



Research and
Development Center

业绩稳健高增长，CDMO 龙头强者恒强

—药明康德(603259)公司点评报告

2021年10月29日

周平
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

相关研究

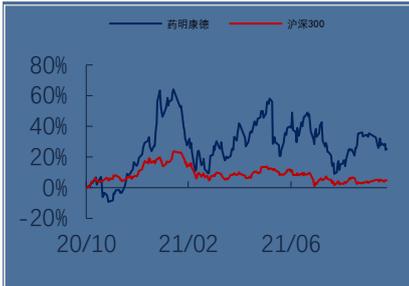
1. 业绩持续高增长，一体化平台持续赋能

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明康德 (603259)



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|---------------|---------------|
| 收盘价(元) | 138.01 |
| 52周内股价波动区间(元) | 119.68-188.28 |
| 最近一月涨跌幅(%) | -8.59 |
| 总股本(亿股) | 29.55 |
| 流通A股比例(%) | 86.17 |
| 总市值(亿元) | 4,073.14 |

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

业绩稳健高增长，CDMO 龙头强者恒强

2021年10月29日

本期内容提要：

- **公司发布 2021 年三季报：**前三季度实现营业收入 165.21 亿元，同比 +39.84%，归母净利润 35.62 亿元，同比 +50.41%，扣非后归母净利润 31.06 亿元，同比 +87.81%，较调整 Non-IFRS 净利润 38.1 亿元，同比 +55.7%；公司经营性现金流净额为 31.81 亿元，同比 +31.33%。单三季度公司实现收入 59.85 亿元，同比 +30.58%，归母净利润 8.87 亿元，同比 +36.23%，扣非后归母净利润 9.79 亿元，同比 +87.28%，较调整 Non-IFRS 净利润 13.6 亿元，同比 +37.8%。
- **费用率大幅降低，净利率上升。**2021 年前三季度公司毛利率为 36.99%，同比 -0.59 个 pp，净利率为 21.72%，同比 +1.51 个 pp，期间费用率为 16.3%，同比 -5.00 个 pp。其中销售费用率为 3.01%，同比 -0.47 个 pp，管理费用率为 9.11%，同比 -1.93 个 pp，财务费用率为 0.28%，同比 -2.49 个 pp，研发费用率为 3.90%，同比 -0.12 个 pp。
- **客户群体不断扩大，一体化、全球化布局驱动稳健发展。**2021 年前三季度，公司新增客户 1300 余家，活跃客户 5640 余家，其中使用多部分服务的客户收入 141.90 亿元，占比 85.9%，同比 +40%，一体化布局成效显著。截止报告期末，公司在全球拥有 33305 名员工，其中科学技术人员 30618 人，占比高达 91.9%，公司以创新研发为导向，为全球客户提供一体化服务，综合竞争力强劲，驱动业绩长期稳健发展。
- **业务重组，持续优化“端到端”能力，提升经营效率。**公司按照业务领域、性质、在产业链中的位置将原有业务拆分重组为 WuXi Chemistry、WuXi Biology、WuXi DDSU、WuXi Testing、WuXi ATU 五大部分进一步发挥内部导流效应，有望持续增加运营效率，提升服务质量。

 - 1) WuXi Chemistry 版块：前三季度实现收入 100.8 亿元，同比 +47.5%，其中小分析药物发现服务/CDMO 服务收入分别为 44.4/56.3 亿元，同比 +42.3%/+51.9%。截止报告期末，CDMO 分子管线累计 1548 个分子（37 个商业化、47 个临床 III 期、235 个临床 II 期、1229 个临床 I 期和临床前项目），新增 9 个商业化项目。2021 年 Q3，公司完成了对瑞士库威制剂生产基地和美国特拉华州土地的收购，增加了产能，拓展了全球化能力。
 - 2) WuXi Testing 版块：前三季度实现收入 33.4 亿元，同比 +43.9%，其中实验室分析测试/临床 CRO 及 SMO 服务收入分别为 21.3/12.0 亿元，同比 +41.9%/+47.4%。截止报告期末，WIND 平台签约 123 个项目，临床 CRO 服务项目累计超 200 项，SMO 业务保持行业第一地位，拥有约 4500 名员工，同比 +42%，未来版块内部协同效应有望增加。

- 3) WuXi Biology 版块：前三季度实现收入 12.4 亿元，同比+33.2%，拥有客户超 1100 家。在发现生物学方面，建立了 4 个卓越中心，拥有超 2000 位科学家；在新分子类型方面，大分子生物药和新技术新能力收入同比+56%，占比提升至 13.3%；在 DNA 编码化合物库服务方面，DEL 化合物分子数量超过累计 900 亿个。
- 4) WuXi ATU 版块：前三季度实现收入 7.4 亿元，同比-5.2%，其中，美国区业务依旧受疫情影响，中国区收入同比+187%，相互抵消。截止报告期末，该板块为 326 个项目提供测试服务，为 61 个项目提供工艺开发和生产服务（45 个临床前+临床 I 期、6 个 II 期、10 个 III 期项目）。上海临港基地于 10 月份投入运营，与其他三个生产基地共同服务全球客户。
- 5) WuXi DDSU 版块：前三季度实现收入 9.3 亿元，同比+16.4%，首个产品于 2021 年 7 月 14 日提交上市申请。目前，公司累计完成 136 个 IND 申报，获得 103 个临床试验批件，99 个项目处于临床试验阶段。单三季度，公司完成 16 个 IND 申报，获得 12 个临床试验批件。
- **盈利预测：**预计 2021-2023 年公司营业收入为 221.86、299.36 和 397.82 亿元，同比增长 34.2%、34.9%、32.9%；归母净利润分别为 44.75、62.44 和 82.09 亿元，同比增长 51.2%、39.5%、31.5%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 91/65/50 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧、国内国际政策、核心技术人员流失等风险。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 12,872 | 16,535 | 22,186 | 29,936 | 39,782 |
| 增长率 YoY% | 33.9% | 28.5% | 34.2% | 34.9% | 32.9% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,855 | 2,960 | 4,475 | 6,244 | 8,209 |
| 增长率 YoY% | -18.0% | 59.6% | 51.2% | 39.5% | 31.5% |
| 毛利率% | 39.0% | 38.0% | 37.8% | 39.5% | 40.2% |
| 净资产收益率 ROE% | 10.7% | 9.1% | 11.7% | 13.8% | 15.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.63 | 1.00 | 1.51 | 2.11 | 2.78 |
| 市盈率 P/E(倍) | 146.80 | 134.50 | 91.15 | 65.33 | 49.69 |
| 市净率 P/B(倍) | 15.73 | 12.25 | 10.66 | 9.00 | 7.50 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

| 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 12,663 | 23,059 | 24,960 | 29,652 | 36,676 |
| 货币资金 | 5,227 | 10,237 | 9,352 | 11,174 | 14,727 |
| 应收票据 | 25 | 3 | 16 | 16 | 24 |
| 应收账款 | 2,937 | 3,665 | 4,965 | 6,678 | 8,884 |
| 预付账款 | 92 | 176 | 212 | 289 | 374 |
| 存货 | 1,742 | 2,686 | 1,957 | 2,583 | 3,386 |
| 其他 | 2,640 | 6,293 | 8,458 | 8,912 | 9,280 |
| 非流动资产 | 16,576 | 23,232 | 27,901 | 33,103 | 38,718 |
| 长期股权投资 | 794 | 765 | 865 | 965 | 1,065 |
| 固定资产(合计) | 4,333 | 5,710 | 8,877 | 12,554 | 16,652 |
| 无形资产 | 918 | 998 | 1,148 | 1,275 | 1,409 |
| 其他 | 10,532 | 15,759 | 17,010 | 18,309 | 19,592 |
| 资产总计 | 29,239 | 46,291 | 52,861 | 62,755 | 75,395 |
| 流动负债 | 6,634 | 7,920 | 8,696 | 11,474 | 14,973 |
| 短期借款 | 1,604 | 1,230 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 19 | 12 | 22 | 26 | 35 |
| 应付账款 | 573 | 930 | 1,170 | 1,570 | 2,047 |
| 其他 | 4,438 | 5,749 | 7,505 | 9,877 | 12,891 |
| 非流动负债 | 5,195 | 5,652 | 5,652 | 5,652 | 5,652 |
| 长期借款 | 762 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4,433 | 5,652 | 5,652 | 5,652 | 5,652 |
| 负债合计 | 11,829 | 13,573 | 14,348 | 17,126 | 20,625 |
| 少数股东权益 | 97 | 225 | 264 | 319 | 391 |
| 归属母公司股东权益 | 17,312 | 32,494 | 38,248 | 45,310 | 54,379 |
| 负债和股东权益 | 29,239 | 46,291 | 52,861 | 62,755 | 75,395 |

| 单位:百万元 | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 12,872 | 16,535 | 22,186 | 29,936 | 39,782 |
| 同比(%) | 33.9% | 28.5% | 34.2% | 34.9% | 32.9% |
| 归属母公司净利润 | 1,855 | 2,960 | 4,475 | 6,244 | 8,209 |
| 同比(%) | -18.0% | 59.6% | 51.2% | 39.5% | 31.5% |
| 毛利率(%) | 39.0% | 38.0% | 37.8% | 39.5% | 40.2% |
| ROE% | 10.7% | 9.1% | 11.7% | 13.8% | 15.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.63 | 1.00 | 1.51 | 2.11 | 2.78 |
| P/E | 146.80 | 134.50 | 91.15 | 65.33 | 49.69 |
| P/B | 15.73 | 12.25 | 10.66 | 9.00 | 7.50 |
| EV/EBITDA | 44.38 | 75.62 | 77.42 | 56.78 | 43.58 |

| 单位:百万元 | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 12,872 | 16,535 | 22,186 | 29,936 | 39,782 |
| 营业成本 | 7,858 | 10,253 | 13,798 | 18,107 | 23,781 |
| 营业税金及附加 | 28 | 35 | 51 | 66 | 88 |
| 销售费用 | 439 | 588 | 732 | 958 | 1,233 |
| 管理费用 | 1,482 | 1,839 | 2,219 | 3,293 | 4,774 |
| 研发费用 | 590 | 693 | 887 | 1,167 | 1,512 |
| 财务费用 | 24 | 520 | -108 | -147 | -215 |
| 减值损失合计 | -1 | -63 | 4 | 4 | 4 |
| 投资净收益 | 48 | 606 | 266 | 374 | 477 |
| 其他 | -156 | 239 | 363 | 371 | 454 |
| 营业利润 | 2,341 | 3,389 | 5,240 | 7,241 | 9,545 |
| 营业外收支 | -4 | -20 | -12 | -11 | -11 |
| 利润总额 | 2,337 | 3,369 | 5,228 | 7,230 | 9,534 |
| 所得税 | 426 | 383 | 714 | 932 | 1,253 |
| 净利润 | 1,911 | 2,986 | 4,514 | 6,298 | 8,281 |
| 少数股东损益 | 57 | 26 | 39 | 55 | 72 |
| 归属母公司净利润 | 1,855 | 2,960 | 4,475 | 6,244 | 8,209 |
| EBITDA | 3,438 | 4,271 | 5,182 | 7,034 | 9,083 |
| EPS(当年)(元) | 0.63 | 1.00 | 1.51 | 2.11 | 2.78 |

| 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金 | 2,916 | 3,974 | 6,208 | 6,641 | 8,680 |
| 净利润 | 1,911 | 2,986 | 4,514 | 6,298 | 8,281 |
| 折旧摊销 | 963 | 1,144 | 684 | 690 | 688 |
| 财务费用 | 128 | 414 | 137 | 109 | 109 |
| 投资损失 | -48 | -606 | -266 | -374 | -477 |
| 营运资金变动 | -320 | 81 | 1,219 | -92 | 28 |
| 其它 | 281 | -46 | -79 | 10 | 51 |
| 投资活动现金流 | -4,975 | -8,776 | -5,038 | -3,110 | -3,017 |
| 资本支出 | -2,516 | -3,022 | -3,104 | -3,184 | -3,195 |
| 长期投资 | -2,577 | -5,824 | -2,100 | -100 | -100 |
| 其他 | 118 | 71 | 166 | 174 | 277 |
| 筹资活动现金流 | 1,558 | 9,888 | -2,056 | -1,709 | -2,109 |
| 吸收投资 | 769 | 13,162 | 511 | 0 | 0 |
| 借款 | 4,510 | -1,284 | -1,230 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -730 | -638 | -1,337 | -1,709 | -2,109 |
| 现金流净增加额 | -534 | 5,005 | -886 | 1,823 | 3,553 |

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

赵雅韵，团队成员，西安交通大学化学硕士，2021年加入信达证券，曾就职天风证券，负责CDMO、医药消费研究。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com |
| 华北区销售副总监（主持工作） | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华东区销售副总监（主持工作） | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南区销售 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。