

持续聚焦 CRDMO 业务模式， 在手订单增长强劲

药明康德 (603259.SH)

核心观点

2024年，公司业务整体保持稳健，在手订单增长持续强劲，业绩符合预期。新分子业务快速增长，成为业绩提升的重要动力。公司坚持全球化能力和规模建设，不断提升经营效率，盈利能力得到改善。出售部分海外业务，有利于公司持续聚焦 CRDMO 业务模式。预计 2025 年，公司新分子业务有望继续保持较快增长，CDMO 业务稳步提升，前端业务有望企稳甚至复苏，同时经营效率和盈利能力有望进一步提升。

事件

公司发布 2024 年报，业绩符合预期

3月18日，公司发布2024年年度报告，实现：1) 营业收入392.41亿元，同比下降2.73%；2) 归母净利润94.50亿元，同比下降1.63%；3) 扣非归母净利润99.88亿元，同比增长2.47%；4) 经调整 Non-IFRS 归母净利润105.83亿元，同比下降2.51%；5) 基本每股收益3.28元。业绩符合预期。

公司2024年分配预案：拟向全体股东每10股派发现金红利9.82元（含税），共计派发现金红利28.35亿元（含税）。

公司发布《2025年回报股东特别分红方案》

3月18日，公司发布《2025年回报股东特别分红方案》。公司拟向全体股东每10股派发特别现金红利人民币3.50元（含税），共计派发现金红利人民币10.11亿元（含税）。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,340.81	39,241.43	42,609.41	48,517.92	55,037.56
YoY(%)	2.51	-2.73	8.58	13.87	13.44
净利润(百万元)	9,606.75	9,450.31	10,942.78	12,558.70	14,350.79
YoY(%)	9.00	-1.63	15.79	14.77	14.27
毛利率(%)	41.18	41.48	43.82	44.26	44.60
净利率(%)	23.81	24.08	25.68	25.88	26.07
ROE(%)	17.43	16.12	16.17	16.09	15.96
EPS(摊薄/元)	3.33	3.27	3.79	4.35	4.97
P/E(倍)	20.25	20.59	17.78	15.49	13.56
P/B(倍)	3.53	3.32	2.87	2.49	2.16

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

赖俊勇

lajunyong@csc.com.cn

010-56135324

SAC 编号:S1440523070007

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期：2025年03月25日

当前股价：64.03元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	7.65/5.28	13.91/12.74	24.79/12.63
12月最高/最低价(元)			68.41/36.87
总股本(万股)			288,799.26
流通A股(万股)			250,091.64
总市值(亿元)			1,835.02
流通市值(亿元)			1,601.34
近3月日均成交量(万)			3612.71
主要股东			
HKSCC NOMINEES LIMITED			13.40%

简评

全年经营业绩及盈利能力保持稳健，在手订单强劲增长

2024 年第四季度，公司营业收入 115.39 亿元，同比增长 6.85%；归母净利润 29.17 亿元，同比增长 90.64%；扣非归母净利润 33.06 亿元，同比增长 62.22%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 32.4 亿元，同比增长 20.4%。24Q4 公司收入端继续保持稳健增长，主要由 D&M 业务和 TIDES 业务带动；利润端增速快于收入端，主要由于公司经营效率提升，叠加年末财务费用、投资收益等项目的正向贡献。2024 年，公司全年收入剔除新冠商业化项目同比增长 5.2%；经调整 Non-IFRS 净利率 27.0%，较去年同期增长 0.1pct，经营收入及盈利能力保持稳健。

截至 2024 年末，公司持续经营业务在手订单 493.1 亿元，同比增长 47.0%，实现强劲增长。2024 年，公司整体保持约 6000 家活跃客户，持续经营业务新增客户约 1000 家；全球前 20 大制药企业贡献收入 166.4 亿元，剔除特定商业化生产项目后同比增长 24.1%，体现了大型药企对公司服务的强劲需求。2024 年欧美地区客户需求持续增长，其中美国客户贡献收入 250.2 亿元，剔除特定商业化生产项目后同比增长 7.7%，收入占比 64%；欧洲客户贡献收入 52.3 亿元，同比增长 14.4%，占比 13%；中国区客户贡献收入 70.7 亿元，同比下降 3.5%，占比 18%；来自其他地区客户贡献收入 19.3 亿元，同比下降 11.48%，占比 5%。

持续聚焦 CRDMO 业务模式，全球能力和规模建设持续推进

化学业务（WuXi Chemistry）：新分子业务实现高速增长，全球能力和规模建设持续推进。2024 年，公司化学业务收入 290.52 亿元，同比下降 0.4%，剔除新冠商业化项目同比增长 11.2%，保持稳健增长。经调整 non-IFRS 毛利率 46.4%，同比提升 1.2pts，主要得益于生产工艺持续优化和效率不断提升。

小分子药物发现（R）业务过去 12 个月成功合成并交付了超过 46 万个新化合物，同比增长 10%，持续为下游引流。2024 年 R 到 D 转化分子 366 个，为 D&M 业务增长奠定坚实基础。工艺研发和生产（D&M）服务 2024 年收入 178.7 亿元，剔除新冠商业化生产项目后同比增长 6.4%。2024 年，公司 D&M 管线新增分子 1187 个，截至年末分子管线总数 3377 个，包括 72 个商业化项目（较年初增加 11 个），80 个临床 III 期项目（较年初增加 14 个），360 个临床 II 期项目（较年初增加 34 个），以及 2865 个临床 I 期和临床前项目（较年初增加 117 个）。TIDES 业务（寡核苷酸和多肽）2024 年贡献收入 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%。TIDES D&M 服务客户数量同比提升 15%，服务分子数量同比提升 22%。

公司持续推进全球能力和规模建设，以更好满足客户需求。2024 年，公司泰兴原料药生产基地投入运营，常州及泰兴产能稳步提升，预计 2025 年末小分子原料药反应釜总体积将超 4000kL。公司持续投入瑞士库威基地，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 41000L，预计 2025 年末将进一步提升至超 100000L。

测试业务（WuXi Testing）：价格因素影响收入及毛利水平，安评及 SMO 业务保持行业领先。2024 年，公司测试业务实现收入 56.7 亿元，同比下降 4.8%。经调整 non-IFRS 毛利率 33.3%，同比下降 5.9pts。收入及利润率有所下降，主要由于安评、临床 CRO 等业务受市场影响，价格调整并逐渐反映到收入上。

实验室分析及测试服务方面，公司 2024 年收入 38.6 亿元，同比下降 8.0%。其中，药物安全性评价业务收入虽同比下降 13%，但仍保持亚太行业领先地位。启东和成都设施通过 NMPA 和 OECD GLP 资质认证，苏州设施首次接受并顺利通过日本 PMDA 项目现场审计。积极助力客户开展全球合作，近三年累计为约 40% 成功出

海的中国客户提供服务。临床 CRO 及 SMO 服务方面，公司 2024 年实现收入 18.1 亿元，同比增长 2.8%。其中 SMO 业务收入同比增长 15.4%，保持国内领先地位，全年赋能 73 个产品获批上市，近十年累计赋能 255 个新产品获批上市。临床 CRO 业务 2024 年助力客户获得 29 项临床申请批件和 1 项上市申请。

生物学业务 (WuXi Biology)：全年收入保持稳健，新分子种类相关业务同比快速增长。生物学业务 2024 年实现收入 25.4 亿元，同比下降 0.3%。全年经调整 non-IFRS 毛利率 38.8%，同比下降 3.6pts，主要受市场价格影响。公司充分发挥体内、体外业务协同的一站式服务平台优势，非肿瘤业务 2024 年收入同比增长 29.9%，其中代谢类、神经生物学等领域引领增长。综合筛选平台相关收入同比增长 18.7%。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板块收入的 28%。生物学业务作为公司下游业务的重要“流量入口”，2024 年为公司持续贡献超过 20% 的新客户。

出售部分海外业务，持续聚焦 CRDMO 业务模式。2024 年底，公司签署了 WuXi ATU 业务的美国和英国运营主体及美国医疗器械测试相关业务的股权出售协议。截至年报披露日，上述两项交易已完成交割。上述相关业务 2024 年合计贡献收入 13.24 亿元 (-20.4%)，毛利率 -16.11% (-24.27pts)。出售上述业务对公司收入影响有限，同时有助于提升公司盈利能力。完成上述交易可以优化公司的战略性业务组合，使公司能够更加专注于核心的 CRDMO 业务，并通过在多个地区的进一步投资，增强业务协同效应，更好地满足全球客户需求。

持续经营业务毛利率同比改善，自由现金流创历史新高

2024 年，公司毛利率 41.48%，较去年同期增长 0.30pts。其中持续经营业务 2024 年毛利率 43.49%，同比增长 0.89pts，主要受益于生产工艺优化和经营效率提升。费用方面，公司 2024 年销售 (7.45 亿，+6.33%)、管理 (28.79 亿，+0.02%)、研发 (12.39 亿，-14.03%)、财务 (-7.87 亿，2023 年为 -3.38 亿) 费用率分别为 1.90%、7.34%、3.16% 和 -2.00%，较去年同期分别变化 +0.16、+0.20、-0.41 和 -1.17 个百分点。销售、管理及研发费用基本保持稳定，财务净收益增长主要得益于美元汇率上升带来的汇兑收益增加。

2024 年，公司经营性现金流量净额为 124.07 亿元，同比下降 7.32%，主要由于 2023 年特定商业化项目的较大现金流入，剔除后 2024 年经营性现金流量净额同比增长 17.44%。同时公司不断提升资产利用率，2024 年资本开支 40.03 亿元，自由现金流达到 79.8 亿元，创历史新高。

非主营业务方面，公司 2024 年投资收益 6.04 亿元 (+158.36%)，主要由于对药明联合的长期股权投资的持有及处置收益增长，部分被处置其他股权投资收益减少所抵消。公允价值变动收益 1.87 亿元 (2023 年为 -0.38 亿元)，主要系股权投资公允价值变动收益增加，部分被生物资产公允价值收益减少抵消。资产减值损失 12.36 亿元 (+689.90%)，主要系持有待售资产、固定资产及商誉等资产减值损失增加所致。

积极加大股东回报，推出 H 股奖励信托计划激励保留人才

公司长期维持 30% 的年度现金分红比例，2024 年拟向全体股东派发现金红利 28.35 亿元。此外，公司加大股东回报，拟额外一次性派发 10 亿特殊分红，并在 2025 年增加中期分红；同时拟在 2025 年适时回购 10 亿元 A 股。同时，公司拟推出 2025 年 H 股奖励信托计划，在公司收入完成 420 亿时，授予 15 亿港元 H 股，并在达到 430 亿及以上时，额外授予 10 亿港元 H 股。此计划的 H 股将由公司通过市场内交易以现行市场价格进行购买，不会稀释现有股东权益。公司推出奖励信托计划有助于持续激励保留人才，保障公司的长期发展。

盈利预测与投资评级

2024 年公司在面临外部环境的不确定性下，始终坚持独特的一体化 CRDMO 业务模式，业务整体保持稳健。在手订单增长持续强劲，体现了客户对公司服务的强烈需求。公司及时捕捉新分子机遇，新分子业务实现快速

增长，成为业绩提升的重要动力。公司坚持全球化能力和规模建设，不断提升经营效率，盈利能力得到改善。预计 2025 年，在海外研发需求的持续复苏和国内创新药行业蓬勃发展的环境下，公司新分子业务有望继续保持较快增长，CDMO 业务稳步提升，前端业务有望企稳甚至复苏，同时经营效率和盈利能力有望进一步提升。

我们预计公司 2025~2027 年实现营业收入分别为 426.09 亿元、485.18 亿元和 550.38 亿元，表观分别同比增长 8.6%、13.9% 和 13.4%；剔除终止经营业务后 2025~2027 年收入同比增速分别为 12.4%、13.9% 和 13.4%。归母净利润为 109.43 亿元、125.59 亿元和 143.51 亿元，分别同比增长 15.8%、14.8% 和 14.3%。折合 EPS 分别为 3.79 元/股、4.35 元/股和 4.97 元/股，对应 PE 为 17.8X、15.5X 和 13.6X，维持买入评级。

风险分析

1、新药研发数量不及预期：客户新药研发的不断需求是推动公司业绩持续增长的重要动力，新药研发数量不及预期将对公司业绩产生不利影响；

2、公司在手订单增长低于预期：在手订单对公司未来的收入增长预期具有重要提示意义，在手订单增长低于预期可能导致公司预期业绩下滑，进而影响企业估值；

3、行业竞争激烈：目前行业内有多家 CXO 企业在临床前和临床业务方面与公司构成竞争关系，竞争程度激烈将加大企业降本增效的压力，对公司业绩增速产生不利影响；

4、产能快速扩大影响可能导致新产能无法快速产生业绩增量，影响产能利用率及成本摊销。

5、全球化经营及国际政策变动风险。如果发生以下情形，例如全球业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司全球业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。公司了解到，美国第 118 届国会已于 2025 年初届满结束，期间没有通过《生物安全法案》相关提案。截至目前，美国第 119 届国会尚未有任何重启该法案立法流程的提议。公司将继续密切关注立法动态。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk