

## 业绩边际向好，饱满订单贡献增长势能

2025 年 03 月 19 日



分析师：王班

执业证号：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师：袁维超

执业证号：S0100524080005

邮箱：yuanweichao@mszq.com

➤ **事件：**2025 年 3 月 18 日，药明康德发布 2024 年年报，公司全年实现收入 392.4 亿元，同比下降 2.7%，剔除新冠收入同比增 5.2%；实现经调整净利 105.8 亿元，同比下降 2.5%。

➤ **基本面：四季度基本面强劲复苏，2025 年业绩展望积极。**4Q24 公司实现收入 115.4 亿元，同比增 6.9%，环比增 10.3%，前三季度同比增速分别为-11.0%/-6.6%/-2.0%，环比增速分别为-26.0%/16.0%/13.0%；实现归母净利润 29.2 亿元，同比增 90.6%，环比增 27.2%，前三季度同比增速分别为-10.4%/-26.9%/-17.0%，环比增速分别为 26.9%/18.3%/-0.2%；实现扣非归母净利润 33.1 亿元，同比增 62.2%，环比增 45.8%，前三季度同比增速分别为 8.9%/-17.7%/-23.1%，环比分别为-0.2%/17.0%/-4.7%，公司业务边际改善趋势明显、四季度增长强劲，**公司预期 2025 年收入增长 10-15%至 415-430 亿元**，前景展望积极。受益于 1) 欧美市场新药研发高景气度驱动下的客户持续增长和在手订单高增；2) 全球产能设施的合理规划和前瞻布局；3) 主要板块不断孵化迭代增长新动能，我们认为公司业务具有强劲的成长能力，业绩持续向好的确定性较高。

➤ **前瞻指标：客户稳定增长，在手订单饱满，资本开支展望超预期。**截至 2024 年底，公司全年新增客户约 1000 家，在手订单达 493.1 亿元，同比增 47.0%，公司客户开拓进展积极，在手订单饱满，业务增长潜力深厚。公司 2024 年资本开支规模 40.0 亿元，公司预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿元，较 2024 年同比增 75-100%，公司预计 2025 年底小分子原料药反应釜总体积>4,000kL、多肽固相反应釜总体积增至>100,000kL、美国米尔顿及新加坡基地预计分别于 2026 及 2027 年投入运营，资本开支超预期彰显公司发展信心及增长潜力。

➤ **分业务线：CRDMO 驱动业务持续向好，TIDES 业务订单及产能高增。**(1) WuXi Chemistry 全年收入 290.5 亿元，同比下降 0.4%，其中非新冠收入增 11.2%，4Q24 收入 89.6 亿元，同比增 13.0%。小分子药物发现(R)业务交付 46 万个新化合物，同比增 10%，奠定稳固的业务引流基础，全年 R 到 D 转化分子 366 个。小分子工艺研发和生产(D&M)仍维持较强的增长能力，全年收入 178.7 亿元，非新冠部分增速为 6.4%，D&M 管线持续扩张，全年新增分子 1,187 个，贡献业务增长潜力。**TIDES 业务延续高增态势**，全年实现收入 58.0 亿元，同比增 70.1%，截止 24 年底，在手订单同比高增至 103.9%，多肽固相合成反应釜体积已达到 4.1 万升，2025 年产能将快速增至 10 万升以上，有望持续贡献板块增长动力。(2) WuXi Testing 全年实现收入 56.7 亿元，同比下降 4.8%，其中实验室分析测试收入 38.6 亿元，受价格因素影响同比下降 8%，临床 CRO&SMO 业务收入 18.1 亿元，同比增 2.8%，其中 SMO 收入增 15.4%，彰显行业领先地位。(3) WuXi Biology 全年收入 25.4 亿元，同比下降 0.3%，其中 4Q24 收入 7.2 亿元，同比增 9.2%，环比增 9.3%，增长趋势边际向好，代谢、神经生物学牵引非肿瘤业务同比增 29.9%，综合筛选平台相关收入同比增 18.7%，成为增长驱动因子。

## 推荐

当前价格：

维持评级

70.00 元

## 相关研究

- 1.药明康德 (603259.SH) 2024 年三季报点评：订单保持高增长趋势，收入利润实现逐季度环比改善-2024/10/29
- 2.药明康德 (603259.SH) 2024 年半年报点评：在手订单快速提升，小分子 CDMO 龙头业绩环比改善-2024/07/30
- 3.药明康德 (603259.SH) 2024 年一季报点评：欧美地区收入仍稳健增长，TIDES 业务快速放量-2024/04/30
- 4.药明康德 (603259.SH) 2023 年年报点评：多肽分子管线和产能加速成长，公司盈利能力持续改善-2024/03/19
- 5.药明康德 (603259.SH) 2023 年三季报点评：非新冠业务增长稳健，经营效率和规模效益持续提升-2023/10/31

➤ **投资建议:** 药明康德是全球领先的一体化、端到端 CXO 龙头, 通过 CRDMO 和 CTDMO 业务模式赋能国内外客户的新药研发项目。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 114.29/131.89/149.52 亿元, 对应 PE 为 18/15/14 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 需求下降风险、政策变化风险、竞争加剧风险、海外监管风险、汇率风险等。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 39,241 | 43,576 | 48,817 | 54,884 |
| 增长率 (%)          | -2.7   | 11.0   | 12.0   | 12.4   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 9,450  | 11,429 | 13,189 | 14,952 |
| 增长率 (%)          | -1.6   | 20.9   | 15.4   | 13.4   |
| 每股收益 (元)         | 3.27   | 3.96   | 4.57   | 5.18   |
| PE               | 21     | 18     | 15     | 14     |
| PB               | 3.4    | 3.0    | 2.6    | 2.3    |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 3 月 19 日收盘价)

### 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 39,241 | 43,576 | 48,817 | 54,884 |
| 营业成本      | 22,965 | 24,574 | 27,220 | 30,383 |
| 营业税金及附加   | 301    | 349    | 391    | 357    |
| 销售费用      | 745    | 872    | 976    | 1,098  |
| 管理费用      | 2,879  | 3,050  | 3,417  | 3,842  |
| 研发费用      | 1,239  | 1,525  | 1,709  | 1,866  |
| EBIT      | 11,210 | 13,642 | 15,593 | 17,887 |
| 财务费用      | -787   | -292   | -290   | -283   |
| 资产减值损失    | -1,236 | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 604    | 44     | 244    | 110    |
| 营业利润      | 11,580 | 13,969 | 16,117 | 18,269 |
| 营业外收支     | -40    | -43    | -47    | -50    |
| 利润总额      | 11,540 | 13,926 | 16,070 | 18,219 |
| 所得税       | 1,972  | 2,381  | 2,748  | 3,115  |
| 净利润       | 9,568  | 11,545 | 13,322 | 15,103 |
| 归属于母公司净利润 | 9,450  | 11,429 | 13,189 | 14,952 |
| EBITDA    | 14,223 | 16,886 | 19,423 | 22,140 |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|
| 货币资金        | 18,322 | 23,277 | 30,148  | 37,817  |
| 应收账款及票据     | 8,044  | 9,073  | 9,496   | 10,676  |
| 预付款项        | 226    | 270    | 299     | 334     |
| 存货          | 5,400  | 5,723  | 6,339   | 7,076   |
| 其他流动资产      | 6,698  | 7,567  | 8,297   | 9,249   |
| 流动资产合计      | 38,690 | 45,910 | 54,579  | 65,152  |
| 长期股权投资      | 2,326  | 2,369  | 2,613   | 2,723   |
| 固定资产        | 18,784 | 19,667 | 21,461  | 23,454  |
| 无形资产        | 1,575  | 1,583  | 1,566   | 1,548   |
| 非流动资产合计     | 41,636 | 46,202 | 48,769  | 51,176  |
| 资产合计        | 80,326 | 92,112 | 103,349 | 116,328 |
| 短期借款        | 1,243  | 243    | 193     | 143     |
| 应付账款及票据     | 1,764  | 1,952  | 2,237   | 2,581   |
| 其他流动负债      | 13,219 | 13,867 | 14,907  | 16,131  |
| 流动负债合计      | 16,226 | 16,062 | 17,337  | 18,854  |
| 长期借款        | 2,960  | 5,260  | 5,310   | 5,360   |
| 其他长期负债      | 2,055  | 2,060  | 2,220   | 2,370   |
| 非流动负债合计     | 5,014  | 7,319  | 7,529   | 7,729   |
| 负债合计        | 21,240 | 23,382 | 24,867  | 26,583  |
| 股本          | 2,888  | 2,888  | 2,888   | 2,888   |
| 少数股东权益      | 453    | 568    | 702     | 853     |
| 股东权益合计      | 59,086 | 68,730 | 78,482  | 89,745  |
| 负债和股东权益合计   | 80,326 | 92,112 | 103,349 | 116,328 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%)   |       |       |       |       |
| 营业收入增长率    | -2.73 | 11.05 | 12.03 | 12.43 |
| EBIT 增长率   | -2.45 | 21.70 | 14.30 | 14.71 |
| 净利润增长率     | -1.63 | 20.94 | 15.40 | 13.37 |
| 盈利能力 (%)   |       |       |       |       |
| 毛利率        | 41.48 | 43.61 | 44.24 | 44.64 |
| 净利率        | 24.08 | 26.23 | 27.02 | 27.24 |
| 总资产收益率 ROA | 11.76 | 12.41 | 12.76 | 12.85 |
| 净资产收益率 ROE | 16.12 | 16.77 | 16.96 | 16.82 |
| 偿债能力       |       |       |       |       |
| 流动比率       | 2.38  | 2.86  | 3.15  | 3.46  |
| 速动比率       | 1.71  | 2.13  | 2.43  | 2.74  |
| 现金比率       | 1.13  | 1.45  | 1.74  | 2.01  |
| 资产负债率 (%)  | 26.44 | 25.38 | 24.06 | 22.85 |
| 经营效率       |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数   | 73.96 | 75.00 | 70.00 | 70.00 |
| 存货周转天数     | 85.82 | 85.00 | 85.00 | 85.00 |
| 总资产周转率     | 0.51  | 0.51  | 0.50  | 0.50  |
| 每股指标 (元)   |       |       |       |       |
| 每股收益       | 3.27  | 3.96  | 4.57  | 5.18  |
| 每股净资产      | 20.30 | 23.60 | 26.93 | 30.78 |
| 每股经营现金流    | 4.30  | 4.78  | 5.97  | 6.54  |
| 每股股利       | 0.98  | 1.19  | 1.37  | 1.55  |
| 估值分析       |       |       |       |       |
| PE         | 21    | 18    | 15    | 14    |
| PB         | 3.4   | 3.0   | 2.6   | 2.3   |
| EV/EBITDA  | 13.28 | 11.18 | 9.72  | 8.53  |
| 股息收益率 (%)  | 1.40  | 1.70  | 1.96  | 2.22  |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 9,568  | 11,545 | 13,322 | 15,103 |
| 折旧和摊销       | 3,014  | 3,244  | 3,830  | 4,254  |
| 营运资金变动      | -528   | -1,153 | 7      | -667   |
| 经营活动现金流     | 12,407 | 13,802 | 17,231 | 18,900 |
| 资本开支        | -3,988 | -7,358 | -5,762 | -6,128 |
| 投资          | -2,013 | -300   | -500   | -700   |
| 投资活动现金流     | -5,518 | -7,825 | -6,442 | -6,998 |
| 股权募资        | 196    | 0      | 0      | 0      |
| 债务募资        | 3,320  | 1,340  | 50     | 50     |
| 筹资活动现金流     | -3,832 | -1,322 | -4,068 | -4,343 |
| 现金净流量       | 3,444  | 4,955  | 6,871  | 7,670  |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048