

## 公司研究

## 21H1 业绩增长强劲，临床前 CRO 及 CDMO 业务持续高速发展

——药明康德（603259.SH/2359.HK）2021 年半年度业绩公告点评

## 要点

**事件:** 公司发布 2021 年半年度业绩公告, 实现营业收入 105.37 亿(+45.7%YOY), 实现归母净利润 26.75 亿元(+55.79% YOY); 扣非归母净利润 21.27 亿元(+88.05% YOY), 处于业绩预增公告上限, 主要得益于中国区实验室服务以及 CDMO 业务的强劲增长。

**中国区实验室服务保持强劲增长, CDMO 业务打开营收空间。** 21H1, 公司中国区实验室服务实现收入 54.87 亿元 (+45.17% YOY), 增速强劲超过疫情前水平, 主要缘于海外订单快速增长。其中, 公司一体化药物发现平台持续导流, 报告期内累计服务全球超 2200 家客户; 毒理学业务增长强劲, 同比增长 85%。CDMO 服务实现收入 35.99 亿元 (+66.49% YOY), 在各项业务中收入增速最快。报告期内, 公司 CDMO 业务服务新药分子项目数量为 1431 个, 其中处于临床 III 期和已获批上市阶段的分别为 48 个和 32 个。公司持续打造新技术能力建设, 在 2021 年 6 月与药明生物成立合资公司药明合联, 进一步提供 ADC 药物一体化端到端 CDMO 服务, 相关客户较 2020 年底增长 57%。

**临床 CRO 稳步推进, 毛利率回升。** 21H1, 公司临床及其他 CRO 服务实现收入 7.83 亿元 (+56.51%YOY), 得益于中国地区新冠疫情缓解, 经营效率提升推动毛利率上升 2.3 个百分点。报告期内公司合计完成 170 项临床试验开发服务, 3 项新药上市注册以及 5 项临床试验获批。公司现场管理服务 (SMO) 业务增长迅猛, 团队人数同比增长 43% 至 4000 人, 维持国内 SMO 龙头地位。我们认为, 公司开拓全球临床 CRO 服务将是进一步提升国际市场份额的重要增长点。

**CTDMO 美国区业务下滑, 中国区业务发力。** 公司美国区实验室服务实现收入 6.59 亿元 (-15.71%YOY), 主要受 1) 疫情影响实验室及工厂运营; 2) 欧美医疗器械法规生效时间表延长一年对医疗器械检测服务的影响; 3) 部分客户 BLA 申请延迟及一个客户三期临床失败。美国地区 CTDMO 业务增长持续平缓, 而中国区 CTDMO 业务则成功启动并呈现大幅增长, 已为五个临床阶段项目提供服务。我们认为随着 OXGEN 的良好整合, 公司为 CTDMO 提供的质粒及慢病毒载体工艺将进一步优化, 可以显著降低成本, 提供良好竞争力。

**盈利预测、估值与评级:** 基于强劲的实验室服务以及 CDMO 业务增长, 我们维持公司 21-23 年净利润为 43.04/58.2/77 亿元, 分别同比增长 45.4%/35.2%/32.3%, 对应 21-23 年 EPS 为 1.46/1.97/2.61 元。A 股对应 21-23 年 PE 为 95/71/53 倍, 维持“买入”评级; H 股对应 21-23 年 PE 为 91/67/51 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情持续风险; 药企研发投入不及预期; 竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12,872	16,535	21,563	28,286	37,179
营业收入增长率	33.89%	28.46%	30.41%	31.17%	31.44%
净利润 (百万元)	1,855	2,960	4,304	5,819	7,698
净利润增长率	-17.96%	59.62%	45.38%	35.21%	32.29%
EPS (元)	1.12	1.21	1.46	1.97	2.61
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.71%	9.11%	11.98%	14.40%	16.61%
P/E	124	115	95	71	53
P/E (H 股)	117	109	91	67	51

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-12; 汇率: 按 1HKD=0.83243CNY 换算

## A 股: 买入 (维持)

当前价: 139.20 元

## H 股: 买入 (维持)

当前价: 158.50 港元

## 作者

分析师: 林小伟

执业证书编号: S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

联系人: 叶思奥

yesa@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	29.53
总市值(亿元):	4110.20
一年最低/最高(元):	93.91/207.42
近 3 月换手率:	52.48%

## 股价相对走势(A 股)



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.27	-7.72	20.52
绝对	-13.38	9.27	53.35

资料来源: Wind

## 相关研报

21H1 业绩超预期, CDMO 和临床 CRO 业务快速增长——药明康德 (603259.SH/2359.HK) 2021 年 H1 预增公告点评 (2021-07-18)  
21Q1 业绩略超预期, 项目导流带来业绩快速增长——药明康德 (603259.SH/2359.HK) 2021 年一季报点评 (2021-05-03)  
2020 年业绩符合预期, 未来持续强劲增长可期——药明康德 (603259.SH、2359.HK) 2020 年年报点评 (2021-04-01)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,872	16,535	21,563	28,286	37,179
营业成本	7,858	10,253	12,818	16,772	22,082
折旧和摊销	691	817	661	829	1,002
税金及附加	28	35	45	59	78
销售费用	439	588	744	995	1,334
管理费用	1,482	1,839	2,073	2,564	3,331
研发费用	590	693	904	1,186	1,559
财务费用	24	520	219	103	16
投资收益	48	606	126	203	204
营业利润	2,341	3,389	5,155	6,964	9,208
利润总额	2,337	3,369	5,130	6,931	9,166
所得税	426	383	769	1,040	1,375
净利润	1,911	2,986	4,360	5,892	7,791
少数股东损益	57	26	56	72	93
归属母公司净利润	1,855	2,960	4,304	5,819	7,698
EPS(元)	1.12	1.21	1.46	1.97	2.61

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,916	3,974	3,492	5,052	6,271
净利润	1,855	2,960	4,304	5,819	7,698
折旧摊销	691	817	661	829	1,002
净营运资金增加	1,541	1,047	2,963	3,137	4,473
其他	-1,171	-851	-4,436	-4,733	-6,901
投资活动产生现金流	-4,975	-8,776	967	-2,693	-2,212
净资本支出	-2,516	-3,022	-2,300	-2,300	-2,300
长期投资变化	794	765	0	0	0
其他资产变化	-3,252	-6,518	3,267	-393	88
融资活动现金流	1,558	9,888	-579	841	1,158
股本变化	486	791	510	0	0
债务净变化	4,220	-1,363	-1,154	6	-29
无息负债变化	3,108	3,106	1,871	3,770	4,751
净现金流	-534	5,005	3,880	3,199	5,218

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.0%	38.0%	40.6%	40.7%	40.6%
EBITDA 率	26.7%	26.3%	27.0%	27.4%	27.0%
EBIT 率	20.4%	20.5%	23.9%	24.4%	24.3%
税前净利润率	18.2%	20.4%	23.8%	24.5%	24.7%
归母净利润率	14.4%	17.9%	20.0%	20.6%	20.7%
ROA	6.5%	6.5%	8.6%	10.0%	11.2%
ROE (摊薄)	10.7%	9.1%	12.0%	14.4%	16.6%
经营性 ROIC	15.6%	17.2%	19.2%	22.8%	26.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	29%	28%	31%	33%
流动比率	1.91	2.91	3.40	3.48	3.74
速动比率	1.65	2.57	2.94	2.98	3.19
归母权益/有息债务	3.77	10.07	17.33	19.45	22.62
有形资产/有息债务	5.54	13.09	22.13	25.78	31.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	29,239	46,291	50,482	58,841	69,586
货币资金	5,227	10,237	14,117	17,316	22,534
交易性金融资产	1,702	4,618	1,500	1,550	1,600
应收帐款	2,937	3,665	4,782	6,209	8,162
应收票据	25	3	3	4	6
其他应收款 (合计)	31	34	41	54	71
存货	1,742	2,686	3,377	4,425	5,832
其他流动资产	491	537	600	683	794
流动资产合计	12,663	23,059	24,640	30,529	39,377
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	794	765	765	765	765
固定资产	4,333	5,710	6,628	7,459	8,182
在建工程	2,092	3,086	3,365	3,573	3,730
无形资产	918	998	1,237	1,468	1,688
商誉	1,362	1,392	1,392	1,392	1,392
其他非流动资产	1,193	2,487	4,263	4,263	4,263
非流动资产合计	16,576	23,232	25,842	28,312	30,209
总负债	11,829	13,573	14,290	18,066	22,787
短期借款	1,604	1,230	0	0	0
应付账款	573	930	1,162	1,521	2,002
应付票据	19	12	15	19	25
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	0	0	0	0
流动负债合计	6,634	7,920	7,239	8,769	10,520
长期借款	762	0	0	0	0
应付债券	1,875	1,819	1,819	1,819	1,819
其他非流动负债	2,327	3,550	5,230	7,475	10,446
非流动负债合计	5,195	5,652	7,051	9,296	12,267
股东权益	17,410	32,718	36,192	40,776	46,799
股本	1,651	2,442	2,953	2,953	2,953
公积金	10,434	22,917	23,325	23,907	24,132
未分配利润	5,777	8,088	10,587	14,516	20,221
归属母公司权益	17,312	32,494	35,911	40,422	46,353
少数股东权益	97	225	281	354	447

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.41%	3.56%	3.63%	3.70%	3.78%
管理费用率	11.52%	11.12%	10.12%	9.54%	9.43%
财务费用率	0.19%	3.14%	1.01%	0.36%	0.04%
研发费用率	4.59%	4.19%	4.19%	4.19%	4.19%
所得税率	18%	11%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.34	0.36	0.44	0.60	0.79
每股经营现金流	1.77	1.63	1.18	1.71	2.12
每股净资产	10.49	13.31	12.16	13.69	15.70
每股销售收入	7.80	6.77	7.30	9.58	12.59

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	124	115	95	71	53
PB	13.3	10.5	11.4	10.2	8.9
EV/EBITDA	69.6	79.0	69.3	52.0	39.9
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE