

单二季度环比改善，新分子业务增长强劲

——药明康德 24H1 点评

核心观点

- 事件：**公司近期发布 2024 年中报，上半年实现营业收入 172.41 亿元，同比-8.6%，剔除新冠商业化项目同比-0.7%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 43.7 亿元，同比-14.2%。第二季度实现营业收入 92.6 亿元，环比+16.0%，经调整 Non-IFRS 归母净利润 24.6 亿元，同比+28.5%。外部环境虽有挑战，公司上半年仍保持稳健经营，二季度收入和利润环比均稳步提升。
- 新冠商业化订单影响逐渐消除，新分子为核心增长点。**分业务看，1) **化学业务**上半年收入同比-9.3%，剔除新冠业务收入同比+2.1%，第二季度收入环比+19.6%，改善显著。新分子（TIDES）业务持续高速增长，收入同比+57.2%，主要系 GLP-1 相关行业需求旺盛，新分子已成为重要的业绩增量来源。2) **测试业务**上半年收入同比-2.4%，其中实验室分析业务受市场需求影响较大，临床 CRO 业务增长稳定，同比+5.8%。3) **生物学业务**上半年收入同比-5.2%。新分子业务持续发力，收入同比+8.1%，收入占比由 23H1 的 25.4%提升至 29.0%。4) **ATU 业务**上半年收入同比-19.4%，收入不及预期主要系于商业化项目仍处于放量早期阶段、部分项目延迟或因客户原因取消；以及受美国拟议法案影响导致新签订单不足。
- 外部环境虽有扰动，公司在手订单依旧快速增长，保证未来增长动能。**截至 24 年 6 月末，公司在手订单 431 亿元，剔除新冠商业化订单同比增长 33.2%，TIDES 在手订单同比强劲增长 147%。在特定商业化订单影响逐渐消除的背景下，充足的新签订单能够支撑公司未来的业绩增长，同时，公司抓住新分子的发展机遇，驱动长期成长。

盈利预测与投资建议

- 考虑到外部环境扰动及行业景气度影响，我们下调公司营业收入及毛利率，预计 2024-2026 年归母净利润为 93.70、107.47、127.78 亿元（原预测值为 98.42、114.30、140.61 亿元），根据可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 21 倍市盈率，对应目标价为 67.62 元，给予买入评级。

风险提示

- 医药研发服务市场需求下降的风险、新分子需求热度不及预期影响产能利用率的风险、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风险、行业监管政策变化的风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,355	40,341	40,074	45,044	52,630
同比增长(%)	71.8%	2.5%	-0.7%	12.4%	16.8%
营业利润(百万元)	10,652	11,872	11,363	13,033	15,488
同比增长(%)	76.4%	11.5%	-4.3%	14.7%	18.8%
归属母公司净利润(百万元)	8,814	9,607	9,370	10,747	12,778
同比增长(%)	72.9%	9.0%	-2.5%	14.7%	18.9%
每股收益(元)	3.03	3.30	3.22	3.69	4.39
毛利率(%)	37.3%	41.2%	40.6%	40.7%	41.0%
净利率(%)	22.4%	23.8%	23.4%	23.9%	24.3%
净资产收益率(%)	20.7%	18.9%	15.7%	15.7%	16.5%
市盈率	14.2	13.0	13.3	11.6	9.8
市净率	2.7	2.3	1.9	1.7	1.5

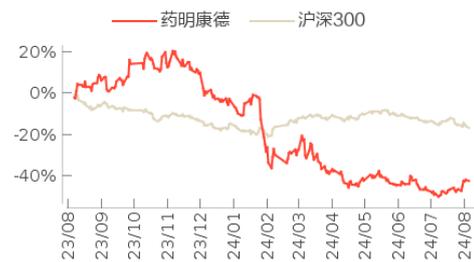
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月05日）	42.49元
目标价格	67.72元
52周最高价/最低价	91.27/36.36元
总股本/流通A股（万股）	291,193/291,193
A股市值（百万元）	123,728
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年08月06日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	8.95	11.76	-0.26	-42.36
相对表现%	10.35	14.32	6.98	-25.52
沪深300%	-1.4	-2.56	-7.24	-16.84



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

傅肖依 fuxiaoyi@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，新分子业务强劲增长：——药明康德 2023 年度年报点评 2024-03-25
二季度业绩环比提升，主业内生动力强劲：——药明康德 23H1 点评 2023-08-01
高基数下业绩延续稳健增长，一体化规模优势显著：——药明康德 23Q1 点评 2023-04-27

图 1：可比公司估值表（截至 2024/8/5）

公司	代码	最新价格(元) 2024/8/5	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
昭衍新药	603127	15.74	0.53	0.55	0.72	0.86	29.71	28.76	21.96	18.20
康龙化成	300759	21.93	0.90	0.96	1.11	1.32	24.48	22.91	19.68	16.63
药石科技	300725	29.92	0.99	1.18	1.47	1.81	30.27	25.32	20.36	16.50
阳光诺和	688621	37.71	1.65	2.41	3.25	4.18	22.86	15.68	11.60	9.03
药明生物	2269	10.18	0.82	0.87	1.04	1.25	12.43	11.71	9.80	8.15
毕得医药	688073	29.96	1.21	1.48	1.94	2.40	24.85	20.29	15.48	12.47
	最大值						30.27	28.76	21.96	18.20
	最小值						12.43	11.71	9.80	8.15
	平均数						24.10	20.78	16.48	13.50
	调整后平均						25.48	21.05	16.78	13.66

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,986	13,764	16,800	19,404	22,897	营业收入	39,355	40,341	40,074	45,044	52,630
应收票据、账款及款项融资	6,047	7,922	7,398	8,028	9,810	营业成本	24,677	23,729	23,800	26,694	31,050
预付账款	291	244	356	335	392	销售费用	732	701	701	806	927
存货	5,669	4,736	6,616	6,294	7,383	管理费用	2,826	2,879	2,793	3,235	3,753
其他	4,005	3,757	3,827	4,039	4,262	研发费用	1,614	1,441	1,445	1,566	1,699
流动资产合计	23,997	30,422	34,997	38,099	44,744	财务费用	(248)	(338)	45	14	(87)
长期股权投资	1,203	2,216	2,000	2,200	2,400	资产、信用减值损失	291	395	185	188	215
固定资产	14,171	17,190	20,087	22,743	24,732	公允价值变动收益	770	(38)	(100)	0	0
在建工程	7,473	6,982	7,574	8,022	7,698	投资净收益	188	234	60	120	140
无形资产	1,785	1,864	2,155	2,432	2,744	其他	231	141	299	373	275
其他	16,061	14,995	16,843	18,302	20,141	营业利润	10,652	11,872	11,363	13,033	15,488
非流动资产合计	40,693	43,247	48,659	53,700	57,715	营业外收入	10	17	5	10	11
资产总计	64,690	73,669	83,656	91,799	102,459	营业外支出	43	57	44	48	50
短期借款	3,874	3,667	3,268	3,603	3,513	利润总额	10,618	11,832	11,324	12,995	15,449
应付票据及应付账款	1,659	1,645	2,133	2,013	2,426	所得税	1,716	2,132	1,868	2,144	2,549
其他	8,966	9,444	9,825	9,742	10,369	净利润	8,903	9,700	9,455	10,851	12,900
流动负债合计	14,499	14,756	15,225	15,357	16,307	少数股东损益	89	94	86	104	122
长期借款	279	687	687	687	687	归属于母公司净利润	8,814	9,607	9,370	10,747	12,778
应付债券	502	0	0	0	0	每股收益(元)	3.03	3.30	3.22	3.69	4.39
其他	2,483	2,709	2,721	2,676	2,702						
非流动负债合计	3,264	3,396	3,408	3,363	3,389	主要财务比率					
负债合计	17,764	18,152	18,634	18,720	19,696		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	337	395	481	584	706	成长能力					
实收资本(或股本)	2,961	2,969	2,912	2,912	2,912	营业收入	71.8%	2.5%	-0.7%	12.4%	16.8%
资本公积	23,766	25,244	28,401	28,401	28,401	营业利润	76.4%	11.5%	-4.3%	14.7%	18.8%
留存收益	19,839	26,797	33,228	41,181	50,744	归属于母公司净利润	72.9%	9.0%	-2.5%	14.7%	18.9%
其他	24	112	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	46,927	55,517	65,022	73,078	82,762	毛利率	37.3%	41.2%	40.6%	40.7%	41.0%
负债和股东权益总计	64,690	73,669	83,656	91,799	102,459	净利率	22.4%	23.8%	23.4%	23.9%	24.3%
						ROE	20.7%	18.9%	15.7%	15.7%	16.5%
						ROIC	18.6%	16.9%	14.7%	14.8%	15.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	27.5%	24.6%	22.3%	20.4%	19.2%
净利润	8,903	9,700	9,455	10,851	12,900	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,571	2,166	2,280	2,806	3,330	流动比率	1.66	2.06	2.30	2.48	2.74
财务费用	(248)	(338)	45	14	(87)	速动比率	1.26	1.73	1.85	2.06	2.27
投资损失	(188)	(234)	(60)	(120)	(140)	营运能力					
营运资金变动	(1,335)	(929)	(611)	(570)	(2,296)	应收账款周转率	7.4	5.8	5.3	5.9	5.9
其它	1,914	3,022	(123)	311	244	存货周转率	4.2	4.5	4.1	4.0	4.4
经营活动现金流	10,616	13,387	10,987	13,292	13,950	总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
资本支出	(8,979)	(4,256)	(7,692)	(7,998)	(7,320)	每股指标(元)					
长期投资	(525)	(1,013)	216	(200)	(200)	每股收益	3.03	3.30	3.22	3.69	4.39
其他	(186)	(2,292)	(190)	12	262	每股经营现金流	3.59	4.51	3.77	4.56	4.79
投资活动现金流	(9,690)	(7,561)	(7,666)	(8,187)	(7,258)	每股净资产	16.00	18.93	22.16	24.90	28.18
债权融资	7	(8)	(2)	(27)	19	估值比率					
股权融资	498	1,487	3,100	0	0	市盈率	14.2	13.0	13.3	11.6	9.8
其他	(1,783)	(5,420)	(3,383)	(2,474)	(3,218)	市净率	2.7	2.3	1.9	1.7	1.5
筹资活动现金流	(1,278)	(3,941)	(286)	(2,501)	(3,199)	EV/EBITDA	9.0	7.8	7.8	6.8	5.7
汇率变动影响	161	132	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.3	9.3	9.4	8.2	7.0
现金净增加额	(191)	2,017	3,036	2,604	3,493						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。