

香港股市 | 医药

## 药明康德 (2359 HK)

## 下游需求回暖略需时间，外围不明朗因素增加

## 2023 年业绩符合预期

公司 2023 年收入同比增加 2.5% 至 403.4 亿元（人民币，下同），其中化学（Wuxi Chemical）、测试（WuXi Testing）、生物（WuXi Biology）、细胞及基因疗法 CTDMO 业务（WuXi ATU）收入分别同比增加 1.1%、14.4%、3.1%、0.1%。由于新冠相关业务的收入从 2022 年的约 90 亿元下降至 30 亿元，而且 2023 年药企融资环境不佳部分药企削减研发支出，导致公司收入增长放缓。虽然如此，公司通过提升营运效率将毛利率从去年同期的 36.9% 提升至 40.6%。股东净利润同比增加 21.3% 至 106.9 亿元，反映核心业务盈利的经调整 Non-IFRS 股东净利润同比增加 15.5% 至 108.5 亿元，收入与盈利均符合预期。

## 下游药企需求恢复略需时间，外围不明朗因素增加

我们预计公司 2024-25 年收入将逊于早先预期，基于：1) 公司管理层表示，由于新建产能建成后需磨合等原因，部分订单交付时间延长。2) 由于下游药企经营环境不佳削减研发开支，主要业务化学业务四季度新增分子数量略逊预期。3) 从动脉网数据与公司管理层掌握的情况看，2024 年前两个月国内医疗健康行业融资环境温和回暖，但距离明显好转还需时间。融资环境对于中小型药企来说至关重要，如中小型药企经营环境不佳，将导致 CXO 企业所从事的研发外包服务需求下降。从目前的情况看，需求的明显回升仍需时间。4) 虽然《美国生物法案草案》最终还需众议院审议并提交总统审批，距离正式立法尚需时间，但是目前参议院已通过，而且公司近期脱离美国著名生物技术组织（BIO），我们认为这些情况难免对美国业务造成影响。美国业务占公司 2023 年收入的 64.8%，如美国业务收入放缓，将对公司产生影响。综合以上情况，我们将 2024-25E 收入预测分别下调 17.4%、24.3%。股东净利润预测下调 15.3%、24.4%。反映核心业务盈利的经调整 Non-IFRS 股东净利润预测下调 16.3% 与 25.1%。

## 目标价调整至 37.00 港元，给予“中性”评级

除盈利预测调整外，考虑到《美国生物法案草案》目前未决，如最终通过将对公司美国业务造成长远影响，我们温和上调 DCF 模型中的风险溢价假设，并将永续增长率假设调整为 4.0%，目标价调整至 37.00 港元，维持“中性”评级。我们将继续关注《美国生物法案草案》的审批情况及公司新增订单的情况。

**风险提示：**（一）客户减少研发支出；（二）项目进展中出现问题可能导致中断

## 主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2024 年 3 月 19 日）

年结:12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	39,355	40,352	39,686	45,357	49,682
增长率	38.5	2.5	(1.7)	14.3	9.5
股东净利润	8,814	10,690	9,611	10,737	10,446
增长率	72.2	21.3	(10.1)	11.7	(2.7)
每股盈利（人民币）	2.98	3.62	3.25	3.63	3.54
市盈率（倍）	12.2	10.1	11.2	10.0	10.3
每股股息（人民币）	0.90	0.98	0.88	0.98	0.95
股息率（%）	2.46	2.68	2.41	2.69	2.62
每股净资产（人民币）	15.9	18.8	21.3	24.3	27.0
市净率（倍）	2.3	1.9	1.7	1.5	1.3

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：中性

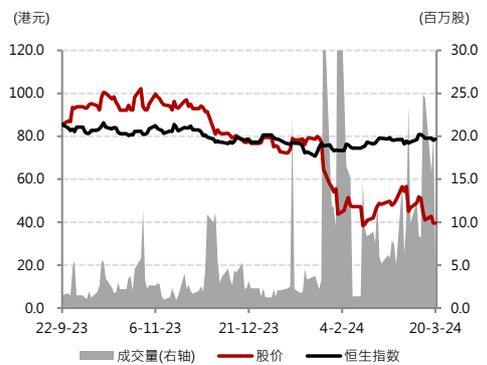
目标价：37.00 港元

股票资料（更新至 2023 年 3 月 19 日）

现价	39.55 港元
总市值	156,115.22 百万港元
流通股比例（H 股）	87.75%
已发行总股本（H 股）	387.08 百万
52 周价格区间	36.45-103.6 港元
3 个月日均成交额	500.10 百万港元
主要股东	李革等（占 19.99%）

来源：彭博、中泰国际研究部

## 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

## 相关报告

2023-11-1: 药明康德 (2359 HK): 三季度表现逊预期, 2024 年起收入增速将回升

## 分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：2023 年业绩点评（年结：12 月 31 日，单位：百万人民币）

	2022 年实际	2023 年实际	同比 (%)	2023 年预测	实际与预测差异	中泰国际评论
营业收入	39,355	40,352	2.5	40,332	0.1	新冠业务收入减少，药企融资环境转差削减研发支出，导致收入增长放缓至单位数
服务成本	-24,848	-23,979	-3.5	(23,866)	0.5	
毛利	14,507	16,372	12.9	16,466	-0.6	
其他收入与收益	1,856	2,313	24.6	1,692	36.7	政府补贴增加
SG&A	-3,675	-3,696	0.6	(3,564)	3.7	
研发开支	-1,614	-1,441	-10.7	(1,426)	1.1	
其他	-249	-358		0	不适用	
经营溢利	10,825	13,191	21.9	13,168	0.2	
财务成本	-160	-194	21.1	(229)	-15.6	利息支出减少
联合合营损益	-46	-68	46.0	(140)	-51.7	
除税前利润	10,618	12,930	21.8	12,799	1.0	
所得税开支	-1,716	-2,132	24.2	(2,078)	2.6	所得税增加
年度利润	8,903	10,798	21.3	10,721	0.7	
非控股权益	89	108	21.2	92	16.5	
股东净利润	8,814	10,690	21.3	10,628	0.6	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测^ Non-IFRS 经调整净利润剔除股权激励开支、可转换债券发行成本、可转换债券衍生金融工具部分的公允价值亏损、汇兑损益、并购所得无形资产摊销、权益类投资损益

图表 2：盈利预测调整（年结：12 月 31 日，单位：百万人民币）

	2024E 旧预测	2025E 旧预测	2024E 新预测	2025E 新预测	2024E 调整幅度 (%)	2025E 调整幅度 (%)
营业收入	48,045	59,893	39,686	45,357	(17.4)	(24.3)
服务成本	(28,368)	(35,406)	(23,535)	(27,122)	(17.0)	(23.4)
毛利	19,677	24,487	16,151	18,235	(17.9)	(25.5)
其他收入与收益	197	197	955	914	385.1	364.6
SG&A	(4,242)	(5,408)	(3,703)	(4,274)	(12.7)	(21.0)
研发开支	(1,698)	(2,117)	(1,416)	(1,603)	(16.6)	(24.3)
其他	0	0	0	0	0.0	0.0
经营溢利	14,131	17,470	11,987	13,272	(15.2)	(24.0)
财务成本	(301)	(206)	(310)	(218)	2.8	6.2
联合合营损益	(147)	(147)	(80)	(80)	(45.6)	(45.6)
除税前利润	13,682	17,117	11,597	12,974	(15.2)	(24.2)
所得税开支	(2,221)	(2,779)	(1,881)	(2,102)	(15.3)	(24.4)
年度利润	11,461	14,338	9,716	10,872	(15.2)	(24.2)
非控股权益	109	136	105	135	(3.1)	(0.7)
股东净利润	11,352	14,202	9,611	10,737	(15.3)	(24.4)
Non IFRS 经调整净利润	12,206	15,230	10,216	11,407	(16.3)	(25.1)

来源：中泰国际研究部预测^ Non-IFRS 经调整净利润剔除股权激励开支、可转换债券发行成本、可转换债券衍生金融工具部分的公允价值亏损、汇兑损益、并购所得无形资产摊销、权益类投资损益

图表 3: DCF 模型 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	11,907	13,192	14,259	15,257	16,130	16,893	17,629	18,351	19,086	19,849
加: 折旧及摊销	2,689	2,950	3,152	2,453	1,945	2,044	2,136	2,224	2,313	2,405
减: 税费	(1,881)	(2,102)	(2,267)	(2,478)	(2,620)	(2,744)	(2,864)	(2,981)	(3,100)	(3,224)
营运资本变动	2,204	(3,101)	1,845	2,126	2,529	2,953	3,395	3,534	3,675	3,822
资本开支	(5,000)	(4,989)	(5,465)	(4,253)	(3,372)	(3,544)	(3,704)	(3,855)	(4,010)	(4,170)
自由现金流	5,510	12,151	7,834	8,852	9,553	9,696	9,803	10,205	10,613	11,037
税后债务成本	1.7%									
无风险利率	2.6%									
风险溢价	10.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	12.6%									
WACC	10.1%									
永续增长率	4.0%									
股权价值 (百万港币)	109,290									
每股内涵价值 (港币)	37.00									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 4: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港币)

	永续增长率					
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	
WACC	9.2%	39.81	40.95	42.33	44.00	46.06
	9.6%	37.51	38.41	39.48	40.75	42.30
	10.1%	35.45	36.17	37.00	37.97	39.14
	10.6%	33.69	34.26	34.92	35.68	36.57
	11.2%	32.10	32.55	33.07	33.66	34.35

来源: 中泰国际研究部预测

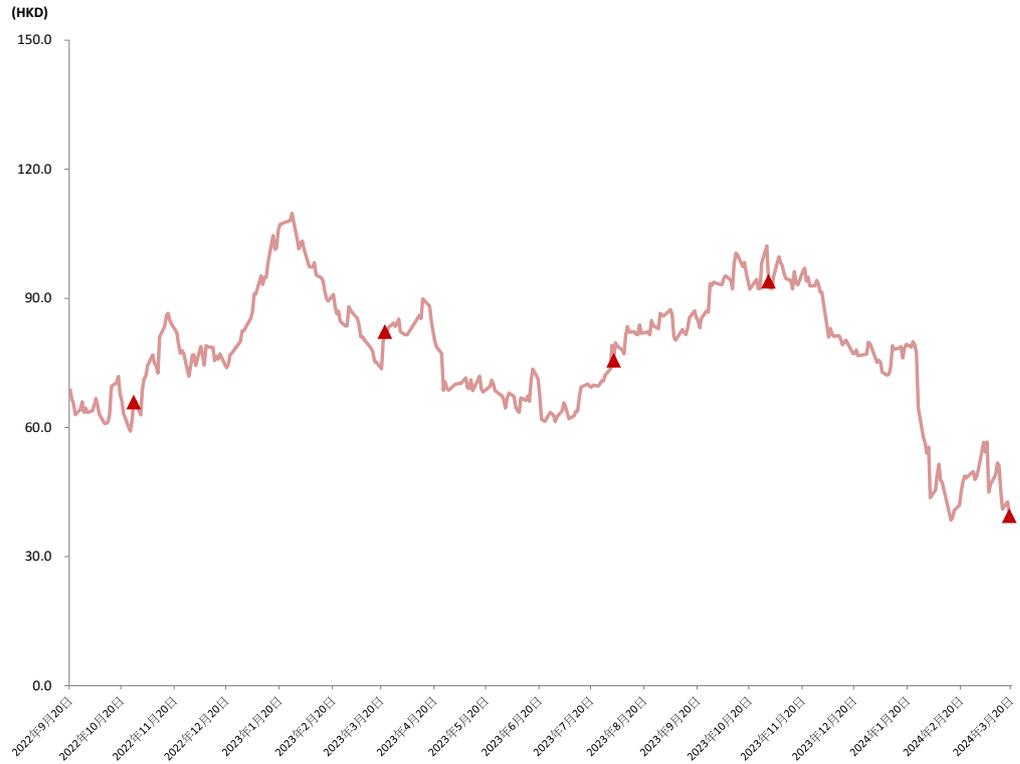
图表 5: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E		2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
营业收入	39,355	40,352	39,686	45,357	49,682	税前利润	10,618	12,930	11,597	12,974	13,990
化学业务	28,850	29,171	27,325	30,605	33,665	折旧及摊销	1,917	2,324	2,689	2,950	3,152
测试业务	5,719	6,540	6,932	8,318	8,984	营运资金变动	(591)	(793)	2,204	(3,101)	1,845
生物学业务	2,475	2,553	3,063	3,676	4,043	已付利息	160	194	310	218	265
公司 CTDMO 业务	1,308	1,310	1,504	1,804	1,985	已付税款	(1,534)	(2,132)	(1,881)	(2,102)	(2,267)
国内新药研发服务部	970	726	799	879	923	其他	(340)	138	(1,374)	183	67
其他业务	34	52	63	75	83	经营业务现金净额	10,230	12,660	13,545	11,122	17,052
服务成本	(24,848)	(23,979)	(23,535)	(27,122)	(29,822)	资本开支	(9,973)	(5,044)	(5,000)	(4,989)	(5,465)
毛利	14,507	16,372	16,151	18,235	19,861	其他	662	(3,355)	127	127	127
其他收入与收益	1,856	2,313	955	914	914	投资活动现金净额	(9,311)	(8,399)	(4,873)	(4,862)	(5,338)
SG&A	(3,675)	(3,696)	(3,703)	(4,274)	(4,681)	净新增借款	1,668	255	0	0	0
研发开支	(1,614)	(1,441)	(1,416)	(1,603)	(1,756)	股息分派	(1,529)	(2,649)	(2,882)	(2,591)	(2,895)
其他	(249)	(358)	0	0	0	其他	(1,409)	150	0	0	0
经营溢利	10,825	13,191	11,987	13,272	14,338	融资活动现金净额	(1,271)	(2,244)	(2,882)	(2,591)	(2,895)
财务成本	(160)	(194)	(310)	(218)	(265)	年初现金	8,175	7,984	10,001	15,791	19,460
联合合营损益	(46)	(68)	(80)	(80)	(83)	现金增加净额	(352)	2,017	5,790	3,669	8,819
除税前利润	10,618	12,930	11,597	12,974	13,990	汇率变动影响净额	161	0	0	0	0
所得税开支	(1,716)	(2,132)	(1,881)	(2,102)	(2,267)	年末现金	7,984	10,001	15,791	19,460	28,279
年度利润	8,903	10,798	9,716	10,872	11,723						
非控股权益	89	108	105	135	148						
股东净利润	8,814	10,690	9,611	10,737	11,575						
Non IFRS 经调整净利润	9,399	10,854	10,216	11,407	12,084	<b>重要指标</b>					
EBIT	10,778	13,123	11,907	13,192	14,254	增长率 (%)					
EBITDA	12,695	15,448	14,595	16,142	17,406	收入	38.5	2.5	(1.7)	14.3	9.5
						毛利	32.1	12.9	(1.4)	12.9	8.9
						经营溢利	71.3	21.9	(9.1)	10.7	8.0
						股东净利润	72.2	21.3	(10.1)	11.7	7.8
						盈利能力 (%)					
						毛利率	36.9	40.6	40.7	40.2	40.0
						净利率率	22.4	26.5	24.2	23.7	23.3
						EBIT 利润率	27.4	32.5	30.0	29.1	28.7
						EBITDA 利润率	32.3	38.3	36.8	35.6	35.0
						净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
						其他					
						有效税率 (%)	16.2	16.5	16.2	16.2	16.2
						ROAE (%)	18.8	20.9	16.2	15.9	15.1
						ROAA (%)	13.6	15.5	12.4	12.4	12.0
						存货周转率 (天)	62.5	52.0	52.0	52.0	52.0
						应收帐周转率 (天)	48.5	61.9	61.9	61.9	61.9
						应付帐周转率 (天)	26.1	26.1	26.1	26.1	26.1
<b>资产负债表</b>											
流动资产	23,997	30,422	35,115	43,448	50,721						
存货	3,953	2,886	3,826	3,909	4,596						
合约成本	679	696	696	696	696						
生物资产	1,037	1,155	1,318	1,599	1,880						
应收账款	7,590	9,373	7,180	11,293	8,647						
现金	7,984	13,762	19,552	23,221	32,040						
其他流动资产	2,754	2,551	2,543	2,729	2,862						
非流动资产	40,693	43,247	46,132	48,088	50,241						
物业、厂房及设备	23,445	25,844	29,215	31,610	34,162						
商誉	1,822	1,821	1,821	1,821	1,821						
其他无形资产	926	907	907	907	907						
生物资产	938	1,012	842	675	511						
使用权资产	1,857	2,348	2,033	1,761	1,526						
其他非流动资产	11,704	11,314	11,314	11,314	11,314						
总资产	64,690	73,669	81,247	91,535	100,961						
流动负债	14,499	14,756	15,312	16,695	16,830						
应付账款	7,253	7,334	7,036	8,151	8,071						
借款	3,874	3,722	3,722	3,722	3,722						
合约负债	2,497	1,955	2,806	3,074	3,289						
其他流动负债	853	1,746	1,749	1,749	1,749						
非流动负债	3,264	3,396	3,025	3,025	3,025						
借款	279	687	687	687	687						
其他非流动负债	2,985	2,709	2,338	2,338	2,338						
总负债	17,764	18,152	18,337	19,720	19,855						
股本	2,961	2,969	2,969	2,969	2,969						
储备	43,629	52,154	59,441	68,212	77,355						
股东权益	46,590	55,122	62,410	71,180	80,324						
非控股权益	337	395	500	635	783						
总权益	46,927	55,517	62,910	71,816	81,107						
净现金 (净负债)	3,831	9,354	15,143	18,813	27,632						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测^Non-IFRS 经调整净利润剔除股权激励开支、可转换债券发行成本、可转换债券衍生金融工具部分的公允价值亏损、汇兑损益、并购所得无形资产摊权益类投资损益

## 历史建议和目标价

药明康德 (2359 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2022 年 10 月 28 日	HK\$65.95	买入 (维持)	HK\$108.00
2	2023 年 3 月 22 日	HK\$82.30	增持 (下调)	HK\$93.60
3	2023 年 8 月 3 日	HK\$75.65	买入 (上调)	HK\$100.28
4	2023 年 11 月 1 日	HK\$94.00	中性 (下调)	HK\$99.30
5	2024 年 3 月 20 日	HK\$39.55	中性 (维持)	HK\$37.00

来源: 彭博, 中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格, 与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805