

药明康德 (603259)

2023 年报点评: 业绩符合预期, TIDES 等新兴业务加速兑现

买入 (维持)

2024 年 03 月 20 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	39,355	40,341	40,102	44,395	49,996
同比	71.84%	2.51%	-0.59%	10.71%	12.62%
归母净利润 (百万元)	8,814	9,607	9,896	10,949	12,444
同比	72.91%	9.00%	3.01%	10.64%	13.65%
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.00	3.28	3.37	3.73	4.24
P/E (现价&最新摊薄)	16.91	15.51	15.06	13.61	11.98

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **段落提要:** 公司 2023 年实现营收 403.4 亿元 (+2.5%, 括号内为同比, 下同); 归母净利润 96.1 亿元 (+9.0%), non-IFRS 净利润 108.6 亿元 (+15.5%), 业绩基本符合预期。
- **剔除新冠小分子业务保持高增长, TIDES 加速:** 2023 年公司化学业务实现收入 291.7 亿元 (+1.1%); 剔除新冠业务后, 常规业务增速为 36.1%, 其中 D&M 业务增长 55.1%; non-IFRS 毛利率同比提升 0.1pct 至 42.7%。公司 2023 年 CDMO 分子管线新增 1255 个分子 (Q3 增加 329 个), 新增商业化和 III 期品种 20 个; 总计 3201 个, 包括 61 个商业化和 66 个临床 III 期项目。新分子业务(TIDES)收入 34.1 亿元 (+64.4%), 在手订单+226%; TIDES D&M 服务客户 140 个 (+36%), 服务分子数量 267 个 (+41%); 寡核苷酸和多肽“D&M”分子数+41%至 267 个。产能方面, 泰兴原料药生产基地落地, 多肽固相合成反应釜体积已提升至 3.2WL。
- **测试业务稳定增长, 安评、器械测试等业务继续高增速:** 2023 年公司测试业务收入 65.4 亿元 (+14.4%)。拆分来看, 2023 年 1) 实验室分析及测试服务收入 47.8 亿元 (+15.3%), 其中安评业务收入同比增长 27.3%, 苏州和启东的 5.5 万平米新设施产能落地, GLP 产能增加 2 万平米; 2) 临床 CRO&SMO 业务收入 17.6 亿元 (+11.8%), 其中 SMO 收入+26.1%, 业务受到一定影响; CRO 业务帮助客户获得临床申请批件 21 个, 申报递交 5 项上市申请; SMO 赋能 54 个项目。
- **生物和 ATU 业务稳步提升, DDSU 业务下滑:** 生物学业务 2023 年实现收入 25.5 亿元 (+3.1%), 新分子种类相关收入同比增长 26%, 占比 28%; 核酸类新分子平台服务客户数达到 200 家, 2021 至今交付项目 900 个。ATU 业务实现收入 13.1 亿元 (+0.1%), Q3 收入 3.1 亿元 (+2.7%); 合计拥有的 64 个项目中, 其中商业化订单 1 个, III 期项目 5 个; 1) 助力客户完成世界首个创新肿瘤淋巴细胞疗法(TIL)项目的 FDA 上市许可申请; 2) 助力客户完成一个 CAR-T 细胞治疗的慢病毒载体(LVV)项目的 BLA (已获批); 3) 签订一项商业化 CAR-T 产品的 LVV 生产订单 (2024 上半年放量)。DDSU 实现收入 7.3 亿元 (-25.1%), 目前已有 3 款药物合作上市 (新冠 2, 肿瘤 1), 销售分成将实现突破。
- **公司美国地区业务持续高速, 老客户稳定放量:** 2023 年美国地区收入 261 亿 (剔除新冠后+42%), 欧洲地区同比增速为 12%。持续绑定大客户, 前 20 大制药企业收入同比增长 44%。从利润率看, 公司 Q4 毛利率为 40.85%, 同比提升 3.11pct, 环比下滑 1.83pct, 毛利率提升一方面因为业务结构改善, 一方面因为原材料成本降低; 环比下滑主要因为季节波动和竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.81
一年最低/最高价	45.20/93.56
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	129,363.63
总市值(百万元)	149,036.12

基础数据

每股净资产(元,LF)	18.57
资产负债率(% ,LF)	24.64
总股本(百万股)	2,933.20
流通 A 股(百万股)	2,546.03

相关研究

- 《药明康德(603259): 2023 中报点评: 常规业务加速恢复, 订单储备充足》  
2023-08-01
- 《药明康德(603259): 2023 一季报点评: 大订单影响减弱, 短期波动不改全年看好》  
2023-04-26

- **盈利预测与投资评级：**考虑到小分子 CDMO 行业压力和美国地缘政治压力，我们将 2024-2025 年的归母净利润由 119/147 亿元下调至 99/109 亿元，预计公司 2026 年归母净利润为 124 亿元，2024-2026 年 P/E 估值分别为 15/14/12X；公司作为 CRO 平台化龙头，常规业务维持高增速，多肽业务提供弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**环保政策收紧；成本向下游传导不及预期；新产品审批和放量不及预期；汇兑损益风险等。

药明康德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>30,422</b>	<b>38,883</b>	<b>46,122</b>	<b>59,055</b>	<b>营业总收入</b>	<b>40,341</b>	<b>40,102</b>	<b>44,395</b>	<b>49,996</b>
货币资金及交易性金融资产	13,775	22,346	27,951	38,161	营业成本(含金融类)	23,729	24,049	26,471	29,810
经营性应收款项	8,165	5,555	9,109	8,060	税金及附加	297	198	258	302
存货	4,736	7,258	5,150	8,820	销售费用	701	662	733	800
合同资产	1,234	1,216	1,296	1,502	管理费用	2,879	2,807	3,108	3,400
其他流动资产	2,512	2,508	2,617	2,512	研发费用	1,441	1,444	1,598	1,800
<b>非流动资产</b>	<b>43,247</b>	<b>46,703</b>	<b>50,474</b>	<b>53,109</b>	财务费用	(338)	0	0	0
长期股权投资	2,216	2,699	3,373	4,096	加:其他收益	472	451	506	573
固定资产及使用权资产	18,581	21,044	23,515	25,186	投资净收益	234	321	355	400
在建工程	6,982	7,060	7,490	7,495	公允价值变动	(38)	0	0	0
无形资产	1,864	2,153	2,337	2,521	减值损失	(395)	(4)	(7)	(12)
商誉	1,821	1,964	1,977	2,028	资产处置收益	(33)	139	35	57
长期待摊费用	1,680	1,680	1,680	1,680	<b>营业利润</b>	<b>11,872</b>	<b>11,850</b>	<b>13,118</b>	<b>14,902</b>
其他非流动资产	10,103	10,103	10,103	10,103	营业外净收支	(40)	(32)	(35)	(36)
<b>资产总计</b>	<b>73,669</b>	<b>85,586</b>	<b>96,597</b>	<b>112,164</b>	<b>利润总额</b>	<b>11,832</b>	<b>11,818</b>	<b>13,082</b>	<b>14,866</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,756</b>	<b>17,737</b>	<b>17,693</b>	<b>20,699</b>	减:所得税	2,132	1,832	2,028	2,304
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,962	4,665	5,368	5,767	<b>净利润</b>	<b>9,700</b>	<b>9,986</b>	<b>11,054</b>	<b>12,562</b>
经营性应付款项	1,645	2,215	1,714	2,740	减:少数股东损益	94	90	106	118
合同负债	1,955	3,112	2,762	3,141	<b>归属母公司净利润</b>	<b>9,607</b>	<b>9,895</b>	<b>10,949</b>	<b>12,444</b>
其他流动负债	7,194	7,745	7,850	9,050	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.28	3.37	3.73	4.24
非流动负债	3,396	3,396	3,396	3,396	EBIT	11,491	11,394	12,734	14,457
长期借款	687	687	687	687	EBITDA	14,003	14,431	16,277	18,465
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.18	40.03	40.37	40.38
租赁负债	1,099	1,099	1,099	1,099	归母净利率(%)	23.81	24.68	24.66	24.89
其他非流动负债	1,610	1,610	1,610	1,610	收入增长率(%)	2.51	(0.59)	10.71	12.62
<b>负债合计</b>	<b>18,152</b>	<b>21,133</b>	<b>21,089</b>	<b>24,094</b>	归母净利润增长率(%)	9.00	3.01	10.64	13.65
归属母公司股东权益	55,122	63,968	74,917	87,360					
少数股东权益	395	485	591	709					
<b>所有者权益合计</b>	<b>55,517</b>	<b>64,453</b>	<b>75,508</b>	<b>88,070</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>73,669</b>	<b>85,586</b>	<b>96,597</b>	<b>112,164</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13,387	14,989	11,868	16,044	每股净资产(元)	18.57	21.81	25.54	29.78
投资活动现金流	(7,561)	(6,070)	(6,966)	(6,234)	最新发行在外股份(百万股)	2,933	2,933	2,933	2,933
筹资活动现金流	(3,941)	(347)	703	400	ROIC(%)	16.52	14.57	14.01	13.70
现金净增加额	2,017	8,571	5,604	10,210	ROE-摊薄(%)	17.43	15.47	14.61	14.24
折旧和摊销	2,512	3,037	3,543	4,007	资产负债率(%)	24.64	24.69	21.83	21.48
资本开支	(5,500)	(5,907)	(6,648)	(5,910)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.51	15.06	13.61	11.98
营运资本变动	685	2,389	(2,382)	(116)	P/B(现价)	2.74	2.33	1.99	1.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>