

药明康德 (603259.SH)

在手订单进一步提速，预计 25 年收入双位数增长

药明康德发布 2024 年年报：2024 年公司实现收入 392.4 亿元 (yoy-2.7%)，剔除新冠商业化项目收入 yoy+5.2%，毛利率 41.5% (yoy+0.3pct)，归母净利润 94.5 亿元 (yoy-1.6%)，扣非归母净利润 99.9 亿元 (yoy+2.5%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 105.8 亿元 (yoy-2.5%)；其中，2024Q4 单季度实现收入 115.4 亿元 (yoy+6.9%)，毛利率 43.5% (yoy+2.6pct)，归母净利润 29.2 亿元 (yoy+90.6%)，扣非归母净利润 33.1 亿元 (yoy+62.2%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 32.4 亿元 (yoy+20.4%)。

□ WuXi Chemistry: 2024 年收入 290.5 亿元 (yoy-0.4%)，剔除新冠商业化项目收入 yoy+11.2%，一体化 CRDMO 平台驱动业绩持续增长。

- 小分子 R 端：全年合成并交付 46+万个新化合物，同比增长 10%，为下游业务起到重要的导流作用。
- 小分子 D&M 端：全年收入 179 亿元，剔除特定商业化项目 yoy+6.4%。
 - 1) 管线：全年临床 III 期和商业化项目新增 25 个，截至 2024 年底公司总计商业化项目 72 个、临床 III 期项目 80 个；2) 产能：国内产能，泰兴原料药生产基地于 2024 年投入运营，常州及泰兴产能稳步提升，预计 2025 年底小分子原料药反应釜总体积将>4,000kL；海外产能，公司持续建设瑞士库威基地，2024 年口服制剂产能翻倍；持续建设美国米德尔顿基地，预计于 2026 年底投入运营；建设新加坡研发及生产基地，一期预计 2027 年投入运营。
- TIDES 业务：全年 TIDES 业务收入 58 亿元 (yoy+70%)，在手订单同比增长 104%。产能方面，截至 2024 年底多肽固相合成反应釜总体积增至 41,000L，预计 2025 年底将进一步提升至 100,000L+。

□ WuXi Testing: 2024 年收入 56.7 亿元 (yoy-4.8%)。

- 实验室分析与测试：全年收入 39 亿元 (yoy-8.0%)，主要受到价格竞争影响。其中，安评业务收入 yoy-13%。
- 临床 CRO&SMO：全年收入 18 亿元，yoy+2.8%。1) SMO：收入同比增速 15.4%，2024 年助力 73 个产品获批上市；2) 临床 CRO：2024 年助力客户获得 29 项临床试验批件、申报递交 1 项上市申请。

□ WuXi Biology: 2024 年收入 25.4 亿元 (yoy-0.3%)，其中 Q4 收入环比增长 9.3%、同比增长 9.2%。其中，新分子相关收入在 Biology 占比由 2023 年的 27.5%增至 2024 年的 28%+，系板块业绩增长的重要驱动力。

□ 两块终止经营业务已完成交割：公司持续聚焦 CRDMO 核心业务，2024 年底签署 WuXi ATU 业务的美国和英国运营主体以及美国医疗器械测试业务出售协议，目前已完成交割。两块终止经营业务于 2024 年合计收入 13.2 亿元、占公司收入的 3.4%。剔除终止经营业务后，公司 2024 年收入 yoy-2.0%。

□ 预计 2025 年持续经营业务收入重回双位数增长：公司预计 2025 年持续经营业务收入同比增长 10%-15%，即 415-430 亿元；预计经调整 Non-IFRS 归母净利润率有望进一步提升。

□ 持续回馈股东，激励保留人才：公司在维持 30%年度现金分红比例基础上，公司拟额外一次性派发 10 亿特殊现金分红，并在 2025 年增加中期分红；拟在 2025 年适时回购 10 亿元 A 股；拟推出 2025 年 H 股奖励信托计划，收入完成 420 亿时授予 15 亿港元 H 股，并达到 430+亿时额外授予 10 亿港元 H

强烈推荐 (维持)

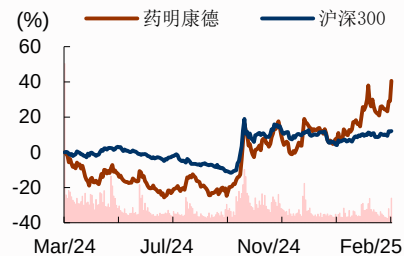
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：69.68 元

基础数据

总股本 (百万股)	2888
已上市流通股 (百万股)	2501
总市值 (十亿元)	201.2
流通市值 (十亿元)	174.3
每股净资产 (MRQ)	20.3
ROE (TTM)	16.1
资产负债率	26.4%
主要股东	香港中央结算有限公司
主要股东持股比例	8.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	61	23
相对表现	6	35	11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《药明康德 (603259) —TIDES 业务增速亮眼，维持全年收入预期》2024-10-29
- 2、《药明康德 (603259) —剔除重大项目影响订单端增长强劲，重申 2024 年业绩指引》2024-07-30
- 3、《药明康德 (603259) —剔除新冠商业化项目保持较好增长，预计全年 TIDES 业务增长 60%+》2023-11-06

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

肖笑园 研究助理

xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

- 股。
- **盈利预测与投资评级：**截至 24 年底公司在手订单 493 亿元（yoy+47.0%），在 9 月底的在手订单 yoy+35.2%基础上进一步提速，充分彰显公司竞争优势。我们预计 2025-2027 年公司经调整归母净利润 119、135、156 亿元，对应市盈率 17、15、13 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**地缘政治、政策变化、产能建设、生产、汇率波动等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	40341	39241	42346	47997	55343
同比增长	3%	-3%	8%	13%	15%
营业利润(百万元)	11872	11580	14756	16031	18990
同比增长	11%	-2%	27%	9%	18%
经调整归母净利润 (百万元)	10855	10580	11857	13487	15607
同比增长	15%	-2.5%	12%	14%	16%
每股收益(元)	3.33	3.27	4.21	4.50	5.33
PE	18.4	18.9	16.9	14.8	12.8
PB	3.7	3.4	3.0	2.6	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	30422	38690	42441	49200	59456
现金	13764	18322	20865	24977	31815
交易性投资	425	1234	1234	1234	1234
应收票据	20	93	100	113	131
应收款项	7901	7952	8581	9726	11214
其它应收款	158	108	117	133	153
存货	4736	5400	5534	6207	7060
其他	3418	5582	6011	6810	7849
非流动资产	43247	41636	46077	49898	52685
长期股权投资	2216	2326	2326	2326	2326
固定资产	17190	18784	23692	27922	31069
无形资产商誉	4697	3610	3249	2924	2632
其他	19144	16916	16810	16726	16659
资产总计	73669	80326	88518	99098	112141
流动负债	14756	16226	14936	16005	17361
短期借款	3667	1243	0	0	0
应付账款	1645	1764	1808	2028	2307
预收账款	1955	2251	2307	2588	2943
其他	7489	10968	10821	11390	12110
长期负债	3396	5014	5014	5014	5014
长期借款	687	2960	2960	2960	2960
其他	2709	2055	2055	2055	2055
负债合计	18152	21240	19951	21019	22375
股本	2969	2888	2888	2888	2888
资本公积金	25244	22079	22079	22079	22079
留存收益	26909	33666	42997	52347	63842
少数股东权益	395	453	604	766	957
归属于母公司所有者权益	55122	58633	67963	77313	88809
负债及权益合计	73669	80326	88518	99098	112141

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13387	12407	12494	14363	16820
净利润	9700	9568	12317	13161	15587
折旧摊销	2288	2769	3059	3679	4213
财务费用	13	(428)	66	(6)	(50)
投资收益	(234)	(604)	(1952)	(893)	(868)
营运资金变动	1387	1147	(995)	(1578)	(2062)
其它	233	(44)	0	0	0
投资活动现金流	(7561)	(5518)	(5548)	(6607)	(6132)
资本支出	(5517)	(4003)	(7500)	(7500)	(7000)
其他投资	(2044)	(1515)	1952	893	868
筹资活动现金流	(3941)	(3832)	(4404)	(3644)	(3850)
借款变动	(2757)	2212	(1503)	0	0
普通股增加	8	(81)	0	0	0
资本公积增加	1478	(3166)	0	0	0
股利分配	(2643)	(2938)	(2835)	(3650)	(3900)
其他	(28)	140	(66)	6	50
现金净增加额	1885	3056	2542	4113	6838

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40341	39241	42346	47997	55343
营业成本	23729	22965	23535	26397	30027
营业税金及附加	297	301	325	368	425
营业费用	701	745	804	912	1051
管理费用	2879	2879	3091	3408	3874
研发费用	1441	1239	1355	1488	1660
财务费用	(338)	(787)	66	(6)	(50)
资产减值损失	(428)	(1610)	(365)	(292)	(234)
公允价值变动收益	(38)	187	75	131	103
其他收益	472	500	471	481	484
投资收益	234	604	1406	281	281
营业利润	11872	11580	14756	16031	18990
营业外收入	17	22	16	18	19
营业外支出	57	63	54	54	54
利润总额	11832	11540	14718	15995	18954
所得税	2132	1972	2401	2834	3367
少数股东损益	94	117	151	162	191
归属于母公司净利润	9607	9450	12166	13000	15395
经调整归母净利润	10855	10580	11857	13487	15607

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	-3%	8%	13%	15%
营业利润	11%	-2%	27%	9%	18%
归母净利润	9%	-2%	29%	7%	18%
获利能力					
毛利率	41.2%	41.5%	44.4%	45.0%	45.7%
净利率	23.8%	24.1%	28.7%	27.1%	27.8%
ROE	18.9%	16.6%	19.2%	17.9%	18.5%
ROIC	16.9%	14.3%	18.0%	17.2%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	26.4%	22.5%	21.2%	20.0%
净负债比率	6.3%	5.6%	3.3%	3.0%	2.6%
流动比率	2.1	2.4	2.8	3.1	3.4
速动比率	1.7	2.1	2.5	2.7	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.6	4.5	4.3	4.5	4.5
应收账款周转率	5.8	4.9	5.1	5.2	5.2
应付账款周转率	14.4	13.5	13.2	13.8	13.9
每股资料(元)					
EPS	3.33	3.27	4.21	4.50	5.33
每股经营净现金	4.64	4.30	4.33	4.97	5.82
每股净资产	19.09	20.30	23.53	26.77	30.75
每股股利	1.02	0.98	1.26	1.35	1.60
估值比率					
PE	18.4	18.9	16.9	14.8	12.8
PB	3.7	3.4	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	13.7	14.0	10.3	9.4	8.0

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。