

香港股市 | 医药

药明康德 (2359 HK)

三季度业绩回暖，但美生物法案不确定性未除

化学业务下半年经营情况回暖，2024 年前三季度业绩略超预期

公司前三季度收入同比减少 6.2% 至 277.0 亿元（人民币，下同），但剔除 2023 年新冠项目收入后收入同比增加 4.6%。前三季度股东净利润同比减少 19.1% 至 65.3 亿元，反映核心业务盈利的 Non-IFRS 经调整净利润同比下滑 10.1% 至 66.8 亿元，同比跌幅均较上半年缩小。第三季度主营业务化学业务（占公司收入超七成）情况好转，导致业绩略超预期。剔除新冠项目收入的影响后，化学业务收入同比增加 10.4%，引领业绩回暖，主因：

1) 该板块的主要收入来源小分子研发和生产业务虽然上半年剔除新冠影响后的收入同比下降，但第三季度好转，导致前三季度剔除新冠项目影响后的收入同比增加 7.0%。2) 由于减重药物研发需求的增加，前三季度 TIDES 业务收入同比劲增 71.0%。

小分子工艺研发和生产及 TIDES 将引领化学业务 2024-26 年收入稳健增长

按照前三季度情况，我们上调 2024E 化学业务的收入预测至 291.7 亿元，并预计 2025-26E 将维持双位数增长，理由包括：1) 该板块主要收入来源小分子工艺研发和生产业务项目数量增加：小分子工艺研发和生产业务的收入占化学业务前三季度收入的约六成。24 年 9 月底该业务管线中的项目总数增加至 3,356 个（2023 年底及 24 年 6 月底分别为 3,201 个与 3,309 个），而且各临床阶段项目均增加。通常来说临床后期与商业化项目收费较高，随着早期临床项目的向后推进，该板块收入将稳健增长。2) TIDES 业务收入将快速增长：按照前三季度情况，预计 2024 年 TIDES 业务收入将同比增加 60% 至 52.1 亿元。TIDES 业务 9 月底在手订单同比增加 196%，我们预计 2025-26E 收入将分别增加 60% 与 35%。

美国生物法案预计年内难以立法，但不确定性未除

关于市场关注的美国生物法案草案，公司表示由于参众两议院版本的草案存在差异，还需两院协商后交美国总统审批，按目前情况年内出台的可能性不高。尽管如此，由于众议院和参议院版本草案均大比数通过，不确定性未除，我们将继续追踪进展。

目标价上调至 48.00 港元，维持“中性”评级

根据 2024 年前三季度情况，我们将 2024-26E 收入预测分别上调 2.8%、2.3%、2.8%。股东净利润预测分别上调 5.0%、5.9%、5.3%。Non-IFRS 经调整净利润上调 5.1%、5.9%、5.3%。考虑到港股市况的好转，我们下调 DCF 模型中的风险溢价假设，同时纳入 2034 年预测，目标价上调至 48.00 港元。尽管如此，美国业务收入占前三季度收入的 63.6%，未来美国生物法案仍可能对股价带来波动，维持“中性”评级。

风险提示：（一）客户减少研发支出终端需求将下降；（二）进展中项目可能意外中断

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2024 年 10 月 30 日）

年结:12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
总收入	39,355	40,352	40,132	44,878	49,350
增长率 (%)	71.8	2.5	(0.5)	11.8	10.0
股东净利润	8,814	10,690	9,979	11,143	11,941
增长率	72.9	21.3	(6.7)	11.7	7.2
每股盈利 (人民币)	2.98	3.64	3.43	3.83	4.11
市盈率 (倍)	15.9	13.0	13.8	12.4	11.5
每股股息 (人民币)	0.90	0.98	0.93	1.03	1.11
股息率 (%)	1.89	2.08	1.95	2.18	2.34
每股净资产 (人民币)	15.9	18.9	21.7	24.9	28.2
市净率 (倍)	3.0	2.5	2.2	1.9	1.7

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

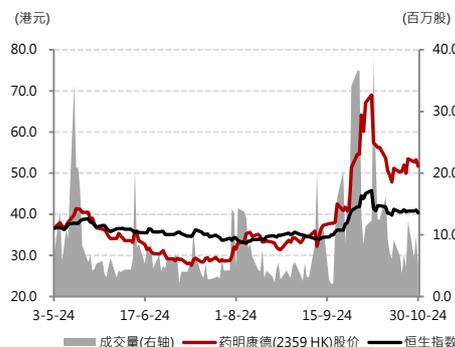
评级：中性

目标价：48.00 港元

股票资料（更新至 2024 年 10 月 30 日）

现价	51.70 港元
总市值	162,301.00 百万港元
流通股比例 (H 股)	75.51%
已发行总股本 (H 股)	387.08 百万
52 周价格区间	27.5-103.6 港元
3 个月日均成交额	438.51 百万港元
主要股东	李革等 (占 20.38%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20240801: 药明康德 (2359 HK): 上半年业绩略逊预期，外围不明朗因素仍存 (评级：中性，目标价：34.00 港元)

20240320: 药明康德 (2359 HK): 上半年业绩略逊预期，外围不明朗因素仍存

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: DCF 模型

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	13,737	14,825	16,604	15,940	15,446	14,962	14,513	16,255	18,509	20,473
加: 折旧及摊销	3,103	3,352	1,365	1,311	1,111	1,078	1,046	1,020	1,143	1,257
减: 税费	(2,224)	(2,383)	(2,491)	(2,391)	(2,317)	(2,244)	(2,177)	(2,438)	(2,776)	(3,071)
营运资本变动	(3,086)	1,433	1,216	1,008	977	948	919	1,029	1,153	1,268
资本开支	(5,385)	(5,429)	(2,211)	(2,122)	(1,800)	(1,746)	(1,693)	(1,653)	(1,851)	(2,036)
自由现金流	12,317	8,933	12,052	11,729	11,464	11,103	10,769	12,155	13,872	15,355
税后债务成本	1.2%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	9.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	11.4%									
WACC	9.1%									
永续增长率	1.0%									
股权价值 (百万港币)	139,777									
每股内涵价值 (港币)	48.00									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价格敏感性分析

单位: 港元	永续增长率 (%)					
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	
	9.7%	43.99	44.54	45.15	45.84	46.62
	10.2%	42.12	42.58	43.08	43.64	44.27
WACC	9.1%	46.52	47.22	48.00	48.89	49.90
	11.3%	38.84	39.15	39.48	39.86	40.27
	11.9%	37.39	37.65	37.92	38.23	38.56

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

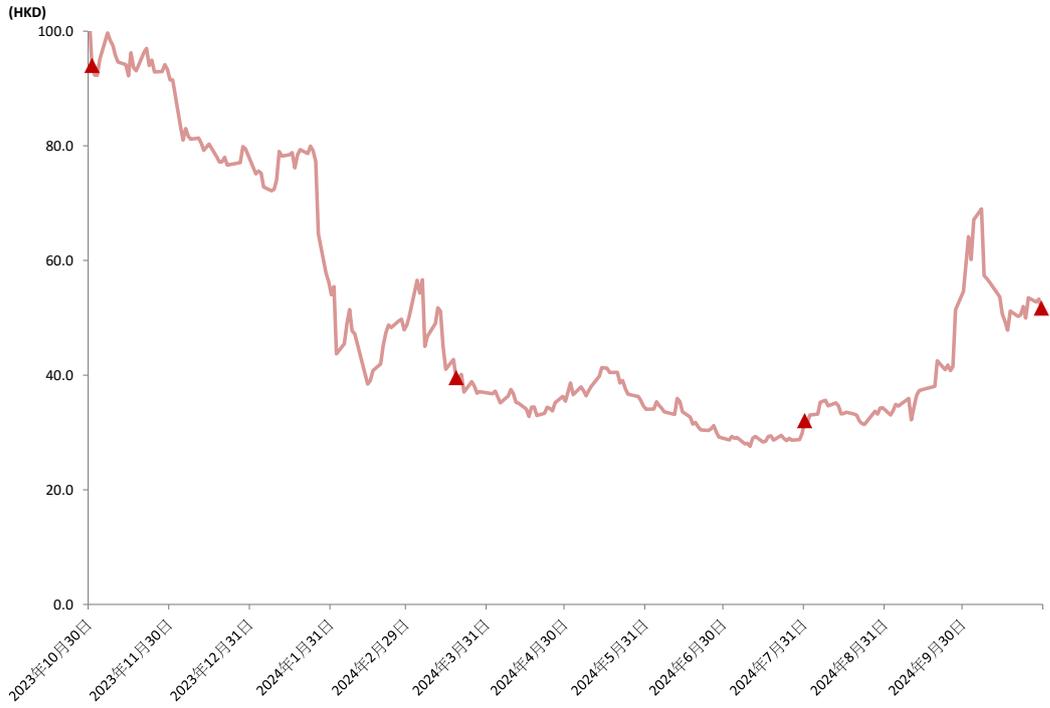
损益表	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	现金流量表	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	年预测
营业收入	39,355	40,352	40,132	44,878	49,350	税前利润	10,618	12,930	11,995	13,487	14,456
服务成本	(24,848)	(23,979)	(24,013)	(26,729)	(29,566)	折旧及摊销	1,917	2,512	2,784	3,103	3,352
毛利	14,507	16,372	16,120	18,149	19,784	营运资金变动	(591)	(875)	1,940	(3,086)	1,433
其他收入与收益	1,856	2,313	1,282	1,033	1,033	已付利息	160	194	271	250	369
SG&A	(3,675)	(3,696)	(3,766)	(3,949)	(4,343)	已付税款	(1,534)	(1,371)	(1,914)	(2,224)	(2,383)
研发开支	(1,614)	(1,441)	(1,445)	(1,526)	(1,678)	其他	(340)	(748)	(26)	141	(57)
其他	(249)	(358)	(82)	0	0	经营业务现金净额	10,230	12,641	15,049	11,671	17,170
经营溢利	10,825	13,191	12,108	13,707	14,796	资本开支	(9,973)	(5,519)	(5,217)	(5,385)	(5,429)
财务成本	(160)	(194)	(271)	(250)	(369)	其他	662	(1,298)	161	161	161
联合合营损益	(46)	(68)	157	30	29	投资活动现金净额	(9,311)	(6,817)	(5,056)	(5,224)	(5,268)
除税前利润	10,618	12,930	11,995	13,487	14,456	净新增借款	1,668	255	1,748	0	0
所得税开支	(1,716)	(2,132)	(1,914)	(2,224)	(2,383)	股息分派	(1,529)	(2,649)	(2,882)	(2,690)	(3,004)
年度利润	8,903	10,798	10,081	11,263	12,072	其他	(1,409)	(1,545)	0	0	0
非控股权益	89	108	102	120	132	融资活动现金净额	(1,271)	(3,939)	(1,134)	(2,690)	(3,004)
股东净利润	8,814	10,690	9,979	11,143	11,941	年初现金	8,175	7,984	10,001	18,861	22,616
Non IFRS 经调整	9,399	10,854	10,395	11,752	12,378	现金增加净额	(352)	1,885	8,860	3,756	8,898
净利润	10,778	13,123	12,266	13,737	14,825	汇率变动影响净额	161	132	0	0	0
EBIT	12,695	15,635	15,049	16,839	18,177	年末现金	7,984	10,001	18,861	22,616	31,515
EBITDA											

资产负债表	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	重要指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
流动资产	23,997	30,422	38,323	45,583	53,598	增长率 (%)					
存货	3,953	2,886	3,962	3,661	4,771	收入	71.8	2.5	(0.5)	11.8	10.0
合约成本	679	696	696	696	696	毛利	75.5	12.9	(1.5)	12.6	9.0
生物资产	1,037	1,155	1,155	1,155	1,155	经营溢利	72.9	21.9	(8.2)	13.2	7.9
应收账款	7,590	9,373	7,332	10,980	8,849	股东净利润	72.9	21.3	(6.7)	11.7	7.2
现金	7,984	13,762	22,622	26,378	35,276	盈利能力 (%)					
其他流动资产	2,754	2,551	2,557	2,715	2,852	毛利率	36.9	40.6	40.2	40.4	40.1
非流动资产	40,693	43,247	45,535	47,678	49,538	经营利率	27.5	32.7	30.2	30.5	30.0
物业厂房设备	23,445	25,844	28,623	31,221	33,507	净利润率	22.4	26.5	24.9	24.8	24.2
商誉	1,822	1,821	1,821	1,821	1,821	经调整 Non IFRS 净利率	23.9	26.9	25.9	26.2	25.1
其他无形资产	926	907	907	907	907	EBIT 利润率	27.4	32.5	30.6	30.6	30.0
生物资产	938	1,012	784	560	340	EBITDA 利润率	32.3	38.7	37.5	37.5	36.8
使用权资产	1,857	2,348	2,087	1,855	1,649	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他非流动资产	11,704	11,314	11,314	11,314	11,314	其他					
总资产	64,690	73,669	83,858	93,261	103,136	有效税率 (%)	16.2	16.5	16.0	16.5	16.5
流动负债	14,499	14,756	15,023	15,204	15,534	ROAE (%)	18.8	20.9	16.8	16.4	15.5
应付账款与其他						ROAA (%)	13.6	15.5	12.7	12.6	12.2
应付账款	7,253	7,334	7,336	7,742	7,776	存货周转 (天)	62.5	52.0	52.0	52.0	52.0
借款	3,874	3,722	3,246	3,246	3,246	应收帐周转 (天)	48.5	61.9	61.9	61.9	61.9
合约负债	2,497	1,955	2,693	2,468	2,764	应付账周转 (天)	26.1	24.8	24.8	24.8	24.8
其他流动负债	853	1,746	1,749	1,749	1,749						
非流动负债	3,264	3,396	5,620	5,620	5,620						
借款	279	687	2,911	2,911	2,911						
其他非流动负债	2,985	2,709	2,709	2,709	2,709						
总负债	17,764	18,152	20,643	20,824	21,154						
股本	2,961	2,969	2,969	2,969	2,969						
储备	43,629	52,154	59,749	68,851	78,265						
股东权益	46,590	55,122	62,718	71,820	81,234						
非控股权益	337	395	497	617	749						
总权益	46,927	55,517	63,215	72,437	81,982						
净现金 (净负债)	3,831	9,354	16,465	20,221	29,119						

来源: 中泰国际研究部预测^Non-IFRS 经调整净利润剔除股权激励开支、可转换债券发行成本、可转换债券衍生金融工具部分的公允价值亏损、汇兑损益、并购所得无形资产摊销、权益类投资损益

历史建议和目标价

药明康德 (2359 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2023 年 11 月 1 日	HK\$94.00	中性 (下调)	HK\$99.30
2	2024 年 3 月 20 日	HK\$39.55	中性 (维持)	HK\$37.00
3	2024 年 8 月 1 日	HK\$32.05	中性 (维持)	HK\$34.00
4	2024 年 10 月 31 日	HK\$51.70	中性 (维持)	HK\$48.00

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805