

## 药明康德 (603259)

公司研究/点评报告

# 激励方案保障协同效应，深化一体化平台

—药明康德跟踪点评

点评报告/医药

2019年07月22日

### 一、事件：公司发布限制性股票与股权激励计划

2019年7月20日，公司发布多个公告，主要包括限制性股票和股权激励计划：

1) 关于2019年限制性股票和股权激励计划草案——激励对象共2534人，共计授予权益2106万股（A股普通股），占总股本的1.29%。其中，限制性股票激励对象2048人，共授予1366万股，占总股本的0.83%，授予价格32.44元/股；股票期权激励对象487人，共授予529万份，占总股本的0.32%，行权价格64.88元/股。

2) 关于2019年股票增值权激励计划草案——激励对象不超过234人，拟共授予290万份股票增值权（H股），占总股本的0.18%，行权价格72港元/股。

3) 关于调整2018年限制性股票与股权激励计划预留权益数量。

### 二、点评：激励方案温和，保障核心员工稳定，深化一体化平台优势

**限制性股票与股权激励方案温和，保障团队稳定，助力强化部门间协同，深化一体化平台优势。**此次激励的业绩考核要求均为2019-2021年的营收相对2018年增长额不低于15亿、30亿、45亿，结合我们判断药明康德在医药研发投入增加、渗透率提升、集中度提升的趋势下，业绩增速具有较强的稳定性，我们认为激励方案温和。此外，公司目前正处于强化部门间协同效应的关键期，同时在DEL库、DDSU、临床试验服务以及细胞基因治疗等多领域进行业务拓展和新商业模式的探索。我们认为，此次激励方案受益人群广，有助于维持整体团队的稳定，保障不同部分间的导流效应持续发挥，加速新业务拓展，从而深化公司一体化平台的优势。

**摊销费用影响短期业绩，新业务拓展、协同效应增厚利润或能有效对冲。**此次限制性股票与股权激励合计需摊销的总费用为4.55亿元，2019-2021年的摊销费用分别为0.49、2.64、1.03亿元。根据我们之前的预期，公司2019-2021年的归母净利润分别为22.45、26.63、31.73亿元。我们预计，2020年摊销费用会对利润端造成近10%的影响。但是，考虑公司作为劳动密集型产业，人才的激励更能通过加速新业务的拓展（细胞基因治疗、临床试验），保障协同效应增厚利润，或许足以有效对冲摊销费用。

### 三、投资建议

暂时不考虑股权激励费用及股权摊薄影响，我们预计2019-2021年EPS分别为1.38、1.63、1.95元，按2019年7月19日收盘价对应2018年47倍PE，参考可比公司估值及公司行业龙头地位，我们给予其2019年50-55倍PE，给予“推荐”评级

### 四、风险提示：

不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险；国际化拓展不顺造成相关业务下滑或增长不顺的风险；各事业部间协同效应差造成新业务增长乏力的风险；汇兑风险。

**推荐**

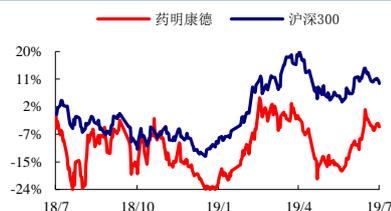
维持评级

当前价格：64.95元

交易数据 2019-7-19

近12个月最高/最低(元)	99.34/63.5
总股本(百万股)	1,638
流通股本(百万股)	1,006
流通股比例(%)	61.42
总市值(亿元)	1,064
流通市值(亿元)	653

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：徐默凡

执业证号：S0100119060009

电话：021-60876706

邮箱：xumofan@mszq.com

相关研究

1. 药明康德 (603259)：医药外包龙头从β到α的路径展望

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	9,614	11,976	14,663	17,910
增长率 (%)	23.8	24.6	22.4	22.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,261	2,245	2,663	3,173
增长率 (%)	84.2	-0.7	18.6	19.2
每股收益 (元)	2.23	1.38	1.63	1.95
PE (现价)	29.1	47.2	39.8	33.4
PB	4.3	5.6	4.9	4.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,301	3,083	4,026	5,218
营业成本	1,309	1,726	2,211	2,845
营业税金及附加	9	12	16	21
销售费用	54	73	95	123
管理费用	314	438	576	762
研发费用	88	93	109	125
EBIT	526	742	1,019	1,341
财务费用	7	5	20	14
资产减值损失	51	7	11	24
投资收益	119	160	240	360
营业利润	596	890	1,228	1,663
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	606	901	1,239	1,673
所得税	99	144	203	277
净利润	507	757	1,036	1,396
归属于母公司净利润	472	687	949	1,279
EBITDA	587	807	1,107	1,443

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	704	524	799	1,125
应收账款及票据	782	895	1,048	1,289
预付款项	47	62	80	103
存货	1	0	1	0
其他流动资产	15	15	15	15
流动资产合计	1,603	1,567	2,031	2,649
长期股权投资	103	268	513	878
固定资产	255	335	415	495
无形资产	28	29	31	32
非流动资产合计	2,677	3,563	4,610	5,861
资产合计	4,280	5,130	6,640	8,510
短期借款	603	803	1,053	1,253
应付账款及票据	44	45	57	74
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,209	1,565	2,039	2,512
长期借款	3	3	3	3
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	37	37	37	37
负债合计	1,246	1,602	2,076	2,549
股本	500	750	750	750
少数股东权益	366	435	522	639
股东权益合计	3,034	3,528	4,564	5,961
负债和股东权益合计	4,280	5,130	6,640	8,510

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	36.4%	34.0%	30.6%	29.6%
EBIT 增长率	33.5%	41.1%	37.3%	31.6%
净利润增长率	56.9%	45.4%	38.2%	34.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	43.1%	44.0%	45.1%	45.5%
净利率	20.5%	22.3%	23.6%	24.5%
总资产收益率 ROA	11.0%	13.4%	14.3%	15.0%
净资产收益率 ROE	17.7%	22.2%	23.5%	24.0%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.3	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.3	1.0	1.0	1.1
现金比率	0.6	0.3	0.4	0.4
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	110.5	98.8	86.9	80.5
存货周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.9	0.9	1.3	1.7
每股净资产	5.3	4.1	5.4	7.1
每股经营现金流	1.0	0.9	1.3	1.5
每股股利	0.4	0.4	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	56.1	57.8	41.8	31.0
PB	9.9	12.8	9.8	7.5
EV/EBITDA	39.1	29.8	22.0	17.0
股息收益率	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	507	757	1,036	1,396
折旧和摊销	112	72	99	126
营运资金变动	8	6	24	(44)
经营活动现金流	522	693	946	1,155
资本开支	91	77	79	78
投资	(303)	(705)	(805)	(905)
投资活动现金流	(367)	(782)	(884)	(983)
股权募资	59	0	0	0
债务募资	340	0	0	0
筹资活动现金流	10	(91)	213	154
现金净流量	166	(180)	275	326

## 分析师与研究助理简介

**孙建**，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

**徐默凡**，研究助理，复旦大学药学学士，格拉斯哥大学国际金融硕士，2019年5月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。