

2021年08月13日

药明康德 (603259.SH)

公司快报

强者恒强，平台化龙头全年业绩可期

医药 | 医疗服务 III

投资要点

- ◆ **事件：**公司公布 2021 半年报，上半年实现营收 105.37 亿元，同比增长 45.7%；归母净利润 26.75 亿元，同比增长 55.8%；经调整 Non-IFRS 净利润 24.48 亿元，同比增长 67.8%。剔除 2020 年国内疫情的影响，2021 上半年营收和净利润对比 2019 上半年年复合增长率分别为 33.7%和 56.1%，保持高景气增长。公司业绩符合预期。
- ◆ **中国区实验室业务保持高增速，完成首个 NDA 申报。**中国区实验室服务收入 54.87 亿元，同比增长 45.2%；其中 Q2 收入 29.24 亿元，同比环比 14.08%。国内创新药恢复高景气，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度。**小分子药物发现方面**，新技术相关收入同比增长 52%。药物安全性评价服务收入同比增速 85%；Wuxi IND 平台新签约 81 余个服务。**里程碑分成方面**，截至 2021 年 6 月底，公司累计协助客户完成 126 个 IND 申报，获得 CTA 99 个，其中 I 期项目 68 个，II 期 12 个，III 期 2 个；并在今年 7 月 24 日完成第一个产品的 NDA 申报。其中中国区客户项目 IND 申报有 7 个，获得 CTA 8 个。
- ◆ **CDMO 业务厚积薄发维持高增速，产能建设计划持续推进。**CDMO 业务收入 35.99 亿元，同比增长 66.5%；其中 Q2 收入 19.04 亿元，环比增长 12.33%。受益于因疫情海外订单流入和国内创新药高景气，公司订单充足，CDMO 业务业绩略超预期。**小分子业务 CDMO 方面**，公司服务客户的分子数达到 1413 个，新增超过 341 个，其中 III 期阶段 48 个，商业化阶段 32 个；其中寡核苷酸和多肽药物分子数增加 129%，ADC 客户增加 57%。公司小分子 CDMO 管线分子占到全球临床阶段小分子创新药的 14.1%。**产能扩张方面**，公司完成对百时美施贵宝的瑞士库威生产基地的收购。子公司合全药业与药明生物合作成立药明合联，加强公司对抗体偶联和其他偶联药物的 CDMO 能力。合全药业计划在美国建设原料药和制剂商业化生产基地。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。
- ◆ **美国疫情持续反复，拖累美国区实验业务。**美国区实验室服务收入 6.59 亿元，同比下降 15.7%；其中 Q2 收入 3.30 亿元，环比持平。美国区业务受到持续反复的疫情影响，实验室和工厂效率低，且客户到访困难，对业绩产生较大冲击。**CTDMO 业务方面**，公司上半年服务的临床阶段的细胞和基因治疗项目达到 38 个，其中 22 个处于 I 期临床，16 个处于 II/III 期临床。**产能扩张方面**，公司已在上半年完成对拥有先进细胞基因制造能力的 OXGEN 的收购，将加快欧洲地区业务扩展。总体来看，美国疫苗接种率虽然较高，但 Delta 毒株可能造成美国疫情严重爆发，2021 下半年业绩可能受到一定拖累。
- ◆ **临床研究持续恢复，服务能力稳定增长。**临床研究及其他 CRO 服务业务收入 7.83 亿元，同比增长 56.5%；其中 Q2 收入 4.24 亿元，环比增长 18.1%。随着国内疫情的控制，临床业务在逐季度恢复，恢复情况良好。**CDS 业务方面**，公司服务超过 170 个项目，完成 3 个新药项目的上市注册，其中有 5 个 ADC 药物进入里程碑阶段，实现全流程服务。**SMO 业务方面**，公司保持国内第一的领先地位，上半年协助客户完成 14 个产品在国内的上市。
- ◆ **长尾战略效果卓越，国内创新热带来业绩弹性。**公司 2021 上半年新增客户超过 1020 家，活跃客户超过 5220 家。全球前 20 大药企收入达到 29.67 亿元，同比增加 29%；长尾客户和中国客户收入 75.70 亿元，同比增长 54%。依托公司扎实的研发实力，老客户收入 96.88 亿元，同比增加 42%，占比达到 91.94%，显示出公司客户的高粘性。大客户和长尾客户保证公司业绩稳定，新客户提供业绩弹性。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 41.93 亿元、53.92 亿元和 68.84 亿元，同比增长 41.7%、28.6%、27.7%；对应 PE 分别为 98 倍、76 倍、60 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

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-08-10)

145.66 元

交易数据

总市值(百万元)	430,094.15
流通市值(百万元)	370,893.35
总股本(百万股)	2,952.73
流通股本(百万股)	2,546.30
12个月价格区间	93.91/188.28 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.32	13.11	46.02
绝对收益	-4.83	15.05	52.37

分析师

 魏贇
 SAC 执业证书编号：S0910521040001
 weiyun@huajinsec.cn
 02120377191

报告联系人

 徐梓煜
 xuziyu@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

- 药明康德：在手订单情况良好，加快产能建设和释放 2021-04-30
- 药明康德：新增订单情况良好，长期看好业绩增长 2021-03-31
- 药明康德：中国区和 CDMO 业务高增速，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

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	22,006	28,483	36,482
YoY(%)	33.9	28.5	33.1	29.4	28.1
净利润(百万元)	1,855	2,960	4,193	5,392	6,884
YoY(%)	-18.0	59.6	41.7	28.6	27.7
毛利率(%)	39.0	38.0	39.5	40.3	40.7
EPS(摊薄/元)	0.63	1.00	1.42	1.83	2.33
ROE(%)	11.0	9.1	11.5	13.1	14.7
P/E(倍)	221.6	138.8	98.0	76.2	59.7
P/B(倍)	23.7	12.6	11.0	9.9	8.7
净利率(%)	14.4	17.9	19.1	18.9	18.9

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	26939	30197	34764	营业收入	12872	16535	22006	28483	36482
现金	5227	10237	12231	13047	14700	营业成本	7858	10253	13306	17013	21619
应收票据及应收账款	2961	3667	5154	6264	8361	营业税金及附加	28	35	58	70	86
预付账款	92	176	181	281	310	营业费用	439	588	783	1000	1280
存货	1742	2686	3061	4287	5051	管理费用	1482	1839	2432	3176	4054
其他流动资产	2640	6293	6312	6319	6343	研发费用	590	693	902	1223	1530
非流动资产	16576	23232	25250	27500	30157	财务费用	24	520	-97	-58	107
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	8013	10012	12259	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	15475	15719	16121	营业利润	2341	3389	5031	6387	8232
资产总计	29239	46291	52188	57697	64921	营业外收入	7	5	40	15	17
流动负债	6634	7920	9171	10347	11957	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	5057	6387	8232
应付票据及应付账款	592	941	1049	1496	1738	所得税	426	383	730	856	1182
其他流动负债	4438	5749	6892	7621	8989	税后利润	1911	2986	4327	5531	7050
非流动负债	5195	5652	5390	5135	4880	少数股东损益	57	26	134	139	167
长期借款	2637	1819	1556	1302	1047	归属母公司净利润	1855	2960	4193	5392	6884
其他非流动负债	2558	3833	3833	3833	3833	EBITDA	3265	4215	5994	7659	9907
负债合计	11829	13573	14560	15482	16837	主要财务比率					
少数股东权益	97	225	358	498	664	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	1651	2442	2953	2953	2953	成长能力					
资本公积	10288	22678	23636	23636	23636	营业收入(%)	33.9	28.5	33.1	29.4	28.1
留存收益	5923	8327	11682	15661	20764	营业利润(%)	-9.4	44.8	48.4	27.0	28.9
归属母公司股东权益	17312	32494	37270	41717	47420	归属于母公司净利润(%)	-18.0	59.6	41.7	28.6	27.7
负债和股东权益	29239	46291	52188	57697	64921	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	39.0	38.0	39.5	40.3	40.7
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	14.4	17.9	19.1	18.9	18.9
经营活动现金流	2916	3974	4117	5375	7362	ROE(%)	11.0	9.1	11.5	13.1	14.7
净利润	1911	2986	4327	5531	7050	ROIC(%)	8.3	7.4	9.4	11.0	12.6
折旧摊销	814	959	1144	1529	1978	偿债能力					
财务费用	24	520	-97	-58	107	资产负债率(%)	40.5	29.3	27.9	26.8	25.9
投资损失	-48	-606	-330	-232	-312	流动比率	1.9	2.9	2.9	2.9	2.9
营运资金变动	-497	-494	-847	-1299	-1347	速动比率	1.5	2.3	2.4	2.3	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	-2752	-3451	-4207	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	628	-1107	-1502	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)	0.63	1.00	1.42	1.83	2.33	P/E	221.6	138.8	98.0	76.2	59.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.35	1.39	1.82	2.49	P/B	23.7	12.6	11.0	9.9	8.7
每股净资产(最新摊薄)	5.86	11.00	12.62	14.13	16.06	EV/EBITDA	125.9	95.6	66.9	52.3	40.2

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

魏贇声明，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