

药明康德（603259.SH）——2023 年年报点评

全年业绩平稳增长，一体化平台模式持续驱动成长

买入

核心观点

全年业绩增长平稳，营收规模突破四百亿。2023 年全年营收 403.41 亿元（+2.5%，剔除新冠商业化项目+25.6%），归母净利润 96.07 亿元（+9.0%），扣非归母净利润 97.48 亿元（+16.8%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 108.55 亿元（+15.5%）。其中，四季度单季度营收 107.99 亿元（-1.5%），单季度归母净利润 15.30 亿元（+6.6%），单季度扣非归母净利润 20.38 亿元（+0.5%）。2023 年销售毛利率 41.18%（+3.88pp），销售净利率 24.05%（+1.43pp），利润率稳健上升。

除 DDSU 业务外，各板块收入均实现增长。公司 2023 年化学、测试、生物学、ATU、DDSU 业务营收分别为 291.71 亿元（+1.1%）、65.40 亿元（+14.4%）、25.53 亿元（+3.2%）、13.10 亿元（+0.2%）、7.26 亿元（-25.2%）。化学业务剔除新冠商业化项目后，同比强劲增长 36.1%，主要系一体化 CRDMO 商业模式驱动以及 TIDES 业务继续放量。

“一体化 CRDMO 和 CTDMO 商业模式”持续驱动增长。1) 化学业务方面，公司小分子 CRDMO 化学业务增长强劲，截至 2023 年末，D&M 分子管线总数达到 3201 个，包括 61 个商业化项目，66 个临床 III 期项目，326 个临床 II 期项目，2748 个临床前和临床 I 期项目。2) ATU 业务方面，截至 2023 年末，总计为 64 个项目提供工艺开发、检测与生产服务，包括 1 个商业化项目，5 个临床 III 期项目（其中 1 个项目处于上市申请审核阶段，2 个项目处于上市申请准备阶段），9 个临床 II 期项目，以及 49 个临床前和临床 I 期项目。

测试和生物学业务稳步增长，DDSU 升级成效显著。1) 测试业务方面，公司 2023 年药物安全性评价业务收入同比增长 27.3%，保持亚太行业领先地位；SMO 业务同比增长 26.1%，保持中国行业领先地位。2) 生物学业务方面，新分子种类相关业务驱动强劲，2023 年新分子种类相关收入同比增长 26%，贡献生物学业务收入的 27.5%。3) DDSU 业务方面，公司持续聚焦优质项目管线，业务迭代升级成效已初步显现，2023 年共有 3 款为客户研发的新药获批上市，使公司实现销售收入分成从 0 到 1 的突破。

风险提示：地缘政治风险；景气度下行风险；行业竞争加剧风险。

投资建议：一体化核心优势持续，维持“买入”评级。公司行业地位保持稳固，23 年全年业绩保持稳健。考虑到地缘政治因素带来的不确定性，下调 2024/2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 94.43/107.67/122.83 亿元（原 2024/2025 年 121.27/158.02 亿元），同比增速-1.71%/14.03%/14.08%，当前股价对应 PE=15.7/13.8/12.1。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,355	40,341	39,270	43,959	49,297
(+/-%)	71.8%	2.5%	-2.7%	11.9%	12.1%
净利润(百万元)	8814	9607	9443	10767	12283
(+/-%)	72.9%	9.0%	-1.7%	14.0%	14.1%
每股收益(元)	2.82	3.24	3.18	3.63	4.14
EBIT Margin	23.6%	28.0%	27.0%	27.8%	28.5%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	19.0%	15.2%	15.5%	15.6%
市盈率 (PE)	15.3	15.5	15.7	13.8	12.1
EV/EBITDA	15.4	12.5	13.0	11.1	9.6
市净率 (PB)	3.18	2.69	2.40	2.13	1.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

47.91 元

总市值/流通市值

140533/140533 百万元

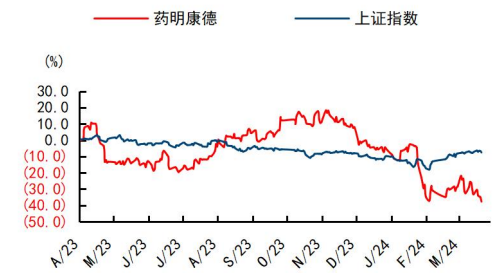
52 周最高价/最低价

93.56/45.20 元

近 3 个月日均成交额

3834.12 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

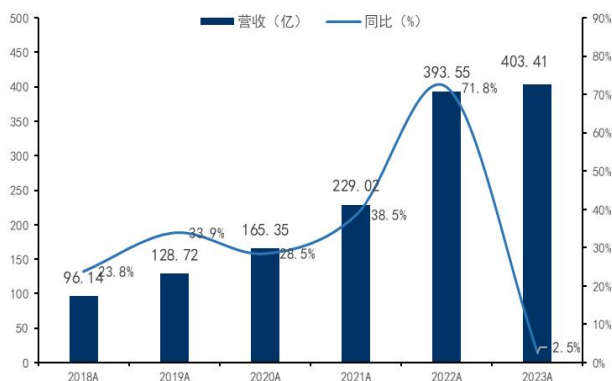
相关研究报告

《药明康德（603259.SH）——2023 年半年报点评-业绩稳步增长，一体化商业模式优势持续显现》——2023-08-02

《药明康德（603259.SH）——2022 年年报点评-全年营收增长 71.84%，单四季度营收持续突破百亿》——2023-04-18

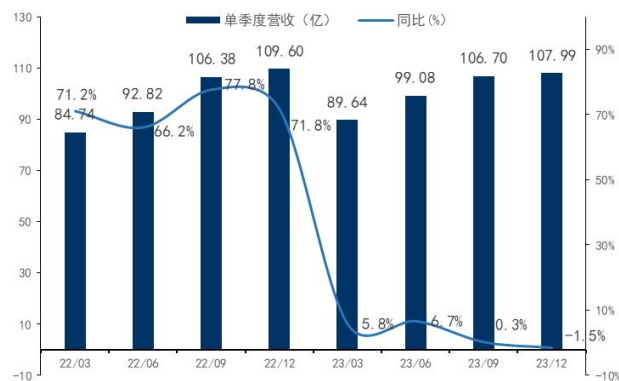
全年业绩增长平稳，营收规模突破四百亿。2023 年全年营收 403.41 亿元 (+2.5%，剔除新冠商业化项目+25.6%)，收入突破四百亿规模，归母净利润 96.07 亿元 (+9.0%)，扣非归母净利润 97.48 亿元 (+16.8%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 108.55 亿元 (+15.5%)，首次突破百亿。其中，四季度单季度营收 107.99 亿元 (-1.5%)，单季度归母净利润 15.30 亿元 (+6.6%)，单季度扣非归母净利润 20.38 亿元 (+0.5%)。2023 年公司不断提升经营效率，规模效应持续显现，业绩保持稳健增长。

图1: 药明康德营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



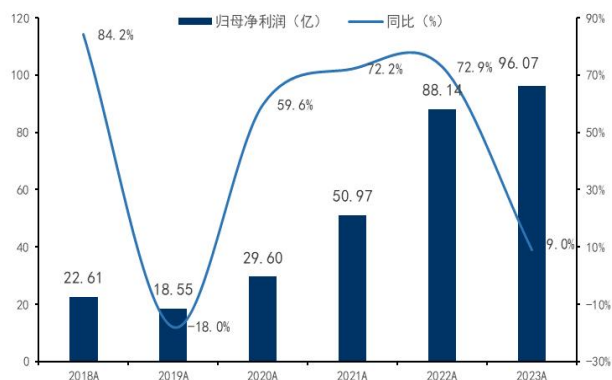
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 药明康德单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



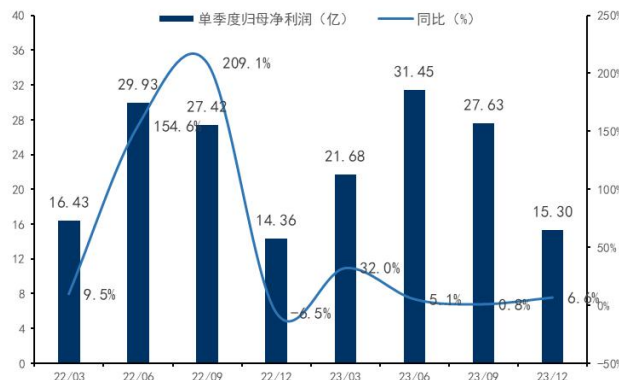
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 药明康德归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

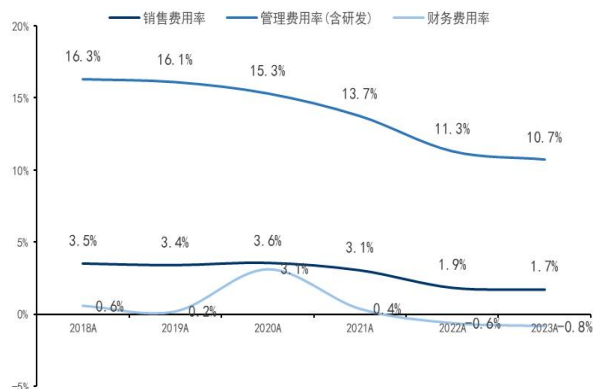
图4: 药明康德单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

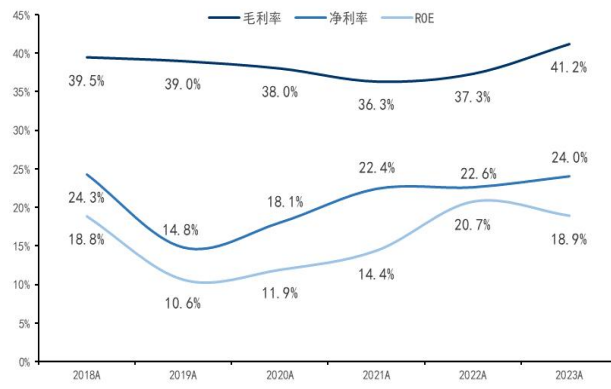
毛利率稳健增长，费用控制良好。2023 年销售毛利率 41.18% (+3.88pp)，销售净利率 24.05% (+1.43pp)，稳中有升。销售费用率 1.74% (-0.12pp)，管理 (含研发) 费用率 10.71% (-0.57pp)，财务费用率 -0.84% (-0.21pp)。三项费用率合计 11.61% (-0.90pp)，三项费用率均有所降低，运营效率持续提升，费用控制良好。

图5: 药明康德三费情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

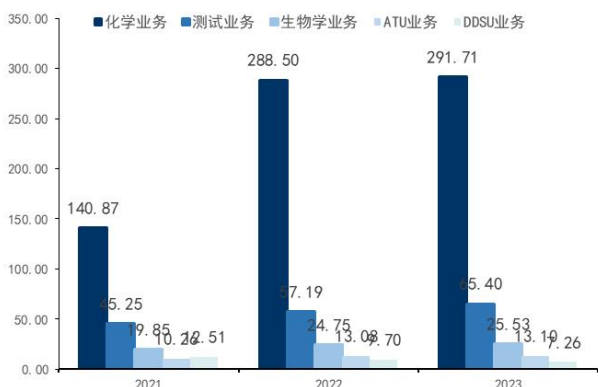
图6: 药明康德利润率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

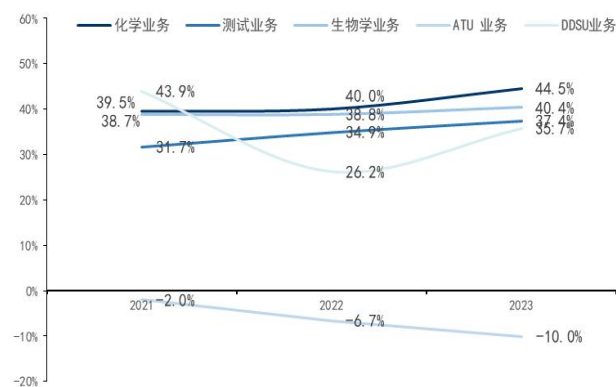
除 DDSU 业务外, 各板块收入均实现增长。公司 2023 年化学、测试、生物学、ATU、DDSU 业务营收分别为 291.71 亿元 (+1.1%)、65.40 亿元 (+14.4%)、25.53 亿元 (+3.2%)、13.10 亿元 (+0.2%)、7.26 亿元 (-25.2%)。化学业务剔除新冠商业化项目后, 同比强劲增长 36.1%, 主要系一体化 CRDMO 商业模式驱动以及 TIDES 业务继续放量。

图7: 药明康德 2021-2023 年各板块收入 (单位: 亿元)



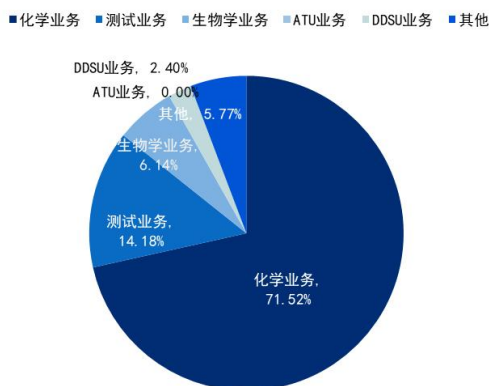
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 药明康德 2021-2023 年各板块毛利率 (单位: %)



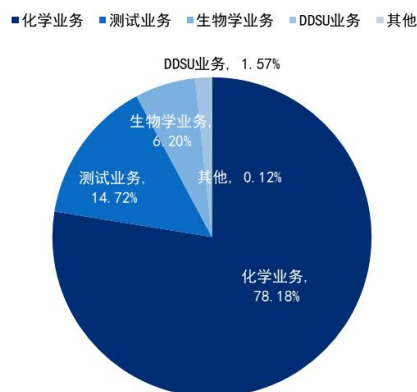
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 药明康德 2023 年各板块收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 药明康德 2023 年各板块毛利占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“一体化 CRDMO 和 CTDMO 商业模式”持续驱动增长。1) **化学业务方面:** 公司小分子 CRDMO 化学业务增长强劲, 2023 年, 公司累计新增 1,255 个分子。截至 2023 年末, D&M 分子管线总数达到 3,201 个, 包括 61 个商业化项目, 66 个临床 III 期项目, 326 个临床 II 期项目, 2,748 个临床前和临床 I 期项目。其中, 商业化和临床 III 期项目合计新增 20 个。2024 年 1 月, 全新的泰兴原料药生产基地部分投入运营, 赋能业务持续增长。2) **ATU 业务方面:** 公司持续加强 CTDMO 服务平台建设, 2023 年完成了首个商业化项目获批。截至 2023 年末, 公司总计为 64 个项目提供工艺开发、检测与生产服务, 包括 1 个商业化项目, 5 个临床 III 期项目 (其中 1 个项目处于上市申请审核阶段, 2 个项目处于上市申请准备阶段), 9 个临床 II 期项目, 以及 49 个临床前和临床 I 期项目。此外, 公司的第 2 个商业化项目已于 2024 年 2 月获批。公司的一体化 CRDMO 和 CTDMO 平台将助力管线项目持续推进, 持续驱动收入增长。

表1: 药明康德化学业务和 ATU 业务项目数量情况

	2020	2021	2022	2023
小分子药 CRDMO	1314	1666	2341	3201
临床 I 期及临床前项目	1024	1318	1941	2748
临床 II 期项目	217	257	293	326
临床 III 期项目	45	49	57	66
商业化项目	28	42	50	61
其中				
新分子种类相关 (TIDES)	39	99	189	267
基因和细胞治疗 CTDMO	36	74	68	64
临床 I 期及临床前项目	24	58	50	49
临床 II 期项目	12	5	10	9
临床 III 期项目		11	8	5
商业化项目				1

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

测试业务稳步增长，药物安全性评价及 SMO 业务保持领先地位。2023 年实验室分析及测试服务收入人民币 47.8 亿元，同比增长 15.3%。其中，药物安全性评价业务收入同比增长 27.3%，保持亚太行业领先地位；临床 CRO 及 SMO 业务收入人民币 17.6 亿元，同比增长 11.8%。其中，SMO 业务同比增长 26.1%，保持中国行业领先地位；2023 年全年 SMO 业务共助力客户 54 个新药产品获批上市，临床 CRO 业务助力客户获得 21 项临床试验批件，并申报递交 5 项上市申请。

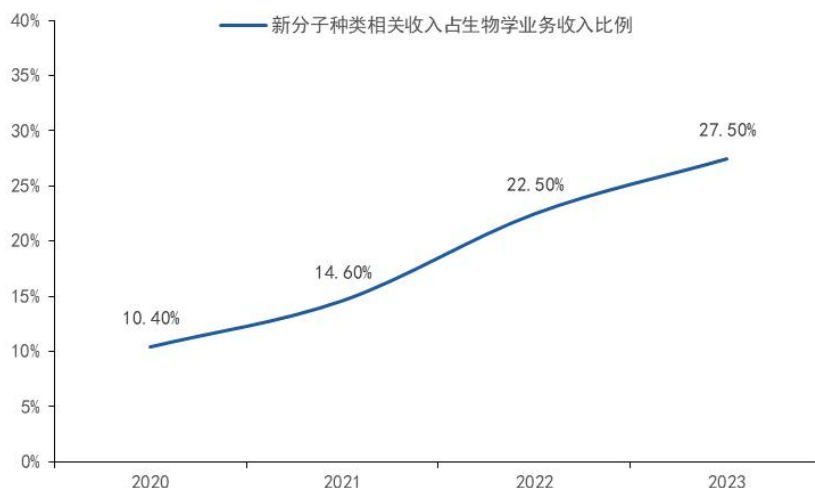
表2: 药明康德 SMO 和临床 CRO 业务赋能情况

	2021	2022	2023
SMO 业务			
获批产品数	25	35	54
临床 CRO 业务			
获批临床试验批件数	19	15	21
递交上市申请数	12		5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

生物学平台持续引流，新分子种类相关业务驱动强劲。2023 年，公司持续深化生物学业务的产能布局，打造了高通量自动化蛋白生产线，推出全新服务 DELvision(蛋白质-DEL 信息库)，赋能客户更高效解析蛋白质-小分子相互作用，并于 2023 年第四季度建成苏州郭巷智研平台，强化体外生物学和体内药理药效新能力布局。公司的核酸类新分子平台服务客户数及项目数持续增加，已累计为超过 200 家客户提供服务，自 2021 年以来已成功交付超过 900 个项目。总体而言，生物学业务板块新分子种类相关收入同比增长 26%，贡献生物学业务收入的 27.5%。

图11: 药明康德新分子种类相关业务占生物学业务比例持续上升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

DDSU 升级成效显著，3 款新药已获批上市。公司持续聚焦优质项目管线，业务迭代升级成效已初步显现。2023 年共有 3 款为客户研发的新药获批上市，使公司实现销售收入分成从 0 到 1 的突破。公司 2023 年全年为客户完成 18 个项目的 IND 申报工作，同时获得 25 个临床试验批件（CTA）。截至 2023 年底，公司已累计为客户完成 190 个项目的 IND 申报工作，并获得 169 个项目的 CTA，其中，3 个项目已获批上市；2 个项目处于上市申请阶段；4 个临床 III 期项目；32 个临床 II 期项目；73 个临床 I

期项目。此外，公司正在为客户开展 17 个新分子种类项目，覆盖多肽/多肽偶联药物、蛋白降解剂和寡核苷酸，已有多个项目完成临床前开发工作并递交 IND 申请，其中 5 个项目已进入临床阶段。

表3: 药明康德 DDSU 项目情况

	2020	2021	2022	2023
年度为客户申报				
IND 申报	33	26	28	18
临床试验批件	30	23	34	25
累计为客户申报				
IND 申报	118	144	172	190
临床试验批件	87	110	144	169
项目临床试验进展				
临床 I 期及临床前项目	60	74	75	73
临床 II 期项目	9	14	24	32
临床 III 期项目	2	3	7	4
上市申请项目		1	1	2
获批上市项目				3

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：一体化核心优势持续，维持“买入”评级。公司行业地位保持稳固，23 年全年业绩保持稳健。考虑到地缘政治因素带来的不确定性，下调 2024/2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 94.43/107.67/122.83 亿元（原 2024/2025 年 121.27/158.02 亿元），同比增速 -1.71%/14.03%/14.08%，当前股价对应 PE=15.7/13.8/12.1。

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/03/21 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
603259.SH	药明康德	50.02	1,415	2.82	3.24	3.18	3.63	15.3	15.5	15.7	13.8	20.6	1.8	买入
002821.SZ	凯莱英	96.24	346	9.00	6.67	5.76	7.29	10.8	14.4	16.7	13.2	23.6	(2.5)	无
300759.SZ	康龙化成	22.35	360	1.16	0.96	1.22	1.56	29.1	23.3	18.3	14.3	13.3	1.8	无
300363.SZ	博腾股份	20.13	110	3.69	1.00	0.99	1.30	5.5	20.2	20.3	15.5	40.3	(0.7)	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：凯莱英、康龙化成、博腾股份盈利预测为 wind 一致预期；药明康德 23 年 EPS 为实际值

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7986	13764	14194	14255	15870	营业收入	39355	40341	39270	43959	49297
应收款项	6217	8080	6133	6865	7698	营业成本	24677	23729	23414	25979	28888
存货净额	5669	4736	4635	5068	5574	营业税金及附加	200	297	290	324	364
其他流动资产	2696	3046	2121	2374	2662	销售费用	732	701	679	752	833
流动资产合计	23997	30422	27879	29359	32601	管理费用	2826	2879	2796	3077	3402
固定资产	21645	24172	31475	37876	44037	研发费用	1614	1441	1394	1539	1701
无形资产及其他	1785	1864	1789	1715	1640	财务费用	(248)	(338)	(196)	(220)	(246)
投资性房地产	16061	14995	14995	14995	14995	投资收益	188	234	983	983	664
长期股权投资	1203	2216	2516	2816	3116	资产减值及公允价值变动	594	(194)	480	143	484
资产总计	64690	73669	78653	86760	96390	其他收入	(1298)	(1240)	(2082)	(1891)	(2074)
短期借款及交易性金融负债	4102	3962	4500	4100	4000	营业利润	10652	11872	11667	13283	15131
应付款项	1659	1645	1444	1579	1737	营业外净收支	(34)	(40)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	8739	9149	7046	7713	8489	利润总额	10618	11832	11637	13253	15101
流动负债合计	14499	14756	12990	13392	14226	所得税费用	1716	2132	2095	2386	2718
长期借款及应付债券	781	687	687	687	687	少数股东损益	89	94	100	100	100
其他长期负债	2483	2709	2589	2469	2349	归属于母公司净利润	8814	9607	9443	10767	12283
长期负债合计	3264	3396	3276	3156	3036	现金流量表 (百万元)					
负债合计	17764	18152	16265	16548	17261	净利润	8814	9607	9443	10767	12283
少数股东权益	337	395	467	539	611	资产减值准备	143	(19)	62	56	55
股东权益	46590	55122	61921	69674	78517	折旧摊销	1494	2059	2090	2660	3242
负债和股东权益总计	64690	73669	78653	86760	96390	公允价值变动损失	(594)	194	(480)	(143)	(484)
关键财务与估值指标						财务费用	(248)	(338)	(196)	(220)	(246)
每股收益	2.82	3.24	3.18	3.63	4.14	营运资本变动	(966)	388	611	(681)	(759)
每股红利	0.54	0.93	0.89	1.02	1.16	其它	(70)	86	10	16	17
每股净资产	15.74	18.57	20.86	23.47	26.45	经营活动现金流	8821	12315	11736	12676	14355
ROIC	18%	18%	16%	16%	16%	资本开支	0	(4216)	(8900)	(8900)	(8900)
ROE	21%	19%	15%	15%	16%	其它投资现金流	(903)	633	0	0	0
毛利率	37%	41%	40%	41%	41%	投资活动现金流	(1427)	(4595)	(9200)	(9200)	(9200)
EBIT Margin	24%	28%	27%	28%	28%	权益性融资	161	247	0	0	0
EBITDA Margin	27%	33%	32%	34%	35%	负债净变化	279	408	0	0	0
收入增长	72%	3%	-3%	12%	12%	支付股利、利息	(1598)	(2756)	(2644)	(3015)	(3439)
净利润增长率	73%	9%	-2%	14%	14%	其它融资现金流	(5169)	2507	538	(400)	(100)
资产负债率	28%	25%	21%	20%	19%	融资活动现金流	(7647)	(1942)	(2106)	(3415)	(3539)
息率	1.1%	1.9%	1.8%	2.0%	2.3%	现金净变动	(253)	5778	430	61	1615
P/E	15.3	15.5	15.7	13.8	12.1	货币资金的期初余额	8239	7986	13764	14194	14255
P/B	3.2	2.7	2.4	2.1	1.9	货币资金的期末余额	7986	13764	14194	14255	15870
EV/EBITDA	15.4	12.5	13.0	11.1	9.6	企业自由现金流	0	7491	2512	3095	5093
						权益自由现金流	0	10407	3211	2874	5197

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032