

药明康德(603259)

报告日期: 2023年04月24日

## 短期交付波动, 不改全年预期

### ——公司 2023Q1 业绩点评

#### 投资要点

- 2023Q1 同比新增 13 个小分子 CDMO 商业化项目, 我们认为有望支撑 2023-2025 年主业收入延续强劲增长。投融资、季节交付波动、2022Q1 主业高基数, 致 2023Q1 主业收入同比增速放缓, 考虑 2022Q2 疫情影响下的低基数、新产能利用率爬坡等, 我们认为 2023Q2-Q4 主业收入 YOY 仍有望加速。

- 业绩: 投融资、季节交付波动、2022Q1 主业高基数, 致 2023Q1 主业收入 YOY 放缓

2023年4月24日公司披露2023年一季报。2023Q1 实现收入 89.64 亿 (YOY 5.8%), 经调整净利润 23.42 亿 (YOY14.1%)。经营活动产生的现金流量净额 30.27 亿, 强劲增长。

**投融资+季节波动+2022Q1 主业高基数, 致 2023Q1 主业收入增速放缓。**通过公司一季报分析: 主业收入放缓主要是 2023Q1 受全球投融资环境影响, 药物发现、测试业务、生物学业务收入增速均相对放缓, 但是考虑到季节订单交付有所波动以及 2022Q1 主业较高基数 (参考我们 2022Q1 业绩点评: 2022Q1 公司扣除新冠收入为 69.66 亿, YOY 40.72%), 我们认为 2023Q1 主业收入同比增速放缓偏短期。

- 收入拆分: 扣大订单收入 YOY16.94%, 小分子 CDMO 收入 YOY30%延续强劲化学业务:** 收入 64.33 亿 (YOY5.1%), 剔除新冠商业化项目收入 YOY21.8%, 因此我们拆分得到新冠商业化项目确认 8.18 亿左右。药物发现收入 18.93 亿 (YOY8.5%), 小分子 CDMO 收入 45.39 亿 (YOY3.8%), 扣除新冠大订单小分子 CDMO 收入 YOY 增长 30%, 还是延续小分子 CDMO 主业强劲增长的趋势。值得注意的是 2023Q1 小分子 CDMO 业务新增商业化项目数量高达 13 个, 显示了公司强大的 CRDMO 平台导流能力, 我们仍然看好公司商业化项目收入兑现驱动公司主业收入延续高增长趋势。

**测试业务:** 收入 14.53 亿 (YOY13.6%), 其中实验室分析及测试服务收入 10.54 亿 (YOY15.9%), 临床 CRO 及 SMO 收入 3.99 亿 (YOY7.7%)。

**生物学业务:** 收入 5.77 亿 (YOY 8.3%), 早期业务受全球投融资环境影响增速相对放缓。

**ATU:** 收入 3.24 亿 (YOY8.7%), 其中: CGT testing 收入 YOY8.6%; CGT CMC 收入 YOY-55.4%, 主要由于 2022 年下半年部分项目取消; CGT CMO 收入 YOY 7.1%。

**DDSU:** 收入 1.66 亿 (YOY-31.0%), 主要由于中国客户需求下降, 从而新项目数量减少。

- 盈利能力: 净利率 2023Q1 达到 2019Q1 以来单季度新高**  
经调整净利率达到 26.13%, 创 2019Q1 以来季度经调整净利率新高, 参考公司公告表述得益于“产能利用和经营效率得到不断提升”。我们预计 2023Q2-Q4 公司产能利用率仍有望保持高位, 经营效率提升趋势有望延续, 因此全年看经调整净利率仍有望保持较高水平。
- 我们仍看好 2023Q2-Q4 主业收入 YOY 加速可能性**  
参考公司 2022 年报, 以及公司新公告的《2023 年 H 股奖励信托计划 (草案)》中对激励授予条件的表述“(i)本集团于 2023 年实现的收入同比增长不少于 5%; 及(ii)本集团于 2023 年实现的经调整非《国际财务报告准则》毛利同比增长不少于 12%”, 同时, 考虑 2022Q2 上海疫情影响的低基数、新产能拓展带来的增量, 我们认为公司 2023 年全年主业收入增速仍有望保持 30%左右, 2023Q2-Q4 公司主业收入 YOY 有望环比 23Q1 呈现加速趋势。

- 盈利预测与估值**

#### 投资评级: 买入(维持)

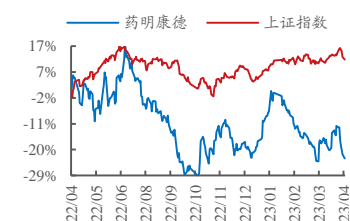
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

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

#### 基本数据

收盘价	¥ 75.00
总市值(百万元)	222,556.82
总股本(百万股)	2,967.42

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《23 年主业望延续强劲, 持续看好》2023.03.21
- 《Q4 主业强劲增长, 重点推荐》2023.01.31
- 《一体化 CXO 龙头, 业绩望超预期 —— 药明康德更新报告》2023.01.11

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 3.24、4.00 和 4.95 元/股，2023 年 04 月 24 日收盘价对应 2023 年 PE 为 23 倍（对应 2024 年 PE 为 19 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)	2.97	3.24	4.00	4.95
P/E	25.25	23.15	18.73	15.15

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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	64690	78384	96555	113914
<b>流动负债</b>	14499	16799	23134	25802
短期借款	3874	3906	8421	8306
应付款项	1659	1807	2270	2409
预收账款	0	0	0	0
其他	8966	11086	12443	15087
<b>非流动负债</b>	3264	3231	3331	3481
长期借款	279	279	279	279
其他	2985	2952	3052	3202
<b>负债合计</b>	17764	20030	26466	29283
少数股东权益	337	434	554	702
归属母公司股东权益	46590	57920	69536	83929
<b>负债和股东权益</b>	64690	78384	96555	113914

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	10616	14145	15643	20836
净利润	8903	9709	12001	14842
折旧摊销	1718	2895	3568	4384
财务费用	(248)	(20)	33	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
<b>投资活动现金流</b>	(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)
<b>筹资活动现金流</b>	(1278)	3972	5216	1033
短期借款	1613	31	4516	(116)
长期借款	279	0	0	0
其他	(3170)	3941	701	1148
<b>现金净增加额</b>	(352)	2594	3146	4004

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	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)	(20)	33	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
<b>营业利润</b>	10652	11450	14150	17490
营业外收支	(34)	(28)	(31)	(29)
<b>利润总额</b>	10618	11423	14119	17461
所得税	1716	1713	2118	2619
<b>净利润</b>	8903	9709	12001	14842
少数股东损益	89	97	120	148
<b>归属母公司净利润</b>	8814	9612	11881	14693
EBITDA	12263	14248	17671	21846
EPS (最新摊薄)	2.97	3.24	4.00	4.95

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	27.46%	25.55%	27.41%	25.71%
净负债比率	24.66%	22.03%	33.73%	30.09%
流动比率	1.66	1.50	1.33	1.40
速动比率	1.26	1.10	0.95	0.99
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.97	3.24	4.00	4.95
每股经营现金	3.58	4.77	5.27	7.02
每股净资产	15.74	19.52	23.43	28.28
<b>估值比率</b>				
P/E	25.25	23.15	18.73	15.15
P/B	4.77	3.84	3.20	2.65
EV/EBITDA	19.14	15.44	12.59	10.07

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>