

2022年07月26日

# 业绩呈现高速增长，小分子 CDMO 业务继续贡献核心业绩增量

## 药明康德(603259)

### 事件概述

公司公告 2022 年中报：其上半年实现营业收入 177.56 亿元，同比增长 68.52%、实现归母净利润 46.36 亿元，同比增长 73.29%、实现扣非净利润 38.50 亿元，同比增长约 81.00%、实现经调整净利润 43.01 亿元，同比增长约 75.68%。

### 分析判断：

#### ► 业绩呈现高速增长，小分子 CDMO 业务继续贡献核心业绩增量

公司 22H1 营业收入和经调整净利润分别同比增长 68.5%和 75.7%，若扣除新冠商业化项目，上半年营业收入同比增长 28.9%，继续延续高速增长。公司从供给端来看，员工数量和资本开支继续呈现高速增长，其中截止到 22 年 6 月底，公司员工数量达到 39716 人，同比增长 39.1%；公司 22H1 资本开支为 44.19 亿元，同比增长 61.58%。考虑到国内底层红利（工程师红利和生产成本优势），且目前国内 CXO 供应链占全球比重不高，综合来看，我们仍然维持之前 CXO 行业在未来 3~5 年依然处于高速增长的判断，其中药明康德作为根植于中国的全球性的 CXO 龙头企业，将能持续受益于行业红利带来的高增长。

- **小分子 CDMO 业务继续贡献核心业绩增量，展望未来有望继续呈现高速增长：**22H1 小分子 CDMO 业务实现收入 94.7 亿元，同比增长 145.4%，若扣除新冠商业化项目，同比增长 37.0%；截止 2022 年中报，公司覆盖分子管线数量达到 2010 个（其中临床 III 期阶段 52 个、临床 II 期阶段 288 个、临床 I 期及临床前阶段 1,627 个、已获批上市的 43 个），同比增长 42.3%、环比 21 年底增长 20.6%，需求端继续呈现高速增长；公司持续进行产能建设，2022H1 常州三期的研发中心和 4 个生产车间陆续投产，为公司未来业绩增长奠定基础。展望未来，考虑到需求端（覆盖的管线）延续高速增长和供给端（产能）持续提升，预期小分子 CDMO 业务将继续呈现高速增长。
- **实验室业务呈现稳健增长：**22H1 实验室业务（包括化学业务的药物发现、测试业务的实验室分析及测试、生物学业务、DDSU 业务）实现营业收入 69.4 亿元，同比增长 25.9%，其中药物发现、实验室分析与测试、生物学业务分别实现营业

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	101.56
股票代码：	603259
52 周最高价/最低价：	163.88/81.82
总市值(亿)	3,002.92
自由流通市值(亿)	2,597.98
自由流通股数(百万)	2,558.07



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话：

分析师：徐顺利  
邮箱：xusl1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522020001  
联系电话：010-59775376

### 相关研究

- 【华西医药】药明康德（603259.SH）：业绩略超预期，中长期战略看好  
2022.07.11
- 【华西医药】药明康德（603259.SH）：拟进行新增 H 股发行，增强公司在美国、欧洲、新加坡本土化业务能力建设  
2022.05.17
- 【华西医药】药明康德（603259.SH）：实验室业务和 CDMO 业务继续保持高速增长，CGT CDMO 业务恢复高增长  
2022.04.26

收入 35.0 亿元 (yoy +36.5%)、18.9 亿元 (yoy +34.6%)、10.9 亿元 (yoy +18.5%)，继续呈现快速增长。

- **CGT CDMO 业务恢复高速增长的趋势，TESSA 技术为公司未来带来想象力：**22H1 实现营业收入 6.2 亿元，同比增长 35.7%，延续 21Q4 以来的高速增长。截止到 22H1，公司为 67 个项目提供开发和生产服务，其中包括 51 个临床前和 I 期临床试验项目，9 个 II 期临床试验项目，7 个 III 期临床试验项目（其中 4 个项目处于上市申请准备阶段）。公司 2022 年 3 月正式发布 TESSA™ 技术，与传统基于质粒的生产相比，能提高 10 倍以上的 AAV 生产能力，截止 22 年 6 月底，共有 30 个项目在评估过程中，新技术赋能、为公司未来 CGT CDMO 业务增长带来想象力。
- **临床 CRO&SMO 业务受国内新冠疫情影响，整体增速略微降低：**22H1 临床 CRO&SMO 业务实现营业收入 7.2 亿元，同比增长 1.7%，其中 SMO 业务继续保持国内行业龙头的地位，展望未来，随着疫情影响因素的降低，有望继续呈现高速增长的趋势。

### 投资建议

公司作为“大而强”的平台型创新药服务商、具有全球业务竞争力，且以李革为领导核心的管理团队具有业务布局的前瞻性、以及进行业务拓展的能力，我们判断公司是 A 股少有的具有中长期保持成长性的标的。考虑新冠商业化项目确认以及未来新增订单的不确定性，调整前期盈利预测，即 22-24 年营收从 388.83/467.37/584.92 亿元调整为 388.45/435.78/566.21 亿元，EPS 从 2.94/3.71/4.58 元调整为 3.01/3.49/4.62 元，对应 2022 年 07 月 26 日 101.56 元/股收盘价，PE 分别为 33.72/29.11/21.98 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、增长策略及业务扩展有失败的风险、核心客户丢失风险、汇率波动风险、美国市场药品降价风险、新型冠状病毒疫情影响国内外业务的拓展。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,535	22,902	38,845	43,578	56,621
YoY (%)	28.5%	38.5%	69.6%	12.2%	29.9%
归母净利润(百万元)	2,960	5,097	8,904	10,316	13,663
YoY (%)	59.6%	72.2%	74.7%	15.9%	32.4%
毛利率 (%)	38.0%	36.3%	37.1%	37.3%	38.0%
每股收益 (元)	1.06	1.75	3.01	3.49	4.62
ROE	9.1%	13.2%	19.4%	18.4%	19.6%
市盈率	95.81	58.03	33.72	29.11	21.98

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	22,902	38,845	43,578	56,621	净利润	5,136	8,977	10,397	13,773
YoY (%)	38.5%	69.6%	12.2%	29.9%	折旧和摊销	1,480	1,772	2,068	2,342
营业成本	14,592	24,436	27,307	35,133	营运资金变动	-574	-950	3,811	-6,071
营业税金及附加	54	86	99	127	经营活动现金流	4,589	7,578	13,635	6,785
销售费用	699	1,284	1,385	1,836	资本开支	-6,934	-5,972	-6,611	-6,187
管理费用	2,203	4,029	4,356	5,766	投资	1,908	-542	-628	-735
财务费用	84	-96	-126	-377	投资活动现金流	-4,839	-4,361	-4,796	-3,857
研发费用	942	1,613	1,801	2,346	股权募资	104	-4	0	0
资产减值损失	-33	4	3	4	债务募资	1,071	329	680	504
投资收益	1,356	1,554	1,743	2,265	筹资活动现金流	-1,724	-1,357	503	298
营业利润	6,038	10,318	12,063	15,905	现金净流量	-2,053	1,860	9,342	3,225
营业外收支	-22	0	0	0					
利润总额	6,016	10,318	12,063	15,905	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	880	1,341	1,666	2,132	<b>成长能力</b>				
净利润	5,136	8,977	10,397	13,773	营业收入增长率	38.5%	69.6%	12.2%	29.9%
归属于母公司净利润	5,097	8,904	10,316	13,663	净利润增长率	72.2%	74.7%	15.9%	32.4%
YoY (%)	72.2%	74.7%	15.9%	32.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.75	3.01	3.49	4.62	毛利率	36.3%	37.1%	37.3%	38.0%
					净利率	22.3%	22.9%	23.7%	24.1%
					总资产收益率 ROA	9.2%	13.0%	12.6%	13.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	净资产收益率 ROE	13.2%	19.4%	18.4%	19.6%
货币资金	8,239	10,099	19,442	22,667	<b>偿债能力</b>				
预付款项	303	463	542	682	流动比率	1.69	1.64	1.80	1.99
存货	5,905	6,565	8,441	10,177	速动比率	<b>1.08</b>	<b>1.15</b>	<b>1.28</b>	<b>1.49</b>
其他流动资产	7,539	13,891	11,117	21,202	现金比率	0.63	0.53	0.89	0.82
流动资产合计	21,986	31,018	39,541	54,727	资产负债率	29.7%	32.6%	30.9%	30.5%
长期股权投资	678	621	549	484	<b>经营效率</b>				
固定资产	8,554	9,976	11,504	12,556	总资产周转率	0.45	0.63	0.58	0.62
无形资产	1,600	1,941	2,412	2,818	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	33,142	37,504	42,350	46,531	每股收益	1.75	3.01	3.49	4.62
资产合计	55,127	68,522	81,891	101,259	每股净资产	13.02	15.51	19.00	23.62
短期借款	2,261	2,590	3,270	3,774	每股经营现金流	1.55	2.56	4.61	2.29
应付账款及票据	1,931	2,301	2,751	3,542	每股股利	0.52	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	8,792	14,044	15,886	20,186	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	12,985	18,935	21,907	27,502	PE	58.03	33.72	29.11	21.98
长期借款	0	0	0	0	PB	9.11	6.55	5.35	4.30
其他长期负债	3,385	3,385	3,385	3,385					
非流动负债合计	3,385	3,385	3,385	3,385					
负债合计	16,370	22,321	25,292	30,887					
股本	2,956	2,956	2,956	2,956					
少数股东权益	266	339	421	531					
股东权益合计	38,757	46,201	56,599	70,371					
负债和股东权益合计	55,127	68,522	81,891	101,259					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、科研试剂及部分原料药领域。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。