

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明康德 (603259)

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

史慧颖 医药行业研究助理

执业编号: S1500121070036

联系电话: 18217132561

邮箱: shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 高基数下稳定增长，盈利能力持续提升

2023年08月01日

**事件:** 药明康德发布 2023 年中报。2023 年上半年实现营业收入 188.7 亿元 (同比+6.3%)，归母净利润 53.1 亿元 (同比+14.6%)，扣非归母净利润 47.6 亿元 (同比+23.7%)，经调整 Non-IFRS 净利润 51.0 亿元 (同比+18.5%)，经营活动现金流净额为 53.4 亿元 (同比+40.1%)。

**点评:**

- **持续优化经营效率，盈利能力持续提升。** 2023 年上半年，公司实现综合毛利率 40.5%(+4.3pp)、归母净利率 28.2%(+2.0pp)、扣非归母净利率为 25.2%(+3.5pp)、经调整 Non-IFRS 净利率为 27.0%(+2.8pp)，产能利用率及效率的提升驱动盈利能力持续提升；期间费用率为 9.6%(-2.1pp)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.9%(-0.1pp)/6.7%(-0.4pp)/3.5%(-0.2pp)/-2.5%(-1.4pp)，汇兑收益的增加降低财务及期间费用率。
- **多业务协同驱动公司稳健发展。** 公司 2023 年上半年，五大板块业务细节如下，**1) Chemistry:** 实现收入 134.7 亿 (+3.8%)，其中 D&M 相关收入 96.7 亿元 (+2.1%)、剔除新冠业务后 D&M 增长 54.5%。TIDES (多肽及寡核苷酸等) 收入 13.3 亿元。**2) Testing:** 实现收入 30.9 亿 (+18.7%)，其中实验室分析及测试服务收入 22.5 亿 (+18.8%)、单安评业务增速 24%，临床 CRO 及 SMO 收入 8.5 亿 (+18.3%)、单 SMO 收入增长 34.3%。2023 年苏州和启东的实验室如期投入使用，有望驱动后续业绩加速增长。**3) Biology:** 全年收入 12.3 亿 (+13.0%)，新分子种类相关收入增长 51%，占生物学收入比例提升至 25.4%。**4) ATU:** 全年收入 7.1 亿 (+16.0%)，上半年助力两个项目 BLA，公司预计下半年有望迎来获批。**5) DDSU:** 全年收入 3.4 亿 (-24.9%)，2023 年上半年，公司为客户研发的两款新药获批上市，且 2023 年二季度获得第一笔销售分成，实现从 0 到 1 的突破，公司预计随着客户产品上市的增多，获得的销售分成将持续增长，接下来十年有望实现超 50%的复合增长。
- **一体化平台支持长期发展，新业务布局打开上升空间。** 公司一体化 CRDMO、CTDMO 业务模式日渐完善，2023 年 H1，使用多业务部门服务的客户贡献 173.3 亿元 (剔除新冠订单后同比+37%)，占公司收入比例高达 92%。公司新技术及分子业务进入快速成长期，2023 年上半年 TIDES 在手订单同比增长 188%，公司预计全年收入增速将超过 70%，TIDES 多肽固相合成釜总体积以及超过 1WL，服务能力持续提升。综合来看，公司依旧保持 2023 年收入增长 5-7%的指引和预期，并上调全年经调整 non-IFRS 毛利增长率至 13-14% (2023Q1 指引 12-14%)、全年自由现金流增长率至 750-850% (2023Q1 指引 600-800%)。
- **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 415.39/500.03/640.24 亿元，同比增长 5.6%/20.4%/28.0%；归母净利润分别为 101.48/119.02/154.76 亿元，同比增长 15.1%/17.3%/30.0%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 22/19/14 倍。
- **风险因素:** 行业竞争加剧、医药行业研发投入及外包需求下降、国内国际政策风险、新业务拓展不及预期等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	22,902	39,355	41,539	50,003	64,024
增长率 YoY%	38.5%	71.8%	5.6%	20.4%	28.0%
归属母公司净利润 (百万元)	5,097	8,814	10,148	11,902	15,476
增长率 YoY%	72.2%	72.9%	15.1%	17.3%	30.0%
毛利率%	36.3%	37.3%	40.0%	39.8%	39.9%
净资产收益率ROE%	13.2%	18.9%	18.8%	18.9%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	1.75	3.01	3.42	4.01	5.21
市盈率 P/E(倍)	67.76	26.91	21.93	18.70	14.38
市净率 P/B(倍)	9.11	5.15	4.11	3.54	2.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 01 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	21,986	23,997	30,415	41,396	57,972	
货币资金	8,239	7,986	12,964	19,750	31,825	
应收票据	48	75	68	68	88	
应收账款	4,620	5,973	6,481	8,899	10,518	
预付账款	303	291	374	451	577	
存货	5,905	5,669	6,139	7,408	9,470	
其他	2,871	4,005	4,388	4,820	5,494	
<b>非流动资产</b>	33,142	40,693	44,121	46,217	47,381	
长期股权投资	678	1,203	1,253	1,273	1,293	
固定资产	8,554	14,171	16,816	18,588	19,524	
无形资产	1,600	1,785	1,957	2,028	1,998	
其他	22,310	23,534	24,094	24,329	24,566	
<b>资产总计</b>	55,127	64,690	74,535	87,612	105,352	
<b>流动负债</b>	12,985	14,499	17,231	21,385	27,497	
短期借款	2,261	3,874	3,000	4,000	5,000	
应付票据	0	19	27	33	42	
应付账款	1,931	1,641	2,050	2,473	3,160	
其他	8,792	8,966	12,154	14,880	19,295	
<b>非流动负债</b>	3,385	3,264	2,762	2,762	2,762	
长期借款	0	279	279	279	279	
其他	3,385	2,985	2,483	2,483	2,483	
<b>负债合计</b>	16,370	17,764	19,993	24,148	30,260	
少数股东权益	266	337	429	537	678	
归属母公司股东权益	38,492	46,590	54,113	62,928	74,415	
<b>负债和股东权益</b>	55,127	64,690	74,535	87,612	105,352	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	22,902	39,355	41,539	50,003	64,024	
同比 (%)	38.5%	71.8%	5.6%	20.4%	28.0%	
归属母公司净利润	5,097	8,814	10,148	11,902	15,476	
同比 (%)	72.2%	72.9%	15.1%	17.3%	30.0%	
毛利率 (%)	36.3%	37.3%	40.0%	39.8%	39.9%	
ROE%	13.2%	18.9%	18.8%	18.9%	20.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.75	3.01	3.42	4.01	5.21	
P/E	67.76	26.91	21.93	18.70	14.38	
P/B	9.11	5.15	4.11	3.54	2.99	
EV/EBITDA	57.04	20.66	16.26	13.23	9.93	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	22,90	39,355	41,539	50,003	64,024	
营业成本	14,59	24,677	24,936	30,084	38,448	
营业税金及附加	54	200	208	300	384	
销售费用	699	732	1,038	1,150	1,409	
管理费用	2,203	2,826	2,908	3,500	4,482	
研发费用	942	1,614	1,662	2,000	2,561	
财务费用	84	-248	-46	-205	-396	
减值损失合计	-33	-176	-10	-11	-12	
投资净收益	1,356	188	831	500	640	
其他	387	1,086	402	487	627	
<b>营业利润</b>	6,038	10,652	12,057	14,150	18,392	
营业外收支	-22	-34	-10	-20	-20	
<b>利润总额</b>	6,016	10,618	12,047	14,130	18,372	
所得税	880	1,716	1,807	2,119	2,756	
<b>净利润</b>	5,136	8,903	10,240	12,010	15,616	
少数股东损益	39	89	92	108	141	
<b>归属母公司净利润</b>	5,097	8,814	10,148	11,902	15,476	
EBITDA	6,075	11,505	13,168	15,743	19,867	
EPS(当年)(元)	1.75	3.01	3.42	4.01	5.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	4,589	10,616	14,271	13,554	19,109	
净利润	5,136	8,903	10,240	12,010	15,616	
折旧摊销	1,480	1,917	2,380	2,775	3,126	
财务费用	63	-187	216	204	249	
投资损失	10	-27	-1,356	-188	-831	
营运资金变动	-574	585	2,234	-979	713	
其它	-159	-413	33	44	45	
<b>投资活动现金流</b>	-4,839	-9,690	-5,114	-4,465	-3,785	
资本支出	-6,934	-9,668	-5,710	-4,820	-4,240	
长期投资	1,908	-80	-185	-95	-135	
其他	187	58	781	450	590	
<b>筹资活动现金流</b>	-1,724	-1,278	-4,179	-2,304	-3,249	
吸收投资	104	150	8	0	0	
借款	2,281	3,332	-874	1,000	1,000	
支付利息或股息	-916	-1,598	-2,860	-3,304	-4,249	
<b>现金流净增加额</b>	-2,053	-191	4,979	6,785	12,075	

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

**赵骁翔**，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。