



药明康德 (2359.HK) 3Q20 业绩： 在手订单丰富，增长预见性高

维持买入评级，提高 12 个月目标价至 151.0 港元，潜在升幅 19.8%。

- 3Q20 增长强劲：**公司 2020 年前三季度实现营业收入人民币 11,815 百万元，同比增长 27%，超出市场预期 6.5%。3Q20 单季度收入同比增长 35% 至 4,583 百万人民币，显示收入加速增长。前三季度归母净利润同比上升 34% 至 2,368 百万元，扣非后下降 3.5%，每股摊薄盈利同比增长 34% 至 1.02 元。A 股第三季度归母净利润下降 8%，扣非后下降 28%，港股 Non-IFRS 净利润和经调整后分别同比增 52% 和 44%，主要因汇兑损益、股权激励和可转债公允价值变动损益的差异。
- 中国地区业务已从疫情中恢复：**第三季中国区实验室服务增长 39% 至人民币 2,337.6 万元，对比上半年增速 26%；CDMO 业务增长 55%，对比上半年增速 26%；临床研究及其他 CRO 服务增长 17%，对比上半年增速 6%。三个板块均较上半年有更强的增速，显示已从疫情中恢复的趋势，尤其是临床 CRO 业务的 SMO 和 CDS 在手订单 Backlog 前三季分别增长 45% 和 100%。美国试验区服务仍受疫情影响，及有客户临床试验失败和监管延迟，因此收入下降 13% 至 372 百万元，但在手订单数量今年第三季上升 35%，且 2021 年将有 2-3 个产品递交生物药上市申请，未来增长将比较可观。
- 今明两年增长加速：**管理层上调 2020 和 2021 年指引，预期营收分别增长 28% 和 30% 以上，并预计今年资本开支 30 亿元。因 CDMO 业务发展迅速，公司正在建造常熟工厂，预计明年底可投入运营。此外公司还投资了泰兴的 API 原料药生产厂房，正在挑选位于美国的商业 GMP 生产厂房地址。基于管理层指引、产能扩张计划和在手订单数量大幅上升，我们相应调高收入端增速，2020 年和 2021 年增速分别为 28% 和 30%。因公司汇兑损益和投资收益受多个因素影响，我们据第三季表现相应调整 2020 和 2021 年归母净利润增速至 47% 和 21%。
- 估值：**维持买入评级，提高目标价至 151.0 港元，对应 91.7 倍 2021 年归母净利润 PE 估值，对应 70.9 倍 2021 年经调整后 Non-IFRS 净利润 PE 估值，处于行业平均水平。
- 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	16,529	21,488	27,545
总收入同比增速 (%)	24%	34%	28%	30%	28%
股东应占净利	2,261	1,855	2,734	3,317	4,365
净利润同比增速 (%)	84%	-18%	47%	21%	32%
PE (X)	62.9	88.6	83.6	68.9	52.4
ROE (%)	19%	11%	15%	15%	17%

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

胡泽宇

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2020 年 11 月 3 日

评级

买入

目标价 (港元)	151.0
潜在升幅/降幅	+19.8%
目前股价 (港元)	126.0
52 周内股价区间 (港元)	60.7-128.3
总市值 (百万港元)	320,956
近 3 月日均成交额 (百万港元)	215

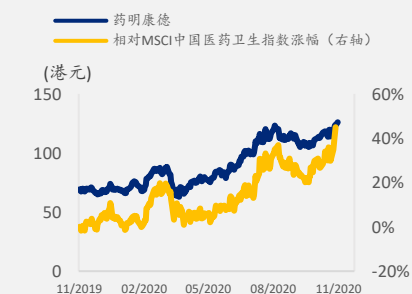
市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《药明康德 1H20 业绩：恢复迅速，投资收益瞩目》(2020-08-19)

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	16,529	21,488	27,545
营业成本	-5,837	-7,866	-10,377	-13,424	-17,097
毛利率	39%	39%	37%	38%	38%
销售费用	-338	-439	-618	-782	-975
销售费用率	4%	3%	4%	4%	4%
管理费用	-1,153	-1,509	-1,903	-2,453	-3,117
管理费用率	12%	12%	12%	11%	11%
营业利润	1,850	2,468	2,870	3,733	5,006
摊销	-645	-963	-1,270	-1,375	-1,415
EBITDA	3,318	3,428	4,950	5,816	7,192
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	331	430	551
其他收益/损失	601	-189	496	322	275
资产减值损失	-11	-43	-17	-21	-28
税前净利润	2,581	2,337	3,424	4,160	5,471
所得税	-247	-426	-623	-758	-996
有效所得税率%	10%	18%	18%	18%	18%
税后收入	2,334	1,911	2,800	3,403	4,475
少数股东损益	-73	-57	-66	-86	-110
归母净利润	2,261	1,855	2,734	3,317	4,365

资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,758	5,223	2,810	2,034	2,591
应收款项	2,499	3,556	4,400	5,825	7,735
存货	855	1,208	1,476	1,997	2,426
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	11,362	12,531	15,427
固定资产	6,058	7,666	10,641	13,650	16,679
商誉	1,144	1,362	1,749	2,274	2,915
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	5,521	5,732	5,979
非流动资产合计	10,854	16,576	21,920	25,665	29,583
资产总计	22,667	29,239	33,282	38,196	45,010
短期借款	120	1,810	2,077	2,344	2,611
应付账款	2,611	3,393	4,641	5,825	7,785
其他应付账款	12	25	25	25	25
其它流动负债	1,019	1,407	1,400	1,746	2,168
流动负债合计	3,762	6,634	8,143	9,940	12,589
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	13,338	15,135	17,784
股本	1,165	1,651	1,651	1,651	1,651
储备	16,523	15,661	18,261	21,464	25,739
母公司拥有者应估权益	17,688	17,312	19,913	23,115	27,390
少数股东权益	477	97	31	-55	-165
负债和所有者权益合计	22,667	29,239	33,282	38,196	45,010

现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	0	0	136	-761	-379
经营现金流	1,526	2,529	2,864	2,901	4,407
购买物业、厂房及设备	-2,077	-2,269	-2,975	-3,008	-3,030
收购	-2,274	-2,122	-2,369	-736	-888
投资现金流	-5,162	-4,588	-5,344	-3,745	-3,918
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	-2,413	-776	557

主要财务比率

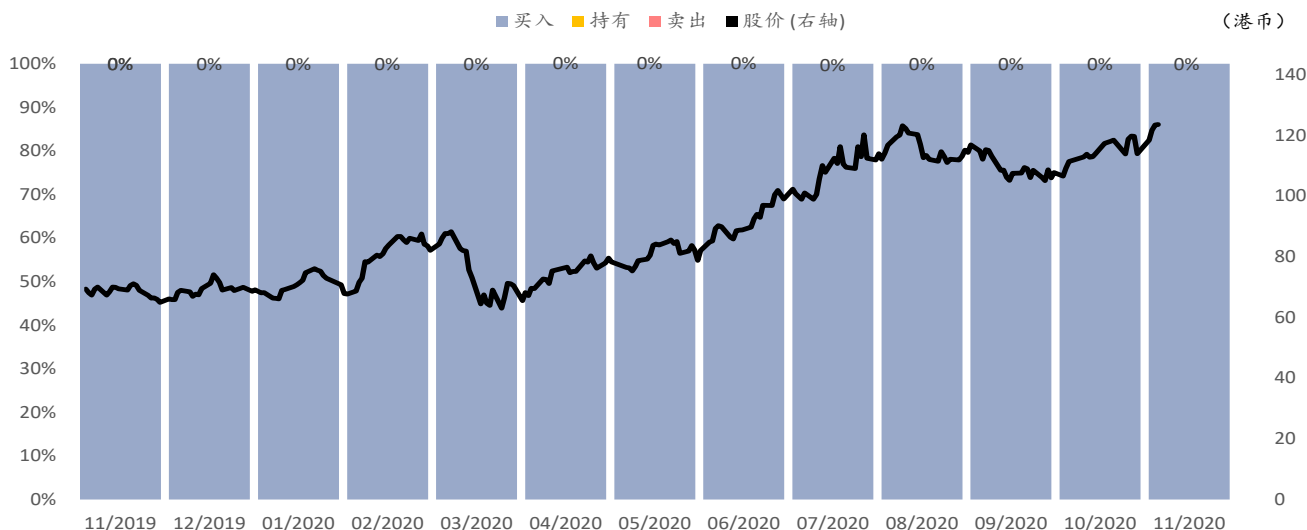
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.59	1.13	1.20	1.45	1.91
每股净资产	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
每股经营现金流	1.08	1.55	1.75	1.77	2.69
每股股利	0.58	0.34	0.36	0.44	0.57
估值 (倍)					
P/E	62.9	88.6	83.6	68.9	52.4
P/B	8.0	9.5	8.2	7.1	6.0
P/S	14.8	12.7	9.9	7.6	6.0
EV/EBITDA	42.8	47.7	33.1	28.2	22.8
股息率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
盈利能力比率					
毛利率	39.3%	38.9%	37.2%	37.5%	37.9%
净利润率	23.5%	14.4%	16.5%	15.4%	15.8%
净资产收益率	18.8%	10.6%	14.7%	15.4%	17.3%
资产回报率	12.8%	7.1%	8.7%	9.3%	10.5%
投资资本回报率	13.2%	11.4%	11.6%	13.4%	15.4%
盈利增长					
营业收入增长率	23.8%	33.9%	28.4%	30.0%	28.2%
EBIT增长率	19.2%	19.2%	17.4%	17.4%	18.2%
净利润增长率	84.2%	-18.0%	47.4%	21.3%	31.6%
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	1.40	1.26	1.23
速动比率	2.91	1.73	1.21	1.06	1.03
现金比率	1.53	0.79	0.35	0.20	0.21
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	0.53	0.60	0.66
固定资产周转率	1.86	1.88	1.81	1.77	1.82

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

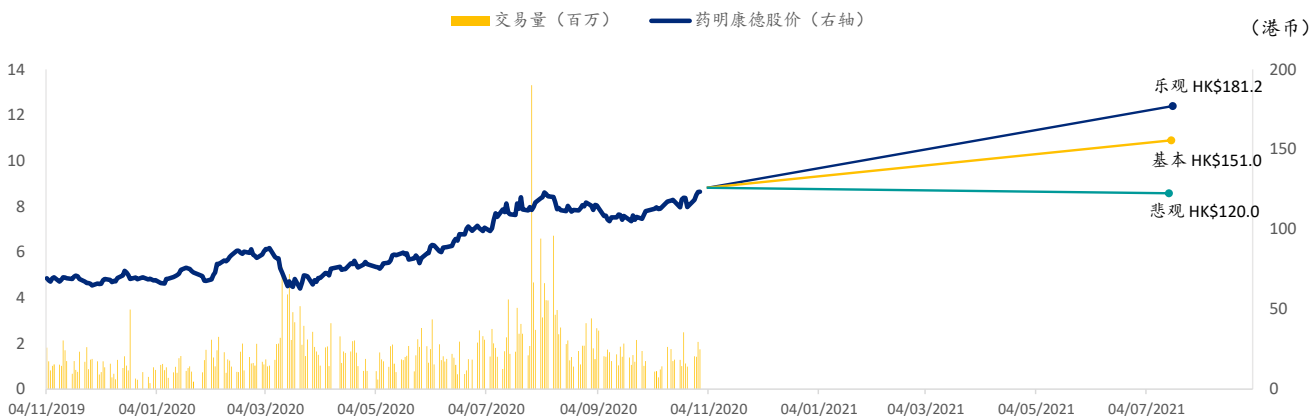
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2: 药明康德市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 药明康德 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 181.2 港元

- 客户获得和项目进展好于预期;
- 公司为拓展业务进行收并购, 使总收入增长好于预期;
- 新业务带来更多增长动力。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 120.0 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

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) 浦银国际持有本报告所述公司(药明康德 2359.HK)的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何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

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6469

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