

非新冠业务增长稳健，经营效率和规模效益持续提升

2023 年 10 月 31 日

➤ **事件：**2023 年 10 月 30 日，药明康德发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 295.41 亿元，同比增长 4.0%，剔除新冠商业化项目后收入增长 23.4%；归母净利润 80.76 亿元，同比增长 9.5%；扣非归母净利润 77.09 亿元，同比增长 23.7%。

➤ **非新冠收入稳定增速，小幅下调全年业绩指引。**单季度看，公司 Q3 实现收入 106.70 亿元，同比增长 0.3%，剔除新冠商业化项目后收入增速为 15.7%；归母净利润 27.63 亿元，同比增长 0.8%；扣非归母净利润 29.48 亿元，同比增长 23.8%。新冠大订单已经全部交付完毕，公司预计 Q4 非新冠商业化项目收入将首次突破 100 亿元，其中 WuXi Chemistry D&M 业务将保持强劲增长，剔除新冠商业化项目后收入同比增长 29%-34%；预计 2023 年收入指引为 401-405 亿元，整体增速为 2%-3%，相比 2023 年中报 5%-7% 指引有小幅下调，主要系 Q4 早期药物研发阶段需求不及预期，部分实验室业务收入预计低于最初预期；剔除新冠商业化项目后同比增长 25%-26%（中报指引为 29%-32%）。受益于经营效率持续提升，公司上调全年经调整 non-IFRS 毛利率 0.5pts 至 41.7%-42.1%，并且上调 2023 年自由现金流至 45-50 亿。

➤ **CRDMO 和 CTDMO 商业模式持续满足全球客户需求。**前三季度分板块看，（1）WuXi Chemistry 收入 212.4 亿元（+2.0%），剔除新冠商业化项目后增速 31.0%。D&M 收入 156.3 亿元（+1.4%），剔除特定项目后增长 48.2%；R 收入 56.1 亿元（+4.0%）。TIDES 业务收入 20.7 亿元（+38.1%），在手订单同比增长 245%，预计全年收入增长超 60%，2023 年 12 月多肽固相产能将增加至 32000L。（2）WuXi Testing 收入 48.5 亿元（+16.2%），其中药物安评和 SMO 收入增长 26.9%、31.0%，保持中国行业领先水平。（3）WuXi Biology 收入 18.9 亿元（+6.5%），其中新分子种类相关收入同比强劲增长 35%，占比持续提升至 25.9%。（4）WuXi ATU 收入 10.3 亿元（+11.6%），为总计 68 个项目提供工艺开发、检测与生产服务，包括 7 个临床三期项目。（5）WuXi DDSU 收入 4.9 亿元（-26.9%），公司为客户研发的两款新药已获批上市，持续获得上市药物的销售收入分成，另有两款药物处于上市申请阶段，公司预计未来十年销售收入分成的 CAGR 将超过 50%。

➤ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 101.84/126.86/163.01 亿元，对应 PE 为 26/21/16 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**需求下降风险、政策变化风险、行业竞争加剧的风险、海外监管风险、核心技术人员流失风险、汇率风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

90.46 元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

1. 药明康德 (603259.SH) 2023 年半年报点评：需求稳定，非新冠业务快速放量，CXO 龙头成长确定-2023/08/01

2. 药明康德 (603259.SH) 2022 年中报业绩点评：业绩实现强劲增长，加速全球化布局-2022/07/28

3. 药明康德(603259.SH)2022 年 Q1 业绩点评：Q1 实现靓丽业绩，迭创新高-2022/04/27

4. 药明康德 (603259.SH) 2022Q1 业绩预告点评：Q1 业绩超预期，规模再上新台阶-2022/04/11

5. 药明康德 (603259.SH) 2021 年年度报告点评：CXO 龙头交出靓丽答卷，强劲增长态势持续-2022/03/24

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39,355	40,373	48,538	59,761
增长率 (%)	71.8	2.6	20.2	23.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,814	10,184	12,686	16,301
增长率 (%)	72.9	15.5	24.6	28.5
每股收益 (元)	2.97	3.43	4.27	5.49
PE	30	26	21	16
PB	5.8	4.9	4.1	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,355	40,373	48,538	59,761
营业成本	24,677	23,726	28,106	34,057
营业税金及附加	200	222	291	359
销售费用	732	707	874	1,076
管理费用	2,826	2,624	3,106	3,765
研发费用	1,614	1,413	1,650	1,912
EBIT	9,589	11,993	14,951	19,135
财务费用	-248	131	149	94
资产减值损失	-176	-62	-61	-74
投资收益	188	545	631	777
营业利润	10,652	12,337	15,362	19,732
营业外收支	-34	-30	-31	-33
利润总额	10,618	12,307	15,331	19,699
所得税	1,716	2,031	2,530	3,250
净利润	8,903	10,276	12,802	16,449
归属于母公司净利润	8,814	10,184	12,686	16,301
EBITDA	11,505	14,300	17,873	22,681

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,986	10,253	17,198	26,290
应收账款及票据	6,047	7,617	9,222	11,355
预付款项	291	308	365	443
存货	5,669	5,669	6,715	8,137
其他流动资产	4,005	7,883	8,449	9,125
流动资产合计	23,997	31,730	41,950	55,350
长期股权投资	1,203	1,748	2,379	3,156
固定资产	14,171	17,172	19,612	21,844
无形资产	1,785	1,953	2,099	2,242
非流动资产合计	40,693	44,477	48,383	52,035
资产合计	64,690	76,206	90,333	107,385
短期借款	3,874	4,874	5,374	5,874
应付账款及票据	1,659	2,340	2,772	3,359
其他流动负债	8,966	10,872	12,723	14,910
流动负债合计	14,499	18,086	20,869	24,143
长期借款	279	529	659	759
其他长期负债	2,985	2,824	3,111	3,396
非流动负债合计	3,264	3,353	3,770	4,155
负债合计	17,764	21,439	24,639	28,298
股本	2,961	2,969	2,969	2,969
少数股东权益	337	429	544	692
股东权益合计	46,927	54,767	65,693	79,087
负债和股东权益合计	64,690	76,206	90,333	107,385

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	71.84	2.59	20.22	23.12
EBIT 增长率	108.67	25.08	24.66	27.98
净利润增长率	72.91	15.55	24.57	28.49
盈利能力 (%)				
毛利率	37.30	41.23	42.09	43.01
净利率	22.40	25.22	26.14	27.28
总资产收益率 ROA	13.62	13.36	14.04	15.18
净资产收益率 ROE	18.92	18.74	19.47	20.79
偿债能力				
流动比率	1.66	1.75	2.01	2.29
速动比率	0.99	1.17	1.43	1.70
现金比率	0.55	0.57	0.82	1.09
资产负债率 (%)	27.46	28.13	27.28	26.35
经营效率				
应收账款周转天数	55.40	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	83.84	88.00	88.00	88.00
总资产周转率	0.66	0.57	0.58	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	2.97	3.43	4.27	5.49
每股净资产	15.69	18.30	21.95	26.41
每股经营现金流	3.58	4.16	4.91	6.13
每股股利	0.89	0.86	1.07	1.37
估值分析				
PE	30	26	21	16
PB	5.8	4.9	4.1	3.4
EV/EBITDA	23.06	18.56	14.85	11.70
股息收益率 (%)	0.99	0.95	1.18	1.52

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8,903	10,276	12,802	16,449
折旧和摊销	1,917	2,307	2,921	3,546
营运资金变动	585	-182	-972	-1,548
经营活动现金流	10,616	12,346	14,587	18,204
资本开支	-9,668	-5,786	-5,649	-5,820
投资	-80	-3,080	-55	-55
投资活动现金流	-9,690	-8,939	-6,054	-6,225
股权募资	150	0	0	0
债务募资	1,668	1,821	710	680
筹资活动现金流	-1,278	-1,440	-1,740	-2,997
现金净流量	-191	2,268	6,944	9,092

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026