

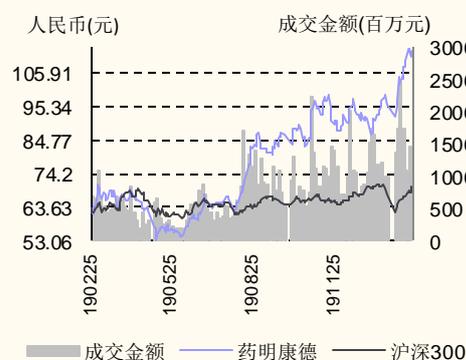
## 药明康德 (603259.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 112.71 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.51
已上市流通 A 股(亿股)	10.06
流通港股(亿股)	1.71
总市值(亿元)	1,860.98
年内股价最高最低(元)	114.00/91.99
沪深 300 指数	4149
上证指数	3040



## 相关报告

- 1.《临床前 CRO 不断开疆扩土, 看好龙头平台优势-药明康德公司点评》, 2020.1.2
- 2.《安评中心扩建完成, 主营业务保持高速增长-药明康德公司点评》, 2019.12.31
- 3.《一季报业绩超预期, 持续保持高增长-药明康德公司点评》, 2019.4.30
- 4.《业绩保持高速增长, 一体化、端到端赋能平台价值凸显-药明康德公司...》, 2019.4.10

王班 联系人  
(8621)60870953  
wang\_ban@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)64288888

## 拟认购北海康成股权, 布局罕见病创新平台

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,765	9,614	12,856	16,366	21,001
营业收入增长率	26.96%	23.80%	33.73%	27.30%	28.32%
归母净利润(百万元)	1,227	2,261	2,226	2,808	3,568
归母净利润增长率	25.86%	84.22%	-1.55%	26.17%	27.08%
摊薄每股收益(元)	1.308	1.941	1.359	1.714	2.178
每股经营性现金流净额	1.90	1.40	2.73	2.29	2.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.35%	12.78%	11.40%	12.91%	14.43%
P/E	0.00	38.57	65.70	52.07	40.98
P/B	0.00	4.93	7.49	6.72	5.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 近日, 公司发布公告, 拟通过全资子公司药明基金一期参与罕见病药物创新平台北海康成的股权认购。本轮投资完成后, 药明康德持有北海康成 13.11% 股权。其中认购优先股 169 万股 (认购金额 2000 万美元), 同时北海康成还将向药明基金一期发行认股权证, 药明基金一期有权在最高 1000 万美元的价款范围内认购北海康成优先股股份。

## 简评

- **北海康成 (CANBRIDGE PHARMACEUTICALS INC.):** 北海康成及其子公司最早成立于 2012 年, 是专注于首创罕见病药物的创新平台型 biotech, 拥有多个罕见病产品管线, 有两款肿瘤产品康普舒<sup>®</sup>和奈拉替尼已分别在大陆和香港地区上市, 另有治疗亨特综合征的 Hunterase<sup>®</sup>产品, 正在新药报批阶段。本轮募集资金主要用于加速、扩展北海康成原研和引进的罕见病产品管线, 进一步扩建商业运营平台和能力, 并增加营运资金。北海康成的创始人、首席执行官薛群博士 (James Qun Xue, 美籍公民), 曾任美国健赞公司 (Genzyme) 高管及健赞中国区第一任总经理。公司 2018 年度/2019 年前三季度北海康成营业收入分别为 86/140 万美元, 净利润分别为 2380/1130 万美元。
- **新药研发大生态圈进一步扩充至罕见病领域:** 罕见病领域有着巨大的临床未满足需求, 北海康成专注于首创罕见病药物的研发, 具备多个罕见病药物管线, 是国内罕见病领域的龙头医药企业之一, 投资北海康成有助于公司进一步完善在罕见病领域的生态圈布局, 提升公司综合竞争力。

## 投资建议

- 我们预计 2019-2021 年公司的归母净利润分别为 22.26/28.08/35.68 亿元, 同比增长-2%/26%/27%, 维持“买入”评级。

## 风险提示

解禁风险、核心技术人员流失风险、监管风险、IP 保护风险、海外投资风险、汇率波动风险、原材料涨价风险、安全生产和环保风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,116	7,765	9,614	12,856	16,366	21,001
增长率		27.0%	23.8%	33.7%	27.3%	28.3%
主营业务成本	-3,623	-4,517	-5,821	-7,846	-10,018	-12,815
%销售收入	59.2%	58.2%	60.5%	61.0%	61.2%	61.0%
毛利	2,493	3,248	3,793	5,010	6,348	8,185
%销售收入	40.8%	41.8%	39.5%	39.0%	38.8%	39.0%
营业税金及附加	-15	-26	-29	-32	-41	-53
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-200	-292	-338	-456	-581	-746
%销售收入	3.3%	3.8%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-1,037	-1,269	-1,131	-1,511	-1,923	-2,520
%销售收入	17.0%	16.3%	11.8%	11.8%	11.8%	12.0%
研发费用	0	0	-437	-579	-736	-945
%销售收入	0.0%	0.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	1,240	1,662	1,859	2,433	3,067	3,922
%销售收入	20.3%	21.4%	19.3%	18.9%	18.7%	18.7%
财务费用	84	-184	-56	106	157	196
%销售收入	-1.4%	2.4%	0.6%	-0.8%	-1.0%	-0.9%
资产减值损失	-31	-141	-2	0	0	0
公允价值变动收益	-1	1	606	0	0	0
投资收益	-3	40	80	80	80	80
%税前利润	n.a	2.5%	3.1%	3.1%	2.4%	1.9%
营业利润	1,285	1,461	2,585	2,618	3,304	4,198
营业利润率	21.0%	18.8%	26.9%	20.4%	20.2%	20.0%
营业外收支	98	132	-4	0	0	0
税前利润	1,382	1,593	2,581	2,618	3,304	4,198
利润率	22.6%	20.5%	26.8%	20.4%	20.2%	20.0%
所得税	-261	-296	-247	-393	-496	-630
所得税率	18.9%	18.6%	9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,121	1,297	2,334	2,226	2,808	3,568
少数股东损益	146	70	73	0	0	0
归属于母公司的净利润	975	1,227	2,261	2,226	2,808	3,568
净利率	15.9%	15.8%	23.5%	17.3%	17.2%	17.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,121	1,297	2,334	2,226	2,808	3,568
少数股东损益	146	70	73	0	0	0
非现金支出	431	619	652	434	455	466
非经营收益	2	-85	-563	63	-79	-79
营运资金变动	177	-46	-793	461	-518	-598
经营活动现金净流	1,731	1,785	1,630	3,185	2,666	3,357
资本开支	-834	-1,358	-2,239	-713	-560	-560
投资	-1,563	43	-3,142	-100	-50	-50
其他	2,190	191	105	80	80	80
投资活动现金净流	-206	-1,124	-5,277	-733	-530	-530
股权募资	2,078	31	9,252	286	0	0
债权募资	287	1,135	-1,518	-968	0	0
其他	-2,410	-1,877	-806	-681	-583	-583
筹资活动现金净流	-45	-710	6,928	-1,363	-583	-583
现金净流量	1,479	-50	3,281	1,089	1,552	2,244

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,508	2,472	5,761	6,850	8,402	10,646
应收账款	1,439	1,623	2,087	2,606	3,273	4,143
存货	511	727	952	1,139	1,427	1,791
其他流动资产	1,582	645	3,007	3,042	3,157	3,263
流动资产	6,040	5,467	11,807	13,638	16,260	19,843
%总资产	57.0%	43.5%	52.1%	55.6%	59.7%	64.2%
长期投资	880	1,066	2,735	2,735	2,735	2,735
固定资产	2,683	3,677	5,018	5,396	5,549	5,686
%总资产	25.3%	29.2%	22.1%	22.0%	20.4%	18.4%
无形资产	906	1,963	2,810	2,758	2,711	2,668
非流动资产	4,550	7,114	10,861	10,889	10,994	11,088
%总资产	43.0%	56.5%	47.9%	44.4%	40.3%	35.8%
资产总计	10,591	12,580	22,667	24,527	27,254	30,931
短期借款	489	1,335	355	0	0	0
应付款项	2,778	2,558	1,817	2,596	2,716	2,889
其他流动负债	934	726	1,590	1,914	2,295	2,814
流动负债	4,201	4,619	3,762	4,510	5,012	5,703
长期贷款	0	300	15	15	15	15
其他长期负债	327	923	725	0	0	0
负债	4,528	5,842	4,502	4,525	5,027	5,718
普通股股东权益	5,569	6,342	17,688	19,524	21,750	24,736
其中：股本	938	938	1,165	1,165	1,165	1,165
未分配利润	1,010	2,216	4,688	6,238	8,464	11,450
少数股东权益	493	396	477	477	477	477
负债股东权益合计	10,591	12,580	22,667	24,527	27,254	30,931

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.040	1.308	1.941	1.359	1.714	2.178
每股净资产	5.939	6.763	15.186	11.918	13.277	15.100
每股经营现金净流	1.845	1.903	1.399	2.734	2.289	2.882
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.580	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	17.51%	19.35%	12.78%	11.40%	12.91%	14.43%
总资产收益率	9.21%	9.75%	9.97%	9.07%	10.30%	11.54%
投入资本收益率	15.20%	15.96%	9.01%	10.33%	11.72%	13.21%
增长率						
主营业务收入增长率	25.24%	26.96%	23.80%	33.73%	27.30%	28.32%
EBIT增长率	145.05%	34.03%	11.86%	30.87%	26.06%	27.89%
净利润增长率	179.39%	25.86%	84.22%	-1.55%	26.17%	27.08%
总资产增长率	9.34%	18.79%	80.18%	8.20%	11.12%	13.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.6	69.8	68.2	72.0	71.0	70.0
存货周转天数	38.5	50.0	52.7	53.0	52.0	51.0
应付账款周转天数	28.9	26.0	22.3	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	117.6	133.2	132.5	107.0	87.5	70.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.46%	-12.64%	-41.58%	-44.98%	-47.46%	-50.74%
EBIT利息保障倍数	-14.8	9.0	33.1	-23.1	-19.6	-20.0
资产负债率	42.76%	46.44%	19.86%	18.45%	18.44%	18.49%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	6	19	24	47
增持	0	1	5	8	15
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.21	1.25	1.24

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-02-17	买入	81.91	100.00~120.00
2	2019-04-10	买入	94.08	N/A
3	2019-04-30	买入	89.99	N/A
4	2019-12-31	买入	90.99	N/A
5	2020-01-02	买入	92.12	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH