



药明康德(603259.CH/2359.HK)3Q21 业绩: 核心业务高增长, 资本开支投放加速

3Q21 公司业绩符合市场预期, 归母净利润/扣非归母净利润/经调整 Non-IFRS 净利同比增长 36.2%/87.3%/37.8%至 8.9 亿/9.8 亿/13.6 亿人民币, 业绩延续强劲增长势头。公司订单需求强劲, 未来三年产能将有较大幅度提升, 预计 4Q21 起资本开支将加速投入。我们维持药明康德 A 股/港股“买入”评级及目标价 210 人民币/240 港元不变。

• **3Q21 业绩:** 收入同比增长 30.6%至 59.8 亿人民币。经调整 Non-IFRS 毛利率同比下滑 2.3pcts 至 38.3%, 主要因汇率及全年同期有社保减免对毛利率的正面影响。归母净利润/扣非归母净利润/经调整 Non-IFRS 净利同比增长 36.2%/87.3%/37.8%至 8.9 亿/9.8 亿/13.6 亿元。1-3Q21 资本开支 48 亿元, 全年公司计划投放 80 亿元用于新产能建设, 预计 4Q21 资本开支投放将加速。

• **五大核心业务板块增长态势不改。** 期内公司首次以新五大业务平台展示 3Q21 业绩: **1) 化学业务 (WuXi Chemistry)** 维持高景气度, 3Q21 收入同比增长 33.3%至 36.5 亿元, 其中 CDMO 收入同比增长 32%, CDMO 涉及分子数量增至 1548 个, 其中商业化/临床 III 期项目 37/47 个, 公司于 7 月起并表瑞士库威工厂。此外小分子药物发现业务同样表现优异, 收入同比增长 37%; **2) 测试业务 (WuXi Testing)** 收入同比增长 37.4%至 12.2 亿元, 其中实验室分析及测试同比增长 39.8%, 临床 CRO 及 SMO 收入同比增长 33.0%。截至 3Q21 末, 公司 SMO 人员数同比快速增长 42%至 4500 人; **3) 生物学业务 (WuXi Biology)** 收入同比增长 22.4%至 5.0 亿元, 其中大分子生物药和新技术相关收入同比增长 56%; **4) 细胞及基因疗法 CDMO 业务 (WuXi ATU)** 收入同比增长 14.7%至 2.8 亿元, 但 1-3Q 收入同比仍有 5.2% 下滑, 主要受美国区 2 个项目延迟递交上市申请及美国区人才招聘竞争激烈导致人员流动较大, 目前逐渐稳定, 且延迟项目预计未来 12 个月内将递交上市申请, 中国区业务则继续高增长 (+223% YoY)。位于上海临港的 WuXi ATU 第四个生产基地已于今年 10 月投入运营; **5) 国内新药研发服务部 (WuXi DDSU)** 3Q21 收入同比增长 10.5%至 3.1 亿元, 期内完成 16 个 IND 项目申报, 目前管线中有 1 个项目处于 NDA 阶段 (2021.07 递交), 若成功获批公司将获得提成。

• **维持药明康德 A 股/港股买入评级及目标价。** 药明康德 A 股目标价 210 人民币, 对应 2022E/23E 年 95x 和 75xPE。港股目标价 240 港元对应 2022E/23E 年 91x 和 71xPE, 作为行业龙头相较行业平均估值享有溢价, 均维持“买入”评级。

• **投资风险:** 投资收益波动; 汇率变动; 研发项目失败。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,872	16,535	22,280	28,583	35,887
收入同比增速 (%)	34%	28%	35%	28%	26%
归母净利润	1,855	2,960	3,811	5,115	6,541
净利润同比增速 (%)	-18%	60%	29%	34%	28%
PE (X)	122.6	109.1	84.8	63.2	49.4
ROE (%)	11%	12%	11%	13%	15%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 11 月 1 日

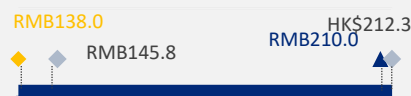
药明康德(603259.CH)

买入

目标价 (人民币)	210.0
潜在升幅/降幅	52%
目前股价 (人民币)	138.0
52 周内股价区间 (人民币)	83.4-172.5
总市值 (百万人民币)	407,458
近 3 月日均成交额(百万人民币)	3,597

注: 截至 2021 年 10 月 29 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

药明康德(2359.HK)

买入

目标价 (港币)	240.0
潜在升幅/降幅	50%
目前股价 (港币)	166.3
52 周内股价区间 (港币)	93.0-196.9
总市值 (百万港币)	494,826
近 3 月日均成交额 (百万港币)	382

注: 截至 2021 年 10 月 29 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 药明康德 (H股)

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,872	16,535	22,280	28,583	35,887
营业成本	-7,866	-10,280	-13,848	-17,657	-22,113
毛利率	39%	38%	38%	38%	38%
销售费用	-439	-588	-811	-1,012	-1,270
销售费用率	3%	4%	4%	4%	4%
管理费用	-1,509	-1,870	-2,543	-3,234	-4,025
管理费用率	12%	11%	11%	11%	11%
营业利润	2,468	3,104	3,942	5,279	6,721
财务费用	-128	-196	-281	-306	-332
财务费用率	9%	2%	21%	19%	17%
其他收入	249	326	446	572	718
其他收益/损失	-189	239	706	906	1,138
资产减值损失	-43	-13	-22	-29	-36
税前净利润	2,337	3,369	4,768	6,393	8,173
所得税	-426	-383	-868	-1,164	-1,488
有效所得税率%	18%	11%	18%	18%	18%
税后收入	1,911	2,986	3,900	5,229	6,685
少数股东损益	-57	-26	-89	-114	-144
归母净利润	1,855	2,960	3,811	5,115	6,541

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,223	10,228	4,907	3,111	7,691
应收款项	3,556	4,338	6,264	7,180	9,503
存货	1,208	1,934	1,648	2,919	2,801
其它流动资产	2,676	6,560	6,560	6,560	6,560
流动资产合计	12,663	23,059	19,379	19,769	26,554
固定资产	7,666	10,137	14,861	20,063	22,934
商誉	1,362	1,392	2,358	3,025	3,798
可供出售金融资产	4,009	6,717	6,717	6,717	6,717
其他非流动资产	3,539	4,986	8,182	8,721	7,560
非流动资产合计	16,576	23,232	32,117	38,525	41,008
资产总计	29,239	46,291	51,496	58,295	67,562
短期借款	1,810	1,230	1,497	1,764	2,031
应付账款	3,393	4,550	6,246	7,424	9,574
其他应付账款	25	24	24	24	24
其它流动负债	1,407	2,116	1,748	2,187	2,696
流动负债合计	6,634	7,920	9,514	11,398	14,325
长期借款	762	0	0	0	0
其它长期负债	4,433	5,652	5,652	5,652	5,652
非流动负债合计	5,195	5,652	5,652	5,652	5,652
负债总计	11,829	13,573	15,167	17,051	19,977
股本	1,651	2,442	2,442	2,442	2,442
储备	15,661	30,052	33,752	38,781	45,266
母公司拥有人应占权益	17,312	32,494	36,194	41,223	47,707
少数股东权益	97	225	136	21	-122
负债和所有者权益合计	29,239	46,291	51,496	58,295	67,562

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	0	-350	55	-1,009	-54
经营现金流	2,529	-566	3,497	4,545	6,996
购买物业、厂房及设备	-2,269	-2,976	-4,723	-5,202	-2,871
收购	-2,122	-4,185	-4,162	-1,206	388
投资现金流	-4,588	-14,132	-8,886	-6,408	-2,483
债权募资	4,927	1,000	1,000	1,000	1,000
股权募资	31	0	0	0	0
银行和其他借款还款					
融资现金流	1,558	19,703	67	67	67
现金净流量	-501	5,005	-5,321	-1,796	4,580

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.13	1.27	1.63	2.19	2.81
每股净资产	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
每股经营现金流	1.55	-0.35	2.13	2.77	4.27
每股股利	0.34	0.23	0.31	0.41	0.53
估值 (倍)					
P/E	122.6	109.1	84.8	63.2	49.4
P/B	13.1	7.0	6.3	5.5	4.8
P/S	17.6	13.7	10.2	7.9	6.3
EV/EBITDA	66.0	48.3	31.5	24.9	23.0
盈利能力比率					
毛利率	38.9%	37.8%	37.8%	38.2%	38.4%
净利润率	14.4%	17.9%	17.1%	17.9%	18.2%
净资产收益率	10.6%	11.9%	11.1%	13.2%	14.7%
资产回报率	7.1%	7.8%	7.8%	9.3%	10.4%
投资资本回报率	11.4%	10.8%	9.0%	10.6%	11.8%
盈利增长					
营业收入增长率	33.9%	28.5%	34.7%	28.3%	25.6%
EBIT增长率	19.2%	18.8%	17.7%	18.5%	18.7%
净利润增长率	-18.0%	59.6%	28.7%	34.2%	27.9%
偿债能力指标					
资产负债率	0.40	0.29	0.29	0.29	0.30
流动比率	1.91	2.91	2.04	1.73	1.85
速动比率	1.73	2.67	1.86	1.48	1.66
现金比率	0.79	1.29	0.52	0.27	0.54
经营效率指标					
应收帐款周转天数	86	88	87	86	85
应付帐款周转天数	139	141	142	141	140
存货周转天数	47	47	47	47	47
总资产周转率	0.50	0.44	0.46	0.52	0.57
固定资产周转率	1.88	1.86	1.78	1.64	1.67

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 药明康德 3Q2021 主要财务数据

人民币百万	3Q2021	3Q2020	同比变动		1-3Q2021	1-3Q2020	同比变动
营业收入	5,985	4,583	30.6%		16,521	11,815	39.8%
核心业务板块							
化学业务	3,651	2,740	33.3%		10,077	6,832	47.5%
测试业务	1,227	893	37.4%		3,335	2,318	43.9%
生物学业务	504	412	22.4%		1,424	1,070	33.2%
细胞及基因疗法 CTDMO 业务	283	246	14.7%		736	776	-5.2%
国内新药研发服务部	311	282	10.5%		932	932	16.4%
归母净利润	887	651	36.2%		3,562	2,368	50.4%
利润率	14.8%	14.2%	0.6 pct		21.6%	20.0%	1.5 pct
扣非归母净利润	979	523	87.3%		3,106	1,654	87.8%
利润率	16.4%	11.4%	5.0 pct		18.8%	14.0%	4.8 pct
Non-IFRS 经调整归母净利润*	1,358	986	37.8%		3,806	2,445	55.7%
利润率	22.7%	21.5%	1.2 pct		23.0%	20.7%	2.3 pct

*Non-IFRS 调整剔除: 1) 股权激励影响; 2) 外汇汇兑损益; 3) 可转债利息、发行开支等; 4) 股权投资收益

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：药明康德 A 股 (603259.CH)



截至 10 月 29 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：浦银国际目标价：药明康德 H 股 (2359.HK)



截至 10 月 29 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	166.3	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	138.0	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	169.5	买入	202.6	2021年8月30日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	191.4	买入	208.5	2021年8月30日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	118.4	买入	155.0	2021年8月24日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	9.8	持有	21.0	2021年6月1日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	37.9	买入	91.0	2021年8月26日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.5	买入	9.5	2021年5月13日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	45.0	买入	93.3	2021年9月23日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	96.9	买入	145.0	2021年8月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	812.5	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	6.6	买入	25.2	2021年6月28日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 10 月 29 日收盘价

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

