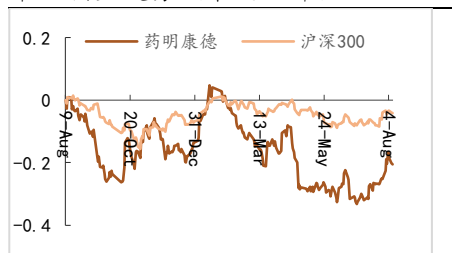


评级： 买入

王斌  
医药行业分析师  
SAC 执证编号：S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152644

陈智博  
研究助理  
chenzhibo@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152642

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	73.61
一年内最高/最低价（元）	99.11/61.24
市盈率（当前）	23.02
市净率（当前）	4.38
总股本（亿股）	29.68
总市值（亿元）	2,184.90

资料来源：聚源数据

相关研究

- 药明康德：公司收入强劲增长，23 年常规业务有望继续发力
- 药明康德：化学业务驱动业绩强势增长，上调全年业绩指引
- 药明康德：不惧疫情扰动，Q2 业绩超预期

核心观点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，2023 年上半年实现营业收入 188.71 亿元，同比增长 6.3%；实现归母净利润 53.13 亿元，同比增长 14.6%；实现扣非归母净利润 47.61 亿元，同比增长 23.7%；实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 50.95 亿元，同比增长 18.5%。

点评：

- **常规业务增速强劲，客户和订单拓展持续发力。**公司持续强化一体化 CRDMO 和 CTDMO 业务模式，一体化的赋能平台持续带来产出成果：2023 年上半年剔除新冠商业化项目收入实现 27.9% 增长，其中单 Q2 实现 39.5% 增长；2023 年上半年原有客户贡献营收 186.5 亿元，剔除新冠实现 30% 增长，来自新增客户收入 2.2 亿元；同时公司继续坚持“长尾客户”战略，提高大药企渗透率，全球前 20 大药企客户贡献收入 71.4 亿元（剔除新冠+47%）。公司欧美地区业务继续保持强劲增长：报告期内美国地区营收 123.7 亿元，剔除新冠同比增长 42%；欧洲地区营收 22.2 亿元，同比增长 19%。客户和订单拓展持续发力，报告期内新增客户超过 600 个，剔除新冠商业化项目，在手订单同比增加 25%，为公司中长期增长奠定坚实基础。
- **WuXi Chemistry 一体化 CRDMO 商业模式驱动持续增长，TIDES 业务快速放量。**2023 年上半年公司化学业务实现收入 134.7 亿元（+3.8%，剔除新冠+36.1%），其中工艺研发和生产（D&M）的服务收入 96.7 亿元（+2.1%，剔除新冠+54.5%），常规业务持续保持强劲增长。TIDES 业务快速放量，上半年实现收入 13.3 亿元（+37.9%），截止到上半年末，在手订单同比增长 188%，全年收入增长预计超过 70%。
- **WuXi Testing 和 WuXi Biology 稳健增长，临床业务全面恢复。**2023 年上半年 WuXi Testing 实现收入 30.9 亿元（+18.7%），其中实验室分析与测试收入 22.5 亿元（+18.8%），临床 CRO 和 SMO 业务实现收入 8.5 亿（+18.3%），临床业务实现全面恢复。2023 年上半年 WuXi Biology 实现收入 12.3 亿元（+13.0%），强大而广泛的新分子种类服务能力驱动持续增长，新分子种类相关收入同比增长达到 51%。
- **Wuxi ATU 稳步前进，商业化项目逐渐落地。**2023 年上半年 Wuxi ATU 实现收入 7.1 亿元（+16.0%）。公司持续加强细胞疗法 CTDMO 服务平台建设，为 52 个临床前和 I 期临床实验项目、10 个 II 期临床试验项目和 7 个 III 期临床试验项目提供工艺开发与生产服务，目前 2 个项目处于上市申请审核阶段，2 个项目处在即将递交上市申请阶段，报告期内助力客户完成世界首个 TIL 项目的 FDA 的 BLA 和一个 CAR-T 细胞治疗的 LVV 载体项目的 BLA，预计有望在今年下半年获批，板块业绩有望随着商业化落地迎来快速增长。
- **Wuxi DDSU 实现销售收入分成从 0 到 1 突破。**2023 年上半年 Wuxi DDSU 实现收入 3.4 亿元（-24.9%），受业务迭代影响业绩短期承压，

报告期内完成 12 个 IND 申报，获批 11 个 CTA，目前有 2 个项目已获批上市，2 个项目处于 NDA 阶段，5/30/70 个项目分别处于 III/II/I 期临床，覆盖多个疾病领域。2023Q2 公司获得了第一笔客户销售的收入分成，随着越来越多的 DDSU 客户药品上市，预计接下来十年将有 50%+ 的复合增长。

- **盈利能力持续提升。**2023 年上半年公司毛利率、净利率、扣非净利率分别为 40.5%/28.4%/25.2%，分别同比+4.3/2.1/3.6 pct，除汇率的正向贡献外，主要得益于公司有利的组合及效率提升，以及临床相关业务的全面恢复，公司预计 2023 年全年经调整 non-IFRS 毛利增长 13-14%，展望未来，随着公司智能化生产以及规模化效应带来的效率提升，公司盈利能力有望继续得到加强。
- **盈利预测：**根据公司最新经营情况，我们调整此前盈利预测，预计 2023-2025 年，公司营收分别为 414.5/519.0/641.2 亿元（调整前 414.9/514.1/636.2 亿元），分别同比增 5.3%/25.2%/23.5%；归母净利润分别为 100.7/121.8/157.8 亿元（调整前 93.3/117.6/146.4 亿元），分别同比增 14.2%/21.0%/29.5%。当前收盘价对应 PE 分别为 22/18/14 倍，公司为具有全球竞争力的 CRDMO 龙头企业，业务覆盖全面，行业长期趋势依旧向好，随着新产能的逐步释放以及客户管线推进后的放量，有望为公司带来持续增长，目前估值水平处于低位，维持“买入”评级。
- **风险提示：**客户订单执行情况以及市场开拓情况不及预期；行业需求下降；行业竞争加剧；政策风险。

#### 盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	39354.8	41451.2	51898.6	64120.0
营收增速（%）	71.8%	5.3%	25.2%	23.5%
净利润（百万元）	8813.7	10065.0	12183.0	15775.8
净利润增速（%）	72.9%	14.2%	21.0%	29.5%
EPS(元/股)	2.98	3.40	4.12	5.33
PE		21.7	17.9	13.8

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	23997.2	23517.8	30841.2	42167.2	经营活动现金流	10616.0	11517.6	12627.1	14559.1
现金	7985.7	7032.6	10097.4	16762.2	净利润	8813.7	10065.0	12183.0	15775.8
应收账款	5972.8	6270.1	7850.4	9699.1	折旧摊销	1717.6	2319.5	2768.8	3341.6
其它应收款	169.3	178.3	223.3	275.9	财务费用	-186.9	39.6	-59.5	-156.8
预付账款	290.6	289.4	369.1	446.6	投资损失	-187.9	-820.0	-900.0	-1000.0
存货	5668.6	5636.3	7188.4	8699.3	营运资金变动	325.8	-166.6	-1468.4	-3529.5
其他	3697.9	3894.9	4876.6	6025.0	其它	44.9	6.0	13.7	12.0
非流动资产	40693.1	46374.0	51604.5	54264.6	投资活动现金流	-9690.3	-7185.5	-7105.5	-5005.5
长期投资	1202.9	1202.9	1202.9	1202.9	资本支出	-9965.7	-8005.0	-8005.0	-6005.0
固定资产	14171.3	18482.3	23779.8	26950.4	长期投资	1612.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	4544.9	4095.4	3690.9	3326.8	其他	-1336.9	819.5	899.5	999.5
其他	10997.6	10997.6	10997.6	10997.6	筹资活动现金流	-1277.8	-5285.3	-2456.7	-2888.9
资产总计	64690.3	69891.8	82445.6	96431.8	现金净增加额	3874.1	1500.0	1500.0	1500.0
流动负债	14499.4	12205.9	15003.4	16143.6					
短期借款	3874.1	1500.0	1500.0	1500.0	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
应付账款	1640.7	1633.7	2083.5	2521.5	成长能力				
其他	115.4	114.9	146.6	177.4	营业收入	71.8%	5.3%	25.2%	23.5%
非流动负债	3264.3	3264.3	3264.3	3264.3	营业利润	76.4%	11.9%	21.1%	29.6%
长期借款	279.1	279.1	279.1	279.1	归属母公司净利润	72.9%	14.2%	21.0%	29.5%
其他	2042.8	2042.8	2042.8	2042.8	获利能力				
负债合计	17763.7	15470.2	18267.7	19407.9	毛利率	37.3%	40.7%	39.6%	40.9%
少数股东权益	336.7	410.7	500.3	616.3	净利率	22.4%	24.3%	23.5%	24.6%
归属母公司股东权益	46590.0	54010.9	63677.6	76407.6	ROE	18.9%	18.6%	19.1%	20.6%
负债和股东权益	64690.3	69891.8	82445.6	96431.8	ROIC	16.8%	18.0%	18.4%	19.9%
					偿债能力				
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	27.5%	22.1%	22.2%	20.1%
营业收入	39354.8	41451.2	51898.6	64120.0	净负债比率	6.8%	2.5%	2.2%	1.8%
营业成本	24677.2	24571.4	31337.9	37924.8	流动比率	1.66	1.93	2.06	2.61
营业税金及附加	200.5	211.2	264.4	326.6	速动比率	1.26	1.46	1.58	2.07
营业费用	731.6	787.6	986.1	1218.3	营运能力				
研发费用	1614.0	1699.5	2127.8	2628.9	总资产周转率	0.61	0.59	0.63	0.66
管理费用	2825.5	2943.0	3632.9	4424.3	应收账款周转率	7.35	6.69	7.26	7.22
财务费用	-248.0	39.6	-59.5	-156.8	应付账款周转率	13.75	14.84	16.67	16.29
资产减值损失	-290.9	-100.0	-80.0	-60.0	每股指标(元)				
公允价值变动收益	770.1	200.0	200.0	200.0	每股收益	2.98	3.40	4.12	5.33
投资净收益	619.1	620.0	700.0	800.0	每股经营现金	3.59	3.89	4.27	4.92
营业利润	10652.2	11918.9	14429.1	18693.9	每股净资产	15.74	18.24	21.51	25.81
营业外收入	9.6	9.6	9.6	9.6	估值比率				
营业外支出	43.4	43.4	43.4	43.4	P/E	24.7	21.7	17.9	13.8
利润总额	10618.5	11885.1	14395.3	18660.1	P/B	4.68	4.03	3.42	2.85
所得税	1715.9	1746.1	2122.8	2768.3					
净利润	8902.6	10139.0	12272.5	15891.8					
少数股东损益	88.9	74.0	89.6	116.0					
归属母公司净利润	8813.7	10065.0	12183.0	15775.8					
EBITDA	11754.9	14278.1	17138.4	21878.6					
EPS (元)	2.98	3.40	4.12	5.33					

## 分析师简介

王斌，医药行业分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

陈智博，医药行业研究助理，英国南安普顿大学商务分析和金融硕士，北京大学药学学士；拥有 3 年大型医疗集团总部供应链和医疗信息化工作经验。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现