

药明康德(603259)

报告日期: 2021 年 8 月 14 日

# CDMO 加速再兑现, 维持推荐!

——药明康德 2021H1 业绩点评

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

## 报告导读

2021H1 业绩符合预期, CDMO 加速再获验证, 存货和在手订单高增长指引全年业绩确定性高增长, 维持“买入”评级。

## 投资要点

### □ 业绩: 符合我们预期, Q2 主业延续强劲增长

**2021H1 业绩:** 公司 2021H1 收入 105.37 亿元 (YOY 45.7%), 扣非 YOY 88.1%, 经调整 Non-IFRS 净利润 24.48 亿 (YOY 67.8%), 对应 2021Q2 收入 55.87 亿 (YOY 36.9%), 扣非 YOY 71.7%、经调整 Non-IFRS 净利润 15.05 亿 (YOY 59.8%), 符合我们预期。2021Q2 收入环比增长 12.8%, 显示出主业强劲增长趋势。2021Q2 经调整净利率达到 26.9%, 创历史新高, 显示运营效率的持续提升趋势。

### □ 业务: CDMO 加速再验证, 全年加速确定性高

收入拆分: 业务板块分析显示, 2021H1 收入同比高增长主要是受 CDMO 以及临床研究及其他 CRO 业务高增长拉动, 这也持续验证了我们 2020Q3 提出的 CDMO 处于加速期的判断。

**①中国区实验室服务: 看好安评以及长尾高增长延续。** 2021H1 收入 54.87 亿 (YOY 45.2%), Q2 收入 29.24 亿 (YOY 41.9%)。通过分析中报数据我们发现 2021H1 境外客户收入同比增速从 2020H1 的 27.12% 提升至 2021H1 的 43.03%, 境内客户收入同比增速由 2020H1 的 24.69% 提升至 2021H1 的 51.04%。我们估计是因为: 1) 公司长尾客户 (包括境内) 订单贡献较大, 这一点也从公司研究服务长尾客户收入占比 65% (历史新高, 数据来源: 公司官网 ppt) 来验证; 2) 可能跟安评等分析与测试业务高增长 (2021H1 安评同比增长 85%) 有关。我们预计中国区实验室服务全年收入有望达到 115 亿 (YOY 35% 附近, 主要业绩拉动可能是安评和 DDSU 业务)。

**②小分子 CDMO: 漏斗效应持续兑现拉动境外高增长, 维持加速判断。** 2020H1 CDMO 业务实现收入 35.99 亿 (YOY 66.5%), Q2 收入 19.04 亿 (YOY 44.9%)。其中境外实现收入 31.88 亿 (YOY 72.70%), 境内收入 4.11 亿 (YOY 30.06%), 可以看出 2021H1 CDMO 业务主要是受到境外订单高增长拉动, 我们预计主要是是漏斗效应下商业化项目收入增长加速 (2021H1 临床 III 期和商业化项目数量均同比增加 6 个)。我们仍然维持对小分子 CDMO 业绩加速 (我们预计 2021 年小分子 CDMO 收入有望实现 80 亿附近, YOY 50%+) 判断。

**③临床研究及其他 CRO: 看好重回高增长。** 2021H1 收入 7.83 亿 (YOY 56.5%), Q2 收入 4.24 亿 (YOY 56.5%), 境内收入同比增长 57.58%, 境外同比增长 54.17%, 对比 2019 年和 2020 年增速可以看出境内和境外收入增速重回高速增长, 看好全年高增长延续, 我们预计临床研究及其他 CRO 服务全年有望维持 35%+ 同比增速。

**④美国区实验室服务: 短暂承压, 看好低基数下 H2 恢复增长。** 2021H1 美国区实验室服务实现收入 6.59 亿 (YOY -15.7%), Q2 收入 3.30 亿 (YOY -

## 评级

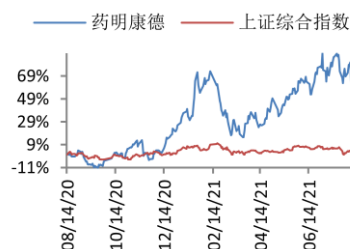
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥138.74

## 单季度业绩

## 元/股

2Q/2021 0.40  
1Q/2021 0.62  
4Q/2020 0.25  
3Q/2020 0.27



## 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: 激励加码, 协同加深, 持续看好》2021.08.03
- 2 《【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
- 3 《【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
- 4 《【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
- 5 《【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

16.2%)。主要是由于：1) 海外疫情影响订单执行；2) 部分客户的 BLA 递交延迟和某客户三期临床失败，影响了公司的细胞和基因治疗产品 CTDMO 业务；3) 欧盟医疗器械法规(MDR)生效的时间表延长一年，影响了公司的医疗器械检测服务业务。考虑到 2020H2 疫情影响下低基数以及 MDR 生效，我们预计美国区实验室服务有望重回增长趋势，看好 CGT CDMO 未来发展空间。

#### □ 订单：存货和在手订单高增长显示高景气，有望延续

中报分析：我们发现 2021H1 在手订单 198.63 亿 (YOY 46.03%，2020H1 在手订单 YOY43.18%，呈现加速趋势，一般来看 H1 在手订单增长最为显著能指引全年业绩高增长趋势)，存货达到 36.38 亿 (同比 2020H1 增长绝对值增长 110.62%)，存货高增长延续也能够指引全年业绩加速高确定性。

#### □ 盈利预测及估值

考虑到 2021H1 CDMO、中国区实验室服务、临床研究及其他 CRO 业务增速略超我们预期，我们对公司 2021-2023 年收入端和利润端进行上调。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.92、2.71、3.60 元/股，2021 年 8 月 13 日收盘价对应 2021 年 PE 为 72 倍 (对应 2022 年 PE 为 51 倍)。我们预计 2021 年公司经调整 Non-IFRS 归母净利润有望达到 52.52 亿 (YOY 47%)，对应公司 2021 年主业 PE 为 78 倍，仍处于相对低估位置，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	22929	30634	40534
(+/-)	28.46%	38.67%	33.60%	32.32%
净利润	2960	4699	6610	8789
(+/-)	59.62%	58.75%	40.65%	32.97%
每股收益 (元)	1.21	1.92	2.71	3.60
P/E	114.45	72.09	51.26	38.55

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	23059	21858	27316	33768	<b>营业收入</b>	16535	22929	30634	40534
现金	10237	4849	6127	8107	营业成本	10253	14088	18266	23702
交易性金融资产	4618	6000	7000	8000	营业税金及附加	35	48	64	85
应收账款	3667	4966	5981	7608	营业费用	588	801	1103	1540
其它应收款	32	29	30	29	管理费用	1839	2178	2910	3851
预付账款	176	203	288	358	研发费用	693	917	1164	1500
存货	2686	3309	5187	6664	财务费用	520	134	223	371
其他	1644	2502	2702	3002	资产减值损失	75	92	138	203
<b>非流动资产</b>	23232	38276	49670	57124	公允价值变动损益	52	(100)	(100)	(100)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	606	800	900	950
长期投资	765	900	1000	1100	其他经营收益	199	292	392	442
固定资产	5710	10820	17752	23220	<b>营业利润</b>	3389	5664	7958	10576
无形资产	998	1090	1125	1183	营业外收支	(20)	(20)	(20)	(20)
在建工程	3086	7391	8927	7951	<b>利润总额</b>	3369	5644	7938	10556
其他	12673	18075	20865	23669	所得税	383	903	1270	1689
<b>资产总计</b>	46291	60134	76985	90892	<b>净利润</b>	2986	4741	6668	8867
<b>流动负债</b>	7920	9234	18613	22873	少数股东损益	26	41	58	77
短期借款	1230	100	7189	8508	<b>归属母公司净利润</b>	2960	4699	6610	8789
应付款项	941	1566	1939	2397	EBITDA	4377	6997	9861	13127
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.21	1.92	2.71	3.60
其他	5749	7568	9486	11968	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	5652	6819	7889	8969		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	5652	6819	7889	8969	营业收入	28.46%	38.67%	33.60%	32.32%
<b>负债合计</b>	13573	16053	26503	31842	营业利润	44.79%	67.10%	40.51%	32.89%
少数股东权益	225	266	324	401	归属母公司净利润	59.62%	58.75%	40.65%	32.97%
归属母公司股东权	32494	43815	50159	58648	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	46291	60134	76985	90892	毛利率	37.99%	38.56%	40.37%	41.53%
					净利率	18.06%	20.68%	21.77%	21.87%
<b>现金流量表</b>					ROE	11.81%	12.24%	13.98%	16.05%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC	8.24%	9.91%	10.87%	12.46%
<b>经营活动现金流</b>	3974	5187	8752	11882	<b>偿债能力</b>				
净利润	2986	4741	6668	8867	资产负债率	29.32%	26.70%	34.43%	35.03%
折旧摊销	959	1320	1770	2250	净负债比率	10.37%	1.73%	27.80%	27.28%
财务费用	520	134	223	371	流动比率	2.91	2.37	1.47	1.48
投资损失	(606)	(800)	(900)	(950)	速动比率	2.57	2.01	1.19	1.18
营运资金变动	323	88	801	692	<b>营运能力</b>				
其它	(208)	(295)	190	652	总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.48
<b>投资活动现金流</b>	(8776)	(15934)	(14074)	(10550)	应收帐款周转率	5.01	5.20	5.30	5.50
资本支出	(2430)	(10781)	(10100)	(6600)	应付帐款周转率	13.65	11.36	10.54	11.05
长期投资	29	(135)	(100)	(100)	<b>每股指标 (元)</b>				
其他	(6374)	(5017)	(3874)	(3850)	每股收益	1.21	1.92	2.71	3.60
<b>筹资活动现金流</b>	9888	7561	7600	2148	每股经营现金	1.63	2.12	3.58	4.87
短期借款	(374)	(1130)	7089	1319	每股净资产	13.31	17.94	20.54	24.02
长期借款	(762)	0	0	0	<b>估值比率</b>				
其他	11025	8691	511	829	P/E	114.45	72.09	51.26	38.55
<b>现金净增加额</b>	5086	(3185)	2278	3480	P/B	10.43	7.73	6.75	5.78
					EV/EBITDA	72.30	47.52	34.31	25.73

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“本公司”）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