

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明康德(603259)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

相关研究

维持全年指引不变, TIDES 业务逆势增长

药明康德(603259): 高基数下稳定增长, 盈利能力持续提升

药明康德(603259): 业绩符合预期, 多业务协同稳健发展

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B

业绩边际改善趋势明确, 2025 年有望实现双位数增长

2025 年 03 月 18 日

事件: 2025 年 3 月 17 日, 公司发布《2024 年年度报告》。2024 年公司实现营业收入 392.4 亿元, 同比下滑 2.7%, 如果剔除新冠商业化项目同比增长 5.2%; 2024 年公司实现归母净利润 94.5 亿元, 同比下滑 1.6%, 实现扣非归母净利润 99.9 亿元, 同比增长 2.5%, 实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 105.8 亿元, 同比下滑 2.5%。

点评:

➤ 业绩边际改善趋势明确, 2025 年有望实现双位数增长。

2024 年 Q1-Q4 公司四个季度的营业收入分别为 79.8 亿元、92.6 亿元、104.6 亿元、115.4 亿元, 经调整 Non-IFRS 归母净利润分别为 19.1 亿元、24.6 亿元、29.7 亿元、32.4 亿元, 公司业绩边际改善趋势明确。单季度来看, 2024 年 Q4 公司实现营业收入 115.4 亿元, 环比 2024 年 Q3 增长 10.3%, 同比 2023 年 Q4 增长 6.9%, 实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 32.4 亿元, 同比 2023 年 Q4 增长 20.4%。我们认为, 公司业绩的改善主要得益于欧美市场需求的恢复, 2024 年公司来自美国客户收入 250.2 亿元, 剔除特定商业化生产项目同比增长 7.7%; 来自欧洲客户收入 52.3 亿元, 同比增长 14.4%。截至 2024 年末公司持续经营业务在手订单 493.1 亿元, 同比增长 47.0%, 公司在手订单储备丰富, 为 2025 年的业绩增长建立信心, 公司预计 2025 年持续经营业务收入重回双位数增长, 同比增长 10%-15%, 整体收入达到 415-430 亿元。

➤ 化学业务表现亮眼, 以 ATU 为代表的部分资产完成出售。

1) 化学业务 (WuXi Chemistry): 2024 年公司化学业务实现收入 290.5 亿元, 同比下滑 0.4%, 剔除特定商业化生产项目同比增长 11.2%。其中, 小分子药物发现 (R) 业务为客户成功合成并交付超过 46 万个新化合物, 同比增长 10%; 小分子工艺研发和生产 (D&M) 实现收入 178.7 亿元, 剔除特定商业化生产项目同比增长 6.4%, 截至 2024 年末, 小分子 D&M 管线总数达到 3,377 个, 包括 72 个商业化项目, 80 个临床 III 期项目, 360 个临床 II 期项目, 2,865 个临床前和临床 I 期项目。TIDES 业务 (寡核苷酸和多肽) 实现收入 58.0 亿元, 同比增长 70.1%, 截至 2024 年末, TIDES 在手订单同比增长 103.9%, 服务客户数同比提升 15%, 服务分子数量同比提升 22%。我们认为, 化学业务是公司最核心的资产, 前端 R 业务持续为后端 D&M 业务引流, D&M 管线漏斗结构合理, TIDES 业务高增长且在手订单丰富, 2025 年化学业务有望成为公司主要的增长点。

2) 测试业务 (WuXi Testing): 2024 年公司测试业务实现收入 56.7 亿元, 同比下滑 4.8%。具体来看, 实验室分析及测试服务收入 38.6 亿元,

同比下降 8.0%，主要是受市场影响订单价格下降所致，其中药物安全性评价业务收入同比下降 13.0%；临床 CRO 及 SMO 业务收入 18.1 亿元，同比增长 2.8%，其中 SMO 业务同比增长 15.4%。测试业务整体增长乏力，我们推测主要是由于国内业务占比较高，受市场竞争压力影响较大，如果 2025 年国内市场需求企稳，测试业务有望显著改善。

3) 生物学业务 (WuXi Biology): 2024 年公司生物学业务实现收入 25.4 亿元，同比下滑 0.3%。非肿瘤业务 2024 年收入同比增长 29.9%，其中代谢类、神经生物学等领域引领增长。公司持续打造全面的综合筛选平台，相关收入同比增长 18.7%。公司持续建设新分子种类相关生物学能力，2024 年新分子种类相关业务收入占比超生物学业务板块的 28%。2024 年生物学业务为公司持续贡献超过 20% 的新客户。我们认为，生物学业务表现稳健，通过结构性调整不断实现业务优化，不断为公司引流新客户，是公司发展的重要支点。

4) 终止经营业务 (WuXi ATU): 2024 年末公司已签订协议出售 WuXi ATU 业务的美国和英国运营主体及美国医疗器械测试业务，上述业务被划分为终止经营业务，截至年报发布日已完成出售和交割。该部分业务 2024 年营业收入 13.2 亿元，同比下滑 20.4%，毛利率为 -16.1%，对公司整体盈利存在明显拖累。我们认为，本次资产出售有助于公司减轻负担，聚焦关键盈利点，实现 ROE 提升。

➤ **产能扩张均衡合理，积极回馈股东。**

2024 年公司资本开支为 40 亿元，同比 2023 年的 55 亿元有所下行，公司预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿元，主要用于加速推进全球 D&M 产能建设。具体来看，2024 年泰兴原料药生产基地投入运营，预计 2025 年末小分子原料药反应釜总体积将超 4,000kL；2024 年末多肽固相合成反应釜总体积增加至 41,000L，预计 2025 年末将进一步提升至超 100,000L；公司持续投入瑞士库威基地，2024 年期间口服制剂产能翻倍；公司持续推进美国米德尔顿基地建设，计划于 2026 年末投入运营。2024 年 5 月，新加坡研发及生产基地正式开工建设，基地一期计划于 2027 年投入运营。我们认为，随着 CXO 行业发展逐渐稳定，公司作为行业龙头正在从高速成长期进入平稳成长期，持续优质的现金流有望转化为股东回报。2024 年公司维持 30% 年度现金分红比例（~28.4 亿）基础上，拟额外一次性派发 10 亿特殊分红，并在 2025 年增加中期分红，同时拟在 2025 年适时回购 10 亿元 A 股。

➤ **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 423.15 亿元、470.80 亿元、522.38 亿元，归母净利润分别为 110.24 亿元、125.03 亿元、140.93 亿元，EPS（摊薄）分别为 3.82 元、4.33 元、4.88 元，对应 PE 估值分别为 16.77 倍、14.79 倍、13.12 倍。

➤ **风险因素：**行业投融资需求波动风险；中美地缘政治风险；新签订单不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	40,341	39,241	42,315	47,080	52,238
增长率 YoY %	2.5%	-2.7%	7.8%	11.3%	11.0%
归属母公司净利润 (百万元)	9,607	9,450	11,024	12,503	14,093
增长率 YoY%	9.0%	-1.6%	16.7%	13.4%	12.7%
毛利率%	41.2%	41.5%	43.8%	44.2%	44.4%
净资产收益率ROE%	17.4%	16.1%	16.5%	16.6%	16.5%
EPS(摊薄)(元)	3.33	3.27	3.82	4.33	4.88
市盈率 P/E(倍)	19.25	19.57	16.77	14.79	13.12
市净率 P/B(倍)	3.35	3.15	2.77	2.45	2.17

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 17 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,422	38,690	43,830	51,924	61,877
货币资金	13,764	18,322	23,045	29,916	38,493
应收票据	20	93	100	111	123
应收账款	7,901	7,952	8,275	8,940	9,685
预付账款	244	226	234	258	285
存货	4,736	5,400	5,392	5,778	6,224
其他	3,757	6,698	6,785	6,921	7,067
非流动资产	43,247	41,636	45,246	47,208	48,552
长期股权投资	2,216	2,326	2,326	2,326	2,326
固定资产(合	17,190	18,784	22,786	24,785	25,908
无形资产	1,864	1,575	1,618	1,651	1,674
其他	21,978	18,951	18,516	18,447	18,644
资产总计	73,669	80,326	89,077	99,132	110,429
流动负债	14,756	16,226	16,735	17,883	19,140
短期借款	3,667	1,243	1,243	1,243	1,243
应付票据	0	14	15	16	18
应付账款	1,645	1,750	1,812	2,002	2,212
其他	9,444	13,219	13,665	14,622	15,667
非流动负债	3,396	5,014	5,014	5,014	5,014
长期借款	687	2,960	2,960	2,960	2,960
其他	2,709	2,055	2,055	2,055	2,055
负债合计	18,152	21,240	21,749	22,898	24,154
少数股东权益	395	453	590	745	920
归属母公司	55,122	58,633	66,737	75,489	85,355
负债和股东权益	73,669	80,326	89,077	99,132	110,429

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	40,341	39,241	42,315	47,080	52,238	
同比 (%)	2.5%	-2.7%	7.8%	11.3%	11.0%	
归属母公司净利润	9,607	9,450	11,024	12,503	14,093	
同比 (%)	9.0%	-1.6%	16.7%	13.4%	12.7%	
毛利率 (%)	41.2%	41.5%	43.8%	44.2%	44.4%	
ROE%	17.4%	16.1%	16.5%	16.6%	16.5%	
EPS (摊薄)(元)	3.33	3.27	3.82	4.33	4.88	
P/E	19.25	19.57	16.77	14.79	13.12	
P/B	3.35	3.15	2.77	2.45	2.17	
EV/EBITDA	14.85	10.24	9.86	8.30	6.98	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40,34	39,241	42,315	47,080	52,238
营业成本	23,72	22,965	23,780	26,274	29,021
营业税金及	297	301	325	361	401
销售费用	701	745	804	894	992
管理费用	2,879	2,879	3,105	3,455	3,833
研发费用	1,441	1,239	1,336	1,486	1,649
财务费用	-338	-787	-430	-525	-662
减值损失合	-157	-1,236	-200	-200	-200
投资净收益	234	604	212	235	261
其他	163	313	84	128	174
营业利润	11,872	11,580	13,492	15,297	17,240
营业外收支	-40	-40	-30	-30	-30
利润总额	11,832	11,540	13,462	15,267	17,210
所得税	2,132	1,972	2,301	2,609	2,941
净利润	9,700	9,568	11,161	12,658	14,269
少数股东损	94	117	137	155	175
归属母公司	9,607	9,450	11,024	12,503	14,093
EBITDA	14,00	14,223	16,921	19,281	21,703
EPS (当	3.27	3.28	3.82	4.33	4.88

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,387	12,407	15,137	17,096	19,258
净利润	9,700	9,568	11,161	12,658	14,269
折旧摊销	2,512	3,014	3,890	4,538	5,156
财务费用	13	-428	136	136	136
投资损失	-234	-604	-212	-235	-261
营运资金变	685	-528	-408	-575	-620
其它	711	1,385	569	573	578
投资活动现金流	-7,561	-5,518	-7,357	-6,338	-6,317
资本支出	-5,500	-3,988	-7,569	-6,573	-6,578
长期投资	-2,343	-2,013	0	0	0
其他	283	482	212	235	261
筹资活动现金流	-3,941	-3,832	-3,444	-3,887	-4,364
吸收投资	247	196	0	0	0
借款	201	-152	0	0	0
支付利息或	-2,756	-3,085	-3,444	-3,887	-4,364
现金流净增加额	2,017	3,444	4,723	6,871	8,576

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。