

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明康德 (603259)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

史慧颖 医药行业分析师

执业编号: S1500523080003

联系电话: 18217132561

邮箱: shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

## 维持全年指引不变, TIDES 业务逆势增长

2024年07月30日

**事件:** 药明康德发布 2024 年中报。公司 2024 H1 实现收入 172.41 亿元 (同比-8.64%), 归母净利润 42.40 亿元 (同比-20.2%), 扣非归母净利润 44.14 亿元 (同比-8.33%), 经调整 Non-IFRS 净利润 43.72 亿元 (同比-14.2%), 经营活动现金流净额为 49.66 亿元 (同比-11.29%)。2024 年 Q2 实现收入 92.59 亿元 (同比-6.55%), 归母净利润 22.98 亿元 (同比-26.94%), 扣非归母净利润 23.80 亿元 (同比-17.73%), 经调整 Non-IFRS 净利润 24.6 亿元 (同比-10.64%)。

**点评:**

- **盈利能力小幅降低, 费用率相对稳定。利润率方面,** 2024 H1 公司实现综合毛利率 39.37% (-1.1pp), 归母净利率 24.59% (-3.6pp), 扣非归母净利率 25.60% (+0.4pp), 经调整 Non-IFRS 净利率为 25.35% (-1.7pp), 公司经营效率持续提升, 但受到项目组合变化以及市场的综合影响利润率有所降低; **费用率方面,** 2024 H1 期间费用率为 9.3% (-0.3pp), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.1% (+0.2pp)/7.0% (+0.3pp)/3.7% (+0.2pp)/-3.5% (-1.0pp), 整体费用率保持相对稳定。
- **多业务协同驱动公司发展, 受行业环境影响增速有所下滑。** 2024 年上半年, 五大板块业务细节如下, **1) Chemistry:** 实现收入 122.1 亿 (-9.34%), 剔除新冠业务后同比增长 2.1%, 其中 D&M 相关收入 73.9 亿元 (-23.6%)、剔除新冠业务后 D&M 同比降低 2.7%, 公司预计全年保持正增长。TIDES (多肽及寡核苷酸等) 收入 20.8 亿元, 同比增长 57.2%, 2024 年 1 月, 公司多肽固相合成反应釜体积增加至 3.2WL, 我们预计产能增长有望推动收入增长。**2) Testing:** 实现收入 30.2 亿 (-2.35%), 其中实验室分析及测试服务收入 21.2 亿 (-5.4%), 临床 CRO 及 SMO 收入 8.9 亿 (+5.8%)、单 SMO 收入增长 20.4%。**3) Biology:** 实现收入 11.7 亿 (-5.17%), 新分子种类相关收入增长 8.1%, 占生物学收入比例提升至 29.0%。**4) ATU:** 全年收入 5.7 亿 (-19.43%), 收入降低主要系商业化项目仍处于放量早期、部分项目延迟或因客户原因取消、新签订单受美国拟议法案影响有所不足等因素影响。**5) DDSU:** 实现收入 2.6 亿 (-24.80%)。
- **维持原有业绩指引, 提质增效回报股东。** 尽管面临外部环境的不确定性, 公司仍维持原有的业绩指引: 预计 2024 年收入可达到人民币 383-405 亿元, 剔除特定商业化生产项目后将保持正增长 (预计增长率为 2.7%-8.6%)。公司持续提升全球运营能力及规模、不断提升资产利用效率: 2023 年, 公司 GLP 资质设施总计新增 2Wm<sup>2</sup>; 2024 年 1 月, 多肽固相合成反应釜总体积增加至 3.2WL; 2024 年 5 月, 新加坡的研发及生产基地正式开工建设。自 2018 年上市以来, 公司累计分红总计 92 亿元, 位居行业头部; 2014 年 1 月以来, 公司先后完成价值 13 亿港元的 H 股回购和 20 亿人民币的 A 股回购, 并已全部完成股份注销, 累计注销股份占截至目前公司总股本的 1.97%。回购及注销金额排名 A 股上市公司

前列。公司持续增强综合实力，提升业绩表现，维护公司价值和股东权益。

- **盈利预测：**我们预计 **2024-2026** 年公司营业收入为 **395.16/418.84/445.57** 亿元，同比增长**-2.0%/6.0%/6.4%**；归母净利润分别为 **93.51/103.24/110.93** 亿元，同比增长**-2.7%/10.4%/7.5%**，对应 **2024-2026** 年 PE 分别为 **12.1/11.0/10.2** 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧、研发投入及外包需求下降、政策风险、新业务拓展不及预期等风险。

| 重要财务指标            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 39,355 | 40,341 | 39,516 | 41,884 | 44,557 |
| 增长率 YoY %         | 71.8%  | 2.5%   | -2.0%  | 6.0%   | 6.4%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 8,814  | 9,607  | 9,351  | 10,324 | 11,093 |
| 增长率 YoY%          | 72.9%  | 9.0%   | -2.7%  | 10.4%  | 7.5%   |
| 毛利率%              | 37.3%  | 41.2%  | 40.0%  | 41.0%  | 40.9%  |
| 净资产收益率ROE%        | 18.9%  | 17.4%  | 15.9%  | 14.9%  | 13.8%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 3.03   | 3.30   | 3.21   | 3.55   | 3.81   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 12.89  | 11.82  | 12.14  | 11.00  | 10.24  |
| 市净率 P/B(倍)        | 2.44   | 2.06   | 1.93   | 1.64   | 1.42   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 07 月 29 日收盘价

| 资产负债表          |               | 单位:百万元        |               |               |                |  |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--|
| 会计年度           | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E          |  |
| <b>流动资产</b>    | <b>23,997</b> | <b>30,422</b> | <b>34,530</b> | <b>45,611</b> | <b>58,493</b>  |  |
| 货币资金           | 7,986         | 13,764        | 19,307        | 28,658        | 41,047         |  |
| 应收票据           | 75            | 20            | 66            | 58            | 62             |  |
| 应收账款           | 5,973         | 7,901         | 6,251         | 7,550         | 7,408          |  |
| 预付账款           | 291           | 244           | 355           | 370           | 395            |  |
| 存货             | 5,669         | 4,736         | 5,914         | 6,154         | 6,557          |  |
| 其他             | 4,005         | 3,757         | 2,637         | 2,819         | 3,024          |  |
| <b>非流动资产</b>   | <b>40,693</b> | <b>43,247</b> | <b>46,698</b> | <b>48,383</b> | <b>49,142</b>  |  |
| 长期股权投资         | 1,203         | 2,216         | 2,266         | 2,286         | 2,306          |  |
| 固定资产           | 14,171        | 17,190        | 19,314        | 20,591        | 21,055         |  |
| 无形资产           | 1,785         | 1,864         | 2,036         | 2,107         | 2,077          |  |
| 其他             | 23,534        | 21,978        | 23,082        | 23,400        | 23,705         |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>64,690</b> | <b>73,669</b> | <b>81,227</b> | <b>93,994</b> | <b>107,635</b> |  |
| <b>流动负债</b>    | <b>14,499</b> | <b>14,756</b> | <b>16,206</b> | <b>18,043</b> | <b>20,178</b>  |  |
| 短期借款           | 3,874         | 3,667         | 3,000         | 4,000         | 5,000          |  |
| 应付票据           | 19            | 0             | 26            | 27            | 29             |  |
| 应付账款           | 1,641         | 1,645         | 1,975         | 2,058         | 2,196          |  |
| 其他             | 8,966         | 9,444         | 11,205        | 11,957        | 12,953         |  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>3,264</b>  | <b>3,396</b>  | <b>5,728</b>  | <b>6,228</b>  | <b>6,528</b>   |  |
| 长期借款           | 279           | 687           | 2,987         | 3,487         | 3,787          |  |
| 其他             | 2,985         | 2,709         | 2,741         | 2,741         | 2,741          |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>17,764</b> | <b>18,152</b> | <b>21,933</b> | <b>24,270</b> | <b>26,705</b>  |  |
| 少数股东权益         | 337           | 395           | 480           | 574           | 674            |  |
| 归属母公司          | 46,590        | 55,122        | 58,814        | 69,150        | 80,256         |  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>64,690</b> | <b>73,669</b> | <b>81,227</b> | <b>93,994</b> | <b>107,635</b> |  |

| 重要财务指标       |        | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度         | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |  |
| 营业总收入        | 39,355 | 40,341 | 39,516 | 41,884 | 44,557 |  |
| 同比 (%)       | 71.8%  | 2.5%   | -2.0%  | 6.0%   | 6.4%   |  |
| 归属母公司净利润     | 8,814  | 9,607  | 9,351  | 10,324 | 11,093 |  |
| 同比 (%)       | 72.9%  | 9.0%   | -2.7%  | 10.4%  | 7.5%   |  |
| 毛利率 (%)      | 37.3%  | 41.2%  | 40.0%  | 41.0%  | 40.9%  |  |
| ROE%         | 18.9%  | 17.4%  | 15.9%  | 14.9%  | 13.8%  |  |
| EPS (摊薄) (元) | 3.03   | 3.30   | 3.21   | 3.55   | 3.81   |  |
| P/E          | 12.89  | 11.82  | 12.14  | 11.00  | 10.24  |  |
| P/B          | 2.44   | 2.06   | 1.93   | 1.64   | 1.42   |  |
| EV/EBITDA    | 20.65  | 14.85  | 7.27   | 6.05   | 4.98   |  |

| 利润表             |              | 单位:百万元        |               |               |               |  |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度            | 2022A        | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |  |
| <b>营业总收入</b>    | <b>39,35</b> | <b>40,341</b> | <b>39,516</b> | <b>41,884</b> | <b>44,557</b> |  |
| 营业成本            | 24,677       | 23,729        | 23,697        | 24,698        | 26,347        |  |
| 营业税金及附加         | 200          | 297           | 336           | 356           | 379           |  |
| 销售费用            | 732          | 701           | 869           | 880           | 891           |  |
| 管理费用            | 2,826        | 2,879         | 2,766         | 2,932         | 3,119         |  |
| 研发费用            | 1,614        | 1,441         | 1,423         | 1,508         | 1,604         |  |
| 财务费用            | -248         | -338          | -51           | -98           | -263          |  |
| 减值损失合计          | -176         | -157          | -10           | -11           | -12           |  |
| 投资净收益           | 188          | 234           | 395           | 419           | 446           |  |
| 其他              | 1,086        | 163           | 382           | 406           | 433           |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>10,65</b> | <b>11,872</b> | <b>11,243</b> | <b>12,422</b> | <b>13,346</b> |  |
| 营业外收支           | -34          | -40           | -10           | -20           | -20           |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>10,61</b> | <b>11,832</b> | <b>11,233</b> | <b>12,402</b> | <b>13,326</b> |  |
| 所得税             | 1,716        | 2,132         | 1,797         | 1,984         | 2,132         |  |
| <b>净利润</b>      | <b>8,903</b> | <b>9,700</b>  | <b>9,436</b>  | <b>10,418</b> | <b>11,194</b> |  |
| 少数股东损益          | 89           | 94            | 85            | 94            | 101           |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>8,814</b> | <b>9,607</b>  | <b>9,351</b>  | <b>10,324</b> | <b>11,093</b> |  |
| EBITDA          | 11,508       | 14,003        | 13,985        | 15,495        | 16,600        |  |
| EPS (当年) (元)    | 3.01         | 3.27          | 3.21          | 3.55          | 3.81          |  |

| 现金流量表          |               | 单位:百万元        |               |               |               |  |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度           | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |  |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>10,616</b> | <b>13,387</b> | <b>14,509</b> | <b>12,737</b> | <b>15,427</b> |  |
| 净利润            | 8,903         | 9,700         | 9,436         | 10,418        | 11,194        |  |
| 折旧摊销           | 1,917         | 2,512         | 2,802         | 3,190         | 3,536         |  |
| 财务费用           | -187          | 13            | 293           | 385           | 454           |  |
| 投资损失           | -5            | -8            | -188          | -234          | -395          |  |
| 营运资金变动         | 585           | 685           | 2,396         | -881          | 644           |  |
| 其它             | -413          | 711           | -23           | 44            | 45            |  |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-9,668</b> | <b>-7,561</b> | <b>-4,618</b> | <b>-4,501</b> | <b>-3,884</b> |  |
| 资本支出           | -9,668        | -5,500        | -5,710        | -4,820        | -4,240        |  |
| 长期投资           | -80           | -2,343        | 284           | -50           | -40           |  |
| 其他             | 58            | 283           | 808           | 369           | 396           |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,278</b>  | <b>-3,941</b> | <b>-4,516</b> | <b>1,115</b>  | <b>846</b>    |  |
| 吸收投资           | 150           | 247           | -2,975        | 0             | 0             |  |
| 借款             | 1,892         | 201           | 1,633         | 1,500         | 1,300         |  |
| 支付利息或股息        | -1,598        | -2,756        | -3,175        | -385          | -454          |  |
| <b>现金流净增加额</b> | <b>-191</b>   | <b>2,017</b>  | <b>5,543</b>  | <b>9,351</b>  | <b>12,389</b> |  |

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PCC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，团队成员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券，主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。