

公司研究

主营业务维持高增速，细胞基因治疗业务迎来拐点

——药明康德（603259.SH/2359.HK）2021年三季度报告点评

要点

事件：公司发布2021年三季度报，实现营业收入165.21亿（+39.84%YOY），归母净利润35.62亿元（+50.41%YOY）；扣非归母净利润31.06亿元（+87.81%YOY）；经调整 Non-IFRS 归母净利润38.1亿元（+55.7%YOY）。其中Q3实现营业收入59.84亿元（+30.58%YOY），环比继续提升；实现归母净利润8.87亿元（+36.23%YOY），扣非归母净利润9.79亿元（+87.28%YOY），经调整 Non-IFRS 归母净利润13.58亿元（+37.8%YOY），超出我们此前预期。

化学业务稳健增长，临床CRO人员快速扩张。21年前三季度，按业务板块来看，化学业务实现收入100.77亿（+47.5%YOY），测试业务实现收入33.35亿元（+43.9%YOY），生物学业务实现收入14.24亿元（+33.2%YOY），细胞与基因治疗业务实现收入7.36亿元（-5.2%YOY），DDSU业务实现收入9.32亿元（+16.4%YOY）。Q3季度化学业务增长稳健，小分子药物发现服务实现收入16.16亿元（+37.1%YOY），CDMO实现收入20.35亿元（+31.5%YOY），其中CDMO项目数较21H1新增117个至1548个，其中商业化项目新增5个。Q3同比增速最快的为测试服务，实现收入12.27亿元（+37.4%YOY），其中临床SMO管理团队新增约500人至近4500人，快速扩张的人员规模体现SMO业务增长势头不减。

细胞基因治疗业务迎来拐点，21年有望实现同比增长。21Q3公司细胞基因治疗业务实现回暖，实现收入2.83亿元（+14.7%YOY）。前三季度该业务收入较去年同期下滑主要受海外业务不理想所致，但中国区业务增长强劲，同比增长223%。公司正在扩大中国区业务运营力度，预计21年全年该项业务将实现同比增长。

盈利预测、估值与评级：公司三季度化学业务与测试业务增长超出我们此前预期，临床CRO仍处于高速扩张过程，且细胞基因治疗业务有望于今年实现正增长，中国区业务有望在未来两年快速放量，因此上调公司21-23年净利润为44.44/59.62/78.83亿元（较前次分别上调3.3%/2.5%/2.5%），分别同比增长50.1%/34.2%/32.2%，对应21-23年EPS为1.50/2.02/2.67元。A股对应21-23年PE为92/68/52倍，维持“买入”评级；H股对应21-23年PE为91/68/51倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续风险；药企研发投入不及预期；竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	12,872	16,535	22,109	29,223	37,519
营业收入增长率	33.9%	28.5%	33.7%	32.2%	28.4%
净利润（百万元）	1,855	2,960	4,444	5,962	7,883
净利润增长率	-18.0%	59.6%	50.1%	34.2%	32.2%
EPS（元）	1.12	1.21	1.50	2.02	2.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.7%	9.1%	12.2%	14.5%	16.7%
P/E	123	114	92	68	52
P/B	13.2	10.4	11.2	9.9	8.6
P/E（H股）	122	113	91	68	51

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-29；汇率按1港币=0.8216元计算

A股：买入（维持）

当前价：138.01元

H股：买入（维持）

当前价：166.30港元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

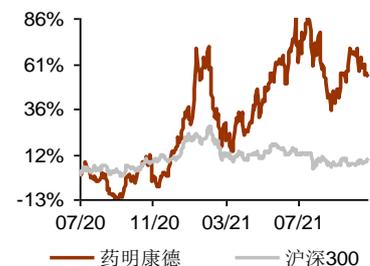
联系人：叶思奥

yesa@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	29.55
总市值(亿元)	4078.79
一年最低/最高(元)	83.27/172.49
近3月换手率	49.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.55	-9.17	16.97
绝对	-9.68	-9.68	45.45

资料来源：Wind

相关研报

21H1业绩增长强劲，临床前CRO及CDMO业务持续高速发展——药明康德

（603259.SH/2359.HK）2021年半年度业绩公告点评（2021-08-13）

21H1业绩超预期，CDMO和临床CRO业务快速增长——药明康德（603259.SH/2359.HK）2021年H1预增公告点评（2021-07-18）

21Q1业绩略超预期，项目导流带来业绩快速增长——药明康德（603259.SH/2359.HK）2021年一季度报告点评（2021-05-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	12,872	16,535	22,109	29,223	37,519
营业成本	7,858	10,253	13,875	18,193	23,235
折旧和摊销	691	817	925	1,093	1,266
税金及附加	28	35	46	61	78
销售费用	439	588	665	880	1,129
管理费用	1,482	1,839	2,012	2,659	3,414
研发费用	590	693	862	1,140	1,463
财务费用	24	520	227	104	10
投资收益	48	606	126	203	204
营业利润	2,341	3,389	5,325	7,142	9,438
利润总额	2,337	3,369	5,298	7,106	9,392
所得税	426	383	795	1,066	1,409
净利润	1,911	2,986	4,503	6,040	7,983
少数股东损益	57	26	59	78	100
归属母公司净利润	1,855	2,960	4,444	5,962	7,883
EPS(元)	1.12	1.21	1.50	2.02	2.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,916	3,974	5,232	6,948	8,485
净利润	1,855	2,960	4,444	5,962	7,883
折旧摊销	691	817	925	1,093	1,266
净营运资金增加	1,541	1,047	3,327	3,364	4,146
其他	-1,171	-851	-3,464	-3,472	-4,810
投资活动产生现金流	-4,975	-8,776	174	-2,693	-2,212
净资本支出	-2,516	-3,022	-2,300	-2,300	-2,300
长期投资变化	794	765	0	0	0
其他资产变化	-3,252	-6,518	2,474	-393	88
融资活动现金流	1,558	9,888	105	928	920
股本变化	486	791	510	0	0
债务净变化	4,220	-1,363	-1,154	6	-29
无息负债变化	3,108	3,106	2,280	3,984	4,483
净现金流	-534	5,005	5,511	5,182	7,193

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.0%	38.0%	37.2%	37.7%	38.1%
EBITDA 率	26.7%	26.3%	31.1%	29.7%	29.0%
EBIT 率	20.4%	20.5%	26.9%	26.0%	25.6%
税前净利润率	18.2%	20.4%	24.0%	24.3%	25.0%
归母净利润率	14.4%	17.9%	20.1%	20.4%	21.0%
ROA	6.5%	6.5%	8.6%	9.7%	10.8%
ROE (摊薄)	10.7%	9.1%	12.2%	14.5%	16.7%
经营性 ROIC	15.6%	17.2%	22.0%	25.1%	28.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	29%	29%	31%	33%
流动比率	1.91	2.91	3.58	3.77	4.14
速动比率	1.65	2.57	3.09	3.25	3.57
归母权益/有息债务	3.77	10.07	17.64	19.81	23.05
有形资产/有息债务	5.54	13.09	23.09	27.42	33.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	29,239	46,291	52,470	62,241	74,132
货币资金	5,227	10,237	15,748	20,930	28,123
交易性金融资产	1,702	4,618	1,500	1,050	750
应收账款	2,937	3,665	4,904	6,415	8,236
应收票据	25	3	3	4	6
其他应收款 (合计)	31	34	42	56	72
存货	1,742	2,686	3,657	4,801	6,138
其他流动资产	491	537	606	695	799
流动资产合计	12,663	23,059	26,699	34,264	44,522
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	794	765	765	765	765
固定资产	4,333	5,710	6,364	6,932	7,390
在建工程	2,092	3,086	3,365	3,573	3,730
无形资产	918	998	1,237	1,468	1,688
商誉	1,362	1,392	1,392	1,392	1,392
其他非流动资产	1,193	2,487	4,456	4,456	4,456
非流动资产合计	16,576	23,232	25,771	27,977	29,610
总负债	11,829	13,573	14,699	18,689	23,142
短期借款	1,604	1,230	0	0	0
应付账款	573	930	1,258	1,650	2,107
应付票据	19	12	16	21	26
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	0	0	0	0
流动负债合计	6,634	7,920	7,466	9,079	10,761
长期借款	762	0	0	0	0
应付债券	1,875	1,819	1,819	1,819	1,819
其他非流动负债	2,327	3,550	5,412	7,789	10,560
非流动负债合计	5,195	5,652	7,233	9,610	12,381
股东权益	17,410	32,718	36,846	41,535	47,706
股本	1,651	2,442	2,955	2,955	2,955
公积金	10,434	22,917	23,362	23,958	24,154
未分配利润	5,777	8,088	11,202	15,216	21,091
归属母公司权益	17,312	32,494	36,562	41,173	47,244
少数股东权益	97	225	284	362	462

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.41%	3.56%	3.01%	3.01%	3.01%
管理费用率	11.52%	11.12%	9.10%	9.10%	9.10%
财务费用率	0.19%	3.14%	1.02%	0.36%	0.03%
研发费用率	4.59%	4.19%	3.90%	3.90%	3.90%
所得税率	18%	11%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.34	0.36	0.46	0.61	0.81
每股经营现金流	1.77	1.63	1.77	2.35	2.87
每股净资产	10.49	13.31	12.37	13.93	15.99
每股销售收入	7.80	6.77	7.48	9.89	12.70

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	123	114	92	68	52
PB	13.2	10.4	11.2	9.9	8.6
EV/EBITDA	69.0	78.3	58.1	45.6	36.1
股息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE