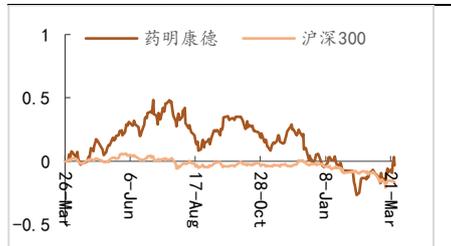


评级： 买入

李志新
首席分析师
SAC 执证编号：S0110520090001
lizhixin@sczq.com.cn
电话：86-10-81152639

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)	109.86
一年内最高/最低价(元)	172.49/81.82
市盈率(当前)	63.71
市净率(当前)	8.44
总股本(亿股)	29.56
总市值(亿元)	3,247.19

资料来源：聚源数据

相关研究

- 药明康德：业绩强势增长，2022 年化学业务再加速

核心观点

- **事件：**公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 229.0 亿元，同比增长 38.5%；归母净利润 50.1 亿元，同比增长 72.2%；扣非净利润 40.6 亿元，同比增长 70.4%。
点评：
- **依托于 CRDOM/CTDMO 商业模式，公司业绩持续强劲增长弥补毛利率微降影响。**公司全年营业收入同比增加 38.5%，收入和增长率均为公司上市以来新高；毛利率为 36.3%，同比下降 1.7pct，主要系汇率影响以及为了 2022 年高业绩增长在人才保留和投入方面有所增加。**一体化的赋能平台持续带来产出成果：**2021 年原有客户贡献营收 212.95 亿元，同比增长 29%，占公司全年 93.0% 的收入；同时公司继续坚持“长尾客户”战略，前十大客户保留率 100%，提高大药企渗透率，全球前 20 大药企客户贡献收入 67.3 亿元（+24%），占比 29.4%。**公司海内外业绩增长强劲，增速均超过 30%。**报告期内中国地区营收 58.0 亿元（+40%），收入贡献占比 25%；美国地区营收 121.5 亿元（+37%），占比 53%；欧洲地区营收 37.2 亿元（+40%），占比 16%；日本、韩国及其他地区营收 12.3 亿元（+41%），占比 6%。
- **WuXi Chemistry 带动全年业绩高增长，2022 年有望翻倍增长。**化学业务板块持续建设“一体化，端到端”CRDMO 业务，订单需求旺盛。2021 年化学业务实现收入约 140.9 亿元，同比增长约 46.9%，带动了公司全年业绩的高速增长。其中，小分子药物发现（R）的服务收入 61.7 亿元（+43.2%）；工艺研发和生产（D&M）的服务收入 79.2 亿元（+49.9%），平台管线持续扩张，新增 14 个商业化项目，管线内共计 1666 个分子，同时寡核苷酸和多肽类药物 CDMO 服务客户数量（25-57）和分子数量（39-99）同比提升 128%和 154%，寡核苷酸和多肽类药物 D&M 收入达到 1.15 亿美元。公司预计化学业务板块 2022 年收入增速相较 2021 的收入增速将近翻番。
- **WuXi Testing 和 WuXi Biology 表现亮眼，其他业务稳步推进。**1) 2021 年 WuXi Testing 实现收入 45.3 亿元（+38.0%），其中实验室分析与测试收入 30.5 亿元（38.9%），继续保持业内领先地位，持续扩张的产能、在手订单和服务项目的快速增长以及强大稳定的供应链是其主要驱动力；临床 CRO 和 SMO 收入 14.8 亿（36.2%），为共计约 240 个项目提供临床试验开发服务，同时发挥 WuXi Testing 平台协同性挖掘临床前项目，未来有望持续推动向下游临床 CRO 和 SMO 的导流。2) WuXi Biology 实现收入 19.9 亿元（+30.0%），强大而广泛的新分子种类服务能力驱动快速增长，大分子生物药和新技术新能力相关收入同比增长达到 75%。公司预计该板块业绩有望持续增长。3) Wuxi ATU 实现收入 10.3

亿元(-2.8%)，收入下降主要受美国区客户产品上市申报推迟以及新冠疫情影响。公司持续加强细胞疗法CTDMO服务平台建设，为58个临床前和I期临床实验项目、5个II期临床试验项目和11个III期临床试验项目提供工艺开发与生产服务，4个项目处在即将递交上市申请阶段。预计2022年将迎来增长拐点，增速将超过行业平均水平。4)Wuxi DDSU实现收入12.5亿元(+17.5%)，完成26个IND申报，获批23个CTA，目前有1个项目处于NDA阶段，3/14/74个项目分别处于III/II/I期临床，在144个已经递交INA或处在临床开放的项目中，约70%的临床进度位列中国同类候选药物中前三位。2022年业务将进行迭代升级，预计收入将略有下降，但销售分成模式有望在未来进一步打开利润增长空间。

- **2022年主营业务有望再加速。**公司2021年末末固定资产为85.4亿元(+49.8%)，在建工程为57.7亿元(+87.0%)，2022年公司将继续加大资本开支力度，预计资本开支90-100亿人民币。产能方面，公司继续推进产能扩张和全球布局，常州、泰兴、美国等地的产能建设正加速推进，并且完成了对瑞士库威工厂的收购，该工厂于2021年7月开始并表。客户拓展方面，公司坚持“长尾客户”战略，截至到2021年底，公司新增客户数超1660家，新增活跃客户数超5700家。员工储备方面，截至2021年底公司拥有员工人数34912人(+32.2%)。公司2021年期末存货为59.1亿元(+119.9%)，合同负债为29.9亿元(+88.9%)，均大幅上升，同时公司2022年1-2月在手订单和销售收入同比增速均超过65%，公司产能、人力的充分供给叠加客户订单量的快速增加，公司今年收入有望再创新高，实现65%-70%的增长。
- **盈利预测：**预计2022-2024年，公司营收分别为383.5/459.6/568.8亿元，分别同比增67.5%/19.8%/23.8%；归母净利润分别为77.8/92.0/114.8亿元，分别同比增52.7%/18.2%/24.8%。当前收盘价对应PE分别为42/35/28倍，公司为具有全球竞争力的CRDMO龙头企业，所处赛道仍处于高景气度，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，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情加剧；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

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(百万元)	22902.4	38352.8	45961.8	56882.4
营收增速(%)		67.5%	19.8%	23.8%
净利润(百万元)	5097.2	7784.5	9203.9	11483.2
净利润增速(%)		52.7%	18.2%	24.8%
EPS(元/股)	1.72	2.63	3.11	3.88
PE		41.7	35.3	28.3

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)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	23059.3	21985.6	23777.9	27969.8	经营活动现金流	3973.7	4589.3	1270.7	7887.5
现金	10237.2	8238.8	1600.0	1600.0	净利润	2960.2	5097.2	7784.5	9203.9
应收账款	3664.8	4619.6	7702.9	9231.1	折旧摊销	958.5	1270.4	1883.3	2430.4
其它应收款	33.9	339.6	568.7	681.5	财务费用	414.2	62.7	100.8	215.4
预付账款	175.7	302.9	493.3	588.3	投资损失	-606.2	-1356.3	-1150.0	-1400.0
存货	2685.9	5905.0	9603.1	11453.2	营运资金变动	298.9	-465.7	-7432.9	-2649.1
其他	1078.8	1775.4	2973.1	3563.0	其它	-77.9	-57.8	27.8	19.2
非流动资产	23231.8	33141.7	40254.5	45819.5	投资活动现金流	-8775.8	-4839.0	-7855.5	-6605.5
长期投资	764.8	678.3	678.3	678.3	资本支出	-3031.0	-6936.1	-9005.0	-8005.0
固定资产	5710.1	8553.9	13394.9	18584.6	长期投资	965.3	5773.5	0.0	0.0
无形资产	2808.3	4258.8	3837.9	3459.2	其他	-6710.0	-3676.3	1149.5	1399.5
其他	9204.1	11949.6	11949.6	11949.6	筹资活动现金流	9888.0	-1723.9	-53.9	-1282.0
资产总计	46291.2	55127.4	64032.4	73789.3	短期借款	1230.0	2261.5	3777.7	4268.1
流动负债	7920.3	12984.6	15120.8	17163.1	长期借款	-933.1	219.0	-396.4	0.0
短期借款	1230.0	2261.5	3777.7	4268.1	其他	12907.1	-832.4	-1073.0	-1556.9
应付账款	929.7	1931.0	3144.6	3750.5	现金净增加额	5086.0	-1973.6	-6638.8	0.0
其他	17.8	3.7	5.9	7.1					
非流动负债	5652.3	3385.3	3385.3	3385.3	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	3550.3	2454.1	2454.1	2454.1	营业收入	28.5%	38.5%	67.5%	19.8%
负债合计	13572.7	16369.9	18506.1	20548.4	营业利润	44.8%	78.1%	57.7%	19.8%
少数股东权益	224.7	266.0	323.2	390.9	归属母公司净利润	59.6%	72.2%	52.7%	18.2%
归属母公司股东权益	32493.7	38491.5	45203.1	52850.1	获利能力				
负债和股东权益	46291.2	55127.4	64032.4	73789.3	毛利率	38.0%	36.3%	38.0%	38.3%
					净利率	17.9%	22.3%	20.3%	20.0%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	ROE	9.1%	13.2%	17.2%	17.4%
营业收入	16535.4	22902.4	38352.8	45961.8	ROIC	9.7%	11.6%	15.6%	15.9%
营业成本	10253.3	14592.3	23763.4	28341.6	偿债能力				
营业税金及附加	34.5	53.6	89.7	107.5	资产负债率	29.3%	29.7%	28.9%	27.8%
营业费用	588.5	699.0	1170.5	1402.7	净负债比率	3.0%	4.8%	5.9%	5.8%
研发费用	693.3	942.2	1342.3	1746.5	流动比率	2.91	1.69	1.57	1.63
管理费用	1839.0	2203.4	3451.8	4136.6	速动比率	2.57	1.24	0.94	0.96
财务费用	519.8	84.1	100.8	215.4	营运能力				
资产减值损失	-75.3	-64.7	-60.0	0.0	总资产周转率	0.36	0.42	0.60	0.62
公允价值变动收益	52.3	-93.4	-50.0	0.0	应收账款周转率	4.99	5.50	6.16	5.37
投资净收益	805.4	1867.9	1200.0	1400.0	应付账款周转率	13.37	10.16	9.36	8.22
营业利润	3389.5	6037.7	9524.3	11411.4	每股指标(元)				
营业外收入	5.5	10.7	10.7	10.7	每股收益	1.21	1.72	2.63	3.11
营业外支出	25.6	32.8	32.8	32.8	每股经营现金	1.63	1.55	0.43	2.67
利润总额	3369.4	6015.6	9502.2	11389.3	每股净资产	13.31	13.02	15.29	17.88
所得税	383.1	879.7	1660.4	2117.7	估值比率				
净利润	2986.3	5135.9	7841.8	9271.6	P/E	90.6	63.7	41.7	35.3
少数股东损益	26.0	38.8	57.2	67.7	P/B	8.26	8.44	7.18	6.14
归属母公司净利润	2960.2	5097.2	7784.5	9203.9					
EBITDA	4647.5	7080.6	11508.4	14057.2					
EPS (元)	1.21	1.72	2.63	3.11					

分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，6年证券卖方从业经历，9年医药行业研究经历，“慧眼”量化评选 2020 最佳分析师医药生物第二名。

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

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 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	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		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 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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		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