

评级：买入(维持)

市场价格：93.80

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

研究助理：崔少煜

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,955.75
流通股本(百万股)	2,939.16
市价(元)	93.80
市值(亿元)	2,772.49
流通市值(亿元)	2,756.93

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 《药明康德 (603259) - 公司点评：业绩位于预告上限，化学业务高增有望驱动整体业务提速-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2022.02.15
- 2 《药明康德 (603259) - 公司点评：归母超预期，5 大板块持续发力，外包航母加速前行-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2022.01.18

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12872.21	16535.43	22868.94	36816.70	42650.34
增长率 yoy%	33.89%	28.46%	38.30%	60.99%	15.85%
净利润 (百万元)	1854.55	2960.24	5097.15	7672.98	9617.45
增长率 yoy%	-17.96%	59.62%	72.19%	50.53%	25.34%
每股收益 (元)	0.63	1.01	1.74	2.62	3.28
每股现金流量	1.00	1.36	1.68	0.87	2.48
净资产收益率	10.71%	9.11%	13.48%	17.44%	18.74%
P/E	148.20	92.84	53.92	35.82	28.58
PEG	-8.25	1.56	0.75	0.71	1.13
P/B	15.88	8.46	7.27	6.25	5.36

备注：截止 2022 年 03 月 09 日

投资要点

- **事件：2022 年 03 月 09 日，公司发布主要经营数据，2022 年 1 至 2 月公司在手订单及销售收入同比增速均超过 65%，创历史新高。**
- **1、2 月经营数据表现亮眼，2022Q1 及全年持续高增可期。**此外，公司预计 2022 年第一季度收入同比增长将达到 65-68%，即 2022Q1 有望实现营业收入中值约 82.43 亿元（同比+66.5%，环比+29.16%）。同时，公司预计 2022 年收入同比增长有望达到 65-70%，即 2022 年有望实现营业收入中值约 383.6 亿元（+67.5%），较 2021 年进一步提速。我们预计订单及收入提速主要系：① CRDMO 战略实施顺利，订单需求旺盛，主业持续强劲；② 小分子 CDMO“追随并赢得分子”商业模式迎来收获期，新产能及商业化订单持续释放所致。
- **五大板块不断发力，长期成长可期。**1) **化学业务 (WuXi Chemistry)：**“端到端、一体化”CRDMO 商业模式持续兑现：① 小分子药物发现服务 (R)：作为前端漏斗持续引流项目，为后端不断高增奠定基础。② CDMO (工艺研发和生产)：“追随并赢得分子”进展顺利，2021 年商业化项目达 42 个（同比+50.0%），叠加新产能不断释放，有望迎来新一轮高速增长期；2) **测试业务 (WuXi Testing)：**① 实验室分析及测试服务：药械检测全面，后续随产能逐步投产后持续高增可期；② 临床 CRO 及 SMO：SMO 规模优势显著，同 CDS 相互引流有望带来新增量。3) **生物学业务 (WuXi Biology)：**模型储备丰富，随着实验室产能不断扩张，我们预计收入规模有望延续近几年快速增长势头。4) **细胞与基因治疗 CDMO (WuXi ATU)：**先发优势享受行业红利，国内增长迅猛，海外疫情恢复后有望重回快速增长轨道。5) **国内新药研发服务部 (WuXi DDSU)：**首个销售分成项目申报 NDA，有望逐步享受新药成功收益。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司收入 228.69、368.17、426.50 亿元，同比增长 38.30%、60.99%、15.85%，归母净利润 50.97、76.73、96.17 亿元，同比增长 72.19%、50.53%、25.34%。公司所处赛道高景气，“一体化、端到端”策略有望夯实竞争壁垒，驱动公司长期快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；核心技术人员流失风险；行业研发投入不达预期风险；海外业务整合不达预期风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险。

图表 1：药明康德分季度财务数据（单位：百万元，%）

项目	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1E
营业收入	3,593.69	3,187.52	4,043.92	4,583.37	4,720.63	4,950.48	5,586.08	5,984.81	6,381.63	8,242.55
营业收入同比	33.47%	15.09%	29.41%	35.44%	31.36%	55.31%	38.14%	30.58%	35.19%	66.50%
营业收入环比	6.19%	-11.30%	26.87%	13.34%	2.99%	4.87%	12.84%	7.14%	6.63%	29.16%
营业成本	2,245.56	2,089.07	2,473.94	2,811.77	2,878.49	3,113.89	3,525.36	3,771.50		
毛利率	37.51%	34.46%	38.82%	38.65%	39.02%	37.10%	36.89%	36.98%		
销售费用	125.37	119.20	155.31	136.29	177.67	158.56	196.70	141.90		
管理费用	453.89	364.38	450.34	489.62	534.67	475.75	495.86	534.12		
研发费用	176.07	125.90	207.54	141.72	218.10	204.58	199.86	239.77		
财务费用	124.45	-44.33	50.84	320.10	193.20	32.38	27.46	-13.90		
营业利润	189.54	420.25	1,511.02	792.42	665.80	1,697.54	1,489.31	1,115.46		
利润总额	191.00	415.83	1,506.13	786.14	661.28	1,695.89	1,484.04	1,102.74		
所得税	98.02	110.73	83.76	126.51	62.13	188.79	298.95	206.69		
归母净利润	89.40	303.04	1,414.11	651.20	591.88	1,499.81	1,175.30	887.13	1,534.92	
归母净利润同比	-73.08%	-21.59%	110.97%	-8.07%	562.03%	394.92%	-16.89%	36.23%	159.33%	
净利率	2.49%	9.51%	34.97%	14.21%	12.54%	30.30%	21.04%	14.82%	24.05%	
扣非归母净利润	200.05	375.71	755.40	522.79	731.21	830.01	1,297.10	979.10	957.43	
扣非归母净利润同比	-34.67%	-24.09%	51.67%	-27.52%	265.51%	120.92%	71.71%	87.28%	30.94%	
扣非净利率	5.57%	11.79%	18.68%	11.41%	15.49%	16.77%	23.22%	16.36%	15.00%	
Non-IFRS归母净利润	565.00	577.00	943.00	958.00	1,088.36	942.81	1,505.10	1,358.86	1,324.55	
Non-IFRS归母净利润同比		16.58%	89.33%	32.82%	92.63%	63.40%	59.61%	41.84%	21.70%	
Non-IFRS归母净利率	15.72%	18.10%	23.32%	20.90%	23.06%	19.04%	26.94%	22.71%	20.76%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

行业研发投入不达预期的风险

- 创新药企业研发投入直接关系到公司的订单来源，若由于经济形势、医药政策等外部因素导致药企研发投入不达预期，则公司收入来源会受到不利影响。

海外业务整合不达预期的风险

- 公司全球化布局初具雏形，但海外的团队建设、收购公司等业务拓展面临文化、意识形态等多方面差异，存在业务整合不达预期风险。

行业竞争加剧的风险

- 国内 CRO、CDMO 行业由分散到集中的过程中会发生一定竞争，全球 CRO、CDMO 行业面临的竞争则更为激烈，公司面临一定的竞争环境恶化风险。

汇率波动风险

- 公司收入大部分来自于境外，存在汇率波动风险。

图表 2: 药明康德财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23059	28286	33370	39768	营业收入	16535	22869	36817	42650
现金	10237	14989	14261	18227	营业成本	10253	14033	22313	25836
应收账款	3665	5117	8271	9547	营业税金及附加	35	52	81	94
其他应收款	34	50	78	91	营业费用	588	801	1290	1498
预付账款	176	215	356	407	管理费用	1839	2598	4234	4858
存货	2686	3524	5707	6568	财务费用	520	-426	-523	-609
其他流动资产	6262	4391	4697	4928	资产减值损失	-63	-32	-37	-40
非流动资产	23232	21729	24181	25243	公允价值变动收益	52	-1001	-1185	-1945
长期投资	765	774	771	772	投资净收益	606	1937	2370	3889
固定资产	5710	8902	10845	11951	营业利润	3389	6010	9040	11266
无形资产	998	1098	1184	1261	营业外收入	5	7	6	6
其他非流动资产	15759	10954	11380	11259	营业外支出	26	19	20	20
资产总计	46291	50014	57551	65011	利润总额	3369	5998	9027	11252
流动负债	7920	7259	8267	8634	所得税	383	801	1219	1474
短期借款	1230	1170	1262	1226	净利润	2986	5197	7808	9779
应付账款	930	1130	1844	2151	少数股东损益	26	100	135	161
其他流动负债	5761	4960	5161	5257	归属母公司净利润	2960	5097	7673	9617
非流动负债	5652	4623	4840	4444	EBITDA	4868	6869	10350	12960
长期借款	0	-180	-399	-696	EPS (元)	1.21	1.74	2.62	3.28
其他非流动负债	5652	4802	5239	5139					
负债合计	13573	11882	13106	13078	主要财务比率				
少数股东权益	225	325	460	621	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	2442	2930	2930	2930	成长能力				
资本公积	22678	22190	22190	22190	营业收入	28.5%	38.3%	61.0%	15.8%
留存收益	8327	12538	18683	26002	营业利润	44.8%	77.3%	50.4%	24.6%
归属母公司股东权益	32494	37807	43984	51312	归属于母公司净利润	59.6%	72.2%	50.5%	25.3%
负债和股东权益	46291	50014	57551	65011	获利能力				
					毛利率(%)	38.0%	38.6%	39.4%	39.4%
现金流量表					净利率(%)	17.9%	22.3%	20.8%	22.5%
单位: 百万元					ROE(%)	9.1%	13.5%	17.4%	18.7%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	21.6%	23.8%	27.9%	31.8%
经营活动现金流	3974	4927	2540	7255	偿债能力				
净利润	2986	5197	7808	9779	资产负债率(%)	29.3%	23.8%	22.8%	20.1%
折旧摊销	959	1285	1833	2302	净负债比率(%)	10.37%	10.31%	8.23%	5.75%
财务费用	520	-426	-523	-609	流动比率	2.91	3.90	4.04	4.61
投资损失	-606	-1937	-2370	-3889	速动比率	2.57	3.41	3.35	3.85
营运资金变动	-494	-2559	-4708	-1944	营运能力				
其他经营现金流	609	3367	500	1616	总资产周转率	0.44	0.47	0.68	0.70
投资活动现金流	-8776	-653	-2143	-1283	应收账款周转率	5	5	6	5
资本支出	3031	2715	2806	2814	应付账款周转率	13.65	13.63	15.01	12.93
长期投资	5638	10	-3	1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-107	2071	660	1532	每股收益(最新摊薄)	1.01	1.74	2.62	3.28
筹资活动现金流	9888	478	-1125	-2006	每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.68	0.87	2.48
短期借款	1230	1170	1262	1226	每股净资产(最新摊薄)	11.09	12.90	15.01	17.51
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	791	488	0	0	P/E	92.84	53.92	35.82	28.58
资本公积增加	12391	-488	0	0	P/B	8.46	7.27	6.25	5.36
其他筹资现金流	-4523	-692	-2387	-3232	EV/EBITDA	54	38	25	20
现金净增加额	5005	4751	-728	3966					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。