

药明康德(603259)

报告日期: 2023年08月01日

CDMO 再爆发, 业绩&订单强劲

——公司 2023H1 业绩点评

投资要点

□ 公司 2023H1 业绩强劲增长, CDMO 再爆发, 在手订单强劲。我们看好公司领先且独特的 CRDMO/CTDMO 商业模式驱动下, 公司业绩高速增长持续。

□ 业绩: 主业高速增长, 在手订单也强劲

2023年7月31日公司披露 2023H1 业绩。2023H1 实现收入 188.71 亿 (YOY+6.3%), 经调整 Non-IFRS 归母净利润 50.95 亿 (YOY+18.5%), 2023Q2 收入 99.08 亿 (YOY+6.7%), 经调整 Non-IFRS 归母净利润 27.53 亿 (+22.4%)。2023H1 经营活动产生的现金流量净额 55.98 亿, 同比增长 40.10%, 显示公司较高的经营质量。2023Q2 扣除新冠商业化项目主业收入 YOY39.5%, 展现主业更加强健增长趋势 (环比 2023Q1 主业增速显著提速)。

订单也强劲: 根据中报披露 2023H1 在手订单 338.95 亿, “剔除特定商业化生产项目, 公司在手订单同比增长 25%”。在较大订单体量下仍延续了高增长的状态, 突出公司强大的获单能力。我们看好公司独特的 α 助力更强竞争力, 全球布局、全产业链覆盖的优势等有望更好地赋能公司的全球客户, 维持较为持久的增长趋势。

□ 收入拆分: 小分子 CDMO 很强劲, 多肽和寡核苷酸等在手订单强劲增长

化学业务: 小分子 CDMO 业绩靓丽。收入 134.67 亿 (YOY3.8%), 剔除特定商业化生产项目, 化学业务板块收入 YOY36.1%, 因此我们拆分得到新冠商业化项目确认绝对值在 15 亿附近, 其中 2023Q1 和 2023Q2 确认绝对值分别为 8 亿和 7 亿附近。2023Q2 来看药物发现收入 19 亿附近 (YOY8.2%附近), 小分子 CDMO 收入 51.31 亿, 扣除新冠大订单小分子 CDMO 收入 YOY 增长 83.7%附近, 展现了较为强劲的增长势头。我们分析认为 CDMO 业务高速增长一方面来自于 2023Q1 部分订单交付的季度波动, 另一方面可能来自于 CDMO 临床中后期项目持续兑现。2023H1 服务小分子 CDMO 商业化项目数量为 56 个, 同比增加 13 个, 持续兑现我们对药明康德 CDMO 业务项目数和收入增速高增长的判断。2023H1 TIDES 业务收入达到 13.3 亿元 (YOY37.9%)。截至 2023 年 6 月末, TIDES 业务在手订单同比增长 188%, TIDES D&M 服务分子数量达到 207 个, 同比提升 46%。展现出了 CDMO 板块新分子 (多肽和寡核苷酸等) 较好的驱动力。我们仍然看好公司商业化项目收入兑现以及多肽和寡核苷酸等 CDMO 业务持续高速增长驱动公司主业收入延续高速增长趋势。

测试业务: 收入 30.9 亿 (YOY18.7%), 其中实验室分析及测试服务收入 22.5 亿 (YOY18.8%), 临床 CRO 及 SMO 收入 8.5 亿 (YOY18.3%)。2023Q2 测试业务收入 16.38 亿 (YOY23.6%), 计算得到实验室分析与测试收入 11.96 亿 (YOY21.48%), 临床 CRO 及 SMO 收入 4.51 亿 (YOY29.57%), 细分均呈现较好的增长趋势。

生物学业务: 收入 12.3 亿 (YOY 13.0%), 生物学业务板块新分子种类相关收入同比增长 51%。拆分看 2023Q2 生物学业务收入 6.56 亿 (YOY17.50%)。

ATU: 在手项目持续突破, 业绩望进入加速兑现期。收入 7.1 亿 (YOY16.0%), 在手订单同比增长 28.8%, 2023Q2 实现收入 3.89 亿 (YOY22.90%)。2023H1 帮助客户完成一个 TIL 项目 BLA, 一个 CAR-T 细胞慢病毒载体 BLA。此外还完成一项商业化 CAR-T 产品技术转让, 公司预计将在 2024 年下半年 FDA 获批后进入商业化生产。2023 年 6 月, 公司与一家大客户签订一项商业化 CAR-T 产品的 LVV 生产订单, 公司预计将在 2024 年上半年开始生产。以上数据看公司 ATU 业务也有望逐渐进入业绩兑现期。

投资评级: 买入(维持)

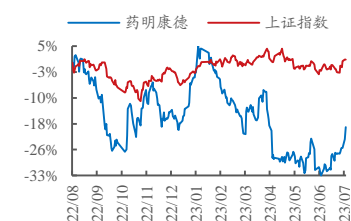
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 74.98
总市值(百万元)	222,549.78
总股本(百万股)	2,968.12

股票走势图



相关报告

- 《短期交付波动, 不改全年预期》2023.04.25
- 《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

DDSU: 分成开始进入兑现期。2023H1 收入 3.4 亿 (YOY-29.4%)，公司为客户研发的两款新药已获批上市，一款为口服抗病毒创新药，一款为治疗肿瘤的药物。2023 年第二季度，公司获得了第一笔客户销售的收入分成。

□ **盈利能力: 经营效率提升下经调整净利率同比提升**

2023H1 毛利率 40.52% (同比+4.27pct)，2023Q2 毛利率 41.08% (同比+4.41pct, 环比+1.19pct)。2023Q2 经调整 Non-IFRS 净利率 27.79% (同比+3.57)，显示出公司经营效率持续提升。2023H1 分业务板块看：化学业务毛利率 44.39% (同比+5.16pct, 主要是汇率影响及效率提升)，测试业务毛利率 36.44% (同比+2.87pct, 主要是汇率、临床业务的全面恢复以及效率提升)，生物学业务毛利率 39.36% (同比+1.15pct, 主要是汇率影响)，CGT CDMO 毛利率-7.04% (同比+4.09pct, 主要是经营改善)，DDSU 毛利率 28.25%。

□ **展望: 看好 2023-2025 年业绩高增长高确定性和可持续性**

基于公司领先且独特的 CRDMO/CTDMO 商业模式，我们认为公司在获单以及业绩可持续性上具有超预期可能性，公司市占率天花板有望持续提升。我们仍然看好公司作为本土 CXO 龙头高议价能力，以及 CDMO 业务订单和业绩兑现高确定性下公司主业收入维持高增长趋势。公司在官网披露业绩 ppt 中展示维持 2023 年全年收入 5%-7% 的收入增长目标，2023 年全年经调整 non-IFRS 毛利增长 13%-14% (2023Q1 指引 12%-14%YOY)。ppt 链接：

<https://static.wuxiapptec.com/52/20230731/524183743bfa1462.pdf>

□ **盈利预测与估值**

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 3.42、4.17 和 5.06 元/股，2023 年 08 月 1 日收盘价对应 2023 年 PE 为 22 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	10144	12365	15029
(+/-) (%)	72.91%	15.10%	21.90%	21.54%
每股收益(元)	2.97	3.42	4.17	5.06
P/E	25.24	21.93	17.99	14.80

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	29684	34790	42423
现金	7986	12886	14475	19450
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	304	351	454
存货	5669	6700	8880	10398
其他	3834	2600	2800	3000
非流动资产	40693	47915	56571	65808
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1203	1200	1300	1400
固定资产	14171	18266	23102	28554
无形资产	1785	2003	2108	2252
在建工程	7473	8982	11321	13548
其他	16061	17464	18740	20055
资产总计	64690	77599	91360	108230
流动负债	14499	15327	16664	18454
短期借款	3874	2500	2000	1000
应付款项	1659	1794	2260	2401
预收账款	0	0	0	0
其他	8966	11033	12404	15053
非流动负债	3264	3381	3581	3781
长期借款	279	429	529	579
其他	2985	2952	3052	3202
负债合计	17764	18708	20245	22235
少数股东权益	337	439	564	715
归属母公司股东权益	46590	58452	70552	85280
负债和股东权益	64690	77599	91360	108230

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	10616	14168	15275	20372
净利润	8903	10247	12490	15180
折旧摊销	1718	2795	3233	3742
财务费用	(248)	(462)	(392)	(218)
投资损失	(188)	(300)	(400)	(500)
营运资金变动	(1389)	1047	362	1368
其它	1821	842	(17)	799
投资活动现金流	(9690)	(10224)	(13413)	(14365)
资本支出	(7523)	(8162)	(10200)	(11200)
长期投资	(525)	3	(100)	(100)
其他	(1642)	(2065)	(3113)	(3065)
筹资活动现金流	(1278)	3159	726	468
短期借款	1613	(1374)	(500)	(1000)
长期借款	279	150	100	50
其他	(3170)	4383	1126	1418
现金净增加额	(352)	7104	2589	6475

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	39355	41881	52614	65134
营业成本	24677	25356	31939	39519
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)	(462)	(392)	(218)
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	12083	14725	17889
营业外收支	(34)	(28)	(31)	(29)
利润总额	10618	12055	14694	17859
所得税	1716	1808	2204	2679
净利润	8903	10247	12490	15180
少数股东损益	89	102	125	152
归属母公司净利润	8814	10144	12365	15029
EBITDA	12263	14688	17635	21184
EPS (最新摊薄)	2.97	3.42	4.17	5.06

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%	13.43%	21.87%	21.48%
归属母公司净利润	72.91%	15.10%	21.90%	21.54%
获利能力				
毛利率	37.30%	39.46%	39.29%	39.33%
净利率	22.62%	24.47%	23.74%	23.31%
ROE	20.57%	19.17%	19.02%	19.13%
ROIC	16.97%	16.15%	16.47%	16.83%
偿债能力				
资产负债率	27.46%	24.11%	22.16%	20.54%
净负债比率	24.66%	16.87%	13.62%	8.12%
流动比率	1.66	1.94	2.09	2.30
速动比率	1.26	1.50	1.55	1.74
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.59	0.62	0.65
应收账款周转率	7.43	6.50	7.00	7.50
应付账款周转率	13.82	14.85	15.93	17.16
每股指标(元)				
每股收益	2.97	3.42	4.17	5.06
每股经营现金	3.58	4.77	5.15	6.87
每股净资产	15.74	19.70	23.78	28.74
估值比率				
P/E	25.24	21.93	17.99	14.80
P/B	4.76	3.81	3.15	2.61
EV/EBITDA	19.14	14.58	12.04	9.75

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>