

药明康德(603259)

报告日期: 2023年03月21日

23年主业望延续强劲, 持续看好

——公司 2022 年年报点评

投资要点

- 我们预计公司 2023 年主业收入增速望 30%左右, 盈利能力望进一步提升, 我们看好公司小分子 CDMO 收入同比增速保持超过化学业务部收入增速, 看好 2022-2025 年公司收入和利润复合增速高增长, 低估值高成长 CXO 龙头, 重点推荐。
- 事件: 2022 年业绩符合预期, 现金流良好
 2023 年 3 月 20 日公司披露 2022 年业绩。2022 年收入 393.55 亿 (YOY71.84%), 归母净利润 88.14 亿 (YOY72.91%), 扣非净利润 82.60 亿 (YOY103.27%), 经调整 Non-IFRS 净利润 93.99 亿 (YOY83.17%)。单季度分析, 2022Q4 收入 109.60 亿 (YOY71.76%), 归母净利润 14.36 亿 (YOY-6.5%), 扣非净利润 20.28 亿 (YOY111.83%), 经调整 Non-IFRS 净利润 26.27 亿 (YOY98.85%)。公司经营活动产生的现金流量净额为 106.16 亿, 同比增长 131.32%, 显示出较好的经营质量。
- 业务拆分: 我们预计 2022 年主业收入 YOY30%+
 根据我们拆分 2022 年确认特定商业化项目收入绝对值在 95-97 亿附近, 扣除特定商业化项目收入 2022 年主业收入增速预计在 30%+。细分业务拆分看: 1) 化学业务: 2022 年剔除特定商业化项目收入 YOY 39.7%, 显示强劲的增长。其中 2022Q4 化学业务收入 YOY 100% (药物发现收入 YOY 24%, 剔除特定商业化项目小分子 CDMO 收入 YOY 预计 35%+附近)。2) 测试业务: 安评驱动强。2022 年收入 YOY26.4%, 其中实验室分析及测试收入 YOY36.1% (安评业务收入 YOY46%, 医疗器械测试业务收入 YOY33%), 临床 CRO 及 SMO 收入 YOY6.4% (其中 SMO 收入 YOY23.5%)。3) 生物学业务: 2022 年收入 YOY 24.7%, 其中 2022Q4 收入 YOY 24%。4) CGT CDMO 业务: 2023 年望迎来商业化元年。2022 年收入 YOY27.4%, 其中 2022Q4 收入 YOY 33.01%, 相较于 2022Q3 的 8.4%显著改善; 2022 年底在执行 50 个临床前和临床 I 期项目, 10 个临床 II 期项目, 8 个临床 III 期项目 (其中 2 个项目已 BLA, 2 个项目处于上市申请准备阶段)。公司 2022 年业绩 ppt 展示 2023 年下半年有望迎来商业化生产项目。5) DDSU: 持续迭代升级, 期待蜕变。2022 年收入 YOY-22.5%, 其中 2022Q4 收入 YOY-6.7%。
- 2023 年收入: 我们预计主业收入 YOY 在 30%左右, 看好 CDMO 收入 YOY 快于化学业务
 公司年报公告中提到“公司预计 2023 年收入 YOY 5-7%。其中, 剔除特定商业化项目, WuXi Chemistry 收入预计增长 36-38%; 其他业务板块收入预计增长 20-23%; WuXi DDSU 预计收入 YOY-20%”。根据业务拆分, 我们预计 2023 年仍可能有 25-30 亿特定商业化项目收入, 扣除这部分收入 2023 年主业收入增速预计在 30%左右。我们认为 2023 年化学业务部收入预计增长 36-38%的主要驱动可能还是来自于小分子 CDMO 业务板块较强的可兑现性 (我们预计小分子 CDMO 收入 YOY 超过化学业务部收入 YOY), 不仅仅包括 2022 年新增加 8 个商业化项目, 还包括公司对多肽和寡核苷酸 CDMO 等新分子业务强劲的收入指引 (是化学业务整体增速的近 2 倍), 持续验证公司 CRDMO 一体化模式带来的商业化项目强可兑现性。
- 2023 年盈利能力: 仍望提升, 重点推荐
 公司官网披露 2022 年业绩 ppt 中还提到“预计经调整 non-IFR 毛利增长 12%-14%”, 我们认为伴随着公司 2023 年经营效率提升, 公司经调整 Non-IFRS 净利率水平也有望提升, 意味着经调整 Non-IFRS 净利润 YOY 可能超过表观收入增速 (5%-7%指引)。结合 2022 年经调整 Non-IFRS 净利润 93.99 亿计算, 2023 年公司经调整 Non-IFRS 净利润有望超过 100 亿。

投资评级: 买入(维持)

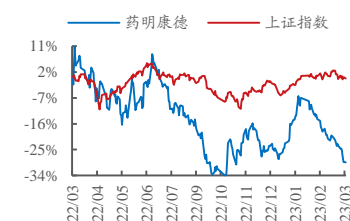
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜
 执业证书号: S1230521110002
 guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 74.00
总市值(百万元)	219,194.53
总股本(百万股)	2,962.09

股票走势图



相关报告

- 1 《Q4 主业强劲增长, 重点推荐》2023.01.31
- 2 《一体化 CXO 龙头, 业绩望超预期 ——药明康德更新报告》2023.01.11
- 3 《看好主业高增长持续 ——药明康德 2022Q3 业绩点评》2022.10.27

正如我们发布的重点推荐报告《一体化 CXO 龙头，业绩望超预期 20230111》阐述：我们认为公司作为全球化拓展的本土 CXO 龙头，业绩增长持续性有望超预期。我们认为得益于公司独特的全球化一体化服务体系，CRDMO 和 CTDMO 商业模式，公司订单和业绩仍有望维持较高增速，细分业务增速水平也有望保持行业前列，成长性和确定性也是最强的龙头标的。

□ 盈利预测与估值

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 3.25、4.01 和 4.96 元/股，2023 年 03 月 20 日收盘价对应 2023 年 PE 为 23 倍（对应 2024 年 PE 为 18 倍），处于相对低估位置，维持“买入”评级。

□ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑风险；国际化拓展不顺造成业务下滑风险；各竞争风险；汇兑风险；公允价值波动带来的不确定性风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39355	41881	52614	65134
(+/-) (%)	71.84%	6.42%	25.63%	23.80%
归母净利润	8814	9612	11881	14693
(+/-) (%)	72.91%	9.06%	23.61%	23.67%
每股收益(元)	2.98	3.25	4.01	4.96
P/E	24.87	22.80	18.45	14.92

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	23997	25268	30819	36083
现金	7986	8376	10523	13027
交易性金融资产	2	0	0	0
应收账款	6047	6984	8020	8794
其它应收款	169	209	263	326
预付账款	291	307	353	456
存货	5669	6792	8861	10480
其他	3834	2600	2800	3000
非流动资产	40693	53115	65735	77831
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1203	1500	1900	2500
固定资产	14171	21166	30333	40588
无形资产	1785	2003	2108	2252
在建工程	7473	10982	12655	12437
其他	16061	17464	18740	20055
资产总计	64690	78384	96555	113914
流动负债	14499	16804	23140	25808
短期借款	3874	3911	8427	8311
应付款项	1659	1807	2270	2409
预收账款	0	0	0	0
其他	8966	11086	12443	15087
非流动负债	3264	3231	3331	3481
长期借款	279	279	279	279
其他	2985	2952	3052	3202
负债合计	17764	20035	26471	29289
少数股东权益	337	434	554	702
归属母公司股东权	46353	57950	69001	83912
负债和股东权益	64690	78384	96555	113914

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	39355	41881	52614	65134
营业成本	24677	25545	32089	39649
营业税金及附加	200	84	105	130
营业费用	732	1215	1578	1954
管理费用	2826	2932	3630	4429
研发费用	1614	1466	1789	2149
财务费用	(248)	(19)	34	52
资产减值损失	291	310	389	481
公允价值变动损益	770	300	200	100
投资净收益	188	300	400	500
其他经营收益	431	500	550	600
营业利润	10652	11450	14150	17490
营业外收支	(34)	(28)	(31)	(29)
利润总额	10618	11422	14119	17461
所得税	1716	1713	2118	2619
净利润	8903	9709	12001	14841
少数股东损益	89	97	120	148
归属母公司净利润	8814	9612	11881	14693
EBITDA	12263	14248	17671	21846
EPS (最新摊薄)	2.98	3.25	4.01	4.96

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	71.84%	6.42%	25.63%	23.80%
营业利润	76.43%	7.49%	23.57%	23.61%
归属母公司净利润	72.91%	9.06%	23.61%	23.67%
获利能力				
毛利率	37.30%	39.01%	39.01%	39.13%
净利率	22.62%	23.18%	22.81%	22.79%
ROE	20.57%	18.26%	18.50%	18.99%
ROIC	16.97%	15.24%	15.08%	15.83%
偿债能力				
资产负债率	27.46%	25.56%	27.42%	25.71%
净负债比率	24.66%	22.05%	33.75%	30.11%
流动比率	1.66	1.50	1.33	1.40
速动比率	1.26	1.10	0.95	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.59	0.60	0.62
应收账款周转率	7.43	6.50	7.00	7.50
应付账款周转率	13.82	14.90	15.91	17.14
每股指标(元)				
每股收益	2.98	3.25	4.01	4.96
每股经营现金	3.58	4.78	5.28	7.03
每股净资产	15.74	19.55	23.47	28.33
估值比率				
P/E	24.87	22.80	18.45	14.92
P/B	4.70	3.78	3.15	2.61
EV/EBITDA	19.14	15.21	12.40	9.92

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10616	14145	15643	20836
净利润	8903	9709	12001	14841
折旧摊销	1718	2895	3568	4384
财务费用	(248)	(19)	34	52
投资损失	(188)	(300)	(400)	(500)
营运资金变动	(1389)	1111	345	1362
其它	1821	750	95	697
投资活动现金流	(9690)	(15524)	(17713)	(17865)
资本支出	(7523)	(13162)	(14200)	(14200)
长期投资	(525)	(297)	(400)	(600)
其他	(1642)	(2065)	(3113)	(3065)
筹资活动现金流	(1278)	3972	5216	1033
短期借款	1613	37	4516	(116)
长期借款	279	0	0	0
其他	(3170)	3935	700	1148
现金净增加额	(352)	2594	3146	4004

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>