

## 公司研究

## 2021年增长强劲，全球布局强化国际竞争力

——药明康德（603259.SH、2359.HK）2021年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2021年年报，实现营业收入229.0亿元（+38.5%YOY），实现归母净利润51.0亿元（+72.2%YOY），经调整Non-IFRS归母净利润51.3亿元（+41.1%YOY），公司内生增长强劲，业绩符合预期。

**一体化CRDMO平台，推动化学业务强劲增长。**2021年，公司化学业务板块实现收入140.9亿元（+46.9%YOY），其中小分子药物发现业务（CRO）实现收入61.7亿元（+43.2%YOY）；工艺研发和生产（CDMO）实现收入79.2亿元（+49.9%YOY），是体量最大的子业务板块。CDMO管线新增14个商业化项目至42个，并有49个临床三期项目，可保持该业务后续强劲增长。

**业务多点开花，打造多个国内第一。**2021年，公司生物学业务与测试业务分别实现收入19.85亿元（+30.05%YOY）与45.25亿元（+38.03%YOY）。生物学业务方面，公司打造全球最大发现生物学平台，着力打造新分子类型服务能力，涉及寡核苷酸、PROTAC等新技术，进一步强化了公司全面服务的能力。公司的DNA编码化合物库（DEL）分子数量超900亿个，服务客户超1000家，是全球最大客户群体。测试业务方面，公司维持亚太毒理学龙头地位，SMO保持中国行业第一，员工数同比增长36%至4500余人。

**全球化产能布局，夯实国际竞争力。**公司放眼国际，在小分子及细胞基因治疗业务均全球化布局产能。小分子产能建设方面，公司在国内布局上海、无锡、常州、常熟、泰兴多个原料药与制剂工厂，在海外布局美国圣地亚哥与特拉华、瑞士库威三地设立原料药与制剂工厂，为全球客户服务做好充足准备。在细胞基因治疗方面，公司在上海、无锡、美国、英国均有布局，收购的OXGENE所独具的AAV及慢病毒生产技术可以显著提升细胞基因产品的生产效率，有望在2022年实现正增长。公司立足中国，放眼海外，正在持续向国际化一流CXO发展。

**前瞻性指标提示公司未来持续强劲增长可期。**截止2021年底，公司新增客户超过1660家，活跃客户超5700家，员工数量增长至34912人（+32.2%YOY），合同负债为29.86亿元（+88.89%YOY），预计2022年资本开支90-100亿元。

**盈利预测、估值与评级：**公司是一站式CXO龙头，考虑到主营业务（化学业务、测试业务）保持快速增长，新冠口服小分子贡献收入增加，预计22-24年净利润82.03（上调22.03%）/107.03（上调19.55%）/133.88（新增）亿元，分别同比增长60.9%/30.5%/25.1%，A股对应22-24年PE为40/30/24倍，维持“买入”评级；H股对应22-24年PE为37/28/22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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16,535	22,902	38,102	47,063	58,917
营业收入增长率	28.5%	38.5%	66.4%	23.5%	25.2%
归母净利润（百万元）	2,960	5,097	8,203	10,703	13,388
归母净利润增长率	59.6%	72.2%	60.9%	30.5%	25.1%
EPS（元）	1.21	1.72	2.78	3.62	4.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.1%	13.2%	18.2%	20.0%	21.1%
P/E（A股）	91	64	40	30	24
P/E（H股）	84	59	37	28	22

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-03-23；汇率：按1HKD=0.8135CNY换算；2020与2021年股本数分别为24.42/29.56亿股

## A股：买入（维持）

当前价：110.38元

## H股：买入（维持）

当前价：124.80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)	29.56
总市值(亿元)	3262.56
一年最低/最高(元)	81.82/172.49
近3月换手率	59.34%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.42	11.63	2.74
绝对	11.83	-1.47	7.63

资料来源：Wind

## 相关研报

龙头稳健，再创新高——药明康德（603259.SH、2359.HK）2021年业绩预增公告点评（2022-01-20）

主营业务维持高速增长，细胞基因治疗业务迎来拐点——药明康德（603259.SH/2359.HK）2021年三季度公告点评（2021-11-01）

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,535	22,902	38,102	47,063	58,917
营业成本	10,253	14,592	24,346	29,799	36,806
折旧和摊销	817	1,076	1,120	1,575	1,948
税金及附加	35	54	80	98	123
销售费用	588	699	953	1,177	1,473
管理费用	1,839	2,203	3,048	3,765	4,713
财务费用	520	84	288	115	160
研发费用	693	942	1,448	1,788	2,180
投资收益	606	1,356	1,300	1,300	1,300
营业利润	3,389	6,038	9,707	12,656	15,832
利润总额	3,369	6,016	9,670	12,611	15,775
所得税	383	880	1,402	1,829	2,287
净利润	2,986	5,136	8,268	10,782	13,488
少数股东损益	26	39	65	80	100
归属母公司净利润	2,960	5,097	8,203	10,703	13,388
EPS(元)	1.21	1.72	2.78	3.62	4.53

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,974	4,589	3,873	9,944	12,290
净利润	2,960	5,097	8,203	10,703	13,388
折旧摊销	817	1,076	1,120	1,575	1,948
净营运资金增加	1,047	3,197	10,362	5,067	6,990
其他	(851)	(4,781)	(15,813)	(7,400)	(10,037)
投资活动产生现金流	(8,776)	(4,839)	(7,513)	(4,675)	(1,210)
净资本支出	(3,022)	(6,934)	(9,300)	(5,300)	(2,300)
长期投资变化	765	678	0	0	0
其他资产变化	(6,518)	1,417	1,787	625	1,090
融资活动现金流	9,888	(1,724)	6,832	(2,581)	(7,523)
股本变化	791	514	0	0	0
债务净变化	(1,363)	39	7,890	(433)	(4,722)
无息负债变化	3,106	2,759	3,045	2,872	3,526
净现金流	5,005	(2,053)	3,192	2,688	3,556

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.0%	36.3%	36.1%	36.7%	37.5%
EBITDA 率	26.3%	26.0%	26.8%	27.5%	28.4%
EBIT 率	20.5%	20.5%	23.8%	24.1%	25.1%
税前净利润率	20.4%	26.3%	25.4%	26.7%	26.7%
归母净利润率	17.9%	22.3%	21.5%	22.7%	22.7%
ROA	6.5%	9.3%	11.2%	12.5%	13.9%
ROE (摊薄)	9.1%	13.2%	17.9%	19.8%	20.9%
经营性 ROIC	17.2%	13.5%	15.5%	16.4%	19.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	29%	30%	37%	35%	30%
流动比率	2.91	1.69	1.46	1.64	2.19
速动比率	2.57	1.24	1.03	1.16	1.55
归母权益/有息债务	10.07	11.79	4.29	5.26	11.58
有形资产/有息债务	13.09	15.21	6.38	7.77	16.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	46,291	55,127	73,920	86,237	97,242
货币资金	10,237	8,239	11,431	14,119	17,675
交易性金融资产	4,618	527	1,500	1,450	1,400
应收账款	3,665	4,620	7,532	9,208	11,527
应收票据	3	48	80	99	123
其他应收款 (合计)	34	340	565	698	873
存货	2,686	5,905	9,832	12,039	14,874
其他流动资产	537	1,002	2,112	2,767	3,633
流动资产合计	23,059	21,986	33,557	40,998	50,871
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	765	678	678	678	678
固定资产	5,710	8,554	12,339	14,997	16,259
在建工程	3,086	5,772	9,054	9,415	8,112
无形资产	998	1,600	1,748	1,965	2,173
商誉	1,392	1,926	1,926	1,926	1,926
其他非流动资产	2,487	3,236	5,023	5,023	5,023
非流动资产合计	23,232	33,142	40,364	45,239	46,371
总负债	13,573	16,370	27,304	29,743	28,548
短期借款	1,230	2,261	10,240	9,821	5,060
应付账款	930	1,931	3,222	3,943	4,871
应付票据	12	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,920	12,985	23,481	25,472	23,684
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,819	607	607	607	607
其他非流动负债	3,550	2,454	3,214	3,662	4,255
非流动负债合计	5,652	3,385	3,823	4,271	4,864
股东权益	32,718	38,757	45,496	53,798	64,051
股本	2,442	2,956	2,956	2,956	2,956
公积金	22,917	26,140	26,961	27,210	27,210
未分配利润	8,088	12,126	17,980	25,953	36,106
归属母公司权益	32,494	38,492	45,166	53,388	63,541
少数股东权益	225	266	330	410	510

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	11%	10%	8%	8%	8%
财务费用率	3%	0%	1%	0%	0%
研发费用率	4%	4%	4%	4%	4%
所得税率	11%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.36	0.52	0.84	1.09	1.37
每股经营现金流	1.63	1.55	1.31	3.36	4.16
每股净资产	13.31	13.02	15.28	18.06	21.50
每股销售收入	6.77	7.75	12.89	15.92	19.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	91	64	40	30	24
PB	8.3	8.5	7.2	6.1	5.1
EV/EBITDA	62	57	33	26	20
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

## 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的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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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