业

证券研究报告

利润端超预期，看好 CGT CDMO 估值弹性

——药明康德 2021H1 业绩预告点评

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

报告导读

2021H1 主业利润端超我们预期，CDMO 加速再次得到验证，看好 CGT CDMO 业务大估值弹性空间，维持对 2021 年业绩加速判断，维持“买入”评级。

投资要点

业绩：利润端超我们预期，Q2 主业延续强劲增长

2021H1 业绩预告：2021H1 归母净利润 YOY 53%-55%，扣非净利润 YOY 86%-88%。2021Q2 扣非净利润 YOY 69%-72%，我们预计公司经调整 Non-IFRS 净利润 YOY 50%-60%，超我们预期，验证了我们对加速趋势的判断。

业务：再次验证我们对 CDMO 加速判断

我们预计 Q2 小分子 CDMO 延续高增长：假设延续 2020Q2-2021Q1 小分子 CDMO 业务收入增速趋势，我们预计 21Q2 小分子 CDMO 收入 YOY50%+，这源自项目漏斗效应加速兑现，持续验证我们是 2020 年提出的加速期判断。

其他业务拆分：我们预计 2021H1 临床研究及其他 CRO 服务收入 YOY 可能在 40%-50%，中国区实验室收入 YOY 可能在 30%-40%，略低于整体收入 YOY，美国区实验室服务收入 YOY 可能在 -5%-0%，持续恢复中。

看全年：我们仍然维持对小分子 CDMO 业绩加速（相比 2020 年 YOY）判断，我们预计临床研究及其他 CRO 服务全年有望高增长，下半年伴随着海外疫情缓解美国区实验室服务有望逐步恢复，中国区实验室服务业务维持较高的增长水平。

估值：CGT CDMO 业务重估窗口打开，带来更大市值弹性

公司作为全球细胞和基因治疗 CDMO 第一梯队，其服务项目有望加快进入商业化阶段，带来 2022-2023 年盈利能力加速提升，有望带来较为显著的估值弹性。按照我们《细胞和基因治疗 CDMO 深度报告：下一个十年十倍行业》中测算，2026-2027 年药明康德细胞和基因治疗 CDMO 业务收入有望达到突破 100 亿，2030 年有望达到 230 亿人民币。看好公司中美产能布局下全球竞争力持续提升以及进入 CGT CMO 元年后更大的估值弹性。

盈利预测及估值

考虑到 2021H1 公司归母净利润同比增长 53%-55%，主要来自于投资收益和公允价值变动收益较大贡献，我们对公司 2021 年归母净利润进行上调。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.85、2.38、3.05 元/股，2021 年 7 月 15 日收盘价对应 2021 年 PE 为 89 倍（对应 2022 年 PE 为 69 倍），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。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥165.00

单季度业绩

元/股

| | |
|---------|------|
| 1Q/2021 | 0.62 |
| 4Q/2020 | 0.25 |
| 3Q/2020 | 0.27 |
| 2Q/2020 | 0.62 |



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：一体化优势凸显，潜在增速最快的 CXO 龙头》2021.06.01
- 2《【浙商医药】药明康德 2021Q1：收入端略超预期，CDMO 加速再获验证》2021.04.29
- 3《【浙商医药】药明康德：订单高景气，看好业绩天花板和估值提升》2021.03.31
- 4《【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
- 5《【浙商医药】药明康德：CDMO 布局新动向，海外产能收购》2021.02.02

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 | 4525 | 5815 | 7452 |
| (+/-) | 59.62% | 52.86% | 28.51% | 28.16% |
| 每股收益(元) | 1.21 | 1.85 | 2.38 | 3.05 |
| P/E | 136.12 | 89.04 | 69.29 | 54.07 |

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 | 23139 | 26890 | 32776 | 营业收入 | 16535 | 22226 | 29193 | 38415 |
| 现金 | 10237 | 6521 | 5839 | 7683 | 营业成本 | 10253 | 13468 | 17399 | 22498 |
| 交易性金融资产 | 4618 | 6000 | 7000 | 8000 | 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 | 134 | 127 | 179 |
| 其他 | 1644 | 2502 | 2702 | 3002 | 资产减值损失 | 75 | 89 | 131 | 192 |
| 非流动资产 | 23232 | 34852 | 41518 | 47160 | 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 | 800 | 800 | 800 |
| 长期投资 | 765 | 1000 | 1100 | 1300 | 其他经营收益 | 199 | 292 | 392 | 492 |
| 固定资产 | 5710 | 8629 | 11723 | 14538 | 营业利润 | 3389 | 5455 | 7004 | 8970 |
| 无形资产 | 998 | 1090 | 1125 | 1183 | 营业外收支 | (20) | (20) | (20) | (20) |
| 在建工程 | 3086 | 6057 | 6705 | 6470 | 利润总额 | 3369 | 5434 | 6984 | 8950 |
| 其他 | 12673 | 18075 | 20865 | 23669 | 所得税 | 383 | 870 | 1117 | 1432 |
| 资产总计 | 46291 | 57991 | 68408 | 79936 | 净利润 | 2986 | 4565 | 5866 | 7518 |
| 流动负债 | 7920 | 7267 | 11014 | 14244 | 少数股东损益 | 26 | 40 | 51 | 65 |
| 短期借款 | 1230 | 100 | 2417 | 3696 | 归属母公司净利润 | 2960 | 4525 | 5815 | 7452 |
| 应付款项 | 941 | 1093 | 1238 | 1375 | EBITDA | 4377 | 6712 | 8538 | 10842 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (最新摊薄) | 1.21 | 1.85 | 2.38 | 3.05 |
| 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 | 18903 | 23213 | 营业利润 | 44.79% | 60.92% | 28.40% | 28.08% |
| 少数股东权益 | 225 | 265 | 316 | 381 | 归属母公司净利润 | 59.62% | 52.86% | 28.51% | 28.16% |
| 归属母公司股东权益 | 32494 | 43640 | 49189 | 56342 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 46291 | 57991 | 68408 | 79936 | 毛利率 | 37.99% | 39.41% | 40.40% | 41.44% |
| | | | | | 净利率 | 18.06% | 20.54% | 20.09% | 19.57% |
| | | | | | ROE | 11.81% | 11.81% | 12.45% | 14.03% |
| | | | | | ROIC | 8.24% | 9.61% | 10.44% | 11.54% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 29.32% | 24.29% | 27.63% | 29.04% |
| | | | | | 净负债比率 | 10.37% | 1.06% | 13.05% | 16.14% |
| | | | | | 流动比率 | 2.91 | 3.18 | 2.44 | 2.30 |
| | | | | | 速动比率 | 2.57 | 2.77 | 1.98 | 1.87 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.44 | 0.43 | 0.46 | 0.52 |
| | | | | | 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 | 1.85 | 2.38 | 3.05 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.63 | 1.43 | 2.69 | 3.87 |
| | | | | | 每股净资产 | 13.31 | 17.87 | 20.14 | 23.07 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 136.12 | 89.04 | 69.29 | 54.07 |
| | | | | | P/B | 12.40 | 9.23 | 8.19 | 7.15 |
| | | | | | EV/EBITDA | 72.30 | 58.82 | 46.60 | 36.65 |

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>