

公司研究

22H1 业绩表现强劲，业务转型起步，毛利有望进一步提升

——药明康德（603259.SH、2359.HK）2022年半年报业绩公告点评

要点

事件：公司发布 2022 年 H1 业绩公告，实现收入 177.6 亿元（+68.5%YOY），实现归母净利润 46.4 亿元（+73.3%YOY）；实现扣非归母净利润 38.5 亿元（+81%YOY），业绩表现强劲，符合此前预期。

新冠商业化项目提振营收，一体化战略持续推动发展。2022 年 Q2 公司实现收入 92.8 亿元（+66.2%YOY）；实现归母净利润 29.9 亿元（+154.9%YOY）；实现扣非归母净利润 21.4 亿元（+64.7%）。22H1 公司化学业务保持强劲生长，实现收入 129.7 亿元（+101.9%YOY），主要得益于新冠小分子商业化项目带来的收益。其中药物发现（CRO）部分实现收入 35.0 亿元（+36.5%YOY），工艺研发和生产（CDMO）部分实现收入 94.7 亿元（+145.4%YOY）。剔除新冠商业化项目，公司化学业务收入同比增长 36.8%。报告期内，完成超过 180,000 个化合物合成，CDMO 新增 473 个分子至 2010 个，包含 43 个商业化项目。公司 CRDMO 一体化战略发展强劲，新产能及新分子种类能力持续建设。

部分业务处于转型起步，增速与毛利率有望进一步提升。22H1 公司测试业务实现收入 26.1 亿元（+23.6%YOY），生物学业务实现收入 10.9 亿元（+18.5%YOY），细胞基因疗法 CDMO（ATU）实现收入 6.2 亿元（+35.7%YOY），DDSU 实现收入 4.6 亿元（-26.7%YOY）。测试业务中，由于疫情对 SMO 业务开展有一定影响，导致报告期内临床 CRO 与 SMO 业务营收同比增长 1.7%至 7.2 亿元，营收增速较低，预计随疫情平缓后该业务营收可以得到快速提升。22H1 公司主营业务毛利率为 36.24%，较去年同期略下降 0.75pct，主要受 ATU 与 DDSU 拖累。ATU 由于新产能投产后处于产能爬坡阶段，经调整 non-IFRS 毛利率同比下降 6.1pct 至 -6.9%。DDSU 由于业务迭代，转型开发全创新药，使营收与毛利率承压，经调整 non-IFRS 毛利率同比下降 16.6pct 至 30.7%。随着各项业务转型与起步，预计公司整体毛利率将进一步提升。

盈利预测、估值与评级：公司是一站式 CXO 龙头，22H1 公司业绩增长强劲，维持公司 22-24 年净利润预测为 83.53/107.65/134.13 亿元，分别同比增长 63.9%/28.9%/24.6%，A 股对应 22-24 年 PE 为 36/28/22 倍，维持“买入”评级；H 股对应 22-24 年 PE 为 31/24/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续风险；药企研发投入不及预期；竞争加剧。

A 股：买入（维持）

当前价：101.56 元

H 股：买入（维持）

当前价：100.70 港元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

联系人：叶思奥

yesa@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	29.57
总市值(亿元)	3002.92
一年最低/最高(元)	81.41/163.07
近 3 月换手率	56.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.63	-13.07	-17.93
绝对	-1.84	-0.38	-31.38

资料来源：Wind

相关研报

疫情难阻高速发展，22H1 业绩超预期——药明康德（603259.SH、2359.HK）2022 年半年报业绩预增公告点评（2022-07-12）

疫情短期冲击有限，Q1 业绩符合预期——药明康德（603259.SH、2359.HK）2022 年 Q1 业绩公告点评（2022-04-26）

Q1 营收超预期，基本面持续强劲——药明康德（603259.SH、2359.HK）2022 年 Q1 预增公告点评（2022-04-11）

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	16,535	22,902	38,499	47,332	59,028
营业收入增长率	28.46%	38.50%	68.10%	22.95%	24.71%
净利润（百万元）	2,960	5,097	8,353	10,765	13,413
净利润增长率	59.62%	72.19%	63.87%	28.88%	24.60%
EPS（元）	1.21	1.72	2.83	3.64	4.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.11%	13.24%	18.32%	20.00%	20.96%
P/E	84	59	36	28	22
P/E（H 股）	71	50	31	24	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-26；汇率：按 1HKD=0.8531CNY 换算，2020/2021 年总股本分别为 24.42/29.56 亿股，2022 年 6 月因股权激励股本增至 29.57 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16,535	22,902	38,499	47,332	59,028
营业成本	10,253	14,592	24,575	29,952	36,868
折旧和摊销	817	1,076	1,075	1,502	1,849
税金及附加	35	54	80	99	123
销售费用	588	699	962	1,183	1,476
管理费用	1,839	2,203	3,080	3,787	4,722
财务费用	520	84	140	139	94
研发费用	693	942	1,463	1,799	2,184
投资收益	606	1,356	1,029	1,451	1,112
营业利润	3,389	6,038	9,854	12,693	15,814
利润总额	3,369	6,016	9,845	12,684	15,805
所得税	383	880	1,428	1,839	2,292
净利润	2,986	5,136	8,417	10,845	13,513
少数股东损益	26	39	65	80	100
归属母公司净利润	2,960	5,097	8,353	10,765	13,413
EPS(元)	1.21	1.72	2.83	3.64	4.54

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,974	4,589	3,647	8,898	10,825
净利润	2,960	5,097	8,353	10,765	13,413
折旧摊销	817	1,076	1,075	1,502	1,849
净营运资金增加	1,047	3,197	9,223	4,204	6,328
其他	-851	-4,781	-15,005	-7,573	-10,765
投资活动产生现金流	-8,776	-4,839	-7,580	-4,299	-1,148
净资本支出	-3,022	-6,934	(9,050)	(5,050)	(2,050)
长期投资变化	765	678	0	0	0
其他资产变化	-6,518	1,417	1,470	751	902
融资活动现金流	9,888	-1,724	7,244	-1,949	-6,168
股本变化	791	514	0	0	0
债务净变化	-1,363	39	7,863	274	(3,406)
无息负债变化	3,106	2,759	3,516	2,922	3,585
净现金流	5,005	-2,053	3,311	2,650	3,509

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	38.0%	36.3%	36.1%	36.7%	37.5%
EBITDA 率	26.3%	26.0%	26.6%	27.3%	28.2%
EBIT 率	20.5%	20.5%	23.8%	24.1%	25.1%
税前净利润率	20.4%	26.3%	25.4%	26.8%	26.8%
归母净利润率	17.9%	22.3%	21.5%	22.7%	22.7%
ROA	6.5%	9.3%	11.3%	12.7%	14.1%
ROE (摊薄)	9.1%	13.2%	18.1%	19.9%	21.0%
经营性 ROIC	17.2%	13.5%	16.1%	17.3%	20.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	29%	30%	37%	36%	33%
流动比率	2.91	1.69	1.42	1.53	1.93
速动比率	2.57	1.24	1.00	1.07	1.35
归母权益/有息债务	10.07	11.79	4.17	4.78	8.08
有形资产/有息债务	13.09	15.21	6.19	6.99	11.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	46,291	55,127	73,666	85,181	95,621
货币资金	10,237	8,239	11,550	14,200	17,708
交易性金融资产	4,618	527	1,500	1,450	1,400
应收账款	3,665	4,620	6,037	6,887	8,589
应收票据	3	48	81	99	124
其他应收款 (合计)	34	340	571	702	875
存货	2,686	5,905	10,033	12,233	15,062
其他流动资产	537	1,002	2,141	2,787	3,641
流动资产合计	23,059	21,986	33,411	40,153	49,561
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	765	678	678	678	678
固定资产	5,710	8,554	12,330	15,002	16,295
在建工程	3,086	5,772	9,054	9,415	8,112
无形资产	998	1,600	1,553	1,583	1,615
商誉	1,392	1,926	1,926	1,926	1,926
其他非流动资产	2,487	3,236	5,069	5,069	5,069
非流动资产合计	23,232	33,142	40,255	45,029	46,060
总负债	13,573	16,370	27,749	30,944	31,124
短期借款	1,230	2,261	10,213	10,500	7,056
应付账款	930	1,931	3,252	3,964	4,879
应付票据	12	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,920	12,985	23,519	26,195	25,697
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	1,819	607	607	607	607
其他非流动负债	3,550	2,454	3,234	3,676	4,260
非流动负债合计	5,652	3,385	4,230	4,749	5,428
股东权益	32,718	38,757	45,917	54,237	64,497
股本	2,442	2,956	2,957	2,957	2,957
公积金	22,917	26,140	26,976	27,210	27,210
未分配利润	8,088	12,126	18,114	26,120	36,280
归属母公司权益	32,494	38,492	45,587	53,827	63,987
少数股东权益	225	266	330	410	510

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.56%	3.05%	2.50%	2.50%	2.50%
管理费用率	11.12%	9.62%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	3.14%	0.37%	0.36%	0.28%	0.15%
研发费用率	4.19%	4.11%	3.80%	3.80%	3.70%
所得税率	11%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.36	0.52	0.85	1.10	1.37
每股经营现金流	1.63	1.55	1.23	3.01	3.66
每股净资产	13.31	13.02	15.42	18.21	21.65
每股销售收入	6.77	7.75	13.02	16.01	19.97

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	84	59	36	28	22
PB	7.6	7.8	6.6	5.6	4.7
EV/EBITDA	57	52	30	24	18
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE