

评级: 买入(维持)

市场价格: 39.00 元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

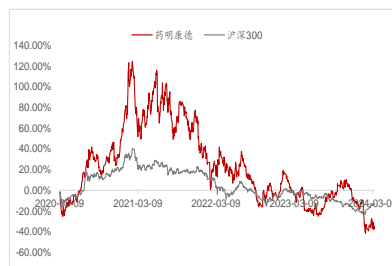
分析师: 崔少煜

执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,911.93
流通股本(百万股)	2,524.85
市价(元)	39.00
市值(百万元)	113,565.27
流通市值(百万元)	98,469.15

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 《药明康德 (603259) -公司点评: 新冠基数扰动 Q1, 全年非新冠业务有望持续稳健增长-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2024.04.30

2 《药明康德 (603259) -公司点评: TIDES 业务持续亮眼, 24 年非新冠业务有望维持稳健-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2024.03.19

公司盈利预测及估值

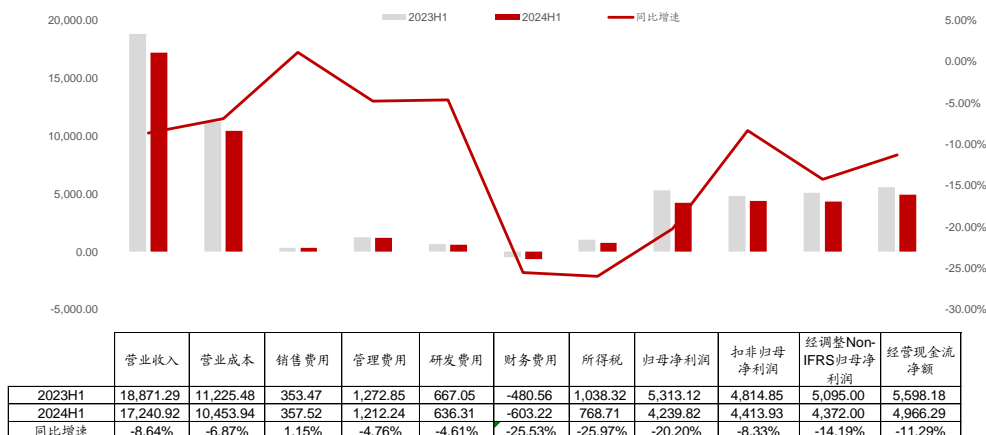
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39354.78	40340.81	39403.85	43631.07	49615.55
增长率 yoy%	71.84%	2.51%	-2.32%	10.73%	13.72%
净利润 (百万元)	8813.71	9606.75	9845.00	11057.59	12925.37
增长率 yoy%	72.91%	9.00%	2.48%	12.32%	16.89%
每股收益 (元)	2.97	3.24	3.32	3.72	4.35
每股现金流量	3.58	4.51	3.98	4.11	4.56
净资产收益率	18.92%	17.43%	15.14%	15.11%	15.62%
P/E	13.14	12.05	11.76	10.47	8.96
PEG	0.18	1.34	4.74	0.85	0.53
P/B	2.49	2.10	1.78	1.58	1.40

备注: 数据截止 2024.07.29

投资要点

- **事件: 公司发布 2024 年中报。2024 年上半年公司实现营业收入 172.41 亿元, 同比下降 8.64%; 归母净利润 42.40 亿元, 同比下降 20.20%; 扣非归母净利润 44.14 亿元, 同比下降 8.33%; 经调整 Non-IFRS 归母净利润 43.72 亿元, 同比下降 14.19%。**
- **剔除新冠影响在手订单快速增长, 全年剔除新冠商业化项目后有望实现 2.7-8.6% 的稳健收入增长。分季度看, 2024Q2 收入 92.59 亿元 (同比-6.55%), 归母 22.98 亿元 (同比-26.94%), 扣非归母 23.80 亿元 (同比-17.73%), 经调整 Non-IFRS 归母 24.59 亿元 (同比-10.68%)。盈利能力上看, 2024H1 毛利率 39.37% (同比-1.15pp), Non-IFRS 毛利率 39.80% (-1.80pp), 归母净利率 24.59% (-3.56pp), Non-IFRS 归母净利率 25.40% (-1.60pp), 我们预计收入、利润略有波动主要系: ①新冠订单确认减少: 2024H1 新冠大订单收入确认减少, 我们预计 2024H1 剔除新冠商业化项目收入略降 0.7%; ② 2024H1 受外部挑战带来早期测试、生物学业务增长略有下降。订单上看, 2024H1 在手订单 431.0 亿元 (+27.2%), 剔除新冠商业化项目同比 +33.2%。源于订单恢复、产能持续释放, 我们预计公司 2024 年有望实现收入端剔除新冠商业化项目后 2.7-8.6% 的稳健增长, 经调整 Non-IFRS 归母净利率有望同 2023 年相当的水平。**
- **化学业务 (WuXi Chemistry): “端到端、一体化”CRDMO 商业模式不断兑现。2024H1 收入 122.1 亿元 (-9.3%), 剔除新冠商业化项目收入增速约 +2.1%。①小分子药物发现服务 (R): 过去 12 个月成功并交付超 45 万个化合物, 同比 +7%, 为后端持续稳健增长奠定基础。②CDMO (工艺研发和生产): “追随并赢得分子”持续推进, 收入 73.9 亿元, 剔除新冠商业化项目收入增速约 -2.7%, 截止 2024H1 研发管线总计 3319 个项目 (+17.7%), 包括 67 个商业化 (+19.6%)。此外, 2024H1 TIDES 业务收入 20.8 亿元, 实现 +57.2% 的强劲增长, 截止 6 月底, TIDES 在手订单同比显著增长 147%。**
- **测试业务 (WuXi Testing): SMO 业务持续快速增长, 安评业务略有波动。2024H1 收入 30.2 亿元 (-2.4%), 其中 ①实验室分析及测试服务: 收入 21.2 亿元 (-5.4%), 安评业务同比下降 6.3%; ②临床 CRO 及 SMO: 收入 8.9 亿元 (+5.8%), 规模不断扩大, 其中 SMO 收入同比增长 20.4%。**
- **生物学业务 (WuXi Biology): 新分子类型业务持续快速增长。2024H1 收入 11.7 亿元 (-5.2%), 其中新分子种类相关收入 +8.1%, 占生物学板块比例提升至 29.0%。**
- **细胞与基因治疗 CTDMO (WuXi ATU): 期待工艺验证 (PPQ) 项目落地带来新增量。2024H1 收入 5.7 亿元 (-19.4%), 其中 H1 服务临床 III 期项目约 5 个, 其中 2 个项目处 BLA 准备阶段, 商业化项目 2 个, 有望逐步贡献新增量。**
- **盈利预测与投资建议: 我们预计 2024-2026 年公司收入 394.04、436.31 和 496.16 亿元, 同比增长 -2.32%、10.73%、13.72%, 归母净利润 98.45、110.58 和 129.25 亿元, 同比增长 2.48%、12.32%、16.89%。公司“一体化、端到端”策略有望夯实竞争壁垒, 驱动公司长期持续增长, 维持“买入”评级。**
- **风险提示事件: 行业监管政策变化的风险、医药研发服务行业竞争加剧的风险、境外经营及国际政策变动的风险、汇率波动的风险**

图表 1: 药明康德主要财务指标变化 (单位: 百万元)



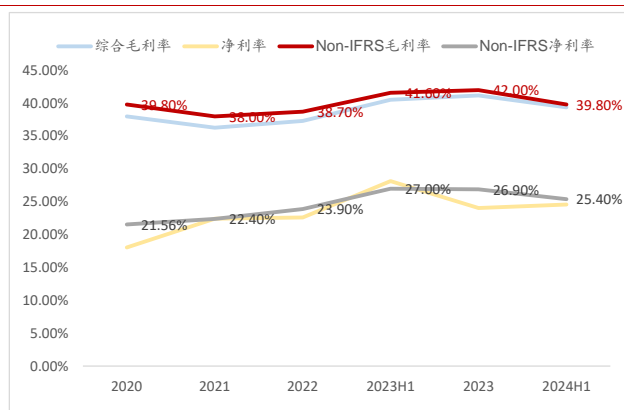
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 药明康德分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	8,474.42	9,281.84	10,638.30	10,960.22	8,963.74	9,907.54	10,670.04	10,799.48	7,981.93	9,258.98
营业收入同比	71.18%	66.16%	77.76%	71.76%	5.77%	6.74%	0.30%	-1.47%	-10.95%	-6.55%
营业收入环比	32.81%	9.53%	14.61%	3.03%	-18.22%	10.53%	7.70%	1.21%	-26.09%	16.00%
营业成本	5,441.33	5,877.98	6,534.45	6,823.46	5,387.88	5,837.60	6,115.83	6,387.49	4,938.38	5,515.55
毛利率	35.79%	36.67%	38.58%	37.74%	39.89%	41.08%	42.68%	40.85%	38.13%	40.43%
销售费用	173.18	182.44	199.69	176.29	175.85	177.62	167.75	179.81	179.09	178.43
管理费用	602.62	667.02	770.38	785.52	649.04	623.81	707.02	898.90	575.86	636.38
研发费用	280.04	377.16	432.07	524.69	357.30	309.74	358.77	414.82	306.40	329.91
财务费用	9.86	-210.11	-268.88	221.17	144.87	-625.43	-172.89	315.33	-424.36	-178.86
营业利润	2,004.96	3,549.41	3,287.82	1,810.05	2,615.35	3,797.09	3,394.98	2,064.87	2,309.85	2,768.61
利润总额	1,998.67	3,542.19	3,278.41	1,799.21	2,608.87	3,786.34	3,386.75	2,050.02	2,297.39	2,752.16
所得税	342.72	522.48	507.45	343.21	423.07	615.25	595.00	498.41	338.54	430.17
归母净利润	1,642.95	2,992.80	2,742.16	1,435.80	2,168.13	3,144.99	2,763.29	1,530.34	1,942.21	2,297.61
归母净利润同比	9.54%	154.64%	209.11%	-6.46%	31.97%	5.09%	0.77%	6.58%	-10.42%	-26.94%
净利率	19.39%	32.24%	25.78%	13.10%	24.19%	31.74%	25.90%	14.17%	24.33%	24.81%
扣非归母净利润	1,714.14	2,135.82	2,382.20	2,028.12	1,895.98	2,892.27	2,948.33	-3,322.65	2,034.38	2,379.54
扣非归母净利润同比	106.52%	64.66%	143.31%	111.83%	10.61%	35.42%	23.76%	-263.83%	7.30%	-17.73%
扣非净利率	20.23%	23.01%	22.39%	18.50%	21.15%	29.19%	27.63%	-30.77%	25.49%	25.70%
Non-IFRS归母净利润	2053.0	2248.0	2471.0	2627.0	2342.0	2753.0	3075.0	2685.0	1913.0	2459.0
Non-IFRS归母净利润同比	85.80%	67.38%	-6.65%	98.22%	14.08%	22.46%	24.44%	2.21%	-18.32%	-10.68%

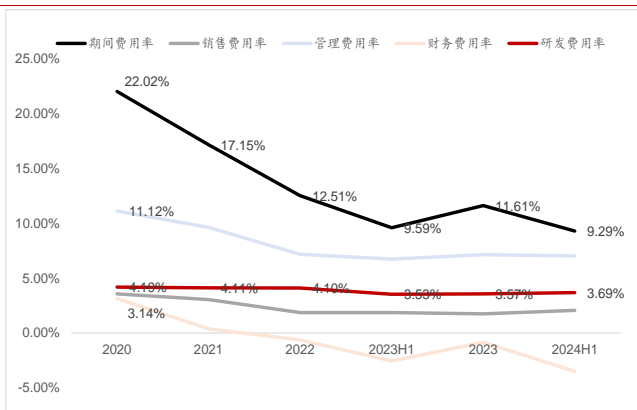
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 药明康德毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 药明康德期间费用率变化情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

行业监管政策变化的风险

- 医药研发服务行业是一个受监管程度较高的行业，其监管部门包括公司业务开展所在国家或地区的药品监督管理机构等。若公司不能及时调整自身经营战略来应对相关国家或地区医药研发服务行业的产业政策和行业法规的变化，将可能会对公司的经营产生潜在的不利影响。

医药研发服务行业竞争加剧的风险

- 目前，全球制药研发服务市场竞争日趋激烈。公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要包括各类专业 CRO/CDMO 机构或大型药企自身的研发部门，其中多数为国际化大型药企或研发机构，这些企业或机构相比公司可能具备更强的财力、技术能力、客户覆盖度。除了上述成熟的竞争对手以外，公司还面临来自市场新入者的竞争，他们或拥有更雄厚的资金实力，或拥有更有效的商业渠道，或在细分领域拥有更强的研究实力。公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

境外经营及国际政策变动的风险

- 公司于境外新设或收购了多家企业以推进其境外业务的发展，多年来已积累了丰富的境外经营经验，境外收入占公司主营业务收入的比例较大。公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规，且在一定程度上需要依赖境外原材料供应商、客户以及技术服务提供商以保证日常业务经营的有序进行。如果发生以下情形，例如境外业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司境外业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

汇率波动的风险

- 公司主营业务收入以美元结算为主。若未来人民币持续大幅升值，可能导致部分以外币计价的成本提高，客户订单量或将因公司以外币计价的服务价格上涨而相应减少，进而直接影响公司的盈利水平。

图表 5: 药明康德财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	30422	40324	49382	60541	营业收入	40341	39404	43631	49616
现金	13764	24890	32665	41708	营业成本	23729	23508	25734	28983
应收账款	7901	7389	8177	9447	营业税金及附加	297	228	270	310
其他应收款	168	166	183	209	营业费用	701	787	824	942
预付账款	244	253	273	309	管理费用	2879	2981	3403	3969
存货	4736	5057	5455	6174	财务费用	-338	-444	-812	-1131
其他流动资产	3609	2569	2628	2695	资产减值损失	-157	-142	-153	-168
非流动资产	43247	43433	43109	42274	公允价值变动收益	-38	222	227	250
长期投资	2216	1878	1991	1953	投资净收益	234	406	312	343
固定资产	17190	21064	22634	22872	营业利润	11872	11985	13506	15792
无形资产	1864	1919	1927	1936	营业外收入	17	13	14	14
其他非流动资产	21978	18572	16557	15513	营业外支出	57	48	50	51
资产总计	73669	83757	92491	102815	利润总额	11832	11950	13470	15755
流动负债	14756	14585	14747	14995	所得税	2132	2011	2305	2705
短期借款	3667	3502	3619	3588	净利润	9700	9938	11165	13050
应付账款	1645	1854	1895	2164	少数股东损益	94	93	107	124
其他流动负债	9444	9229	9233	9243	归属母公司净利润	9607	9845	11058	12925
非流动负债	3396	3655	3979	4370	EBITDA	13822	14260	16043	18486
长期借款	687	0	0	0	EPS (元)	3.24	3.32	3.72	4.35
其他非流动负债	2709	3655	3979	4370					
负债合计	18152	18240	18725	19365	主要财务比率				
少数股东权益	395	488	595	720	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	2969	2969	2969	2969	成长能力				
资本公积	28401	28401	28401	28401	营业收入	2.5%	-2.3%	10.7%	13.7%
留存收益	26797	33704	41770	51328	营业利润	11.5%	0.9%	12.7%	16.9%
归属母公司股东权益	55122	65028	73170	82730	归属于母公司净利润	9.0%	2.5%	12.3%	16.9%
负债和股东权益	73669	83757	92491	102815	获利能力				
					毛利率(%)	41.2%	40.3%	41.0%	41.6%
					净利率(%)	23.8%	25.0%	25.3%	26.1%
					ROE(%)	17.4%	15.1%	15.1%	15.6%
					ROIC(%)	25.3%	26.0%	28.0%	31.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.6%	21.8%	20.2%	18.8%
					净负债比率(%)	25.61%	26.09%	27.84%	28.47%
					流动比率	2.06	2.76	3.35	4.04
					速动比率	1.73	2.42	2.98	3.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.50	0.50	0.51
					应收账款周转率	6	5	6	6
					应付账款周转率	14.44	13.43	13.73	14.28
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	3.24	3.32	3.72	4.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	4.51	3.98	4.11	4.56
					每股净资产(最新摊薄)	18.57	21.90	24.65	27.87
					估值比率				
					P/E	12.05	11.76	10.47	8.96
					P/B	2.10	1.78	1.58	1.40
					EV/EBITDA	7	7	6	6

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。