



CRO 行业恢复高速增长，长期看好

• **CRO 行业在医药板块内表现最好：** 我们覆盖的两家公司药明康德和康龙化成在本周分别发布了 2020 年半年报业绩预告。两家公司二季度的收入增速分别为 29% 和 30%-49%，均高于各自的第一季度的增速，符合我们的预期。与其他医药细分行业相比，CRO 行业已从疫情中恢复了强劲的增速。在 A 股医药各个细分子行业中，只有 CRO 行业和医疗器械行业在疫情中的收入、归母净利润和扣非后归母净利润是正增长，而 CRO 行业这三项的增速分别达到 31.1%、48.8% 和 102.6%。因此，市场的分化行情与公司的盈利增长是相符的。我们对 CRO 行业长期看好，因其高增长、较少政策风险和良好的现金流，在整体医药行业内的都具有稀缺性。

• **药明康德 (2359.HK) 业绩好于预期，提升目标价至 135.0 港元：** 药明康德 2Q20 单季度公司收入同比增长 29%，高于 1Q20 的 15% 增速，表明公司业务已经快速恢复。公司 1H20 收入和每股盈利均超出市场预期 4% 和 70%。港股和 A 股的 2Q20 净利润同比分别增长 43.1% 和 111%，经调整后的净利润和扣非后净利润分别同比增长 28.9% 和 52%，增速均高于 1Q20。由于上半年的增速好于预期，我们调高 2020 年全年的净利润增速至 30%，收入增速保持不变。相应地，我们提高目标价从 83.5 港元至 135.0 港元，对应 89.6 倍 2021 年的 PE 估值，PEG 处于行业平均水平。

• **康龙化成 (3759.HK) 增长强劲，提升目标价至 105.2 港元：** 康龙化成 1H20 收入同比增长 28%-38%，归母净利润同比增长 180%-210%，扣非后归母净利润增速为 116%-147%，第二季度增速均高于第一季度，收入增长中位数符合市场预期。除了今年并表收入的增量，利润高速增长主要由于财务费用的减少和投资收益。我们调高 2020 年收入和利润增速至 33% 和 84%，以反映公司的强劲增长。相应地我们提高目标价从 70.5 港元提升至 105.2 港元，对应 67.4 倍 2021 年的 PE 估值，相比行业平均属于合理范围。

• **药明生物 (2269.HK) 提升目标价至 167.0 港元：** 我们仍然对行业前景和公司本身的增长潜力看好，给予买入评级，提升目标价从 137 港元至 167.0 港元，对应 89.8 倍 2021 年的 PE 估值，略高于行业平均水平。

• **投资风险：** 汇率变动；项目延迟；客户临床试验失败导致项目流失；人力成本持续上升；投资标的市值变动。

行业评级 增持

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

2020 年 7 月 24 日

药明康德	2359. HK
目标价	HK\$135.0
评级	买入
潜在升幅/降幅	20%
2021 年 PE	75
2021EV/EBITDA	34
2021EPS 增速	29%

康龙化成	3759. HK
目标价	HK\$105.2
评级	买入
潜在升幅/降幅	20%
2021 年 PE	56
2021EV/EBITDA	44
2021EPS 增速	9%

药明生物	2269. HK
目标价	HK\$167.0
评级	买入
潜在升幅/降幅	15%
2021 年 PE	78
2021EV/EBITDA	58
2021EPS 增速	63%

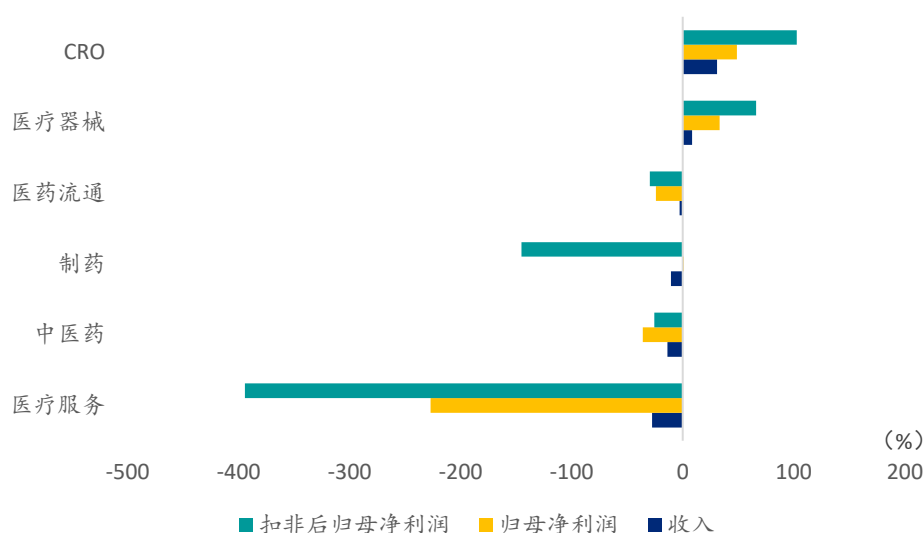
相关报告：

《CRO/CDMO：后起之秀，前景可期》
(2020-04-22)

CRO 行业恢复高速增长，长期看好

CRO 行业与其他医药细分行业相比，2020 年一季度虽然也受到疫情的影响，但由于本身增速较高，而且客户全球化，因此增速最高。CRO 行业收入、归母净利润和扣非后归母净利润三项的增速分别为 31.1%、48.8%和 102.6%。我们对 A 股医药各个细分子行业进行了对比，2020 年一季度，只有 CRO 行业和医疗器械行业在疫情中的收入、归母净利润和扣非后归母净利润录得正增长，市场的分化行情与公司的盈利增长是相符的。

图表 1：2020 年一季度医药子行业增速



资料来源：Wind、浦银国际

疫情对于医药行业的影响将是深远的。疫情尚未在全球范围内结束，对于疫苗和新药的研究将会持续。全球流动性宽松，疫情促使资金向医药行业加速流入，特别是对于感染性疾病、疫苗和诊断技术的研发投入。CRO 企业不仅在疫情中相较其他行业受到较少的冲击恢复较快，还在主营业务和投资收益两方面都受益于疫情后资本流入医药行业的趋势。

因此，即使估值在短期内已有很高的涨幅，我们仍然对 CRO 行业长期看好。CRO 行业高增长、较少政策风险和良好的现金流在整体医药行业内都具有稀缺性，高估值体现在行业的长期向好，行业头部公司将持续获得资本关注。

图表 2: CRO 企业估值对比

股份代号	公司名称	24-Jul 股价 (LC)	52周		市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE				EPS增速%		PEG	
			高	低			2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2020E	2021E
2269 HK Equity	药明生物	145.2	156.4	78.1	25,616	69.8	107.6	123.0	88.3	60.2	31.1	39.3	4.0	2.2
3759 HK Equity	康龙化成	87.7	92.4	39.5	11,978	91.9	62.2	72.4	58.7	44.1	33.8	23.4	2.1	2.5
2359 HK Equity	药明康德	112.4	120.1	48.1	35,592	88.3	80.8	81.5	63.0	52.1	53.3	29.5	1.5	2.1
1521 HK Equity	方达控股	4.3	5.6	3.1	1,216	23.4	55.6	46.1	35.3	28.6	27.5	30.8	1.7	1.1
							86.6	93.8	70.5	53.2			2.5	2.2

资料来源: Bloomberg、浦银国际

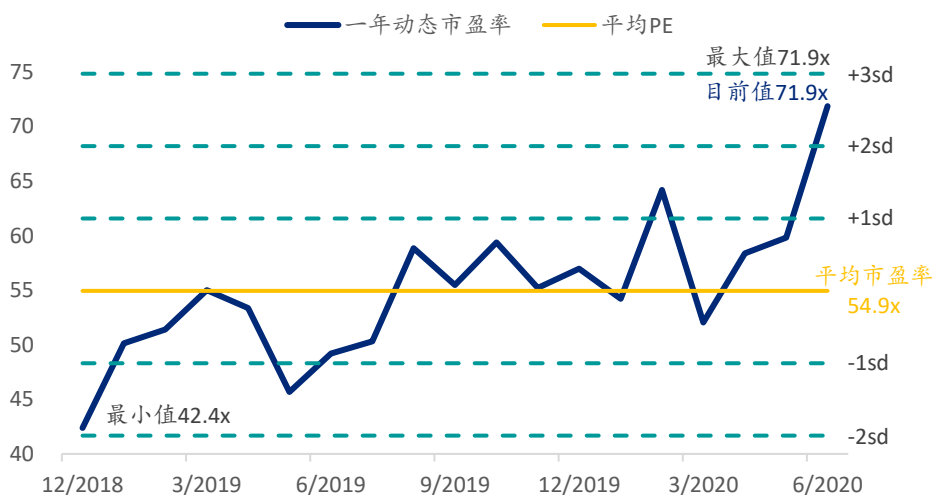
药明康德 (2359.HK) : 业绩好于预期, 提升目标价至 135.0 港元

药明康德 1H20 收入实现 7,231 百万人民币, 同比增长 23%, 归母净利润为 1,717 百万人民币, 同比增长 62%, 扣非后归母净利润同比增长 14%。收入和每股盈利超出市场预期 4% 和 70%。2Q20 单季度公司收入同比增长 29%, 相比 1Q20 的 15% 增速, 表明公司业务已经快速恢复。港股和 A 股的 2Q20 净利润同比分别增长 43.1% 和 111%, 经调整后的净利润和扣非后净利润分别同比增长 28.9% 和 52%, 增速均高于 1Q20。

美国区实验室服务的收入和利润因为二季度美国疫情加重受到负面影响, 但中国区实验室和 CDMO 业务已经在 2Q20 全面恢复, 弥补了美国业务相关的负面影响, 临床试验业务也逐步恢复。此外, 受益于所投资上市标的例如华领医药 (2552.HK)、Schrodinger (SDGR) 等的市值上涨, 公司在 1H20 有 1,031 百万人民币的非经常性收益, 而去年同期净损失为 18.2 百万人民币。扣除非经常性损益后, 公司在 1H20 疫情环境下仍有 14% 增长。

由于上半年的增速好于预期, 我们调高药明康德的 2020 年全年的净利润增速, 收入增速保持不变。预计 2020-22 年的净利润增速分别为 30%、29% 和 28%, 收入增速则分别为 26%、29% 和 27%。相应地, 我们将目标价从 83.5 港元调高至 135.0 港元, 对应 89.6 倍 2021 年的 PE 估值, 高于行业平均 27%, 2021 年的 PEG 为 2.1, 处于行业合理范围。

图表 3: 药明康德市盈率估值图



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 药明康德

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	4,080	4,812	5,742
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	162	209	266
资产减值损失	-11	-43	-54	-70	-89
税前净利润	2,581	2,337	3,018	3,897	4,986
所得税	-247	-426	-549	-710	-908
有效所得税率%	10%	18%	18%	18%	18%
税后收入	2,334	1,911	2,468	3,187	4,078
少数股东损益	-73	-57	-65	-84	-106
归母净利润	2,261	1,855	2,403	3,103	3,972

资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,758	5,223	4,318	5,303	7,983
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	12,690	15,656	20,383
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	32,809	37,533	43,773
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	17,929	20,916	24,794
母公司拥有人应佔权益	17,688	17,312	19,580	22,567	26,445
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	32,809	37,533	43,773

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	2,571	2,676	4,126
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	-905	984	2,681

主要财务比率

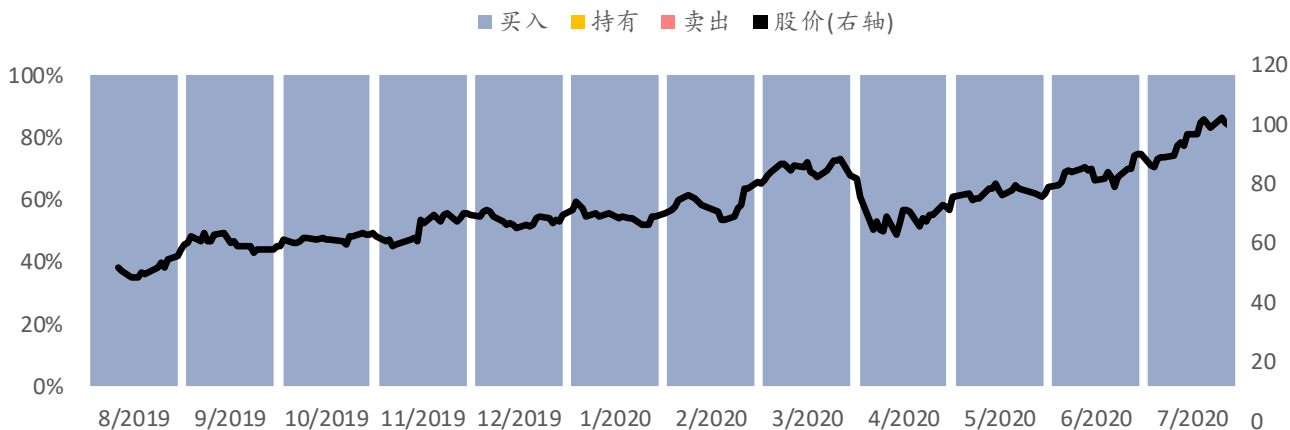
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.59	1.13	1.04	1.34	1.72
每股净资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
每股经营现金流	1.08	1.55	1.57	1.63	2.52
每股股利	0.58	0.34	0.31	0.40	0.52
估值 (倍)					
P/E	62.9	88.6	96.3	74.6	58.3
P/B	8.0	9.5	8.4	7.3	6.2
P/S	14.8	12.7	10.1	7.8	6.2
EV/EBITDA	42.8	47.7	40.2	34.1	28.6
股息率 (%)	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%	14.8%	14.8%	14.9%
净资产收益率	18.8%	10.6%	13.0%	14.7%	16.2%
资产回报率	12.8%	7.1%	7.7%	8.8%	9.8%
投资资本回报率	13.2%	11.4%	12.3%	13.8%	15.1%
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%	29.6%	29.1%	28.0%
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	1.59	1.59	1.66
速动比率	2.91	1.73	1.41	1.39	1.47
现金比率	1.53	0.79	0.54	0.54	0.65
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	0.65
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

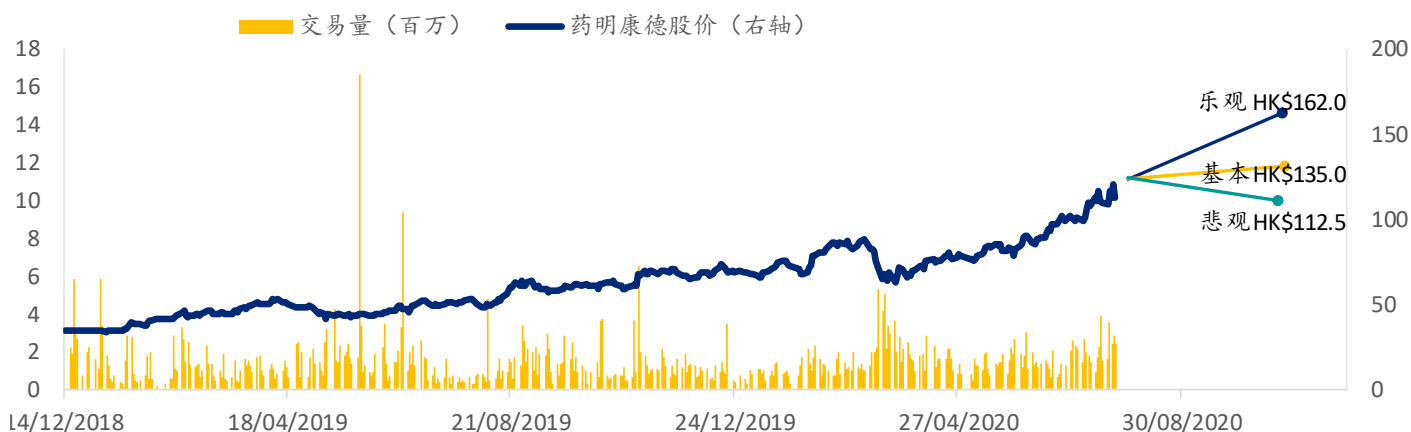
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 药明康德市场普遍预期



资料来源: Factset、浦银国际

图表 5: 药明康德 SPDBI 情景假设



资料来源: 浦银国际

乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 162.0 港元

- 客户获得和项目进展好于预期;
- 投资项目上市、已上市项目市值增加使得投资收益增长;
- 公司为拓展业务进行收并购, 使总收入增长好于预期。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 112.5 港元

- 新冠肺炎疫情全球化可能导致经济衰退, 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期;
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

资料来源: 浦银国际预测

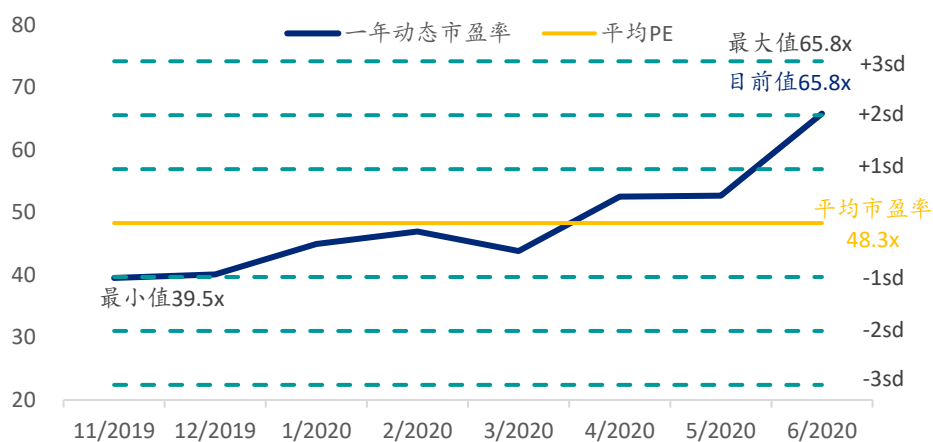
康龙化成 (3759.HK)：增长强劲，提升目标

价至 105.2 港元

康龙化成 1H20 收入同比增长 28%-38%，归母净利润同比增长 180%-210%，扣非后归母净利润增速为 116%-147%，收入增长中位数符合市场预期。经我们计算，公司 2Q20 收入同比增长 30%-49%，归母净利润同比增长 228%-273%，扣非归母净利润同比增长 110%-157%，均高于第一季度的增速。收入的增速可能与今年并表收入的增量有关，公司在去年 5 月完成南京思睿的并购并表，在二季度完成的北京联斯达医药额外 20%的股权收购也将部分贡献并表收入。利润端的贡献主要来自于财务费用的减少和投资收益，公司参股公司 Zentalis Pharmaceuticals (ZNTL) 于今年 4 月份于纳斯达克上市，为公司带来约 1 亿人民币的非经常性收益。

我们调高康龙化成的收入和利润增速，以反映公司超预期的增速。预期收入增速在 2020-2022 年分别为 33%、32%和 30%，净利润的增速分别为 84%、9%和 33%。同样，我们提高目标价从 70.5 港元提升至 105.2 港元，对应 67.4 倍的 2021 年的 PE 估值，相比可比公司属于合理范围。

图表 6：康龙化成市盈率估值图



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康龙化成

利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,908	3,757	5,015	6,603	8,577
营业成本	-1,960	-2,425	-3,200	-4,176	-5,368
毛利率%	33%	35%	36%	37%	37%
销售费用	-55	-73	-97	-128	-167
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-420	-526	-703	-925	-1,202
管理费用率%	14%	14%	14%	14%	14%
营业利润	407	633	1,166	1,283	1,726
摊销	316	375	120	161	212
EBITDA	757	1,044	1,031	1,398	1,874
财务费用	-71	-82	88	-9	-9
财务费用率%	-6%	-7%	-6%	-6%	-6%
其他收入和收益	54	70	201	99	129
其他费用	-7	-12	-16	-21	-27
资产减值损失	-9	-5	-7	-10	-13
税前净利润	407	633	1,166	1,283	1,726
所得税	-60	-102	-188	-207	-278
有效所得税率%	15%	16%	16%	16%	16%
净利润	347	531	978	1,077	1,448
少数股东损益	0	-17	-30	-23	-16
归母净利润	347	547	1,009	1,099	1,464

资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	307	4,442	4,074	4,337	4,731
应收款项	604	857	1,176	1,573	2,232
存货	70	97	176	249	356
其它流动资产	295	548	614	698	802
流动资产合计	1,276	5,944	6,040	6,857	8,121
固定资产	2,677	2,973	3,127	3,327	3,584
使用权资产	13	18	18	18	18
商誉	140	203	203	203	203
其他非流动资产	695	796	1,096	1,396	1,696
非流动资产合计	3,526	3,991	4,444	4,944	5,501
资产总计	4,802	9,935	10,484	11,801	13,622
短期借款	535	301	101	101	101
应付账款	108	118	198	237	352
其他应付账款	404	487	642	838	1,077
其它流动负债	261	364	388	394	414
流动负债合计	1,308	1,270	1,329	1,570	1,943
长期借款	899	544	44	44	44
其它长期负债	268	284	284	284	284
非流动负债合计	1,167	827	327	327	327
负债总计	2,476	2,097	1,657	1,897	2,271
股本	591	722	722	722	722
储备	1,723	7,045	8,054	9,153	10,617
母公司拥有人应佔权益	2,314	7,767	8,776	9,875	11,339
少数股东权益	13	71	41	18	2
负债和所有者权益合计	4,802	9,935	10,473	11,790	13,611

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	38	-572	-204	-314	-496
经营现金流	802	939	894	924	1,163
购买物业、厂房及设备	-524	-205	-274	-361	-469
收购	-74	-694	-300	-300	-300
投资现金流	-715	-1,045	-574	-661	-769
债权募资	541	727	100	100	100
股权募资	0	5,093	0	0	0
银行和其他借款还款	-480	-1,289	-800	-100	-100
融资现金流	-69	4,246	-700	0	0
现金净流量	18	4,139	-380	263	394

主要财务比率

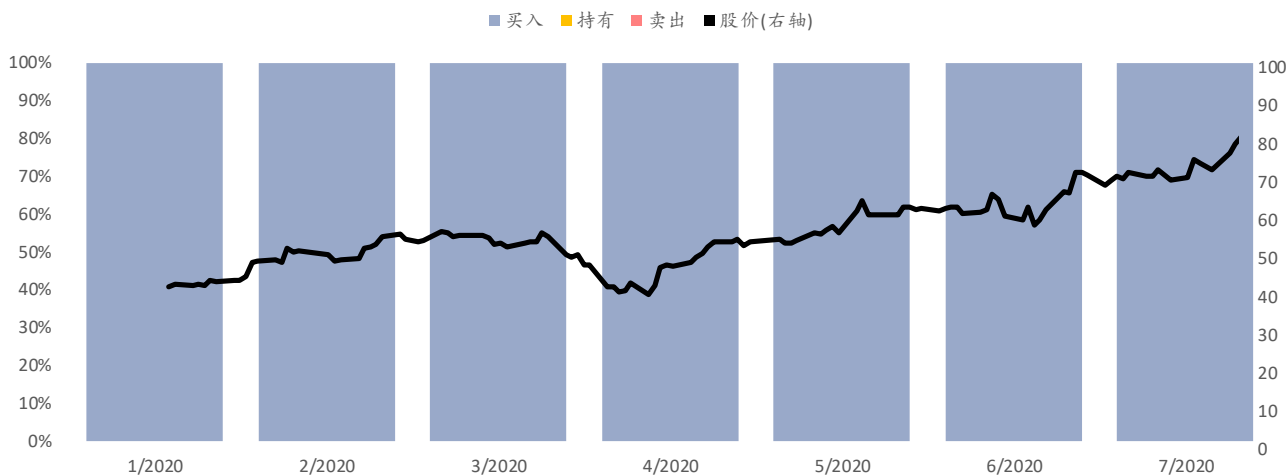
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.6	0.8	1.3	1.4	1.9
每股净资产	3.9	11.8	11.1	12.5	14.4
每股经营现金流	1.4	1.4	1.1	1.2	1.5
每股股利	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
估值 (倍)					
P/E	132.9	94.3	61.2	56.1	42.2
P/B	20.0	6.6	7.0	6.3	5.4
P/S	15.9	13.7	12.3	9.3	7.2
EV/EBITDA	61.0	49.5	59.9	44.2	32.9
股息率 (%)	0%	21%	22%	22%	22%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33%	35%	36%	37%	37%
净利润率	12%	15%	20%	17%	17%
净资产收益率	16%	11%	12%	12%	14%
资产回报率	8%	7%	10%	10%	12%
投资资本回报率	13%	10%	8%	11%	13%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	27%	29%	33%	32%	30%
EBIT增长率	23%	52%	36%	36%	34%
净利润增长率	56%	58%	84%	9%	33%
偿债能力指标					
资产负债率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
流动比率	1.0	4.7	4.5	4.4	4.2
速动比率	0.9	4.6	4.4	4.2	4.0
现金比率	0.2	3.5	3.1	2.8	2.4
经营效率指标					
应收帐款周转天数	69.0	71.0	74.0	76.0	81.0
应付帐款周转天数	18.6	17.0	18.0	19.0	20.0
存货周转天数	12.0	12.6	15.6	18.6	20.6
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	1.2	1.3	1.6	2.0	2.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

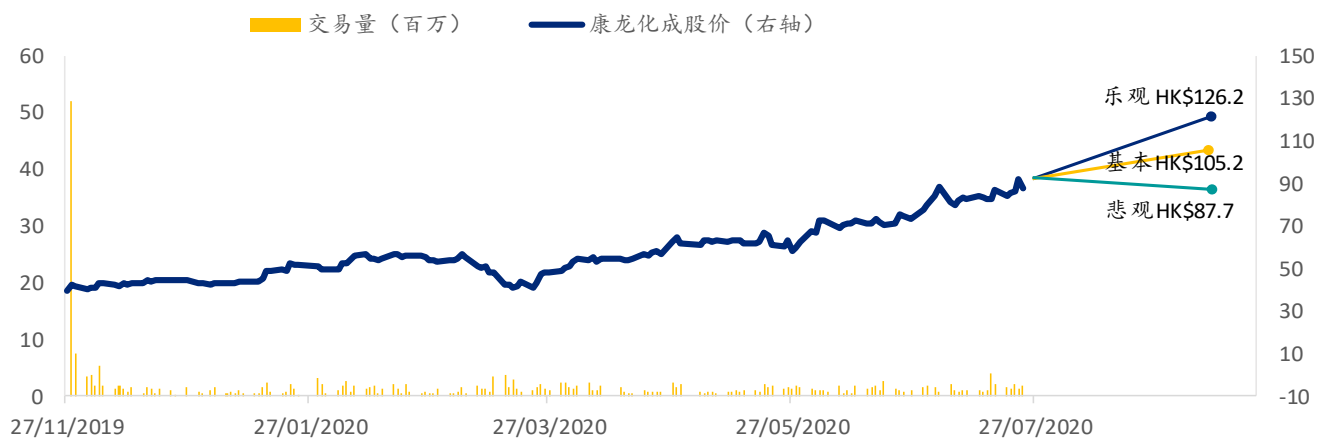
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 康龙化成市场普遍预期



资料来源: Factset、浦银国际

图表 8: 康龙化成 SPDBI 情景假设



资料来源: 浦银国际

乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 126.2 港元

- 客户拓展和项目进展好于预期;
- 公司继续积极进行收并购, 使总收入增长好于预期;
- CMC 业务发展迅速, 产能利用率提升, 从而使利润率提升。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 87.7 港元

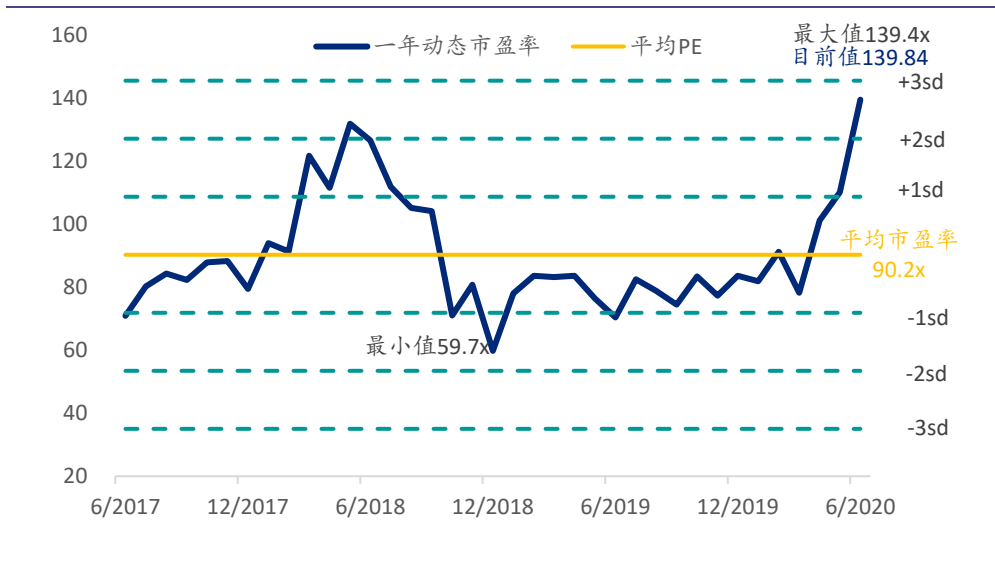
- 经济衰退情况下, 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司收入不及预期;
- CMC 业务开展缓慢, 利润率提升不及预期
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

资料来源: 浦银国际预测

药明生物(2269.HK): 提升目标价至 167.0 港元

我们仍然对行业前景和公司本身的增长潜力看好, 给予买入评级, 提升目标价从 137 港元至 167.0 港元, 对应 89.8 倍 2021 年的 PE 估值, 略高于行业平均水平。

图表 9: 药明生物市盈率估值图



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,534	3,984	5,267	7,689	11,133
营业成本	-1,517	-2,325	-3,145	-4,360	-6,091
毛利率%	40%	42%	40%	43%	45%
销售费用	-42	-77	-102	-149	-215
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-228	-367	-474	-692	-1,002
管理费用率%	9%	9%	9%	9%	9%
营业利润	578	955	1,214	2,002	3,122
摊销	132	173	540	759	588
EBITDA	710	1,127	1,753	2,762	3,710
财务费用	0	-20	-39	-39	-39
财务费用率%	NA	2%	4%	4%	4%
其他收入	194	180	238	347	503
其他收益/损失	21	22	28	42	60
其他费用	-56	-10	-13	-19	-28
税前净利润	738	1,127	1,427	2,333	3,618
所得税	-107	-116	-176	-287	-445
有效所得税率%	15%	10%	12%	12%	12%
净利润	630	1,010	1,252	2,046	3,172
少数股东损益	0	3	4	7	11
归母净利润	631	1,014	1,256	2,053	3,183

资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,084	6,205	2,955	3,770	4,517
应收款项	1,067	1,737	1,999	3,455	4,564
存货	227	399	465	734	1,008
其它流动资产	366	1,330	1,330	1,330	1,330
流动资产合计	5,745	9,672	6,750	9,290	11,420
固定资产	2,904	6,338	10,299	11,385	12,801
无形资产	332	416	416	416	416
其他非流动资产	412	1,176	1,176	1,176	1,176
非流动资产合计	3,648	7,930	11,891	12,977	14,393
资产总计	9,393	17,602	18,640	22,266	25,813
短期借款	0	506	506	506	506
应付账款	712	1,844	1,630	3,211	3,584
关联方借款	500	336	336	336	336
其它流动负债	107	185	185	185	185
流动负债合计	1,319	2,871	2,658	4,238	4,612
长期借款	0	1,395	1,395	1,395	1,395
其它长期负债	80	440	440	440	440
非流动负债合计	80	1,835	1,835	1,835	1,835
负债总计	1,399	4,706	4,493	6,073	6,447
股本	0	0	0	0	0
储备	7,994	12,784	14,040	16,093	19,276
母公司拥有人应占权益	7,994	12,784	14,040	16,093	19,276
少数股东权益	0	112	107	100	90
负债和所有者权益合计	9,393	17,602	18,640	22,266	25,813

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	-246	-596	-542	-144	-1,010
经营现金流	762	587	1,249	2,661	2,751
购买物业、厂房及设备	-1,341	-3,200	-4,500	-1,845	-2,004
投资现金流	-416	-3,200	-4,500	-1,845	-2,004
银行借款还款	0	0	0	0	0
股权募资	3,206	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
融资现金流	3,207	0	0	0	0
现金净流量	3,552	-2,613	-3,251	816	747

主要财务比率

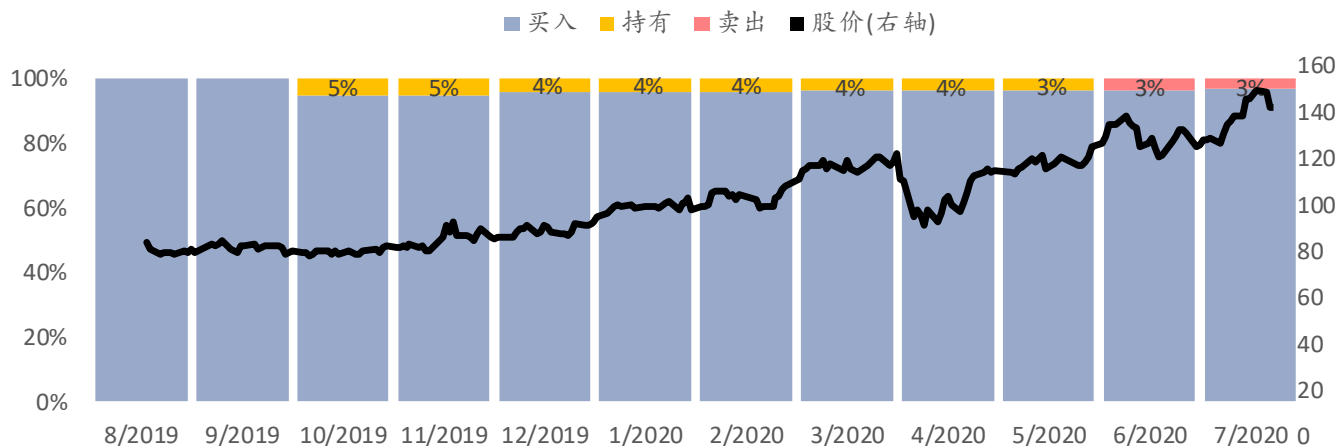
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.5	0.8	1.0	1.7	2.6
每股净资产	6.6	10.3	11.3	13.0	15.6
每股经营现金流	0.6	0.5	1.0	2.1	2.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	248.4	158.1	127.6	78.1	50.4
P/B	19.6	12.5	11.4	10.0	8.3
P/S	61.8	40.2	30.4	20.8	14.4
EV/EBITDA	220.6	142.2	91.4	58.0	43.2
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	40%	42%	40%	43%	45%
净利润率	25%	25%	24%	27%	29%
净资产收益率	10%	10%	9%	14%	18%
资产回报率	9%	8%	7%	10%	13%
投资资本回报率	8%	8%	7%	10%	14%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	57%	57%	32%	46%	45%
EBIT增长率	36%	65%	27%	65%	56%
净利润增长率	150%	60%	24%	63%	55%
偿债能力指标					
资产负债率	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2
流动比率	4.4	3.4	2.5	2.2	2.5
速动比率	4.2	3.2	2.4	2.0	2.3
现金比率	3.1	2.2	1.1	0.9	1.0
经营效率指标					
应收帐款周转天数	121.1	128.5	129.5	129.5	131.5
应付帐款周转天数	180.1	200.6	201.6	202.6	203.6
存货周转天数	43.6	49.2	50.2	50.2	52.2
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	1.1	0.9	0.6	0.7	0.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

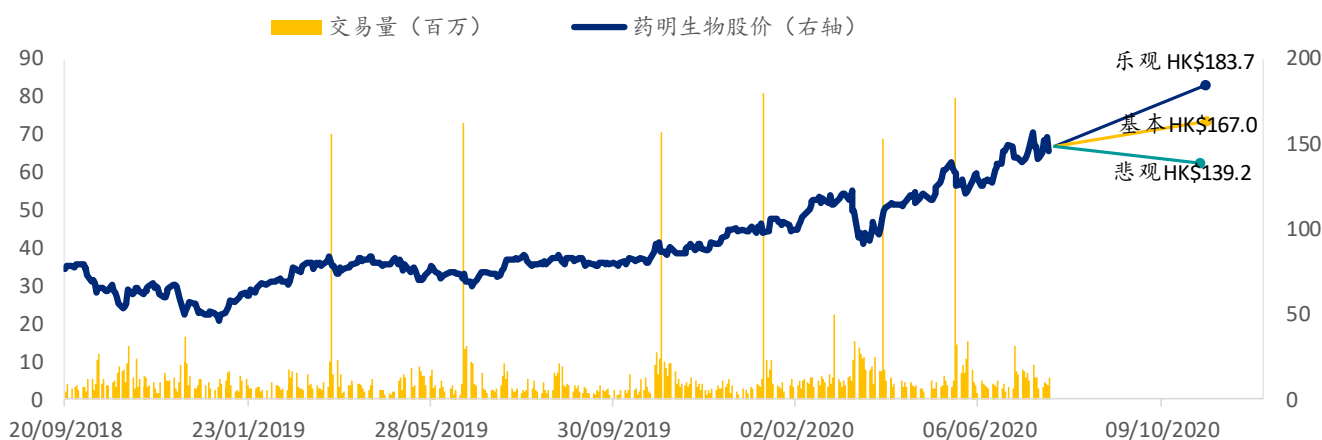
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 药明生物市场普遍预期



资料来源: Factset、浦银国际

图表 11: 药明生物 SPDBI 情景假设



资料来源: 浦银国际

乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 183.7 港元

- 新冠疫情带来更多项目, 进展好于预期, 增加更多未完成里程碑订单;
- 公司为拓展业务进行收并购, 使总收入增长好于预期;
- 产能拓展计划进展快于预期, 提前开展生产;
- 新型研发技术平台与更多客户签约, 未完成订单数增加好于预期

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 139.2 港元

- 新冠肺炎疫情全球化可能导致经济衰退, 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单

资料来源: 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) 浦银国际直接/间接持有本报告所述公司(药明康德 2359.HK 及 药明生物 2269.HK)之股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(药明康德 2359.HK)在过去 12 个月内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。

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

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

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