

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

激励加码，协同加深，持续看好

——药明康德事件点评

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

报告导读

我们持续重点推荐药明康德，看好一体化平台持续深化协同以及龙头地位巩固。

投资要点

□ 激励加码，协同加深

事件: 8月2日公司发布: 1) 2021年H股奖励信托计划(草案): 当2021年收入YOY达到34%以上, 方案会生效。H股奖励信托计划不超过20亿港币, 分4年每年25%归属。

2) 2021年股东利益一致性奖励计划(草案): H股市价于批准采纳当日起计合共五年的任何12个月期间, 有45个营业日或以上高于170港元、187港元、204港元和238港元, 分别按照10亿、15亿、20亿及30亿港元设立4个奖励池, 按照5年每期20%归属。

3) 关于聘任陈博士作为联席CEO的公告。陈博士将负责领导公司化学业务板块, 整合合全药业、化学服务部、药物研发国际服务部和核心分析部等化学业务相关的资源和能力, 全力推进CRDMO新战略。

□ 核心逻辑: 业绩加速+协同提升

我们认为以上公告核心, 验证我们对一体化优势的逻辑, 建议关注我们对一体化模式的产业逻辑阐述。

1) 业绩: 今年业绩加速(收入端有望实现34%以上增长)确定性高。公司2021年收入端YOY34%触发H股奖励信托计划生效, 和我们预测一致(我们的预测高于wind一致预期); 我们认为2021年收入高增长源自小分子CDMO业务和临床CRO业务带动, 也有望验证我们从2020年底一直强调的小分子CDMO持续加速的推演结果。**2) CRDMO业务: 更加强调导流, 协同性提升, 验证我们对一体化优势的阐述。**我们认为此次陈博士任联席CEO有望加快合成和生产部门的高效协同, 从而有望更好的实现上游CRO到下游CDMO的更高导流效率。如果参考临床前CRO和CDMO市场规模差距, 我们认为导流率持续提升能够为公司CDMO业务带来更高的成长性, 持续看好公司一体化平台的领先地位。

□ 激励: 再加码, 看好公司长期业务稳定发展

公司公布了两个激励草案, 分别涉及最大75亿港币和20亿港币, 考虑到CXO行业主要是人力驱动型行业, 公司加大对员工深度绑定有利于公司在CXO行业高景气时快速把握住发展机遇, 实现龙头竞争力持续巩固。我们看好公司一体化平台溢价以及未来小分子CDMO、药物发现、药物分析与测试、CGT CDMO业务持续保持行业龙头地位。

□ 盈利预测及估值

我们预计2021-2023年公司EPS为1.85、2.38、3.05元/股, 2021年8月2日收盘价对应2021年PE为82倍(对应2022年PE为64倍), 按照经调整Non-IFRS净利润测算, 我们预计2021年公司经调整Non-IFRS有望实现40%

评级

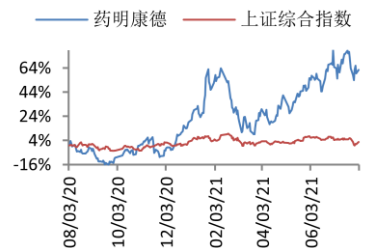
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥152.80

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

- 《【浙商医药】药明康德2021H1预告: 利润端超预期, 看好CGT CDMO估值弹性》2021.07.16
- 《【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
- 《【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
- 《【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
- 《【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

增长（对应 50 亿净利润），2021 年 8 月 2 日收盘市值对应主业 90 倍 PE，考虑到公司一体化平台后续仍有较大的协同提升空间，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	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	126.05	82.46	64.17	50.07

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23059	23139	26890	32776
现金	10237	6521	5839	7683
交易性金融资产	4618	6000	7000	8000
应收账款	3667	4848	5997	7520
其它应收款	32	29	30	29
预付账款	176	194	275	340
存货	2686	3045	5048	6201
其他	1644	2502	2702	3002
非流动资产	23232	34852	41518	47160
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	765	1000	1100	1300
固定资产	5710	8629	11723	14538
无形资产	998	1090	1125	1183
在建工程	3086	6057	6705	6470
其他	12673	18075	20865	23669
资产总计	46291	57991	68408	79936
流动负债	7920	7267	11014	14244
短期借款	1230	100	2417	3696
应付款项	941	1093	1238	1375
预收账款	0	0	0	0
其他	5749	6074	7359	9173
非流动负债	5652	6819	7889	8969
长期借款	0	0	0	0
其他	5652	6819	7889	8969
负债合计	13573	14086	18903	23213
少数股东权益	225	265	316	381
归属母公司股东权	32494	43640	49189	56342
负债和股东权益	46291	57991	68408	79936
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3974	3487	6568	9445
净利润	2986	4565	5866	7518
折旧摊销	959	1244	1497	1763
财务费用	520	134	127	179
投资损失	(606)	(800)	(800)	(800)
营运资金变动	323	(1472)	(51)	(69)
其它	(208)	(184)	(71)	854
投资活动现金流	(8776)	(12434)	(9174)	(8400)
资本支出	(2430)	(7181)	(5100)	(4200)
长期投资	29	(235)	(100)	(200)
其他	(6374)	(5017)	(3974)	(4000)
筹资活动现金流	9888	7433	2923	2300
短期借款	(374)	(1130)	2317	1279
长期借款	(762)	0	0	0
其他	11025	8563	607	1021
现金净增加额	5086	(1513)	318	3345

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	16535	22226	29193	38415
营业成本	10253	13468	17399	22498
营业税金及附加	35	46	61	80
营业费用	588	776	1051	1460
管理费用	1839	2445	3357	4610
研发费用	693	956	1284	1729
财务费用	520	134	127	179
资产减值损失	75	89	131	192
公允价值变动损益	52	50	30	10
投资净收益	606	800	800	800
其他经营收益	199	292	392	492
营业利润	3389	5455	7004	8970
营业外收支	(20)	(20)	(20)	(20)
利润总额	3369	5434	6984	8950
所得税	383	870	1117	1432
净利润	2986	4565	5866	7518
少数股东损益	26	40	51	65
归属母公司净利润	2960	4525	5815	7452
EBITDA	4377	6712	8538	10842
EPS (最新摊薄)	1.21	1.85	2.38	3.05
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	28.46%	34.41%	31.35%	31.59%
营业利润	44.79%	60.92%	28.40%	28.08%
归属母公司净利润	59.62%	52.86%	28.51%	28.16%
获利能力				
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	126.05	82.46	64.17	50.07
P/B	11.48	8.55	7.59	6.62
EV/EBITDA	72.30	54.38	43.11	33.90

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>