

业绩逐季提升，在手订单高速增长

——药明康德 2024 年报点评

核心观点

- 事件：**公司近期发布 2024 年报，实现营业收入 392.41 亿元，同比-2.73%，剔除新冠商业化项目同比+5.2%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 105.8 亿元，同比-14.2%。分季度来看，全年业绩逐季度改善，其中第四季度实现营业收入 115.4 亿元，环比+10.3%，经调整 Non-IFRS 归母净利润 32.4 亿元，环比+9.1%，收入和利润均创历史新高。
- 新分子保持快速成长，进一步聚焦 CRDMO 一体化布局。**24 年业绩按板块来看，1) 化学业务剔除新冠业务收入同比+11.2%，经调整 non-IFRS 毛利率提升至 46.4%，经营效率改善显著。其中新分子（TIDES）业务持续高速增长，收入同比高增 57.2%，主要得益于市场需求旺盛以及公司自身能力和产能的快速提升。2) 测试业务收入同比-8.0%，主要系实验室分析与测试受市场需求影响，订单价格有所波动。临床 CRO 业务增长稳定，同比+2.8%。3) 生物学业务收入同比基本持平，其中早期筛选及体内药理学相关业务驱动增长。此外，为了更加聚焦公司一体化 CRDMO 模式，公司于 2024 年签署 ATU 细胞治疗、美国医疗器械测试相关业务的股权出售协议。
- 25 年预计收入重回双位数增长，激励彰显发展信心。**截至 24 年底，公司在手订单 493.1 亿元，同比增长 47.0%，其中 TIDES 在手订单同比强劲增长 104%，充沛的在手订单支撑公司未来业绩稳定增长。此外，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。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 25-26 年归母净利润分别为 105.14、123.29 亿元（原预测值为 107.47、127.78 亿元），新增预测 27 年归母净利润为 137.01 亿元。根据可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 29 倍市盈率，对应目标价为 105.56 元，给予买入评级。

风险提示

- 医药研发服务市场需求下降的风险、新分子需求不及预期影响产能利用率的风险、医药研发服务行业竞争加剧的风险、境外经营及国际政策变动风险、行业监管政策变化的风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,341	39,241	42,455	48,444	54,453
同比增长(%)	2.5%	-2.7%	8.2%	14.1%	12.4%
营业利润(百万元)	11,872	11,580	12,856	15,130	16,773
同比增长(%)	11.5%	-2.5%	11.0%	17.7%	10.9%
归属母公司净利润(百万元)	9,607	9,450	10,514	12,329	13,701
同比增长(%)	9.0%	-1.6%	11.3%	17.3%	11.1%
每股收益(元)	3.33	3.27	3.64	4.27	4.74
毛利率(%)	41.2%	41.5%	43.5%	44.6%	44.5%
净利率(%)	23.8%	24.1%	24.8%	25.5%	25.2%
净资产收益率(%)	18.9%	16.6%	16.2%	16.2%	15.7%
市盈率	20.4	20.8	18.7	15.9	14.3
市净率	3.6	3.3	2.8	2.4	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年03月27日）	68 元
目标价格	105.56 元
52 周最高价/最低价	70.68/36.36 元
总股本/流通 A 股（万股）	288,799/288,799
A 股市值（百万元）	196,383
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 03 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.26	8.89	24.11	49.64
相对表现%	-1.19	9.79	25.33	37.37
沪深 300%	-1.07	-0.9	-1.22	12.27



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

单二季度环比改善，新分子业务增长强劲：——药明康德 24H1 点评	2024-08-06
业绩符合预期，新分子业务强劲增长：——药明康德 2023 年度年报点评	2024-03-25
二季度业绩环比提升，主业内生动力强劲：——药明康德 23H1 点评	2023-08-01

图 1：可比公司估值表（截至 2025/3/27）

公司	代码	最新价格(元) 2025/3/27	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
昭衍新药	603127	21.98	0.53	0.08	0.55	0.77	41.50	262.92	39.63	28.60
康龙化成	300759	27.68	0.90	1.01	1.09	1.26	30.74	27.45	25.48	21.89
药石科技	300725	35.97	0.99	0.97	1.15	1.38	36.40	37.27	31.35	26.11
阳光诺和	688621	45.29	1.65	1.61	2.87	3.63	27.46	28.13	15.77	12.49
毕得医药	688073	54.00	1.21	1.38	1.66	2.18	44.79	39.13	32.48	24.80
药明生物	02269	24.42	0.83	0.82	0.92	1.08	29.50	29.88	26.57	22.54
	最大值						44.79	262.92	39.63	28.60
	最小值						27.46	27.45	15.77	12.49
	平均数						35.06	70.80	28.55	22.74
	调整后平均						34.53	33.60	28.97	23.84

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,764	18,322	28,454	34,574	41,726
应收票据、账款及款项融资	7,922	8,044	7,855	9,469	10,627
预付账款	244	226	271	294	330
存货	4,736	5,400	5,308	5,876	6,801
其他	3,757	6,698	4,176	4,388	4,686
流动资产合计	30,422	38,690	46,064	54,600	64,170
长期股权投资	2,216	2,326	2,000	2,200	2,400
固定资产	17,190	18,784	21,079	23,007	24,710
在建工程	6,982	5,966	6,879	7,024	7,432
无形资产	1,864	1,575	1,718	1,883	2,006
其他	14,995	12,985	14,024	14,096	14,563
非流动资产合计	43,247	41,636	45,700	48,210	51,111
资产总计	73,669	80,326	91,765	102,810	115,281
短期借款	3,667	1,243	2,928	2,613	2,261
应付票据及应付账款	1,645	1,764	1,705	1,946	2,220
其他	9,444	13,219	10,416	11,157	11,934
流动负债合计	14,756	16,226	15,048	15,716	16,414
长期借款	687	2,960	2,960	2,960	2,960
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,709	2,055	2,086	2,099	2,080
非流动负债合计	3,396	5,014	5,045	5,058	5,039
负债合计	18,152	21,240	20,094	20,774	21,454
少数股东权益	395	453	566	701	857
实收资本（或股本）	2,969	2,888	2,888	2,888	2,888
资本公积	25,244	22,079	24,338	24,338	24,338
留存收益	26,797	33,365	43,879	54,109	65,745
其他	112	301	0	0	0
股东权益合计	55,517	59,086	71,671	82,036	93,827
负债和股东权益总计	73,669	80,326	91,765	102,810	115,281

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	9,700	9,568	10,627	12,465	13,857
折旧摊销	2,166	2,155	2,412	2,867	3,338
财务费用	(338)	(787)	(387)	(113)	(278)
投资损失	(234)	(604)	10	(50)	(50)
营运资金变动	(1,142)	1,909	(673)	(1,457)	(1,163)
其它	3,235	166	(519)	154	(240)
经营活动现金流	13,387	12,407	11,471	13,867	15,465
资本支出	(4,281)	(817)	(6,087)	(5,512)	(6,045)
长期投资	(1,013)	(110)	326	(200)	(200)
其他	(2,266)	(4,591)	101	252	78
投资活动现金流	(7,561)	(5,518)	(5,661)	(5,460)	(6,166)
债权融资	(8)	2,242	(8)	16	(8)
股权融资	1,487	(3,247)	2,259	0	0
其他	(5,420)	(2,827)	2,072	(2,303)	(2,138)
筹资活动现金流	(3,941)	(3,832)	4,323	(2,287)	(2,146)
汇率变动影响	132	388	-0	-0	-0
现金净增加额	2,017	3,444	10,132	6,120	7,152

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,341	39,241	42,455	48,444	54,453
营业成本	23,729	22,965	23,966	26,862	30,212
销售费用	701	745	831	927	1,098
管理费用	2,879	2,879	3,212	3,423	3,963
研发费用	1,441	1,239	1,402	1,588	1,799
财务费用	(338)	(787)	(387)	(113)	(278)
资产、信用减值损失	395	1,574	753	907	1,078
公允价值变动收益	(38)	187	100	100	100
投资净收益	234	604	(10)	50	50
其他	141	163	88	130	42
营业利润	11,872	11,580	12,856	15,130	16,773
营业外收入	17	22	16	18	19
营业外支出	57	63	54	58	58
利润总额	11,832	11,540	12,818	15,090	16,733
所得税	2,132	1,972	2,190	2,625	2,877
净利润	9,700	9,568	10,627	12,465	13,857
少数股东损益	94	117	113	135	156
归属于母公司净利润	9,607	9,450	10,514	12,329	13,701
每股收益（元）	3.33	3.27	3.64	4.27	4.74

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	2.5%	-2.7%	8.2%	14.1%	12.4%
营业利润	11.5%	-2.5%	11.0%	17.7%	10.9%
归属于母公司净利润	9.0%	-1.6%	11.3%	17.3%	11.1%
获利能力					
毛利率	41.2%	41.5%	43.5%	44.6%	44.5%
净利率	23.8%	24.1%	24.8%	25.5%	25.2%
ROE	18.9%	16.6%	16.2%	16.2%	15.7%
ROIC	16.9%	14.5%	14.6%	15.0%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	26.4%	21.9%	20.2%	18.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.06	2.38	3.06	3.47	3.91
速动比率	1.73	2.05	2.71	3.10	3.50
营运能力					
应收账款周转率	5.6	4.8	5.4	5.6	5.5
存货周转率	4.5	4.5	4.5	4.8	4.8
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	3.33	3.27	3.64	4.27	4.74
每股经营现金流	4.51	4.30	3.97	4.80	5.35
每股净资产	19.09	20.30	24.62	28.16	32.19
估值比率					
市盈率	20.4	20.8	18.7	15.9	14.3
市净率	3.6	3.3	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.6	13.3	11.6	9.6	8.7
EV/EBIT	14.9	16.0	13.8	11.5	10.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。