



# 药明康德 (2359.HK): 疫情整体影响有限

我们重申对药明康德(2359.HK)买入评级,目标价维持 118.7 港元。

- 疫情对一季度影响较大:** 公司在第一季度实现营业收入 3188 百万人民币,同比增长 15%,与市场预期一致。收入增速低于往期,因为武汉分公司和临床试验业务受到疫情影响。毛利率也受到疫情影响下滑至 34.4%。归属于上市公司股东的净利润减少 22%至 303 百万元,扣非后净利润减少 24%,低于市场预期 29%。港股 non-IFRS 净利润下降 24%至 399 百万元,经调整后的 Non-IFRS 净利润为 577 百万元,增长了 11%,较能反映公司的真实业务情况。
- 业务迅速恢复,毛利有望提升:** 在疫情期间,公司仍然取得业务进展:小分子 CDMO/CMO 服务分别新增 1 个 III 期临床试验阶段和已获批上市的项目;新增 4 个细胞和基因治疗 CDMO 项目;中国区实验室服务新增 6 个 IND 和 5 个 CTA。目前中国研发生产基地已全面复工,临床试验业务恢复,毛利也有望提升。
- 海外疫情尚未结束,调整全年增速:** 美国区实验室业务将受海外疫情影响,部分订单会转到中国,预计会与海外分公司疫情影响互相抵消。若疫情加速经济衰退,客户或会削减研发开支或暂缓进度。出于谨慎,我们调整了 2020-2022 年财务数据预测,收入增长率为 26%、29%和 27%;净利润增长率为 22%、29%和 28%。
- 维持买入评级和目标价 118.7 港元:** 我们维持买入评级和目标价 118.7 元不变,因为公司 CRO/CDMO 龙头地位稳固,且疫情对于整年业务运营的影响有限,公司仍是值得长期投资的标的。我们的目标价和现价分别对应 2021 年的 PE 的 59.0 倍和 52.5 倍,处于中国 CRO 公司行业合理水平。
- 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 (2018-2022E)

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	9,614	12,872	16,240	20,952	26,577
总收入同比增速	24%	34%	26%	29%	27%
股东应占净利	2,261	1,855	2,270	2,932	3,754
净利润同比增速	84%	-18%	22%	29%	28%
PE (X)	70.6	86.3	70.3	54.5	42.5
ROE (%)	19%	11%	12%	14%	16%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky\_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

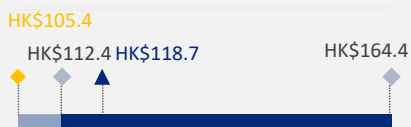
2020 年 5 月 6 日

## 评级

## 买入

目标价 (港元)	118.7
潜在升幅/降幅	+12.6%
目前股价 (港元)	105.4
52 周内股价区间 (港元)	57.7-126.0
总市值 (十亿港元)	180.2
近 3 月日均成交额(百万)	106.2

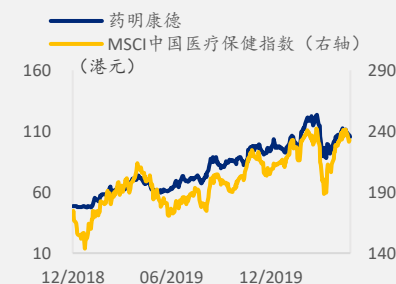
### 市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《CRO/CDMO: 后起之秀, 前景可期》

(2020-04-22)

## 财务报表分析与预测

### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	9,614	12,872	16,240	20,949	26,571
营业成本	-5,837	-7,866	-10,220	-13,165	-16,705
毛利率%	39%	39%	37%	37%	37%
销售费用	-338	-439	-591	-721	-887
销售费用率%	4%	3%	4%	3%	3%
管理费用	-1,153	-1,509	-1,870	-2,391	-3,007
管理费用率%	12%	12%	12%	11%	11%
营业利润	1,850	2,468	2,906	3,724	4,717
摊销	-645	-963	-806	-634	-450
EBITDA	3,318	3,428	3,917	4,603	5,477
财务费用	-92	-128	-256	-281	-306
财务费用率%	11%	9%	9%	9%	9%
其他收入	156	249	260	335	425
其他收益/损失	601	-189	0	0	0
资产减值损失	-11	-43	-54	-70	-89
税前净利润	2,581	2,337	2,855	3,687	4,720
所得税	-247	-426	-520	-671	-860
有效所得税率%	10%	18%	18%	18%	18%
税后收入	2,334	1,911	2,335	3,016	3,861
少数股东损益	-73	-57	-65	-84	-106
归母净利润	2,261	1,855	2,270	2,932	3,754

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,758	5,223	4,185	4,998	7,462
应收款项	2,499	3,556	4,261	5,707	7,373
存货	855	1,208	1,436	1,970	2,351
其它流动资产	2,702	2,676	2,676	2,676	2,676
流动资产合计	11,813	12,663	12,557	15,351	19,861
固定资产	6,058	7,666	9,554	10,942	11,906
商誉	1,144	1,362	1,719	2,217	2,812
可供出售金融资产	2,079	4,009	4,009	4,009	4,009
其他非流动资产	1,573	3,539	4,837	4,709	4,663
非流动资产合计	10,854	16,576	20,119	21,877	23,390
资产总计	22,667	29,239	32,676	37,229	43,251
短期借款	120	1,810	2,077	2,344	2,611
应付账款	2,611	3,393	4,519	5,745	7,554
其他应付账款	12	25	25	25	25
其它流动负债	1,019	1,407	1,380	1,708	2,100
流动负债合计	3,762	6,634	8,001	9,822	12,290
长期借款	15	762	762	762	762
其它长期负债	725	4,433	4,433	4,433	4,433
非流动负债合计	740	5,195	5,195	5,195	5,195
负债总计	4,502	11,829	13,196	15,017	17,485
股本	1,165	1,651	1,651	1,651	1,651
储备	16,523	15,661	17,796	20,612	24,273
母公司拥有人应佔权益	17,688	17,312	19,447	22,263	25,924
少数股东权益	477	97	32	-51	-158
负债和所有者权益合计	22,667	29,239	32,676	37,229	43,251

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	0	0	194	-756	-237
经营现金流	1,526	2,529	2,438	2,504	3,909
购买物业、厂房及设备	-2,077	-2,269	-1,888	-1,388	-964
收购	-2,274	-2,122	-1,655	-370	-549
投资现金流	-5,162	-4,588	-3,543	-1,758	-1,512
债权募资	1,466	4,927	1,000	1,000	1,000
股权募资	9,252	31	0	0	0
银行和其他借款还款					
融资现金流	6,984	1,558	67	67	67
现金净流量	3,348	-501	-1,038	813	2,463

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.59	1.13	1.39	1.79	2.29
每股净资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
每股经营现金流	1.08	1.55	1.49	1.53	2.39
每股股利	0.58	0.34	0.42	0.54	0.69
估值 (倍)					
P/E	61.2	86.3	70.3	54.5	42.5
P/B	7.8	9.2	8.2	7.2	6.2
P/S	14.4	12.4	9.8	7.6	6.0
EV/EBITDA	41.7	46.4	40.8	34.7	29.2
股息率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
盈利能力比率					
毛利率	39.3%	38.9%	37.1%	37.2%	37.1%
净利润率	23.5%	14.4%	14.0%	14.0%	14.1%
净资产收益率	18.8%	10.6%	12.4%	14.1%	15.6%
资产回报率	12.8%	7.1%	7.3%	8.4%	9.3%
投资资本回报率	13.2%	11.4%	12.5%	14.1%	15.5%
盈利增长					
营业收入增长率	23.8%	33.9%	26.2%	29.0%	26.8%
EBIT增长率	19.2%	19.2%	17.9%	17.8%	17.8%
净利润增长率	84.2%	-18.0%	22.4%	29.1%	28.1%
偿债能力指标					
资产负债率	0.20	0.40	0.40	0.40	0.40
流动比率	3.14	1.91	1.57	1.56	1.62
速动比率	2.91	1.73	1.39	1.36	1.42
现金比率	1.53	0.79	0.52	0.51	0.61
经营效率指标					
应收帐款周转天数	81	86	88	87	90
应付帐款周转天数	134	139	141	142	145
存货周转天数	46	47	47	47	47
总资产周转率	0.55	0.50	0.52	0.60	0.66
固定资产周转率	1.86	1.88	1.89	2.04	2.33

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# 药明康德 (2359.HK): 疫情整体影响有限

## 疫情对一季度业绩影响较大

公司在第一季度实现营业收入 3,188 百万人民币, 同比增长 15%, 与市场预期一致。虽然与 A 股医药类企业一季度收入平均 7% 的降幅相比表现优秀, 但收入增速低于公司的往期, 因为从事小分子药物发现及研究服务的武汉分公司受到影响, 临床试验业务也因为疫情防控而延误。增长较快的板块为中国区实验室服务和美国区实验室服务。

疫情期间固定成本、人工成本等并没有相应的减少, 服务成本增速高于收入增长, 导致毛利润较去年同期仅增长 4% 至 1097 百万元, 毛利率也因此下降了 3.7% 至 34.4%, 低于去年同期的 38.1%。除了疫情的影响, 还由于公司加大对关键人才的激励, 包括限制性股票计划等。

销售费用、行政管理费用和研发费用分别增长 14%、23% 和 13%, 使得经营利润下降 10% 至 481 百万元, 经营利润率下滑 4.3% 至 15.1%, 净利润率下滑 4.5% 至 9.5%。

归属于上市公司股东的净利润人民币 303 百万元, 同期减少 22%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润为 376 百万元, 同期减少 24%, 低于市场预期 29%, 主要原因是受疫情影响。A 股和港股的会计制度不同导致净利润增速不同, 港股 non-IFRS 净利润和经调整后的 non-IFRS 净利润为 399 百万元和 577 百万元, 分别为 -24% 和 11% 的增速。

值得注意的是, 公司在金融类资产公允价值变动及收益波动较大, 导致不同口径下净利润增速有很大区别。影响 A 股的扣非后净利润较大的项为“持有交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置取得的投资收益”, 在 2019 年和 2020 年一季度分别占净利润的 27% 和 30%。影响港股的 Non-IFRS 和调整后的 Non-IFRS 的净利润的项有汇率波动损益、股权激励费用和权益类投资损益, 分别占 2020 年一季度净利润的 -5%、39% 和 56%。若还原这些影响较大的项, 则公司调整后的 Non-IFRS 净利润的增速为 11%, 与收入的增速相符, 比较能够真正反映公司的主营业务情况。

图表 2：药明康德 1Q19-1Q20 季度 A 股与港股净利润与调整项

(百万人民币)	1Q19	1Q20	1Q20 增速	1Q19 占净利润比重	1Q20 占净利润比重
归属于上市公司股东的净利润	386,479	303,041	-22%		
<b>A 股报表</b>					
非经常性损益	(108,436)	(72,669)	-33%	-28%	-24%
非流动资产处置损益	(1,701)	(1,067)	-37%	0%	0%
政府补助	18,572	36,829	98%	5%	12%
持有交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置取得的投资收益	(104,118)	(91,742)	-12%	-27%	-30%
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	(1,318)	(4,204)	219%	0%	-1%
少数股东权益影响额（税后）	(6,231)	47	-101%	-2%	0%
所得税影响额	(13,641)	(12,533)	-8%	-4%	-4%
<b>扣非后净利润</b>	<b>494,915</b>	<b>375,710</b>	<b>-24%</b>		
<b>港股报表</b>					
调整项	136,000	96,000	-29%	35%	32%
股权激励费用	32,000	117,000	266%	8%	39%
上市开支及可转股债券发行成本		1,000	NA	0%	0%
可转股债公允价值变动		(15,000)	NA	0%	-5%
汇率波动损益	99,000	(16,000)	-116%	26%	-5%
并购所得无形资产摊销	5,000	9,000	80%	1%	3%
<b>Non-IFRS 归属于上市公司股东的净利润</b>	<b>522,479</b>	<b>399,041</b>	<b>-24%</b>		
权益类投资损益	(9,000)	171,000	-2000%	-2%	56%
合营公司损失	6,000	7,000	17%	2%	2%
<b>经调整 Non-IFRS 归属于上市公司股东的净利润</b>	<b>519,479</b>	<b>577,041</b>	<b>11%</b>		

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

## 国内业务快速恢复

虽然临床试验业务受到疫情影响较大，但公司其他业务板块在疫情期间仍然取得业务进展。公司在一季度新增客户超过 240 家，其中海外客户 128 家。疫情普遍影响国内企业一季度的 1-2 个月，随着疫情在国内得到控制，我们预计公司在国内的业务将很快得到恢复。

截至 2020 年 3 月底：

1. 小分子 CDMO/CMO 服务项目中处于 III 期临床试验阶段的项目 42 个、已获批上市的项目 22 个中处于 III 期临床试验阶段的项目和已获批上市的项目均较 2019 年底增加 1 个；
2. 美国区实验室服务从事的细胞和基因治疗 CDMO 服务共有 35 个项目，其中包括 24 个 I 期临床试验项目和 11 个 II/III 期临床试验项目，分别较 2019 年底增加 1 个和 3 个；
3. 中国区实验室服务累计为客户完成 91 个研究性新药的临床试验申报 (IND)，获得 62 个项目的临床试验许可 (CTA)，一季度新增 6 个 IND 和 5 个 CTA；
4. 临床试验业务受到疫情影响较大，和目前海外跨国药企的情况类似。

中国的研发生产基地已经全面复工，临床试验业务也逐渐恢复，预计之后的季度将会追赶进度，保持全年稳健增长。同时，毛利率和净利率也将会恢复，我们预计，2020 年毛利率和净利率分别为 37.0% 和 13.9%，略微比 2019 年的 38.9% 和 14.4% 低。

## 海外疫情尚未结束，调整全年增速

由于疫情在全球化，第二季度公司美国区实验室从事的细胞和基因治疗 CDMO 服务会受到影响，公司将继续实施业务连续性计划积极应对。

由于海外疫情尚未结束，部分订单会转到中国，我们预计会与海外分公司运营受到疫情的影响互相抵消。如果疫情加速全球经济衰退，海外跨国药企和小型生物科技公司可能会削减研发开支或是暂缓研发项目进度。虽然从目前海外跨国药企包括礼来、GSK 和诺华等的动态来看，我们仅能看出疫情影响了临床试验进度，并没有影响到研发开支。但出于谨慎考虑，我们调整 2020-2022 年的财务数据，收入增长率为 26%，29% 和 27%，略比市场预期高；净利润增长率为 22%，29%，28%，比市场预期低 14-16%，可能与之前提到的影响净利润较大的项有关。由于汇率变动、投资公允价值变动和收益较难预期，因此，我们未就 A 股的扣非后净利润和港股的 Non-IFRS 净利润的进行预测。

图表 3: SPDBI 目前预测 vs. 市场预测

百万人民币	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
	SPDBI 目前预测			市场预测			我们与市场预测偏差%		
收入	16,240	20,952	26,577	16,169	20,475	25,621	0%	2%	4%
净利润	2,270	2,932	3,754	2,645	3,484	4,408	-14%	-16%	-15%
EPS	1.39	1.79	2.29	1.57	2.05	2.58	-12%	-13%	-11%

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 4: SPDBI 目前预测 vs. 之前预测

百万人民币	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
	SPDBI 目前预测			SPDBI 之前预测			改变%		
收入	16,240	20,952	26,577	16,924	21,708	27,303	-4%	-3%	-3%
净利润	2,270	2,932	3,754	2,688	3,581	4,660	-16%	-18%	-19%
EPS	1.39	1.79	2.29	1.65	2.20	2.86	-16%	-19%	-20%

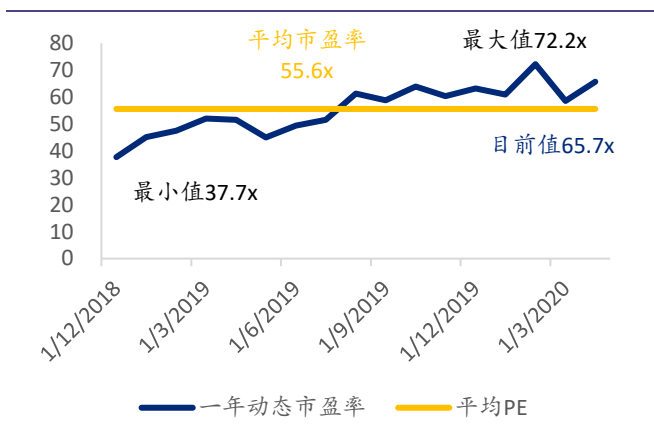
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 维持买入评级和目标价 118.7 港元

我们维持对药明康德的买入评级和目标价 118.7 港元不变，主要由于公司作为 CRO/CDMO 国际前十和国内龙头的地位稳固，而疫情对业务运营的影响正在迅速消退，公司业务运营正迅速恢复，公司仍是值得长期投资的标的。

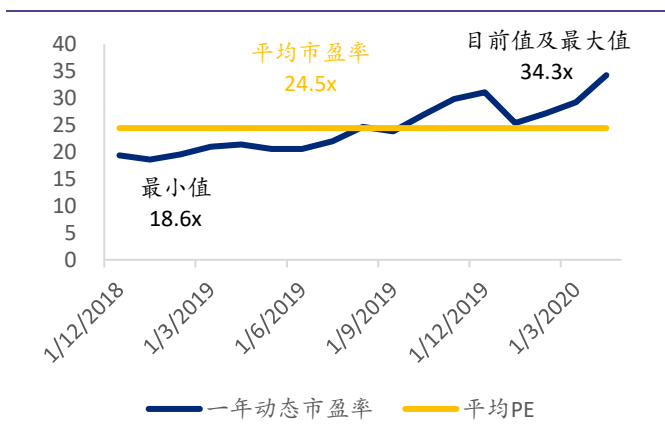
目前公司一年动态市盈率是 65.7 倍，最高和最低值分别为 72.2 倍和 37.7 倍，从 2018 年 12 月开始的平均一年动态市盈率为 55.6 倍。相比而言，MSCI China Healthcare(MSCI 中国医疗保健指数)目前的市盈率为最高值 34.3 倍，同期平均值为 24.5 倍，表明疫情对医药行业整体在 2020 年的影响明显。而公司在 2020 年并没有受到太大的疫情冲击，整体影响可控。我们预计，随着 2021 年盈利水平的体现，一年动态市盈率将会逐步下滑，趋于合理。

图表 5: 药明康德一年动态市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: MSCI China Healthcare 一年动态市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

我们的目标价和现价分别对应 2021 年的 PE 的 59.0 倍和 52.5 倍，目标价 PE 略高于中国 CRO 公司行业平均水平的 54.6 倍，作为领军企业，理应享有一定溢价。2021 年 PEG 为 1.5 倍，处于行业平均水平。

图表 7: 可比公司估值概要

股份代号	公司名称	6-May 股价 (LC)	52周		市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE			PEG	
			高	低			2019	2020E	2021E	2020E	2021E
002821 ch equity	凯莱英	186.0	194.7	85.2	6,071	46.3	53.5	59.0	45.2	2.0	1.5
300363 ch equity	博腾股份	27.1	32.1	7.6	2,071	36.3	40.9	59.6	44.9	2.0	1.4
300347 ch equity	泰格医药	77.3	82.9	39.6	8,172	47.5	55.9	55.6	42.4	2.3	1.4
2269 hk Equity	药明生物	117.2	122.1	66.5	19,668	60.0	108	97.3	69.5	2.8	1.7
3759 hk Equity	康龙化成	62.8	65.0	39.5	7,034	76.3	62.2	60.4	44.7	4.1	1.3
2359 hk Equity	药明康德	105.1	123.5	57.8	23,104	88.3	83.2	67.8	52.5	1.7	1.5
							<b>80.8</b>	<b>73.2</b>	<b>54.6</b>	<b>2.4</b>	<b>1.5</b>

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 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

“维持”: 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):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 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。



## 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。

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个人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) 浦银国际的自营交易部及/或其关联公司直接/间接持有本报告所述公司(药明康德 2359.HK) 之股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内跟本报告所述公司(药明康德 2359.HK) 存在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。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼