



买入(首次)

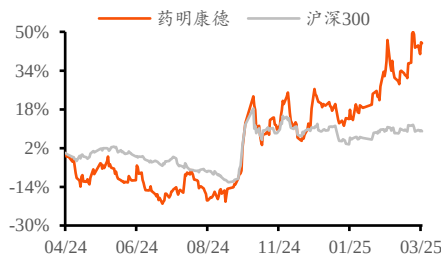
行业：医药生物
日期：2025年03月31日

分析师：彭波
E-mail: pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524100001
分析师：陈灿
E-mail: chencan2@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760525010002

基本数据

03月28日收盘价(元)	67.79
12mthA股价格区间(元)	36.36-70.68
总股本(百万股)	2,887.99
无限售A股/总股本	86.60%
流通市值(亿元)	1,695.37

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

收入利润稳步提升，在手订单维持高增 ——2024 年年报点评

■ 事件

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 392.41 亿元 (-2.73%)、归母净利润 94.50 亿元 (-1.63%)、经调整 Non-IFRS 归母净利润 105.83 亿元 (-2.51%); 2024Q4 实现营业收入 115.39 亿元 (+6.85%)、归母净利润 29.17 亿元 (+90.64%)、经调整 Non-IFRS 归母净利润 32.37 亿元 (+20.42%)。

■ 核心观点

2024 年全年剔除新冠商业化项目后收入增长 5.2%，经调整 Non-IFRS 净利率达 27.0%创历史新高

分板块拆分来看，2024 年 WuXi Chemistry 业务实现收入 290.5 亿元、剔除新冠商业化项目后同比增长 11.2%，全年经调整 Non-IFRS 毛利率提升至 46.4% (+1.2pts)。进一步拆分 2024 年小分子 D&M 业务收入 178.7 亿元 (剔除新冠商业化项目同比增长 6.4%); TIDES 业务收入 58.0 亿元 (+70.1%)，2024 年底多肽固相合成反应釜总体积增加至 41,000L，预计 2025 年底将进一步提升至 >100,000L。

2024 年 WuXi Testing 业务实现收入 56.7 亿元 (-4.8%)、经调整 Non-IFRS 毛利率为 33.3% (-5.9pts)。其中 2024 年实验室分析与测试业务收入 38.6 亿元 (-8.0%)，主要是受市场影响价格因素随着订单转化逐渐反映到收入上; 2024 年临床 CRO&SMO 业务收入 18.1 亿元 (+2.8%)，其中 SMO 收入同比增长 15.4%，保持中国行业领先地位。

2024 年 WuXi Biology 业务实现收入 25.4 亿元 (-0.3%)、经调整 Non-IFRS 毛利率为 38.8% (-3.6pts)。

在手订单快速增长，加速全球多地产能建设

截至 2024 年年底，公司持续经营业务在手订单 493.1 亿元 (+47.0%)，对比截至 2024 年 9 月底的在手订单 438.2 亿元 (+35.2%)，在手订单维持高增态势。产能方面，公司持续推进美国米德尔顿基地建设，计划于 2026 年底投入运营。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。公司预计 2025 年资本开支达到 70-80 亿元 (2024 年为 40.03 亿元)。

2025 年重回双位数增长，盈利能力有望进一步提升

公司指引 2025 年持续经营业务收入重回双位数增长，同比增长 10%-15%，整体收入达到 415-430 亿; 在新产能逐步投放的情况下，不断提高生产经营效率。预计 2025 年经调整 Non-IFRS 归母净利率水平有望进一步提升。

■ 盈利预测与投资建议

预计公司 25/26/27 年收入分别为 427.06/483.55/550.76 亿元，同比增长 8.8%/13.2%/13.9%; 归母净利润为 108.61/122.93/141.22 亿元，同比增长 14.9%/13.2%/14.9%，对应 PE 分别 18/16/14 倍。药明康德为全球领先的“一体化、端到端”的新药研发服务平台，考虑公司核心 Chemistry 业务有望恢复较快增速、盈利能力也将稳步提升，目前 PE 处于 2018 年 5 月以来历史低位水平，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ 风险提示

地缘政治风险; 产能投放进度不及预期; 行业需求复苏不及预期; 竞争降价压力高于预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,241	42,706	48,355	55,076
年增长率 (%)	-2.7%	8.8%	13.2%	13.9%
归属于母公司的净利润	9,450	10,861	12,293	14,122
年增长率 (%)	-1.6%	14.9%	13.2%	14.9%
每股收益 (元)	3.28	3.76	4.26	4.89
市盈率 (X)	16.78	18.03	15.93	13.86
净资产收益率 (%)	16.1%	16.3%	16.3%	16.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 03 月 28 日收盘价)

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,422	38,690	40,189	46,289	55,670
货币资金	13,764	18,322	19,045	23,410	30,704
应收及预付	8,165	8,270	8,539	9,315	10,263
存货	4,736	5,400	5,703	6,448	7,330
其他流动资产	3,757	6,698	6,901	7,116	7,372
非流动资产	43,247	41,636	49,285	53,476	56,000
长期股权投资	2,216	2,326	2,496	2,566	2,636
固定资产	17,190	18,784	24,904	28,817	31,108
在建工程	6,982	5,966	7,153	7,302	7,422
无形资产	1,864	1,575	1,693	1,796	1,884
其他长期资产	14,995	12,985	13,040	12,995	12,950
资产总计	73,669	80,326	89,475	99,765	111,670
流动负债	14,756	16,226	16,975	18,236	19,813
短期借款	3,667	1,243	943	643	343
应付及预收	1,645	1,764	1,892	2,139	2,432
其他流动负债	9,444	13,219	14,140	15,454	17,038
非流动负债	3,396	5,014	5,314	5,614	5,914
长期借款	687	2,960	3,260	3,560	3,860
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,709	2,055	2,055	2,055	2,055
负债合计	18,152	21,240	22,289	23,850	25,727
股本	2,969	2,888	2,888	2,888	2,888
资本公积	28,401	24,338	24,338	24,338	24,338
留存收益	26,797	33,365	41,355	49,960	59,845
归属母公司股东权益	55,122	58,633	66,623	75,228	85,113
少数股东权益	395	453	563	687	829
负债和股东权益	73,669	80,326	89,475	99,765	111,670

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,341	39,241	42,706	48,355	55,076
营业成本	23,729	22,965	24,155	27,310	31,047
营业税金及附加	297	301	320	363	413
销售费用	701	745	854	967	1,102
管理费用	2,879	2,879	3,203	3,627	4,131
研发费用	1,441	1,239	1,409	1,596	1,818
财务费用	-338	-787	-209	-221	-305
资产减值损失	-157	-1,236	-140	-140	-140
公允价值变动收益	-38	187	150	120	140
投资净收益	234	604	256	290	330
营业利润	11,872	11,580	13,338	15,091	17,330
营业外收支	-40	-40	-40	-40	-40
利润总额	11,832	11,540	13,298	15,051	17,290
所得税	2,132	1,972	2,327	2,634	3,026
净利润	9,700	9,568	10,971	12,417	14,264
少数股东损益	94	117	110	124	143
归属母公司净利润	9,607	9,450	10,861	12,293	14,122
EBITDA	14,003	14,223	16,624	19,124	21,946
EPS (元)	3.27	3.28	3.76	4.26	4.89

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,387	12,407	14,681	16,262	18,656
净利润	9,700	9,568	10,971	12,417	14,264
折旧摊销	2,512	3,014	3,535	4,294	4,961
营运资金变动	685	-528	-127	-804	-920
其它	490	353	302	354	350
投资活动现金流	-7,561	-5,518	-10,830	-8,099	-7,062
资本支出	-5,500	-3,988	-10,886	-8,389	-7,393
投资变动	-2,343	-2,013	0	100	100
其他	283	482	56	190	230
筹资活动现金流	-3,941	-3,832	-3,515	-3,798	-4,300
银行借款	201	-152	0	0	0
股权融资	247	196	0	0	0
其他	-4,389	-3,877	-3,515	-3,798	-4,300
现金净增加额	2,017	3,444	723	4,364	7,294
期初现金余额	7,984	10,001	13,445	14,168	18,532
期末现金余额	10,001	13,445	14,168	18,532	25,827

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	2.5%	-2.7%	8.8%	13.2%	13.9%
营业利润增长	11.5%	-2.5%	15.2%	13.1%	14.8%
归母净利润增长	9.0%	-1.6%	14.9%	13.2%	14.9%
获利能力					
毛利率	41.2%	41.5%	43.4%	43.5%	43.6%
净利率	24.0%	24.4%	25.7%	25.7%	25.9%
ROE	17.4%	16.1%	16.3%	16.3%	16.6%
ROIC	15.4%	14.5%	15.0%	15.1%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	26.4%	24.9%	23.9%	23.0%
净负债比率	-14.4%	-22.5%	-20.9%	-24.2%	-29.9%
流动比率	2.06	2.38	2.37	2.54	2.81
速动比率	1.51	1.71	1.69	1.84	2.10
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.51	0.50	0.51	0.52
应收账款周转率	5.82	4.95	5.29	5.65	5.88
存货周转率	4.56	4.53	4.35	4.49	4.51
每股指标 (元)					
每股收益	3.27	3.28	3.76	4.26	4.89
每股经营现金流	4.51	4.30	5.08	5.63	6.46
每股净资产	18.57	20.30	23.07	26.05	29.47
估值比率					
P/E	22.25	16.78	18.03	15.93	13.86
P/B	3.92	2.71	2.94	2.60	2.30
EV/EBITDA	14.85	10.24	10.93	9.27	7.75

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。