

药明康德 (603259.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩持续增长，人效稳步提升

业绩简评

2023年4月24日公司披露2023年一季报，公司1Q23实现营业收入89.64亿元(+5.8%)；归母净利润21.68亿元(+31.97%)；扣非归母净利润18.69亿元(+9.02%)；经调整 Non-IFRS 归母净利润23.42亿元(+14.1%)。

经营分析

依托于 CRDMO/CTDMO 商业模式，持续带来丰硕成果。从收入组成看，公司使用多业务部门服务的客户达 79.5 亿元 (+7.5%)，占收入比重的 88.6%，其中剔除新冠商业化项目后同比增长 21.2%。从业务管线看，小分子 CRDMO 管线新增 258 个分子，累计 2590 个分子、55 个商业化项目及 57 个临床 III 期项目；CGT CTDMO 目前累计 52 个临床前和临床 I 期项目，8 个临床 II 期项目以及 8 个临床 III 期项目。管线不断丰富，未来成长确定性较强。

不断拓展客户群体，与原有客户仍保持高粘性。公司持续实施“长尾”战略并提高大药企渗透率。截至 1Q23，公司新增超 310 家客户，活跃客户已超 6000 家。从收入看，公司 1Q23 来自全球 TOP20 药企客户收入约 31.5 亿元 (-17.4%)，剔除新冠商业化项目后同比增长 1.2%；来自其他客户收入 58.2 亿元 (+24.6%)，其中来自 Biotech 企业客户收入同比增长 53.2%。

人效不断提升，经营管理效率持续优化。根据公司业绩演示材料，预计 2023 年人均产出将超过 90 万/人，相较于 2018 年的人均产出 54 万/人显著提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 100/124/159 亿元，对应 PE 分别为 22/18/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示

需求下降风险、政策变化风险、行业竞争加剧的风险、海外监管风险、核心技术人员流失风险、汇率风险等。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：75.00 元

相关报告：

- 《药明康德公司点评：业绩增长再创新高，2023 稳健成长》，2023.3.21
- 《药明康德公司点评：业绩再创新高，经营效率持续攀升》，2023.1.31
- 《三季度加速成长，业绩超预期-三季报业绩点评》，2022.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,902	39,355	42,096	52,820	67,799
营业收入增长率	38.50%	71.84%	6.97%	25.47%	28.36%
归母净利润(百万元)	5,097	8,814	9,955	12,404	15,865
归母净利润增长率	72.19%	72.91%	12.95%	24.60%	27.90%
摊薄每股收益(元)	1.724	2.977	3.355	4.180	5.346
每股经营性现金流净额	1.55	3.58	3.59	4.14	5.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.24%	18.92%	16.99%	18.78%	20.99%
P/E	68.76	27.21	22.36	17.94	14.03
P/B	9.11	5.15	3.80	3.37	2.95

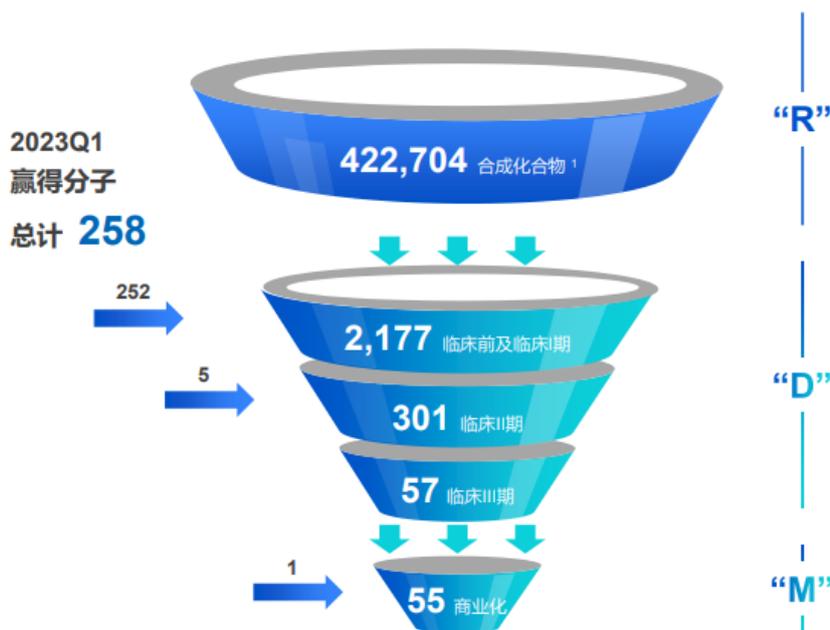
来源：公司年报、国金证券研究所

化学业务 (WuXi Chemistry) : 分子管线不断丰富 · 新分子业务持续放量

一体化平台不断扩张,高基数下业绩持续增长。从业绩看,WuXi Chemistry 业务板块 1Q23 实现收入 64.3 亿元(+5.1%);经调整 Non-IFRS 毛利 28.9 亿元(+17.1%);经调整 Non-IFRS 毛利率为 44.9% (+4.6pts)。其中,剔除新冠商业化项目后,WuXi Chemistry 业务板块收入同比增长 21.8%。

“跟随分子+赢得分子”双重驱动,分子管线持续扩张。2023 年第一季度,公司赢得分子 258 个,包括 1 个商业化阶段的新增分子。目前公司 D&M 管线累积达 2590 个,其中商业化项目 55 个,临床 III 期项目 57 个。

图表1: WuXi Chemistry 平台管线持续扩张



来源: 公司 2023 年第一季度业绩演示材料, 国金证券研究所

新分子业务持续放量,收入强劲增长。公司新分子业务(TIDES)在 1Q23 实现收入 5.4 亿元 (+44.1%), 其中 TIDES D&M 收入 4.2 亿元 (+69.1%), 增长强劲。同时 TIDES D&M 在 M2023 年一季度共服务客户 112 个 (+22%), 服务分子数量 193 个 (+28%), 持续放量。

测试业务 (WuXi Testing) : 分析与测试业务维持稳健增长

实验室分析与测试业务维持稳健增长。从业绩看,WuXi Testing 业务板块 1Q23 实现收入 14.5 亿元 (+13.6%);经调整 Non-IFRS 毛利 5.3 亿元 (+15.6%);经调整 Non-IFRS 毛利率为 36.3% (+0.7pts)。具体细分看,实验室分析与测试业务收入 10.5 亿元 (+15.9%);临床 CRO & SMO 业务收入 4.0 亿元 (+7.7%), 其中 SMO 业务收入同比增长 16.9%, 目前业务已覆盖全国约 150 个城市超 1000 家医院,处于国内领先地位。仅 1Q23,公司的 SMO 业务已帮助 13 个产品获批上市,为客户高效赋能,未来有望保持持续稳健增长。

生物学业务 (WuXi Biology) : 技术平台全球领先 · 新分子种类业务快速增长

新分子种类相关业务快速发展,有望带动生物学业务板块继续增长。从业绩看,WuXi Biology 业务板块 1Q23 实现收入 5.8 亿元(+8.3%);经调整 Non-IFRS 毛利 2.4 亿元(+8.7%);经调整 Non-IFRS 毛利率为 41.5% (+0.2pts)。虽早期业务受全球投融资环境影响,但公司该业务仍取得增长。WuXi Biology 板块着力建设新分子种类相关的生物学能力,包括靶向蛋白降解、核酸类新分子、偶联类新分子等。截至 1Q23,公司累计交付了超过 260 个 ADC 药物项目,新分子种类相关收入在 1Q23 同比增长 40%,占板块收入比例 25.3%,已成为该板块重要驱动力之一。

技术平台全球领先,赋能全方位的生物学服务。公司拥有世界最大的发现生物学赋能平台之一,在中、美、德三地 9 个园区拥有约 3,000 位经验丰富的科学家,提供全方位的生物学服务和解决方案,能力涵括新药发现各个阶段及所有主要疾病领域。同时,公司拥有全

球领先的 DNA 编码化合物库 (DEL)，服务客户超 1,600 家，DEL 化合物分子数量超过 900 亿个，6,000 个独有的分子支架，35,000 个分子砌块，同时拥有靶向 RNA/共价化合物/双功能分子/环肽等多个特殊功能库。

CGT CDMO 业务 (WuXi ATU) : 一体化平台不断扩张 · 有望迎来商业化项目

受新启用的临港基地影响，盈利能力短期承压。从业绩看，WuXi ATU 业务板块 1Q23 实现收入 3.2 亿元 (+8.7%)，其中测试业务同比增长 8.6%，工艺开发业务同比下降 55.4%，生产服务同比增长 7.1%，工艺开发业务收入下滑主要由于 22 年下半年部分项目取消所致。1Q23 实现经调整 Non-IFRS 毛利-0.2 亿元，主要由于新启动的上海临港运营基地目前利用率降低所致。我们认为，随着临港基地的利用率逐步恢复，WuXi ATU 业务板块盈利能力有望得到进一步改善。

管线项目储备丰富，有望迎来商业化生产项目。目前公司有 68 个服务项目正在推进中，其中，包括 52 个临床前和临床 I 期项目，8 个临床 II 期项目，8 个临床 III 期项目（其中 2 个项目处在 BLA 审核阶段，2 个项目处于 BLA 准备阶段）。同时公司已助力客户完成一个将成为世界首个创新肿瘤淋巴细胞疗法 (TIL) 项目的 BLA；以及助力一家中国客户完成 CAR-T 细胞治疗的慢病毒载体 (LVV) 项目的 BLA，并顺利通过 CFDI 药品注册核查的现场延伸检查，成为中国首家通过 CFDI LVV 注册现场核查的 CGT CDMO。若如期进展，公司将在 2023 年下半年迎来商业化生产项目。

图表2: WuXi ATU 项目管线储备丰富



来源：公司 2023 年第一季度业绩演示材料，国金证券研究所

国内新药研发服务部业务 (WuXi DDSU) : 为客户研发的新药获批上市元年

业务主动迭代升级叠加国内客户需求下降，业绩同比有所下滑。从业绩看，WuXi DDSU 业务板块 1Q23 实现收入 1.7 亿元 (-31.0%)；经调整 Non-IFRS 毛利 0.4 亿元 (-49.9%)；经调整 Non-IFRS 毛利率为 41.5% (+0.2pts)。业绩下降一方面是因为公司业务主动迭代升级，将集中推进更优质的项目管线；另一方面，由于中国客户需求下降，从而新项目数量有所减少。

为客户研发新药已获批上市，未来将获得权益分成。2023 年 3 月，公司为客户研发的一款治疗新冠感染的新药已获批上市，未来将基于药品销售按客户协议获得分成收入。根据公司预计，随着越来越多的 DDSU 客户药品上市，预计接下来十年将达到 50% 左右的复合增速。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	16,535	22,902	39,355	42,096	52,820	67,799	货币资金	10,237	8,239	7,986	17,554	22,619	31,094
增长率		38.5%	71.8%	7.0%	25.5%	28.4%	应收款项	3,701	5,007	6,217	6,958	8,730	11,206
主营业务成本	-10,253	-14,592	-24,677	-26,070	-32,307	-41,201	存货	2,686	5,905	5,669	6,090	7,547	9,624
%销售收入	62.0%	63.7%	62.7%	61.9%	61.2%	60.8%	其他流动资产	6,435	2,835	4,126	2,629	2,804	3,130
毛利	6,282	8,310	14,678	16,026	20,513	26,597	流动资产	23,059	21,986	23,997	33,231	41,700	55,055
%销售收入	38.0%	36.3%	37.3%	38.1%	38.8%	39.2%	%总资产	49.8%	39.9%	37.1%	42.9%	47.5%	54.4%
营业税金及附加	-35	-54	-200	-126	-158	-203	长期投资	7,482	9,392	10,157	10,631	10,931	11,231
%销售收入	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	9,215	15,059	22,583	26,171	27,642	27,696
销售费用	-588	-699	-732	-842	-1,056	-1,356	%总资产	19.9%	27.3%	34.9%	33.8%	31.5%	27.3%
%销售收入	3.6%	3.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	无形资产	3,747	5,065	5,418	6,546	6,623	6,456
管理费用	-1,839	-2,203	-2,826	-3,368	-3,961	-5,085	非流动资产	23,232	33,142	40,693	44,297	46,098	46,240
%销售收入	11.1%	9.6%	7.2%	8.0%	7.5%	7.5%	%总资产	50.2%	60.1%	62.9%	57.1%	52.5%	45.6%
研发费用	-693	-942	-1,614	-1,684	-2,113	-2,712	资产总计	46,291	55,127	64,690	77,528	87,798	101,295
%销售收入	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	短期借款	1,407	2,658	4,102	4,100	4,150	4,200
息税前利润 (EBIT)	3,127	4,412	9,306	10,006	13,224	17,241	应付款项	3,396	5,220	4,991	5,323	6,577	8,394
%销售收入	18.9%	19.3%	23.6%	23.8%	25.0%	25.4%	其他流动负债	3,117	5,106	5,407	5,864	7,277	9,285
财务费用	-520	-84	248	-199	-42	15	流动负债	7,920	12,985	14,499	15,287	18,004	21,879
%销售收入	3.1%	0.4%	-0.6%	0.5%	0.1%	0.0%	长期贷款	0	0	279	279	279	279
资产减值损失	-75	-65	-291	-124	-30	-42	其他长期负债	5,652	3,385	2,985	2,967	3,027	3,080
公允价值变动收益	52	-93	770	1,184	920	930	负债	13,573	16,370	17,764	18,533	21,311	25,238
投资收益	606	1,356	188	650	600	600	普通股股东权益	32,494	38,492	46,590	58,608	66,051	75,570
%税前利润	18.0%	22.5%	1.8%	5.5%	4.1%	3.2%	其中：股本	2,442	2,956	2,961	2,967	2,967	2,967
营业利润	3,389	6,038	10,652	11,791	14,672	18,744	未分配利润	8,088	12,126	19,136	25,109	32,552	42,071
营业利润率	20.5%	26.4%	27.1%	28.0%	27.8%	27.6%	少数股东权益	225	266	337	387	437	487
营业外收支	-20	-22	-34	-20	-20	-20	负债股东权益合计	46,291	55,127	64,690	77,528	87,798	101,295
税前利润	3,369	6,016	10,618	11,771	14,652	18,724	比率分析						
利润率	20.4%	26.3%	27.0%	28.0%	27.7%	27.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-383	-880	-1,716	-1,766	-2,198	-2,809	每股指标						
所得税率	11.4%	14.6%	16.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.212	1.724	2.977	3.355	4.180	5.346
净利润	2,986	5,136	8,903	10,005	12,454	15,915	每股净资产	13.308	13.022	15.737	19.751	22.259	25.467
少数股东损益	26	39	89	50	50	50	每股经营现金净流	1.620	1.546	3.578	3.586	4.140	5.197
归属于母公司的净利润	2,960	5,097	8,814	9,955	12,404	15,865	每股股利	0.337	0.363	0.517	1.342	1.672	2.139
净利率	17.9%	22.3%	22.4%	23.6%	23.5%	23.4%	回报率						
				13%	25%	28%	净资产收益率	9.11%	13.24%	18.92%	16.99%	18.78%	20.99%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.39%	9.25%	13.62%	12.84%	14.13%	15.66%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	7.65%	8.90%	14.93%	13.23%	15.65%	17.99%
净利润	2,986	5,136	8,903	10,005	12,454	15,915	增长率						
少数股东损益	26	39	89	50	50	50	主营业务收入增长率	28.46%	38.50%	71.84%	6.97%	25.47%	28.36%
非现金支出	1,220	1,545	2,208	1,808	1,838	1,861	EBIT 增长率	26.37%	41.10%	110.93%	7.52%	32.16%	30.38%
非经营收益	-313	-1,517	-1,079	-1,243	-1,240	-1,258	净利润增长率	59.62%	72.19%	72.91%	12.95%	24.60%	27.90%
营运资金变动	63	-594	561	72	-767	-1,097	总资产增长率	58.32%	19.09%	17.35%	19.84%	13.25%	15.37%
经营活动现金净流	3,956	4,570	10,592	10,642	12,286	15,421	资产管理能力						
资本开支	-3,022	-6,934	-9,668	-3,624	-3,330	-1,680	应收账款周转天数	72.9	66.0	49.1	58.0	58.0	58.0
投资	-5,824	1,908	-80	210	620	630	存货周转天数	78.8	107.4	85.6	87.0	87.0	87.0
其他	71	187	58	650	600	600	应付账款周转天数	26.7	35.8	26.4	25.0	25.0	25.0
投资活动现金净流	-8,776	-4,839	-9,690	-2,764	-2,110	-450	固定资产周转天数	135.3	148.0	140.1	144.8	118.6	89.5
股权募资	13,162	104	150	6,045	0	0	偿债能力						
债权募资	-1,284	1,071	1,668	290	60	60	净负债/股东权益	-37.26%	-14.78%	-6.91%	-21.72%	-26.81%	-34.51%
其他	-1,991	-2,900	-3,095	-4,375	-5,212	-6,598	EBIT 利息保障倍数	6.0	52.5	-37.5	50.3	314.6	-1,174.8
筹资活动现金净流	9,888	-1,724	-1,278	1,960	-5,152	-6,538	资产负债率	29.32%	29.69%	27.46%	23.90%	24.27%	24.92%
现金净流量	4,987	-2,072	-215	9,838	5,024	8,432							

来源：公司年报、国金证券研究所

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-12	买入	108.00	N/A
2	2022-07-22	买入	102.16	N/A
3	2022-07-28	买入	96.36	N/A
4	2022-08-16	买入	94.47	N/A
5	2022-10-13	买入	69.80	N/A
6	2022-10-27	买入	78.20	N/A
7	2023-01-31	买入	96.34	N/A
8	2023-03-21	买入	74.00	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402