



药明康德 (2359.HK) 2020 年业绩： 收入稳健增长，投资收益增厚盈利

2020 年收入同比增长 28.5% 至 165 亿人民币，经调整 Non-IFRS 净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 48%、25% 至 36 亿、24 亿人民币。CMO/CDMO 业务增长加速，投资收益增厚盈利。我们重申买入评级，维持目标价 240.0 港元。

- 2020 年业绩。**全年收入同比增长 28.5% 至 165 亿人民币。毛利率同比下滑 1.1pcts 至 37.8%，主要由于上半年美国区实验室服务和临床 CRO/SMO 受到疫情影响，下半年毛利率较上半年提升，显示出公司业务已逐渐从疫情中恢复。由于金融资产公允价值变动（公司投资药明巨诺、海吉亚、华领医药等）增加收益 13 亿、可转换债公允价值亏损 13 亿元、投资的药明巨诺有未实现收益 3.5 亿元等变动，公司其他收益和亏损由 2019 年的亏损 1.9 亿元转为收益 2.8 亿元。公司归母净利润、经调整 Non-IFRS 净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 60%、48% 和 25% 至 30 亿、36 亿和 24 亿人民币。
- 各业务板块表现不一。**中国区实验室服务收入同比增长 32% 至 85.5 亿，由于汇率波动和原材料价格上涨，毛利率下降 0.9pcts。CDMO 收入同比增长 41% 至 53 亿，下半年增速加快达到 53%，毛利率增长 0.9pcts，得益于规模效应。目前 III 期临床 CDMO 项目 45 个，商业化 CDMO 项目 28 个。随着 CMC 商业生产项目诺诚建华 BTK 抑制剂 2020 年 12 月获批上市，未来 CMO 增速可期。美国区实验室服务下半年仍然受到疫情影响，全年收入同比下降 3% 至 15 亿，毛利率下降 7.7pcts 至 22.8%，但预计 2021 年有 2-3 个项目将进入 BLA 阶段。临床 CRO/SMO 服务收入同比增长 10% 至 12 亿，虽受疫情影响放缓，但在手 CDS/SMO 订单项目分别增长 48% 和 41%。
- 外延收购提升产能与业务竞争力。**公司对 BMS 瑞士库威生产基地的收购预计于 2Q21 完成。公司对 OXGENE 的收购将在 1Q21 完成，是公司在欧洲的第一个细胞和基因疗法 CDMO 设施。
- 维持买入评级，目标价 240.0 港元。**我们预测 2021E/22E/23E 年收入增速分别为 30%/28%/26%，净利润则由于变动项较难预测，管理层维持 30% 增速的指引。目标价 240 港元对应 2022E/23E 年 91 倍和 71 倍 PE，相较行业平均估值处于合理水平，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	21,488	27,545	34,593
收入同比增速 (%)	34%	28%	30%	28%	26%
归母净利润	1,855	2,960	3,809	5,108	6,532
净利润同比增速 (%)	-18%	60%	31%	34%	28%
经调整非 IFRS 归母净利润	2,407	3,565	NA	NA	NA
扣非归母净利润	1,914	2,385	NA	NA	NA
PE (X)	115.4	102.7	79.8	59.5	46.5
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

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 4 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	240.0
潜在升幅/降幅	53%
目前股价 (港元)	156.5
52 周内股价区间 (港元)	65.3-216.0
总市值 (百万港元)	402,968
近 3 月日均成交额 (百万港元)	399

注：截至 2021 年 3 月 30 日收盘价

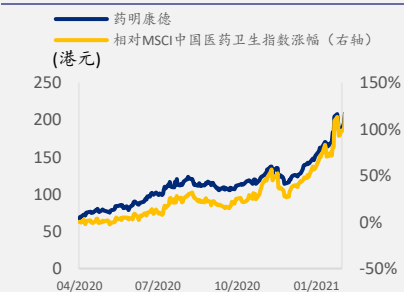
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《药明康德 (2359.HK) 业绩前瞻：盈利高速增长，超出市场预期》(2021-01-27)

《2021 年医疗行业展望：坚持创新，伺机而动》(2020-12-08)

财务报表分析与预测 - 药明康德

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,872	16,535	21,488	27,545	34,593
营业成本	-7,866	-10,280	-13,424	-17,097	-21,417
毛利率	39%	38%	38%	38%	38%
销售费用	-439	-588	-782	-975	-1,224
销售费用率	3%	4%	4%	4%	4%
管理费用	-1,509	-1,870	-2,453	-3,117	-3,880
管理费用率	12%	11%	11%	11%	11%
营业利润	2,468	3,104	3,733	5,006	6,376
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	430	551	692
其他收益/损失	-189	239	924	1,184	1,487
资产减值损失	-43	-13	-21	-28	-35
税前净利润	2,337	3,369	4,762	6,380	8,155
所得税	-426	-383	-867	-1,162	-1,485
有效所得税率%	18%	11%	18%	18%	18%
税后收入	1,911	2,986	3,895	5,218	6,670
少数股东损益	-57	-26	-86	-110	-138
归母净利润	1,855	2,960	3,809	5,108	6,532

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,223	10,228	5,393	3,696	8,498
应收款项	3,556	4,338	5,887	7,069	9,012
存货	1,208	1,934	1,539	2,884	2,656
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	19,378	20,209	26,726
固定资产	7,666	10,137	14,692	19,706	22,473
商誉	1,362	1,392	2,274	2,915	3,661
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	8,047	8,564	7,446
非流动资产合计	16,576	23,232	31,731	37,902	40,297
资产总计	29,239	46,291	51,109	58,110	67,023
短期借款	1,810	1,230	1,497	1,764	2,031
应付账款	3,393	4,550	5,916	7,320	9,143
其他应付账款	25	24	24	24	24
其它流动负债	1,407	2,116	1,692	2,115	2,606
流动负债合计	6,634	7,920	9,129	11,223	13,804
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	14,782	16,875	19,456
股本	1,651	2,442	2,442	2,442	2,442
储备	15,661	30,052	33,747	38,765	45,235
母公司拥有人应占权益	17,312	32,494	36,189	41,207	47,677
少数股东权益	97	225	139	29	-110
负债和所有者权益合计	29,239	46,291	51,109	58,110	67,023

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	0	-350	211	-1,123	107
经营现金流	2,529	-566	3,597	4,407	7,130
购买物业、厂房及设备	-2,269	-2,976	-4,555	-5,013	-2,767
收购	-2,122	-4,185	-3,944	-1,158	372
投资现金流	-4,588	-14,132	-8,499	-6,171	-2,395
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	-4,835	-1,697	4,802

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	2.80
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	2.20	2.69	4.35
每股股利	0.34	0.23	0.31	0.41	0.53
估值 (倍)					
P/E	115.4	102.7	79.8	59.5	46.5
P/B	12.3	6.6	5.9	5.2	4.5
P/S	16.6	12.9	9.9	7.8	6.2
EV/EBITDA	62.1	45.4	30.0	23.7	21.8
股息率 (%)	37%	19%	19%	19%	19%
盈利能力比率					
毛利率	38.9%	37.8%	37.5%	37.9%	38.1%
净利润率	14.4%	17.9%	17.7%	18.5%	18.9%
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%	9.4%	10.4%
投资资本回报率	11.4%	10.8%	8.3%	9.9%	11.0%
盈利增长					
营业收入增长率	33.9%	28.5%	30.0%	28.2%	25.6%
EBIT增长率	19.2%	18.8%	17.4%	18.2%	18.4%
净利润增长率	-18.0%	59.6%	28.7%	34.1%	27.9%
偿债能力指标					
资产负债率	0.40	0.29	0.29	0.29	0.29
流动比率	1.91	2.91	2.12	1.80	1.94
速动比率	1.73	2.67	1.95	1.54	1.74
现金比率	0.79	1.29	0.59	0.33	0.62
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	0.44	0.50	0.55
固定资产周转率	1.88	1.86	1.73	1.60	1.64

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明康德 (2359 HK) 2020 年业绩

中国区实验室服务：疫情下海外订单需求增长

收入同比增长 32%至 85.5 亿人民币，Non-IFRS 毛利率略降 0.3pcts 至 45%。中国实验室服务于 2Q20 开始全面恢复运营，公司作为小分子 CRO/CDMO 龙头，拥有业内为数不多的可在全球调配研发资源能力。疫情环境下中国区实验室相较欧美等受疫情影响较大的地区更早恢复运营，来自海外客户的订单需求推动板块收入增长。板块业务中提供前期小分子药物发现的 HitS 平台收入同比增长 43%至 2 亿人民币，药物安全性评价服务收入同比增长 74%。此外，公司已于 2020 年启动细胞疗法 CTDMO 平台并加强中国细胞和基因治疗 CTDMO 服务销售团队建设。

2020 年共完成 33 个 IND，并获得 30 个 CTA。截至 2020 年底，公司进行中项目共 193 个，其中临床前项目 84 个、IND 阶段项目 31 个、CTA 阶段项目 7 个、临床 I 期项目 60 个、临床 II 期项目 9 个、临床 III 期项目 2 个。

产能上，药明康德成都研发中心于 2020 年 8 月开始投入使用，并通过收购第三方小分析实验室明捷医药扩大药物质量分析服务规模。2021 年公司计划将于南通、武汉、常熟、成都四地新增产能。

CDMO 服务：管线项目持续增加，产能快速扩张

收入同比增长 41%至 53 亿人民币，Non-IFRS 毛利率同比增长 0.7pcts 至 41.7%。

2020 年小分子药管线分子数增加 575 个，其中 35 个为“Win-the-molecule”项目。截至 2020 年底，管线内共有 1,314 个小分子 CDMO 项目，其中临床前和 I 期临床项目 1,024 个、II 期临床项目 217 个、III 期临床项目 45 个、商业化生产项目 28 个。公司首个 CMC 一体化商业生产项目诺诚建华 BTK 抑制剂奥布替尼于 2020 年 12 月获批上市。公司计划 2021 年将新增 4-6 个商业化项目。目前公司在临床阶段小分子创新药 CDMO 中拥有约 14%市场份额。

CDMO 产能上，子公司合全药业正推进 BMS 位于瑞士的库威生产基地收购，预计将于 2Q21 完成该项交易。此外，公司计划 2021 年将于英国和瑞士新增产能，并继续扩张费城的测试业务产能。美国 API/制剂生产基地正进行选址工作。国内产能方面，年内常州基地实验室与设施投产，并于 2020 年 1 月投产常州公斤级寡核苷酸商业生产设施，6 月投产常州的大规模多肽类 API 生产设施。公司目前正稳步推进合全药业无锡基地建设，并扩建常州工厂，并计划和中国泰兴建立新工厂以扩充产能。

临床 CRO/SMO 服务：在手订单增长强劲，后续增长动力充足

收入增速受疫情影较 2019 年增速 (+82% YoY) 放缓，2020 年收入同比增长 10% 至 12 亿人民币，Non-IFRS 毛利率同比下滑 8.1pcts 至 17.9%。在手临床试验服务 (CDS) 订单数量增长 48%，其中生物识别业务在中美均保持强劲增长势头。现场管理 (SMO) 订单数量增长 41%，SMO 项目规模于国内保持第一。

美国区实验室服务：受疫情影响收入下滑

收入受疫情影响同比下降 3% 至 15 亿人民币，Non-IFRS 毛利率同比下降 7.7pcts 至 22.8%。其中细分业务板块表现分化，细胞和基因治疗收入受疫情影响较大，同比下降 9%，而医疗器械检测服务在疫情环境下收入同比仍录得 6% 增长。

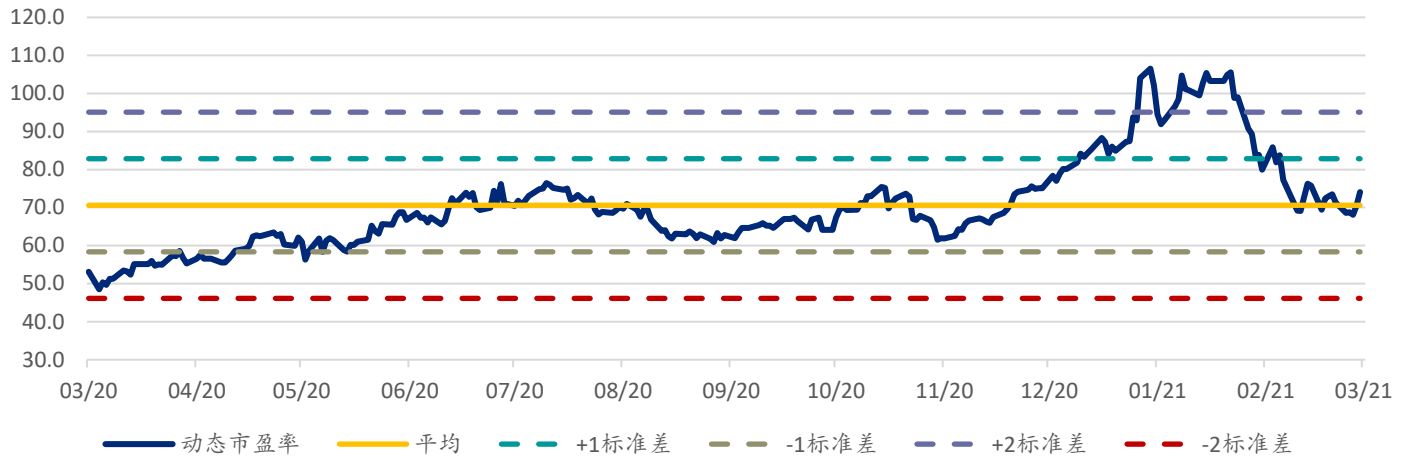
截至 2020 年底，共有细胞和基因治疗 CDMO 平台共有项目 36 个，其中 24 个处于临床 I 期，12 个处于临床 II/III 期，公司预计 2021 年将有 2-3 个项目进入 BLA。此外公司通过收购 OXGENE 提升细胞和基因疗法服务能力，该笔收购预计将于近期完成。

● 估值

CRO 行业从 2019 年起股价一直攀升，尤其在 2021 年 1 月中的动态市盈率已经突破 2 个标准差。而药明康德也已在过去 1 月下旬突破了 2 个标准差，近来有所回落，处于 1 年动态市盈率平均水平。我们认为，CRO 行业估值目前已经回归理性，且我们对 CRO 行业和药明康德基本面长期看好，认为行业的增长确定性高，业绩稳健的表现是 2021 年市场前景不明朗的情况下的优选。但也提醒投资者应注重整体市场情绪，公司与市场相关性高，但波动更大，2021 年需要因势而动。

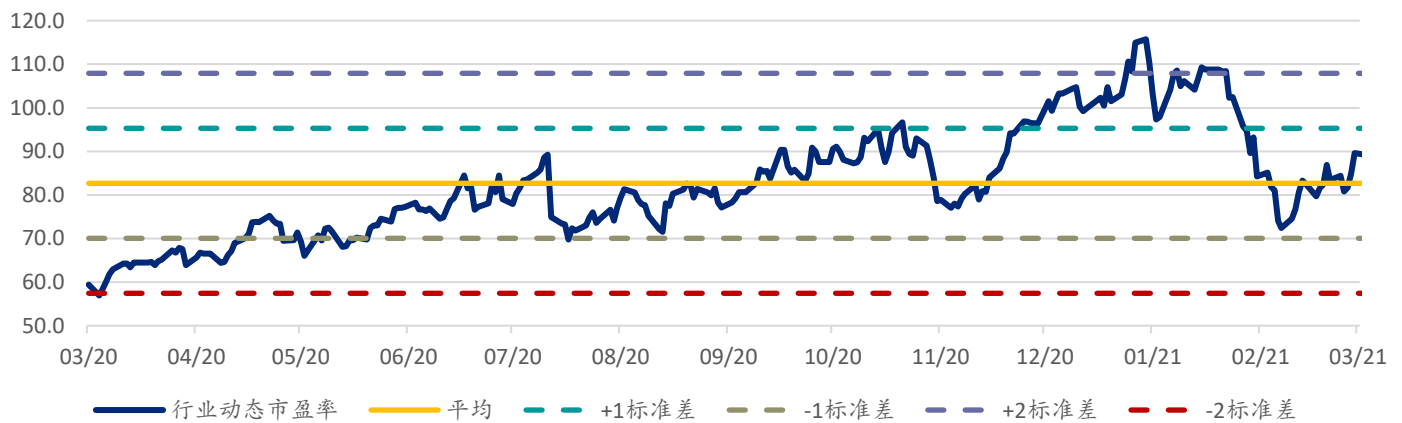
公司目前价格对应 2021/22/23 年 81/62/42 倍市盈率，由于行业平均水平由药明生物拉高，公司 2021/22 年相较行业平均 104 和 76 倍有 22% 和 18% 的折让。

图表 2: 药明康德 1 年动态市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: CRO 行业加权平均 1 年动态市盈率



*按每日市值进行加权,成分股为药明生物、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、方达控股

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: CRO 行业估值对比

股份代号	公司名称	30-Mar			52周			PE					EPS增速%			PEG	
		股价(LC)	高	低	市值(百万美元)	自由流通股%	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2021E	2022E	
2269 HK Equity	药明生物	98.3	124.4	36.8	53,203	79.6	107.6	201.3	147.7	103.4	67.1	57.3	36.5	42.8	4.0	2.4	
2359 HK Equity	药明康德	156.5	216.0	65.3	52,928	87.7	80.8	106.1	80.6	61.9	42.2	56.0	31.8	30.3	2.5	2.0	
3347 HK Equity	泰格医药	152.1	199.7	100.0	19,359	94.1	51.1	70.6	83.2	63.3	55.6	94.7	(12.0)	23.6	(6.9)	2.7	
6127 HK Equity	昭衍新药	137.0	151.0	128.2	5,749	68.3	51.9	73.7	N/A	N/A	N/A	79.0	19.5	32.0	N/A	N/A	
3759 HK Equity	康龙化成	146.0	178.0	53.0	17,251	91.9	62.2	81.2	70.5	53.0	42.3	79.0	20.5	32.9	3.4	1.6	
1521 HK Equity	方达控股	4.8	7.1	3.2	1,259	27.5	55.6	64.6	44.5	34.6	29.6	(16.7)	64.7	28.6	0.7	1.2	
							83.0	130.8	104.2	76.1	53.1				1.9	2.2	

E=Bloomberg 预测,数据截至 2021 年 3 月 30 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 浦银国际目标价: 药明康德



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	156.5	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	146.0	买入	175.8	2021年2月24日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	98.3	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	22.5	买入	28.0	2020年10月13日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	99.1	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.4	买入	11.8	2021年2月2日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	74.8	买入	98.5	2021年3月25日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	96.4	买入	111.3	2021年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1000	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至3月30日收盘价

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。

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。

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(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(药明巨诺 2126.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。

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