

药明康德(603259)

报告日期: 2025年03月19日

Capex 重回高位, 看好业绩加速

——公司 2024 年报业绩点评

投资要点

□ **公司预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿, 重回高位, 我们认为公司产能持续扩张, 得益于公司领先的 CRDMO 模式的持续兑现能力, 这也带来了订单更高的确定性和可持续性。**

□ **业绩: 在手订单超预期增长, Q4 业绩再突破**

公司披露 2024 年业绩: 实现收入 392.41 亿元 (YOY-2.73%, 剔除新冠商业化项目同比增长 5.2%), 经调整 Non-IFRS 净利润 105.8 亿元 (YOY-2.5%), 经调整 Non-IFRS 净利率达到 27% (同比+0.1pct)。

2024Q4 实现收入 115.4 亿元 (YOY6.85%), 经调整净利润 32.4 亿元 (YOY20%), 第四季度收入和利润均创历史新高。公司披露 2024 年在手订单 493.1 亿元 (YOY47.0%, 2024Q1-Q3 在手订单 YOY35.2%), 大基数下超预期增长。

指引: 公司预计 2025 年持续经营业务收入重回双位数增长, 同比增长 10%-15%, 公司整体收入达到人民币 415-430 亿元。公司将持续聚焦 CRDMO 核心业务, 在新产能逐步投放的情况下, 不断提高生产经营效率。公司预计 2025 年经调整 non-IFRS 归母净利率水平有望进一步提升。

□ **收入拆分: TIDES 驱动强, 小分子 D&M 商业化新增强劲**

化学业务: TIDES 驱动强, 小分子 D&M 商业化新增强劲。 化学业务 2024Q4 收入同比增长 13.0% (季度 YOY 逐季改善); 2024 年实现收入 290.5 亿元, 剔除新冠商业化项目同比增长 11.2%。小分子 D&M 业务收入人民币 178.7 亿元, 剔除特定商业化生产项目同比增长 6.4%。截至 2024 年末, 小分子 D&M 管线包括 72 个商业化项目 (同比增加 11 个), 80 个临床 III 期项目 (同比增加 14 个), 管线漏斗效应持续强化, 叠加 2025 年 Capex 加速推进全球 D&M 产能建设, 我们持续看好小分子 CDMO 业务持续稳健增长。2024 年 TIDES 业务收入达到 58.0 亿元, 同比增长 70.1%。截至 2024 年末, TIDES 在手订单同比增长 103.9%。从 D&M 服务管线延续性增长趋势看, 公司在 CDMO 领域仍具有较强话语权和获单能力, 2024H1 和 2024H2 并未有显著的变化。

测试业务: SMO 依然领先, 价格短期拖累收入。 2024 年测试业务实现收入 56.7 亿元 (YOY-4.8%, 仅包含持续经营的核心业务部分, 同时回溯调整 2023 年数据)。实验室分析及测试服务收入 38.6 亿元, 受市场影响, 价格因素随着订单转化逐渐反映到收入上, 同比下降 8.0%, 其中, 药物安全性评价业务保持亚太行业领先地位, 收入同比下降 13.0%。临床 CRO 及 SMO 业务收入 18.1 亿元, 同比增长 2.8%。其中, SMO 业务同比增长 15.4%, 保持中国行业领先地位。

生物学业务: 流量入口, 持续导流。 2024 年生物学业务实现收入 25.4 亿元 (YOY-0.34%), Q4 收入环比增长 9.3%, 同比增长 9.2%。公司持续建设新分子种类相关生物学能力, 2024 年新分子种类相关业务收入占比超生物学业务板块的 28%。

□ **展望: Capex 重回高位, 产能&订单共振下, 业绩更持续**

公司年报中提到: “2024 年泰兴原料药生产基地投入运营, 常州及泰兴产能在这一年中稳步提升, 预计 2025 年末小分子原料药反应釜总体积将超 4,000kL。公司持续投入瑞士库威基地, 在 2024 年期间口服制剂产能翻倍。公司持续推进美国米德尔顿基地建设, 计划于 2026 年末投入运营。2024 年 5 月, 新加坡研发及生产基地正式开工建设, 基地一期计划于 2027 年投入运营”、“2024 年末, 多肽固相合成反应釜总体积增加至 41,000L, 预计 2025 年末将进一步提升至超 100,000L”。同时公司还披露: 加速推进全球 D&M 产能建设, 预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿, 重回高位, 在全球投融资持续底部情况下, 公司仍坚持持续

投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜
 执业证书号: S1230521110002
 guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 70.00
总市值(百万元)	202,159.48
总股本(百万股)	2,887.99

股票走势图



相关报告

- 《订单强劲, 看好 CRDMO 持续性》2024.08.05
- 《看好扰动下一体化韧性》2024.03.25
- 《需求短期有扰动, CDMO 仍靓丽》2023.11.08

新建产能，我们认为这得益于公司领先的 CRDMO 模式的持续兑现能力，这也带来了订单更高的确定性和可持续性。

□ 盈利预测与估值

考虑到公司对 2025 年收入指引和经调整利润率指引超出我们先前预期，我们上调 2025-2026 年业绩预测。我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 4.04、4.63 和 5.42 元（前次预测 2025-2026 年 EPS 分别为 3.60 和 4.04 元），2025 年 3 月 19 日收盘价对应 2025 年 PE 为 17 倍，我们看好公司领先且独特的 CRDMO 商业模式驱动下，公司业绩增长可持续性，维持“买入”评级。

□ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑风险；国际化拓展不顺造成业务下滑风险；汇兑风险；公允价值波动带来的不确定性风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	39241.43	43213.29	48424.78	55519.22
(+/-) (%)	-2.73%	10.12%	12.06%	14.65%
归母净利润	9450.31	11681.85	13358.71	15651.18
(+/-) (%)	-1.63%	23.61%	14.35%	17.16%
每股收益(元)	3.27	4.04	4.63	5.42
P/E	21.39	17.31	15.13	12.92

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	38,690	47,629	59,350	75,840
现金	18,322	25,581	35,180	49,179
交易性金融资产	1,234	1,234	1,234	1,234
应收账款	8,044	8,765	9,773	10,792
其它应收款	108	151	194	250
预付账款	226	290	321	364
存货	5,400	5,844	6,332	7,155
其他	5,356	5,765	6,315	6,865
非流动资产	41,636	47,619	50,806	51,879
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	2,326	2,400	2,450	2,500
固定资产	18,784	22,650	25,456	27,455
无形资产	1,575	1,316	1,002	762
在建工程	5,966	7,977	8,651	7,768
其他	12,985	13,275	13,246	13,395
资产总计	80,326	95,248	110,156	127,719
流动负债	16,226	17,451	18,549	20,116
短期借款	1,243	1,100	1,000	1,000
应付款项	1,764	1,949	2,106	2,295
预收账款	0	0	0	0
其他	13,219	14,402	15,443	16,822
非流动负债	5,014	5,660	6,210	6,660
长期借款	2,960	3,460	3,860	4,160
其他	2,055	2,200	2,350	2,500
负债合计	21,240	23,110	24,759	26,776
少数股东权益	453	598	765	960
归属母公司股东权益	58,633	71,540	84,632	99,983
负债和股东权益	80,326	95,248	110,156	127,719

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,407	17,223	18,937	21,241
净利润	9,568	11,827	13,525	15,846
折旧摊销	2,769	3,508	3,869	4,205
财务费用	(787)	(365)	(419)	(543)
投资损失	(604)	(342)	(393)	(446)
营运资金变动	1,961	(121)	(718)	(455)
其它	(500)	2,716	3,075	2,634
投资活动现金流	(5,518)	(11,912)	(9,791)	(7,784)
资本支出	(628)	(9,037)	(7,050)	(5,050)
长期投资	(110)	(74)	(50)	(50)
其他	(4,780)	(2,801)	(2,691)	(2,684)
筹资活动现金流	(3,832)	4,150	1,453	2,043
短期借款	(2,424)	(143)	(100)	0
长期借款	2,272	500	400	300
其他	(3,680)	3,793	1,153	1,743
现金净增加额	3,056	9,462	10,599	15,499

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,241	43,213	48,425	55,519
营业成本	22,965	24,173	26,787	30,346
营业税金及附加	301	332	372	426
营业费用	745	821	944	1,110
管理费用	2,879	3,171	3,553	4,074
研发费用	1,239	1,296	1,404	1,555
财务费用	(787)	(365)	(419)	(543)
资产减值损失	1,574	432	484	555
公允价值变动损益	187	100	100	100
投资净收益	604	342	393	446
其他经营收益	464	510	560	610
营业利润	11,580	14,305	16,353	19,153
营业外收支	(40)	(40)	(40)	(40)
利润总额	11,540	14,265	16,313	19,112
所得税	1,972	2,438	2,788	3,266
净利润	9,568	11,827	13,525	15,846
少数股东损益	117	145	166	195
归属母公司净利润	9,450	11,682	13,359	15,651
EBITDA	14,098	17,508	19,762	22,675
EPS (最新摊薄)	3.27	4.04	4.63	5.42

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-2.73%	10.12%	12.06%	14.65%
营业利润	-2.46%	23.53%	14.31%	17.12%
归属母公司净利润	-1.63%	23.61%	14.35%	17.16%
获利能力				
毛利率	41.48%	44.06%	44.68%	45.34%
净利率	24.38%	27.37%	27.93%	28.54%
ROE	16.49%	17.80%	16.96%	16.80%
ROIC	14.76%	15.08%	14.58%	14.43%
偿债能力				
资产负债率	26.44%	24.26%	22.48%	20.96%
净负债比率	21.01%	20.85%	20.68%	20.24%
流动比率	2.38	2.73	3.20	3.77
速动比率	2.05	2.39	2.86	3.41
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.49	0.47	0.47
应收账款周转率	4.95	5.10	5.00	5.00
应付账款周转率	13.53	13.12	13.32	13.90
每股指标(元)				
每股收益	3.27	4.04	4.63	5.42
每股经营现金	4.30	5.96	6.56	7.35
每股净资产	20.30	24.77	29.30	34.62
估值比率				
P/E	21.39	17.31	15.13	12.92
P/B	3.45	2.83	2.39	2.02
EV/EBITDA	10.20	10.36	8.72	7.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>