

非新冠业务平稳增长, TIDES 业务持续亮眼

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年全年实现收入 403.4 亿元, 同比+2.5%, 实现归母净利润 96.1 亿元, 同比+9%, 经调整 Non-IFRS 归母净利润 108.6 亿元, 同比+15.5%; 其中单 Q4 实现收入 108 亿元, 同比-1.5%, 实现扣非归母净利润 20.4 亿元, 同比+0.5%, 全年收入迈入 400 亿元规模, 经调整 Non-IFRS 归母净利润首次突破百亿。
- **收入符合预期, 剔除新冠项目后稳健增长。** 2023 年公司业绩平稳增长, 其中剔除新冠商业化项目后收入同比增长 25.6%。1200+新增客户和 6000+活跃客户带来 TIDES 业务在手订单同比增长 226%; 全球 Top20 药企客户贡献收入 161.1 亿元, 剔除新冠商业化项目后同比增长 44%; 使用多业务部门服务客户贡献收入 374.7 亿元, 剔除新冠商业化项目后同比增长 27%。
- **2023 年收入破 400 亿元, 一体化赋能平台持续带来丰硕成果。** 2023 年公司持续强化 CRDMO (合同研究、开发与生产) 和 CTDMO (合同测试、研发和生产) 一体化业务模式, 充分发挥全球布局、多地运营及全产业链覆盖优势, 助力公司业绩持续高增。**1) 化学业务 (WuXi Chemistry):** 2023 年全年实现营收 291.7 亿元 (+1.1%, 剔除新冠商业化项目+36.1%), 过去十二个月成功合成并交付新化合物 42 万个 (+6%); **D&M 端** 全年收入 216.2 亿元 (-0.1%, 剔除新冠商业化项目后+55.1%), 合计新增 20 个商业化和临床 III 期项目; TIDES 业务 (主要为寡核苷酸和多肽) 持续放量, 全年收入 34.1 亿元 (+64.4%, 在手订单同比+226%), 公司完成常州和泰兴基地产能扩建工程。新产能已于 2024 年 1 月投入使用, 多肽固相合成反应釜体积增加至 32000L; **2) 测试业务 (WuXi Testing):** 2023 年全年实现营收 65.4 亿元 (+14.4%), 其中实验室分析与测试收入 47.8 亿元 (+15.3%), 药物安全性评价收入同比增长 27.3%, 保持亚太行业领先; **临床 CRO 及 SMO 收入 17.6 亿元 (+11.8%), SMO 保持中国行业领先;** **3) 生物学业务 (WuXi Biology):** 2023 年全年实现收入 25.5 亿元 (+3.1%), 新分子种类相关收入同比强劲增长 26%, 新分子收入占比持续提升至 27.5%, 综合筛选平台优势持续为公司带来超过 20% 的新客户; **4) 细胞与基因治疗 CTDMO (WuXi ATU):** 2023 年全年实现收入 13.1 亿元 (+0.1%), 助力客户完成的世界首个 TIL 项目 BLA, 一项重磅商业化 CAR-T 产品生产 BLA 申报准备中, 预计 2024H1 完成工艺验证、2024H2 申报 FDA; **5) 国内新药研发服务部 (WuXi DDSU):** 2023 年全年实现收入 7.3 亿元 (-25.1%), 为客户研发的 3 款新药已获批上市, 2 款为口服抗病毒创新药, 1 款为治疗肿瘤药物。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2024-2026 年归母净利润增速分别为 1.2%、16.7%、18.3%, EPS 分别为 3.32 元、3.87 元和 4.57 元, 对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单增长不及预期、外延拓展不及预期、行业景气度不及预期等风险。

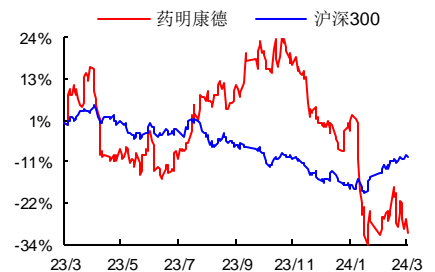
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40340.81	40180.82	45113.54	51761.63
增长率	2.51%	-0.40%	12.28%	14.74%
归属母公司净利润(百万元)	9606.75	9724.69	11346.42	13417.26
增长率	9.00%	1.23%	16.68%	18.25%
每股收益EPS(元)	3.28	3.32	3.87	4.57
净资产收益率 ROE	17.47%	15.51%	15.73%	16.11%
PE	16	15	13	11
PB	2.70	2.37	2.06	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	29.33
流通 A 股(亿股)	25.46
52 周内股价区间(元)	48.23-90.88
总市值(亿元)	1,490.36
总资产(亿元)	736.69
每股净资产(元)	18.57

相关研究

1. 药明康德(603259): 非新冠业务稳健增长, TIDES 业务放量加速 (2023-11-06)
2. 药明康德(603259): CDMO 强劲增长持续, 期待新业务加速放量 (2023-08-02)
3. 药明康德(603259): 年报业绩高增持续, CRDMO/CTDMO 模式加速赋能 (2023-03-29)

盈利预测

关键假设:

1) Wuxi Chemistry: 一体化 CRDMO 商业模式驱动持续增长, TIDES 业务继续放量。工艺研发和生产 (D&M): 2022-2023 年商业化订单持续交付, D&M 项目收入及毛利率大幅提升; 随着大订单交付进入尾声, 2024 年商业化项目表观收入增速及毛利率略有下降, 2025-2026 年小分子 CDMO 仍维持平稳增长、新分子业务 (TIDES) 放量强劲。预计 2024-2026 年 D&M 项目数量增速分别为 -4.7%、15.8%、17.3%; 药物发现 (R): 作为下游业务“流量入口”, 成功合成并交付新化合物能力稳步提升, 预计 2024-2026 年交付新化合物数增速分别为 1%、5%、10%; 预计 2024-2026 年 Wuxi Chemistry 毛利率略有提升, 分别为 45%、45.5%、46%;

2) Wuxi Testing: 药物安全性评价及 SMO 业务保持领先地位, 驱动持续增长。实验室分析与测试服务: 药物安全性评价保持亚太领先地位, 预计 2024-2026 年实验室分析与测试服务项目数量增速分别为 14.9%、12.9%、11.9%; 临床 CRO&SMO: 临床 CRO 持续助力客户获批临床试验批件及上市申请递交、SMO 业务保持高速增长, 预计 2024-2026 年临床 CRO&SMO 项目数量增速分别为 13.5%、14.6%、15.4%, 预计 2024-2026 年 Wuxi Testing 毛利率略有提升, 分别为 38%、40%、42%;

3) Wuxi Biology: 新分子种类相关业务驱动增长, 生物学平台为公司持续引流。2024 年预计需求端仍受行业景气度波动影响, 预计 2024-2026 年 Wuxi Biology 项目数量增速分别为 -0.9%、11.5%、14.5%, 毛利率分别为 41%、41.5%、42%;

4) Wuxi ATU: 一体化 CTDMO 商业模式驱动增长, 管线及商业化项目持续进展, 目前高端治疗领域尚处于发展初期, 2024 年预计需求端仍受行业景气度波动影响, 预计 2024-2026 年 Wuxi ATU 项目数量增速分别为 4.5%、7.2%、17%, 毛利率分别为 -8%、-3%、3%;

5) Wuxi DDSU: 2023 年为客户研发的新药获批上市元年, 实现销售收入分成从 0 到 1 突破, 未来将持续获得新药销售收入分成, 预计 2024-2026 年 DDSU 项目收入分别为 5.1、4.1、3.7 亿元, 毛利率分别为 35%、38%、40%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表:

表 1: 公司分类收入及毛利率预测

单位: 亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
Wuxi Chemistry	收入	291.7	282.4	318.8	368.1
	增速	1.1%	-3.2%	12.9%	15.5%
	毛利率	44.5%	45.0%	45.5%	46.0%
Wuxi Testing	收入	65.4	74.9	84.9	95.8
	增速	14.4%	14.5%	13.4%	12.9%
	毛利率	37.4%	38.0%	40.0%	42.0%
Wuxi Biology	收入	25.5	25.3	28.2	32.3
	增速	3.1%	-0.9%	11.5%	14.5%
	毛利率	40.4%	41.0%	41.5%	42.0%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
WuXi ATU	收入	13.1	13.7	14.7	17.2
	增速	0.1%	4.5%	7.2%	17.0%
	毛利率	-10.0%	-8.0%	-3.0%	3.0%
WuXi DDSU	收入	7.3	5.1	4.1	3.7
	增速	-25.1%	-30.0%	-20.0%	-10.0%
	毛利率	35.7%	35.0%	38.0%	40.0%
其他	收入	0.4	0.5	0.5	0.5
	增速	22.1%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	45.0%	43.0%	43.0%	43.0%
合计	收入	403.4	401.8	451.1	517.6
	增速	2.5%	-0.4%	12.3%	14.7%
	毛利率	41.2%	41.5%	42.6%	43.5%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取了行业中与药明康德业务相近的凯莱英、博腾股份、康龙化成、九洲药业、诺泰生物五家公司, 2024 年五家公司平均 PE 为 26 倍。药明康德作为一体化 CRDMO/CTDMO 龙头, 在产能利用率、质量体系等方面上远超竞争对手, 同时公司研发实力强劲, 拥有多项核心技术, 竞争对手短期难以超越。我们给予公司 2024 年 22X PE, 对应目标价为 73.04 元, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
凯莱英	97.80	6.67	5.76	7.29	15	17	13
博腾股份	20.49	1.00	0.99	1.30	20	21	16
康龙化成	22.85	0.96	1.22	1.56	24	19	15
九洲药业	19.84	1.35	1.67	3.06	15	12	6
诺泰生物	57.48	0.76	0.93	1.25	76	62	46
平均值					30	26	19

数据来源：Wind, 西南证券整理

风险提示

订单增长不及预期、外延拓展不及预期、行业景气度不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	40340.81	40180.82	45113.54	51761.63	净利润	9700.26	9817.04	11456.19	13546.40
营业成本	23728.80	23501.93	25910.14	29225.84	折旧与摊销	2287.74	1565.83	1660.18	1762.67
营业税金及附加	297.48	281.27	315.79	362.33	财务费用	-338.12	1.70	-63.44	-140.66
销售费用	701.03	1165.24	1263.18	1449.33	资产减值损失	-156.51	-150.00	-150.00	-150.00
管理费用	2878.77	3937.72	4376.01	5020.88	经营营运资本变动	-645.64	-489.71	-835.27	-937.73
财务费用	-338.12	1.70	-63.44	-140.66	其他	2539.18	-214.40	-261.87	-246.04
资产减值损失	-156.51	-150.00	-150.00	-150.00	经营活动现金流净额	13386.91	10530.45	11805.80	13834.64
投资收益	233.85	300.00	300.00	300.00	资本支出	-2825.12	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	-37.81	100.00	100.00	100.00	其他	-4735.41	2085.78	1200.00	1100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7560.53	-1914.22	-2800.00	-2900.00
营业利润	11872.29	11842.96	13861.85	16393.92	短期借款	-207.06	-667.06	-1000.00	-800.00
其他非经营损益	-40.29	-39.10	-40.11	-39.30	长期借款	407.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	11831.99	11803.86	13821.74	16354.62	股权融资	1897.82	0.00	0.00	0.00
所得税	2131.73	1986.82	2365.55	2808.21	支付股利	-2649.08	-1921.35	-1944.94	-2269.28
净利润	9700.26	9817.04	11456.19	13546.40	其他	-3390.99	-259.04	263.44	540.66
少数股东损益	93.51	92.35	109.77	129.14	筹资活动现金流净额	-3941.38	-2847.45	-2681.50	-2528.62
归属母公司股东净利润	9606.75	9724.69	11346.42	13417.26	现金流量净额	2017.13	5768.78	6324.30	8406.02
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13764.06	19532.84	25857.14	34263.16	成长能力				
应收和预付款项	8323.24	7715.21	8871.99	10091.90	销售收入增长率	2.51%	-0.40%	12.28%	14.74%
存货	4736.23	4655.35	5147.89	5805.74	营业利润增长率	11.45%	-0.25%	17.05%	18.27%
其他流动资产	3598.94	1160.16	1301.23	1491.36	净利润增长率	8.96%	1.20%	16.70%	18.25%
长期股权投资	2215.63	2215.63	2215.63	2215.63	EBITDA 增长率	14.02%	-2.98%	15.27%	16.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	24172.31	26019.15	27771.64	29421.64	毛利率	41.18%	41.51%	42.57%	43.54%
无形资产和开发支出	3684.67	4439.98	5195.28	5950.58	三费率	8.04%	12.70%	12.36%	12.23%
其他非流动资产	13174.27	12106.29	11138.32	10270.35	净利率	24.05%	24.43%	25.39%	26.17%
资产总计	73669.35	77844.61	87499.12	99510.36	ROE	17.47%	15.51%	15.73%	16.11%
短期借款	3667.06	3000.00	2000.00	1200.00	ROA	13.17%	12.61%	13.09%	13.61%
应付和预收款项	5144.70	4836.43	5455.70	6143.76	ROIC	27.56%	26.36%	28.14%	30.41%
长期借款	687.02	687.02	687.02	687.02	EBITDA/销售收入	34.26%	33.38%	34.27%	34.81%
其他负债	8653.13	6020.34	6544.32	7390.38	营运能力				
负债合计	18151.90	14543.78	14687.04	15421.16	总资产周转率	0.58	0.53	0.55	0.55
股本	2968.84	2933.20	2933.20	2933.20	固定资产周转率	2.57	2.28	2.44	2.66
资本公积	28401.01	28436.65	28436.65	28436.65	应收账款周转率	5.82	5.29	5.76	5.77
留存收益	26796.82	34600.16	44001.65	55149.62	存货周转率	4.51	4.99	5.25	5.31
归属母公司股东权益	55122.45	62813.49	72214.97	83362.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.56%	—	—	—
少数股东权益	394.99	487.34	597.11	726.25	资本结构				
股东权益合计	55517.45	63300.83	72812.08	84089.20	资产负债率	24.64%	18.68%	16.79%	15.50%
负债和股东权益合计	73669.35	77844.61	87499.12	99510.36	带息债务/总负债	23.99%	25.35%	18.30%	12.24%
					流动比率	2.06	3.01	3.76	4.58
					速动比率	1.74	2.58	3.29	4.07
					股利支付率	27.58%	19.76%	17.14%	16.91%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	13821.90	13410.48	15458.59	18015.93	每股收益	3.28	3.32	3.87	4.57
PE	15.51	15.33	13.14	11.11	每股净资产	18.79	21.41	24.62	28.42
PB	2.70	2.37	2.06	1.79	每股经营现金	4.56	3.59	4.02	4.72
PS	3.69	3.71	3.30	2.88	每股股利	0.90	0.66	0.66	0.77
EV/EBITDA	9.42	9.14	7.51	5.97					
股息率	1.78%	1.29%	1.31%	1.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
