

药明康德 (2359 HK, 买入, 目标价: HK\$92.00)

买入

持有

卖出

客户规模高增长，欧美需求保持强劲

目标价: HK\$92.00 当前股价: HK\$71.75

股价上行/下行空间 +28%

52 周最高/最低价 (HK\$) 76.00/27.50

市值 (US\$mn) 55,889

当前发行数量(百万股) 2,956

三个月平均日交易额 (US\$mn) 47

流通盘占比 (%) 61

主要股东 (%)

香港中央结算 (代理人) 13

公司 13

G&C IV Ltd 5

香港中央结算 (陆股通) 8

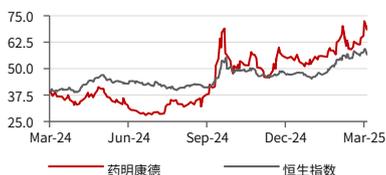
按 2025 年 3 月 19 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	92.00	73.00	26%
2025E EPS (RMB)	3.98	3.57	12%
2026E EPS (RMB)	4.62	4.05	14%
2027E EPS (RMB)	5.64	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	43,587 (-1%)	48,892 (+4%)
EPS (RMB)	3.76 (+6%)	4.26 (+8%)

注: 所示市场预测来源于 Wind, 正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

- 2024 年公司业绩稳健增长, 2025 年有望实现 10-15% 增长;
- 欧美市场强劲增长对冲新兴区域下滑, 全球布局支撑未来预期;
- 维持“买入”评级, 上调 DCF 目标价至 92.00 港币。

2024 年公司利润稳步增长: 根据公司 2024 年报告, 药明康德营业收入 392.41 亿元 (-2.73%), 净利润 94.5 亿元 (-1.63%), 扣非净利润为 99.88 亿元 (+2.47%), 公司实现基本每股收益 3.27 元/股 (+0.31%)。根据公司 2024 年报告, 4Q24 实现收入同比增长 6.9%; 2024 年公司持续经营业务在手订单人民币 493.1 亿元, 同比增长 47.0%。根据公司业绩会, 公司预计 2025 年收入有望实现同比增长 10%-15%。

欧美收入增长动能对冲新兴市场回调: 根据公司 2024 年报告, 公司收入来自于全球前 20 大制药企业收入达到人民币 166.4 亿元, 剔除特定商业化生产项目同比增长 24.1%。分区域看, 来自美国客户收入人民币 250.2 亿元, 剔除特定商业化生产项目同比增长 7.7%; 来自欧洲客户收入人民币 52.3 亿元, 同比增长 14.4%; 来自中国客户收入人民币 70.7 亿元, 同比下降 3.5%; 来自其他地区客户收入人民币 19.3 亿元, 同比下降 11.4%。我们预计公司 25E-27E 收入增速有望实现同比增长 10.5%/17.2%/19.1%。

持续聚焦 CRDMO 核心业务, 不断提高生产经营效率: 根据公司 2024 年报告, 公司毛利率为 41.5%, 同比增长 0.30ppts。根据公司 2024 年业绩会, 公司加速推进全球 D&M 产能建设, 公司预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿; 随着业务增长及效率提升, 公司预计 2025 年自由现金流达到 40-50 亿。我们预计, 随着生产工艺持续优化和效率不断提升, 以及医药投融资环境的改善, 公司 25E-27E 毛利率将保持上升趋势, 为 43.7%/44.3%/45.2%。

维持“买入”评级, 目标价上调至 HK\$92.00 (之前为 HK\$73.00): 对应 21 倍的 2025 年 P/E, 低于行业可比公司的 23 倍均值。鉴于药明康德的领先行业地位以及 TIDES 业务的增长前景, 我们认为公司估值仍有一定的上升空间。

风险提示: 1) CDMO 的利用率低于预期; 2) 人才瓶颈; 3) 外汇风险; 4) 中美冲突可能持续升级。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	40,341	39,241	43,354	50,819	60,544
毛利润 (RMBmn)	16,612	16,277	18,940	22,491	27,379
归母净利润 (RMBmn)	9,607	9,450	11,501	13,336	16,276
每股收益 (RMB)	3.24	3.27	3.98	4.62	5.64
市盈率 (x)	23.6	12.6	16.6	14.3	11.7

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

财务分析

图表 1：药明康德- 2024 年财务数据摘要

	2024A	2023A	YoY%	2024E	差异%
营收 (百万元)	39,241	40,341	-3%	39,527	-1%
毛利 (百万元)	16,277	16,612	-2%	16,381	-1%
归母净利润 (百万元)	9,450	9,607	-2%	9,468	0%
EPS (元)	3.27	3.27	0%	3.19	3%
毛利率	41.5%	41.2%	0.30ppts	41.4%	0.04ppts
净利率	24.1%	23.8%	0.27ppts	24.0%	0.13ppts

资料来源：公司公告、华兴证券预测

盈利预测调整

根据 2024 年公司财报，我们调整了公司 2025E-26E 年的收入预测，其中由于公司业务调整，细胞及基因疗法及国内新药研发服务业务不再单独预测收入。根据公司 2024 年报告，CRDMO 商业模式驱动化学业务持续增长，4Q24 WuXi Chemistry 收入同比增长 13.0%。根据公司 2024 年报告，小分子药物发现 (R) 业务持续引流，全年成功合成并交付超过 46 万个新化合物，同比增长 10%，R 到 D 转化分子 366 个。此外，公司新分子 (TIDES) 业务保持高速增长，2024 年 TIDES 业务收入 58.0 亿元，同比增长 70.1%；截至 2024 年底，TIDES 在手订单同比增长 103.9%。因此我们调高了 25E-26E 年化学业务的收入预测，进而调整了营业收入预测。根据公司 2024 年业绩会，公司预计 2025 年收入同比增长 10%-15%，公司整体收入达到 415-430 亿。

考虑到公司在各项费用率稳定的基础上，毛利率水平持续上升，我们也调高公司 25E-26E 年净利润至 115.0 亿元/133.4 亿元。我们新增 2027 年预测。

图表 1：药明康德- 25E-27E 年核心预测修正

RMB (百万元)	新			旧			变化%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	43,354	50,819	60,544	43,797	50,164	N.A.	-1%	1%	N.A.
毛利	18,940	22,491	27,379	18,314	20,948	N.A.	3%	7%	N.A.
归母净利润	11,501	13,336	16,276	10,589	12,027	N.A.	9%	11%	N.A.
EPS (元)	3.98	4.62	5.64	3.57	4.05	N.A.	12%	14%	N.A.

资料来源：公司公告、华兴证券预测

图表 1：药明康德-25E-27E 年分部营收预测更新

RMB (百万元)	新			旧			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	43,354	50,819	60,544	43,797	50,164	N.A.	-1%	1%	N.A.
化学业务	33,410	39,424	47,309	30,805	34,810	N.A.	8%	13%	N.A.
测试业务	6,238	6,986	8,034	7,553	8,686	N.A.	-17%	-20%	N.A.
生物学业务	2,926	3,511	4,213	3,216	4,020	N.A.	-9%	-13%	N.A.
细胞及基因疗法	0	0	0	1,524	1,799	N.A.	-100%	-100%	N.A.
国内新药研发服务	0	0	0	639	767	N.A.	-100%	-100%	N.A.
其他	781	898	988	59	82	N.A.	1230%	993%	N.A.
毛利率	43.7%	44.3%	45.2%	41.8%	41.8%	N.A.	4%	6%	N.A.

资料来源：华兴证券预测

估值

重申买入评级，上调 DCF 目标价至 92.00 港币

我们采用两阶段 DCF 估值法，第一阶段为 2025 年至 2028 年，第二阶段以 2029 年开始作为永续期。永续增长率 2.0%，以及 WACC 预测 9.1% 保持不变。WACC 计算的主要假设是：无风险利率为 2.9%；股权风险溢价为 7.0%；贝塔系数为 1.10；债务成本为 4.7%；边际税率为 25%；债务资本比率为 20.5%。

我们的最新目标价相对于 3 月 21 日的收盘价 68.60 港币蕴含 34% 的上行空间。我们的目标价对应 2025 年 P/E 为 21x，低于行业可比公司平均值的 23x。鉴于药明康德的领先行业地位以及 TIDES 业务的增长前景，我们认为公司估值仍有一定的上升空间。

图表 3：药明康德- DCF 估值表

百万元，除每股外	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
税前利润	2,581	2,337	3,369	6,016	10,619	11,832	11,540	14,044	16,284	19,875	22,809
财务费用	56	24	520	84	248	-338	-787	241	265	275	271
EBIT	2,637	2,361	3,889	6,100	10,866	11,494	10,753	14,284	16,549	20,149	23,081
EBIT*(1-t)	2,390	1,935	3,506	5,220	9,151	9,362	8,781	11,884	13,766	16,753	19,183
固定资产折旧	501	620	738	959	1,351	1,902	2,372	2,856	3,392	3,995	4,577
无形资产摊销	149	193	220	312	367	386	396	317	327	339	351
营运资本变动	-835	-524	-572	-1,208	-253	128	-970	1,664	-934	-1,215	-1,100
资本开支	-2,249	-2,532	-3,031	-6,936	-9,966	-5,517	-4,003	-6,503	-7,623	-6,054	-5,547
自由现金流	-44	-306	862	-1,653	650	6,261	6,576	10,218	8,929	13,818	17,464
贴现因子								-	1	2	3
自由现金流现值								10,218	8,181	11,600	13,433

估值简介	截至2025年底
自由现金流现值 (2025-28E)	43,432
永续现金流现值	191,878
企业价值	235,311
(-) 净负债	-9,956
(-) 少数股东权益	453
股权价值	244,814
总股本 (百万)	2,888
目标价 (港币)	HKD92.00
港股最新收盘价	HKD68.60
上行/(下行)空间 %	34%
2025年EPS	3.98
目标价对应P/E	21

WACC计算	
无风险利率	2.9%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	1.10
权益成本	10.6%
债务成本	4.7%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.5%
债务/总资本比例	20.5%
WACC	9.1%
永续增长率	2.0%
港币/人民币 汇率	0.92

目标价 (港币)	敏感性分析对应永续增长率 和 WACC				
	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%
1.50%	116.60	99.61	87.08	77.47	69.85
1.75%	121.30	102.92	89.53	79.33	71.32
2.00%	126.47	106.50	92.00	81.32	72.87
2.25%	132.16	110.39	94.94	83.43	74.51
2.50%	138.47	114.62	97.96	85.67	76.24

注：2025 年 3 月 21 日收盘价。

资料来源：Wind、华兴证券预测

图表 2：药明康德- 可比公司估值分析

名称	代码	市值 (百万元)	评级	目标价	收盘价	EPS (元)			PE		
						2025/3/21	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E
药明生物*	2269.HK	108,221	买入	HK\$26.12	HK\$26.35	0.74	0.90	0.96	33	27	25
泰格医药*	300347 CH	47,486	买入	RMB71.03	RMB54.90	2.55	3.05	3.59	22	18	15
凯莱英	002821 CH	28,054	NC	N/A	RMB77.80	2.81	3.43	4.19	28	23	19
康龙化成	300759 CH	48,545	NC	N/A	RMB27.30	1.01	1.09	1.26	27	25	22
平均值									27	23	20
药明康德*	2359.HK	198,116	买入	HK\$92.00	HK\$68.60	3.27	3.98	4.62	19	16	14

注：带*公司 EPS 为华兴证券预测，其他公司的 EPS 预测来自于 Wind 一致性预期。资料来源：Wind、华兴证券预测

风险提示

- **CDMO 的利用率低于预期。**公司正在不断加大资本开支投入，修建 CDMO 设施扩大产能。利用率如果低于预期可能影响到公司的盈利能力。
- **人才瓶颈。**有经验的专业人员是 CRDMO 公司最重要的资产之一，影响能够取得优质结果及能否实施新的合约。此外，主要员工掌握先进的科学知识和项目管理经验，两者无法剥离。有经验的员工如果流失可能会影响公司的业绩。
- **外汇风险。**外汇的不利变动可能会对公司财务业绩产生不利影响。公司大部分收入以美元入账，而成本以人民币计量。
- **中美冲突可能持续升级：**中美地缘政治冲突的升级可能会给药明康德等在美国拥有核心原材料、技术和市场的中国制药企业带来难以预见的风险。2024 年，药明康德有 64% 的收入来自美国。如果未来地缘政治冲突进一步加剧，药明康德的收入可能会受到负面影响。

附：财务报表

 年结：12月
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
化学业务	29,052	33,410	39,424	47,309
测试业务	5,671	6,238	6,986	8,034
生物学业务	2,544	2,926	3,511	4,213
其他收入	1,974	781	898	988
营业收入	39,241	43,354	50,819	60,544
营业成本	(22,965)	(24,414)	(28,328)	(33,165)
毛利润	16,277	18,940	22,491	27,379
管理及销售费用	(4,863)	(5,503)	(6,552)	(7,927)
其中：研发支出	(1,239)	(1,412)	(1,706)	(2,092)
其中：市场营销支出	(745)	(867)	(1,016)	(1,211)
其中：管理支出	(2,879)	(3,224)	(3,830)	(4,624)
息税前利润	10,753	14,284	16,549	20,149
息税折旧及摊销前利润	13,522	17,458	20,268	24,484
利息收入	41	55	48	56
利息支出	(280)	(295)	(313)	(330)
税前利润	11,540	14,044	16,284	19,875
所得税	(1,972)	(2,400)	(2,783)	(3,396)
净利润	9,450	11,501	13,336	16,276
基本每股收益 (RMB)	3.27	3.98	4.62	5.64
稀释每股调整收益 (RMB)	3.27	3.98	4.62	5.64

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	38,690	35,642	40,368	49,084
货币资金	18,322	16,029	18,570	24,496
应收账款	8,044	7,506	8,799	10,482
存货	5,400	5,147	5,972	6,992
其他流动资产	6,924	6,961	7,027	7,114
非流动资产	41,636	47,929	51,833	53,552
固定资产	18,784	22,715	25,614	27,688
无形资产	1,575	1,791	1,765	1,721
商誉	2,936	1,821	1,821	1,821
其他	6,598	9,860	10,891	10,580
资产	80,326	83,572	92,201	102,636
流动负债	16,226	19,976	21,483	23,261
短期借款	1,243	4,084	4,340	4,544
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,764	1,700	1,973	2,309
长期借款	3,506	1,988	2,113	2,212
非流动负债	986	(4,402)	(5,749)	(7,681)
负债	21,240	18,086	18,369	18,315
股份	2,888	2,888	2,888	2,888
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	1,357	1,357	1,357	1,357
归属于母公司所有者权益	59,086	65,486	73,831	84,321
少数股东权益	453	453	453	453
负债及所有者权益	80,326	83,572	92,201	102,636

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	9,450	11,501	13,336	16,276
折旧摊销	2,769	3,173	3,719	4,335
利息（收入）/支出	(1,032)	(427)	(517)	(658)
其他非现金科目	1,429	(500)	(200)	(200)
其他	761	(1,659)	166	202
营运资本变动	(970)	1,664	(934)	(1,215)
经营活动产生的现金流量	12,407	13,752	15,569	18,740
资本支出	(5,886)	(6,503)	(7,623)	(6,054)
收购及投资	(2,013)	0	0	0
处置固定资产及投资	(3,506)	(6,503)	(7,623)	(6,054)
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(5,518)	(6,503)	(7,623)	(6,054)
股利支出	3,085	4,990	5,786	7,062
债务筹集（偿还）	(202)	325	381	303
发行（回购）股份	196	0	0	0
其他	(6,912)	(9,980)	(11,573)	(14,124)
筹资活动产生的现金流量	(3,832)	(4,665)	(5,405)	(6,759)
现金及现金等价物净增加额	3,444	2,584	2,541	5,926
自由现金流	6,576	10,218	8,929	13,818

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
化学业务 营收YoY%	(0.4)	15.0	18.0	20.0
测试业务 营收YoY%	(13.3)	10.0	12.0	15.0
生物学业务 营收YoY%	(0.3)	15.0	20.0	20.0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(2.7)	10.5	17.2	19.1
毛利润	(2.0)	16.4	18.7	21.7
息税折旧及摊销前利润	(1.9)	29.1	16.1	20.8
净利润	(1.6)	21.7	16.0	22.0
稀释每股调整收益	1.1	21.7	16.0	22.0
调整后稀释每股调整收益	1.1	21.7	16.0	22.0
盈利率 (%)				
毛利率	41.5	43.7	44.3	45.2
息税折旧摊销前利润率	34.5	40.3	39.9	40.4
息税前利润率	27.4	32.9	32.6	33.3
净利率	24.1	26.5	26.2	26.9
净资产收益率	16.0	17.6	18.1	19.3
总资产收益率	11.8	13.8	14.5	15.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.4	1.8	1.9	2.1
速动比率	2.1	1.5	1.6	1.8
估值比率 (x)				
市盈率	12.6	16.6	14.3	11.7
市净率	2.0	2.9	2.6	2.3
市销率	5.0	4.5	3.9	3.2

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。