

**公司点评**
**药明康德 (603259)**
**医药生物 | 医疗服务**
**业绩略超预期, CDMO 业务增长强劲**

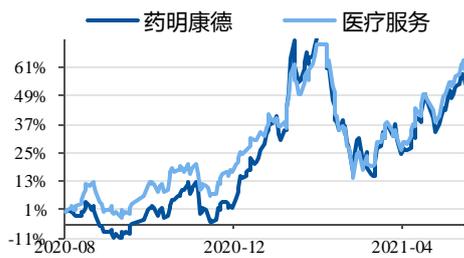
2021 年 08 月 13 日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 168.30-187.00 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	138.74
52 周价格区间 (元)	93.91-188.28
总市值 (百万)	402423.69
流通市值 (百万)	242392.91
总股本 (万股)	245051.57
流通股 (万股)	147602.55

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
药明康德	-7.51	8.91	52.85
医疗服务	-4.02	-0.70	47.68

**杨甫**

 执业证书编号: S0530517110001  
 yangfu@cfzq.com

**吴号**

wuhao2@cfzq.com

**分析师**

0731-84403345

**研究助理**
**相关报告**

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	12872	16535	22209	29266	38125
净利润 (百万元)	1855	2960	4192	5534	7307
每股收益 (元)	0.63	1.00	1.42	1.87	2.47
每股净资产 (元)	5.86	11.00	12.16	13.69	15.71
P/E	228.47	143.14	101.07	76.57	57.99
P/B	24.47	13.04	11.80	10.48	9.14

资料来源: Wind, 财信证券

**投资要点:**

- 事件:** 公司发布 2021 年半年度报告。2021H1, 公司实现营业收入 105.37 亿元, 同比增长 45.70%; 实现归母净利润 26.75 亿元, 同比增长 55.79%; 实现扣非归母净利润 21.27 亿元, 同比增长 88.05%, 略超公司业绩预告的上限。单看 2021Q2, 公司实现营业收入 55.86 亿元, 同比增长 38.14%, 环比增长 12.84%; 实现扣非归母净利润 12.97 亿元, 同比增长 71.79%, 环比增长 56.27%。
- 中国区实验室服务高景气依旧, CDMO 业务增长可期。** 中国区实验室服务实现收入 54.87 亿元, 同比增长 45.17%。受社保费用免征减少影响, 毛利率同比下降 0.32pct 至 41.10%。2021H1, 公司 WIND 平台签约 81 个服务项目, 平均单个项目金额达到 1.1 至 1.5 百万美金, 项目签约金额合计为 0.89-1.22 亿美元; 病理学业务增速高达 85% 以上; 助力客户完成 7 个研究性新药的 IND 申报工作, 并获得 8 个项目的临床试验批件 (CTA)。此外, 公司在国内成功启动细胞疗法 CTDMO 服务平台, 为 12 个临床前和 I 期临床实验项目提供服务, 2 个 II/III 期临床试验项目提供服务, 公司服务的管线产品达到 5 个, CTDMO 服务未来增长可期。
- 产能持续扩张, CDMO 服务增长强劲。** 2021H1, CDMO 服务实现收入 35.99 亿元, 同比增长 66.49%; 受产能利用率以及经营效率提升影响, 毛利率同比提升 1.36pct 至 40.97%。报告期内, 公司 CDMO 服务项目所涉新药物分子 1413 个, 其中临床 III 期阶段 48 个、临床 II 期阶段 220 个、临床 I 期及临床前阶段 1113 个、已获批上市的 32 个。公司在 oligo 和 peptide CDMO 化合物数量方面增加了 129%, 在 ADC 领域的 CDMO 客户数量同比增加了 57%。**产能扩张方面,** 截止 2021 年 6 月底, 公司固定资产较年初增长 14.83%, 在建工程较年初增长 41.15%。5 月, 公司无锡制剂开发生产基地投入运营; 6 月, 公司与药明生物共同成立了合资公司药明合联, 提升一体化端到端的 ADC CDMO 服务能力, 同月宣布将在美国特拉华州建设一体化原料药与制剂生产基地; 8 月, 子公司合全药业宣布完成对百时美施贵宝瑞士库威 (Couvet) 制剂生产基地的收购。库威基地拥有全球领先的片剂和胶囊生产及包装能力, 本次收购将有助于完善合全药业的全球布局,

强化合金药业赋能平台的能力与规模。

- **国外疫情影响暂未消除，美国区实验室服务收入短期承压。**2021H1，美国区实验室服务实现收入 6.59 亿元，同比下降 15.71%；毛利率同比下降 15.16pct 至 8.81%。美国区实验室服务收入及毛利率同比下降的主要原因为：（1）受当地新冠疫情影响，美国地区的实验室和工厂运营效率仍成下降趋势；（2）新冠疫情导致欧盟医疗器械法规(MDR)生效的时间表延长一年，公司医疗器械检测服务业务收入减少；（3）部分客户的 BLA（生物制品许可申请）递交延迟和某一个客户三期临床失败，影响了公司的细胞和基因治疗产品 CTDMO 业务收入。欧盟医疗器械法规已于 2021 年 5 月 26 日正式生效，公司医疗器械检测服务也将在今年下半年逐步恢复，并在 2022 年重回增长轨道。
- **国内疫情影响基本解除，临床研究及其他 CRO 服务收入同比高增。**由于国内疫情对于临床活动的影响已基本解除，临床研究及其他 CRO 服务实现收入 7.83 亿元，同比增长 56.51%；毛利率同比提升 2.31pct 至 13.62%。2021H1，公司临床试验服务（CDS）团队在中国和美国两地为合计超过 170 个项目提供临床试验开发服务，助力客户完成 3 项新药上市注册和 5 项临床研究申请获批、5 个 ADC 项目达成重要里程碑事件以及多个针对 COVID-19 产品的临床研究与开发。此外，公司现场管理服务（SMO）业务增长迅猛，SMO 团队人数达 4000 人，同比增长 43%，分布在全国 147 个城市的约 960 家医院，未来业务增长可期。
- **人才基础不断夯实，保障公司长远发展。**截止 2021 年 6 月底，公司员工总数为 28542 人，同比增长 25.05%，较年初增长 8.07%。8 月 2 日晚，公司发布 2021 年 H 股奖励信托计划(草案)和 2021 年股东利益一致性奖励计划(草案)，深度绑定核心员工利益。其中，2021 年 H 股奖励信托计划(草案)拟涉及金额不超过 20 亿港元，奖励方案生效条件为 2021 年营业收入较 2020 年同比增长达 34% 以上；2021 年股东利益一致性奖励计划(草案)拟按照 10、15、20、30 亿港元设立 4 个奖励池，各个奖励池释放条件分别为批准方案后五年内任何 12 个月期间有 45 个营业日 H 股收市价高于 170、187、204 及 238 港元。
- **“长尾客户”战略持续发力，“一体化”经营效果逐渐显现。**2021H1，公司新增客户 1020 家（2020 全年新增 1300 家），活跃客户达 5220 家，较年初增长 24.29%；来自新增客户的收入占比同比提升 3.17pct 至 8.67%；全球前 20 大制药企业占公司收入的比重同比下降 3.70pct 至 28.20%；来自于“长尾客户”和中国客户收入为 75.70 亿元，同比增长 54%。此外，受益于公司一体化战略，司多个业务部门服务的客户贡献收入 86.31 亿元，同比增长 40%。截止 2021 年 6 月底，公司合同负债为 20.11 亿元，较年初同比增长 27.20%，客户订单稳定增长。
- **盈利预测与投资建议：**公司是我国医药研发外包龙头，受益于创新药研发持续增加、研发外包渗透率提升以及海外研发生产持续向国内转移，公司成长空间大、业绩增长确定性强。2021-2023 年，预计公司实现归母净利润 41.92/55.34/73.07 亿元，EPS 分别为 1.42/1.87/2.47 元，当前股价对应的 PE 分别为 101.07/76.57/57.99 倍，考虑到：（1）截止 2021

年 8 月 13 日，公司的 PE (TTM) 处于自 2018 年上市以来 64.46% 分位，公司 PE 的平均值、中位数分别为 82.02、80.57 倍；（2）可比公司康龙化成、凯莱英 2022 年的 PE 分别为 83.53、74.65 倍；（3）公司细胞和基因疗法 CDMO 业务有望为公司带来较大的估值弹性，以及一体化平台有望带来更高溢价，给予公司 2022 年 90-100 倍 PE，对应的目标价为 168.30-187.00 元/股，给予公司“推荐”评级。

- **风险提示：行业竞争加剧风险、汇率变动风险、新药研发投入不及预期风险、核心技术人员流失风险。**

## 财务预测摘要

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>12872</b>	<b>16535</b>	<b>22209</b>	<b>29266</b>	<b>38125</b>	<b>费用率</b>					
减:营业成本	7858	10253	13349	17484	22678	毛利率	0.39	0.38	0.40	0.40	0.41
营业税金及附加	28	35	54	71	92	三费/销售收入	0.15	0.18	0.20	0.20	0.19
销售费用	439	588	777	995	1258	EBIT/销售收入	0.17	0.20	0.21	0.22	0.22
管理费用	1482	1839	3554	4624	5948	销售净利率	0.14	0.17	0.19	0.19	0.20
财务费用	24	520	182	202	218	<b>投资回报率</b>					
资产减值损失	-1	-63	-21	-21	-21	ROE	0.11	0.09	0.12	0.14	0.16
加:投资收益	48	606	500	200	200	ROA	0.10	0.09	0.13	0.14	0.17
公允价值变动损益	-259	52	-54	200	200	<b>增长率</b>					
营业利润	2194	3190	4760	6311	8352	销售收入增长率	0.34	0.28	0.34	0.32	0.30
利润总额	2190	3170	4751	6301	8343	EBIT 增长率	-0.13	0.47	0.46	0.32	0.32
减:所得税	372	338	454	629	854	EBITDA 增长率	-0.05	0.39	0.32	0.30	0.28
<b>净利润</b>	<b>1818</b>	<b>2832</b>	<b>4297</b>	<b>5672</b>	<b>7489</b>	净利润增长率	-0.19	0.56	0.52	0.32	0.32
减:少数股东损益	57	26	105	138	182	总资产增长率	0.15	0.61	0.09	0.15	0.14
<b>归母净利润</b>	<b>1855</b>	<b>2960</b>	<b>4192</b>	<b>5534</b>	<b>7307</b>	股东权益增长率	-0.02	0.88	0.11	0.13	0.15
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	营运资本增长率	0.44	0.30	0.47	0.40	0.32
货币资金	3551	8056	7329	9658	12581	<b>资本结构</b>					
应收和预付款项	3079	3875	5476	6843	9202	资产负债率	0.40	0.29	0.25	0.24	0.21
存货	1742	2686	3080	4472	5323	投资资本/总资产	0.92	0.82	0.88	0.87	0.86
其他流动资产	2193	5155	5616	5870	6137	带息债务/总负债	0.49	0.30	0.22	0.22	0.10
长期股权投资	794	765	1315	1565	1815	流动比率	1.92	3.09	2.95	3.14	3.93
固定资产	6785	9215	10270	10672	10498	速动比率	1.51	2.59	2.45	2.56	3.24
无形资产	2280	2389	2295	2200	2106	股利支付率	0.37	0.19	0.18	0.18	0.18
其他非流动资产	1304	2737	2465	2194	1922	收益留存率	0.63	0.81	0.82	0.82	0.82
<b>资产总计</b>	<b>21728</b>	<b>34878</b>	<b>37846</b>	<b>43473</b>	<b>49584</b>	<b>营运能力</b>					
短期借款	1604	1230	1773	2284	982	总资产周转率	0.59	0.47	0.59	0.67	0.77
应付和预收款项	3530	4976	5345	6080	7303	固定资产周转率	2.74	2.70	3.91	3.58	4.24
长期借款	2637	1819	319	0	0	应收账款周转率	4.35	4.51	4.24	4.51	4.34
其他负债	923	1996	1979	1979	1979	存货周转率	4.51	3.82	4.33	3.91	4.26
<b>负债合计</b>	<b>8694</b>	<b>10021</b>	<b>9416</b>	<b>10343</b>	<b>10264</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	1651	2442	2442	2442	2442	EPS	0.63	1.00	1.42	1.87	2.47
资本公积	9582	21488	21488	21488	21488	BPS	5.86	11.00	12.16	13.69	15.71
留存收益	6079	8564	11982	16494	22452	PE	228.47	143.14	101.07	76.57	57.99
<b>母公司股东权益</b>	<b>17312</b>	<b>32494</b>	<b>35912</b>	<b>40424</b>	<b>46382</b>	PEG	5.20	4.07	1.95	2.39	1.81
<b>权益合计</b>	<b>17410</b>	<b>32718</b>	<b>36241</b>	<b>40892</b>	<b>47032</b>	PB	24.47	13.04	11.80	10.48	9.14
<b>负债和权益合计</b>	<b>26104</b>	<b>42739</b>	<b>45658</b>	<b>51235</b>	<b>57296</b>	PS	32.92	25.62	19.08	14.48	11.11
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	PCF	146.10	100.79	139.03	101.03	69.74
经营性现金净流量	2900	4204	3048	4194	6076	EBIT	2230.06	3274	4774	6294	8289
投资性现金净流量	-4975	-8776	-2020	-1042	-555	EV/EBIT	107.44	105.82	72.83	55.25	41.79
筹资性现金净流量	1558	9888	-1755	-823	-2597	EV/EBITDA	78.72	81.86	62.03	47.77	37.05

资料来源: Wind, 财信证券



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438