



603259.SH

增持

市场价格：人民币 97.8

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	91.5	0.7	21.6	75.8
相对深证成指	69.0	(3.8)	20.1	59.5

发行股数(百万)	1,638
流通股(%)	61
总市值(人民币 百万)	160,214
3个月日均交易额(人民币 百万)	837
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
HKSCC NOMINEES LIMITED	10

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月18日收市价为准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

张威亚

(8610) 66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

邓周宇

(0755) 82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

药明康德

一体化全方位医药研发平台

公司是国内为数不多覆盖新药研发全产业链的医药外包机构，尤其在临床前 CRO 和 CDMO 领域处于行业领先地位，各业务板块协同发展，行业高景气度下，业绩持续稳定增长。我们预计 2019-2021 年实现净利润 22.07 亿、28.93 亿、36.73 亿，维持增持评级。

支撑评级的要点

- 国内创新意识觉醒，创新产业链“卖水者”受益确定性高，头部公司具备明显竞争优势。我国医药行业正处于“仿制药”向“创新药”战略转型期，创新药研发强势崛起具备天时（精细化控费常态化加速向创新研发转型）、地利（政策利好+国内药企资金实力增强+VC/PE 机构日益增多）、人和（国内高等教育人才红利+海外人才加速回国创业），研发费用持续增长将直接推动 CRO 行业高发展。头部公司相比小型 CRO 或 CMO 公司，其口碑、技术平台、人才团队、规模等具备明显优势，尤其是能够提供全流程一体化的服务商更具竞争力，能够满足不同层次客户需求，例如 big pharma 追求研究质量和效率，小的 biotech 公司希望研究指导和一体化的服务节省成本等，因此，在国内 CRO 发展的黄金期，头部公司受益程度更高。
- 公司构建一体化全方位医药研发平台，国内外 CRO 行业地位领先。公司是国内第一批成立的医药外包研发机构，经过多年的发展构建了涵盖 CRO（核心业务，收入稳定增长）、小分子 CMO/CDMO（合全药业）、生物药 CRO+CDMO（药明生物涵盖生物药研发全产业链，业绩最具爆发性）的一体化医药研发平台，以及前瞻性布局医疗器械、精准医疗业务。目前公司是业内为数不多覆盖新药研发全产业链的医药外包机构，尤其在临床前 CRO 和 CDMO 领域处于行业领先地位，公司人才队伍强大，员工硕博比例显著高于业内同行，为客户提供高品质、高效服务。
- 各业务板块协同发展，行业高景气度下，业绩持续稳定增长。公司临床前 CRO 业务 2016-2018 复合增速 25%，由于全球产业转移和国内创新的兴起，我们认为该板块未来三年将继续保持 20% 以上的高增长。CDMO 2016-2018 的复合增速 28.4%，随着公司新增产能投产，多个项目从临床阶段向前推进临床后期和商业化阶段，未来三年有望保持 30% 以上增长；美国区实验室有望随着全球精准医疗的快速发展，其收入有望提速。

估值

- 我们预计 2019-2021 年实现净利润 22.07 亿、28.93 亿、36.73 亿，维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 行业景气度下行，业绩增速变缓；中美贸易摩擦不确定性；研发失败。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	7,765	9,614	12,040	15,153	19,046
变动(%)	27	24	25	26	26
净利润(人民币 百万)	1,227	2,261	2,207	2,893	3,673
全面摊薄每股收益(人民币)	1.308	1.941	1.347	1.766	2.242
变动(%)	25.9	48.3	(30.6)	31.1	27.0
全面摊薄市盈率(倍)	48.8	32.9	47.4	36.2	28.5
价格/每股现金流量(倍)	33.4	45.3	14.2	(80.1)	12.9
每股现金流量(人民币)	1.91	1.41	4.50	(0.80)	4.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.9	34.9	32.1	27.9	20.2
每股股息(人民币)	0.000	0.583	0.404	0.530	0.673
股息率(%)	n.a.	0.9	0.6	0.8	1.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,765	9,614	12,040	15,153	19,046
销售成本	(4,543)	(5,850)	(7,227)	(9,181)	(11,403)
经营费用	(1,299)	(926)	(1,952)	(2,587)	(3,326)
息税折旧前利润	1,924	2,838	2,861	3,385	4,317
折旧及摊销	(403)	(544)	(550)	(586)	(620)
经营利润(息税前利润)	1,521	2,293	2,311	2,799	3,697
净利息收入/(费用)	(184)	(56)	(56)	(56)	(56)
其他收益/(损失)	172	682	277	472	573
税前利润	1,509	2,919	2,532	3,214	4,213
所得税	(296)	(247)	(253)	(321)	(421)
少数股东权益	70	73	71	0	119
净利润	1,227	2,261	2,207	2,893	3,673
核心净利润	1,309	2,599	2,215	2,900	3,678
每股收益(人民币)	1.308	1.941	1.347	1.766	2.242
核心每股收益(人民币)	1.395	2.231	1.352	1.770	2.245
每股股息(人民币)	0.000	0.583	0.404	0.530	0.673
收入增长(%)	27	24	25	26	26
息税前利润增长(%)	26	51	1	21	32
息税折旧前利润增长(%)	24	48	1	18	28
每股收益增长(%)	26	48	(31)	31	27
核心每股收益增长(%)	1	60	(39)	31	27

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,509	2,919	2,532	3,214	4,213
折旧与摊销	403	544	550	586	620
净利息费用	184	56	56	56	56
运营资本变动	169	(611)	3,868	(3,956)	4,079
税金	(143)	(513)	(253)	(321)	(421)
其他经营现金流	(329)	(756)	613	(886)	(440)
经营活动产生的现金流	1,794	1,640	7,366	(1,306)	8,107
购买固定资产净值	114	200	40	40	40
投资减少/增加	(743)	(379)	127	204	326
其他投资现金流	(495)	(5,098)	(666)	(417)	(377)
投资活动产生的现金流	(1,124)	(5,277)	(499)	(173)	(10)
净增权益	0	(679)	(662)	(868)	(1,102)
净增债务	1,146	(1,265)	(221)	28	32
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,820)	8,901	1,027	(220)	(381)
融资活动产生的现金流	(674)	6,984	197	(957)	(1,230)
现金变动	(5)	3,348	7,064	(2,436)	6,867
期初现金	2,508	2,472	5,761	12,825	10,389
公司自由现金流	669	(3,636)	6,868	(1,479)	8,097
权益自由现金流	2,000	(4,845)	6,703	(1,395)	8,185

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,065	8,690	15,856	13,527	20,646
应收帐款	1,623	2,085	2,609	3,269	4,137
库存	727	952	902	1,568	1,520
其他流动资产	52	78	64	123	114
流动资产总计	5,467	11,807	19,431	18,487	26,418
固定资产	3,677	5,018	4,560	4,066	3,538
无形资产	426	626	574	522	470
其他长期资产	790	3,032	1,834	2,360	2,868
长期资产总计	4,893	8,677	6,968	6,948	6,876
总资产	12,580	22,667	29,004	27,919	35,559
应付帐款	333	399	641	598	931
短期债务	1,318	120	50	50	50
其他流动负债	2,968	3,243	6,722	3,606	8,377
流动负债总计	4,619	3,762	7,413	4,254	9,359
长期借款	300	15	15	15	15
其他长期负债	923	725	658	769	717
股本	938	1,165	1,638	1,638	1,638
储备	5,266	16,753	18,731	20,695	23,162
股东权益	6,204	17,918	20,369	22,333	24,800
少数股东权益	396	477	549	549	668
总负债及权益	12,580	22,667	29,004	27,919	35,559
每股帐面价值(人民币)	6.62	15.38	12.43	13.63	15.14
每股有形资产(人民币)	6.16	14.85	12.08	13.32	14.85
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.91)	(4.83)	(7.79)	(6.30)	(10.49)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	24.8	29.5	23.8	22.3	22.7
息税前利润率(%)	19.6	23.9	19.2	18.5	19.4
税前利润率(%)	19.4	30.4	21.0	21.2	22.1
净利率(%)	15.8	23.5	18.3	19.1	19.3
流动性					
流动比率(倍)	1.2	3.1	2.6	4.3	2.8
利息覆盖率(倍)	8.2	40.8	41.1	49.8	65.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	2.9	2.5	4.0	2.7
估值					
市盈率(倍)	48.8	32.9	47.4	36.2	28.5
核心业务市盈率(倍)	45.8	28.6	47.2	36.1	28.4
市净率(倍)	9.6	4.2	5.1	4.7	4.2
价格/现金流(倍)	33.4	45.3	14.2	(80.1)	12.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.9	34.9	32.1	27.9	20.2
周转率					
存货周转天数	49.7	52.4	46.8	49.1	49.4
应收帐款周转天数	71.9	70.4	71.2	70.8	71.0
应付帐款周转天数	15.2	13.9	15.8	14.9	14.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	21.1	18.7	11.5	13.5	15.6
资产收益率(%)	10.6	11.9	8.0	8.9	10.5
已运用资本收益率(%)	4.2	4.2	2.8	3.3	3.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测