

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

核心观点

- 事件：**公司 2023 全年实现营收 403.4 亿元（+2.5%），剔除新冠商业化项目同比增长 25.6%；归母净利润为 96.1 亿元（+9.0%）；经调整 Non-IFRS 归母净利润为 108.6 亿元（+15.5%）。
- 五大板块共同发力，业绩持续稳健增长。**（1）化学业务实现收入 291.7 亿元，同比增长 1.1%，剔除特定商业化生产项目，化学业务板块收入同比强劲增长 36.1%；（2）测试业务实现收入 65.4 亿元，同比增长 14.4%。实验室分析及测试服务收入 47.8 亿元，同比增长 15.3%；（3）生物学业务实现收入 25.5 亿元，同比增长 3.1%；（4）ATU 业务实现收入 13.1 亿元，同比增长 0.1%；（5）DDSU 实现收入 7.3 亿元，由于业务主动迭代升级，同比下降 25.1%。
- 客户群粘性强且不断扩大，在手订单强劲增长。**公司客户粘性较强，2023 年原有客户贡献收入 396.3 亿元，剔除新冠项目同比增长 30%，占总收入的 98%；同时，公司不断扩充客户群体，2023 年新增客户超过 1200 家，为公司贡献收入 7.1 亿元。截至 2023 年末，公司在手订单剔除新冠商业化项目同比增长 18%，其中 TIDES 在手订单同比显著增长 226%，为后续经营打下坚实的基础。
- 持续加强平台能力建设，提升资产利用效率。**公司目前在全球建立了 32 个营运基地和分支机构，2023 年位于苏州和启东的 55000m² 新测试设施产能有序释放，GLP 资质设施总计新增 20000m²。此外，公司完成了常州和泰兴基地产能扩建工程，新产能已于 2024 年 1 月投入使用，多肽固相合成反应釜体积增加至 32000L。2024 年 1 月，全新的泰兴原料药生产基地部分正式投入运营，赋能业务持续增长。

盈利预测与投资建议

- 考虑到行业景气度波动，我们下调公司 2024-2025 年每股收益分别为 3.36、3.90 元（原预测值为 4.26、5.19 元），新增 2026 年每股收益为 4.79 元，根据可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 19 倍市盈率，对应目标价为 63.84 元，维持买入评级。

风险提示

- 医药研发服务市场需求下降的风险、新分子需求热度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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,355	40,341	40,486	46,914	58,012
同比增长(%)	71.8%	2.5%	0.4%	15.9%	23.7%
营业利润(百万元)	10,652	11,872	11,927	13,856	17,036
同比增长(%)	76.4%	11.5%	0.5%	16.2%	23.0%
归属母公司净利润(百万元)	8,814	9,607	9,842	11,430	14,061
同比增长(%)	72.9%	9.0%	2.4%	16.1%	23.0%
每股收益(元)	3.00	3.28	3.36	3.90	4.79
毛利率(%)	37.3%	41.2%	41.4%	40.8%	40.4%
净利率(%)	22.4%	23.8%	24.3%	24.4%	24.2%
净资产收益率(%)	20.7%	18.9%	16.0%	15.7%	16.8%
市盈率	15.9	14.6	14.3	12.3	10.0
市净率	3.0	2.5	2.1	1.8	1.6

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（2024年03月22日）	47.91 元
目标价格	63.84 元
52 周最高价/最低价	93.56/45.2 元
总股本/流通 A 股（万股）	293,328/293,328
A 股市值（百万元）	140,533
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 03 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.63	-11.46	-33.94	-40.3
相对表现%	-5.93	-13.13	-40.17	-28.94
沪深 300%	-0.7	1.67	6.23	-11.36



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001

联系人

傅肖依 fuxiaoyi@orientsec.com.cn

相关报告

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
高基数下业绩延续稳健增长，一体化规模优势显著：——药明康德 23Q1 点评 2023-04-27
主营业务强劲增长，看好一体化模式下的长期成长：——药明康德 2022 年度年报点评 2023-03-22

图 1: 可比公司估值表 (截至 2024/3/22)

公司	代码	最新价格(元) 2024/3/22	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
昭衍新药	603127	18.73	1.43	0.74	1.05	1.28	13.07	25.15	17.84	14.60
康龙化成	300759	21.27	0.77	0.96	1.22	1.56	27.66	22.21	17.45	13.63
药石科技	300725	39.74	1.57	1.10	1.42	1.92	25.25	36.28	28.05	20.69
阳光诺和	688621	58.80	1.39	1.73	2.72	3.75	42.23	33.99	21.62	15.69
毕得医药	688073	38.91	1.61	1.24	2.54	3.38	24.23	31.38	15.35	11.53
	最大值						42.23	36.28	28.05	20.69
	最小值						13.07	22.21	15.35	11.53
	平均数						26.49	29.80	20.06	15.23
	调整后平均						25.71	30.17	18.97	14.64

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						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,986	13,764	20,184	23,922	29,062	营业收入	39,355	40,341	40,486	46,914	58,012
应收票据、账款及款项融资	6,047	7,922	7,474	8,361	10,813	营业成本	24,677	23,729	23,737	27,752	34,551
预付账款	291	244	360	349	432	营业税金及附加	200	297	89	108	230
存货	5,669	4,736	6,599	6,543	8,216	销售费用	732	701	701	806	927
其他	4,005	3,757	3,843	4,103	4,454	管理费用及研发费用	4,440	4,319	4,327	4,908	5,579
流动资产合计	23,997	30,422	38,459	43,278	52,977	财务费用	(248)	(338)	0	7	156
长期股权投资	1,203	2,216	2,000	2,200	2,400	资产、信用减值损失	291	395	255	82	166
固定资产	14,171	17,190	20,087	22,743	24,732	公允价值变动收益	770	(38)	0	0	0
在建工程	7,473	6,982	7,574	8,022	7,698	投资净收益	188	234	120	120	140
无形资产	1,785	1,864	2,156	2,430	2,737	其他	431	439	430	485	494
其他	16,061	14,995	16,843	18,302	20,141	营业利润	10,652	11,872	11,927	13,856	17,036
非流动资产合计	40,693	43,247	48,660	53,697	57,708	营业外收入	10	17	12	13	14
资产总计	64,690	73,669	87,120	96,975	110,685	营业外支出	43	57	44	48	50
短期借款	3,874	3,667	3,268	3,603	3,513	利润总额	10,618	11,832	11,895	13,820	17,000
应付票据及应付账款	1,659	1,645	2,128	2,093	2,699	所得税	1,716	2,132	1,963	2,280	2,805
其他	8,966	9,444	9,858	9,862	10,716	净利润	8,903	9,700	9,932	11,540	14,195
流动负债合计	14,499	14,756	15,253	15,557	16,928	少数股东损益	89	94	90	110	134
长期借款	279	687	687	687	687	归属于母公司净利润	8,814	9,607	9,842	11,430	14,061
应付债券	502	0	0	0	0	每股收益(元)	3.00	3.28	3.36	3.90	4.79
其他	2,483	2,709	2,721	2,676	2,702						
非流动负债合计	3,264	3,396	3,408	3,363	3,389	主要财务比率					
负债合计	17,764	18,152	18,662	18,920	20,317		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	337	395	485	595	729	成长能力					
实收资本(或股本)	2,961	2,969	2,933	2,933	2,933	营业收入	71.8%	2.5%	0.4%	15.9%	23.7%
资本公积	23,766	25,244	28,401	28,401	28,401	营业利润	76.4%	11.5%	0.5%	16.2%	23.0%
留存收益	19,839	26,797	36,639	46,125	58,305	归属于母公司净利润	72.9%	9.0%	2.4%	16.1%	23.0%
其他	24	112	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	46,927	55,517	68,458	78,055	90,368	毛利率	37.3%	41.2%	41.4%	40.8%	40.4%
负债和股东权益总计	64,690	73,669	87,120	96,975	110,685	净利率	22.4%	23.8%	24.3%	24.4%	24.2%
						ROE	20.7%	18.9%	16.0%	15.7%	16.8%
						ROIC	18.6%	16.9%	15.0%	14.9%	16.2%
						偿债能力					
						资产负债率	27.5%	24.6%	21.4%	19.5%	18.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.66	2.06	2.52	2.78	3.13
						速动比率	1.26	1.74	2.08	2.35	2.63
						营运能力					
						应收账款周转率	7.4	5.7	5.1	5.7	5.8
						存货周转率	4.2	4.5	4.2	4.1	4.6
						总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	3.00	3.28	3.36	3.90	4.79
						每股经营现金流	3.59	4.51	3.82	4.63	4.95
						每股净资产	15.88	18.79	23.17	26.41	30.56
						估值比率					
						市盈率	15.9	14.6	14.3	12.3	10.0
						市净率	3.0	2.5	2.1	1.8	1.6
						EV/EBITDA	10.3	9.0	8.6	7.4	6.0
						EV/EBIT	11.8	10.6	10.3	8.9	7.1

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。