

药明康德（603259.SH）——2024年三季度报点评

美国客户收入增速转正，2024Q3单季度收入重回百亿

优于大市

核心观点

2024年三季度单季收入破百亿。2024Q1-3公司实现营业收入277.0亿元（同比-6.2%，剔除新冠商业化项目后同比+4.6%），归母净利润65.3亿元（同比-19.1%），经调整 Non-IFRS 归母净利润73.5亿元（同比-10.1%）。其中2024年三季度单季度实现营业收入104.6亿元（同比-2.0%，剔除新冠商业化项目后同比+14.6%，环比+13.0%），归母净利润22.9亿元（同比-17.0%，环比-0.2%），经调整 Non-IFRS 归母净利润29.7亿元（同比-3.2%，环比+20.9%）。

收入多元化，24年前三季度美国客户收入增速转正。2024Q1-3美国客户实现收入176.2亿元（剔除新冠商业化项目同比+7.6%）；欧洲客户实现收入35.3亿元（同比+14.8%）。2024H1美国客户实现收入107.1亿元（剔除新冠商业化项目同比-1.2%）；欧洲客户实现收入22.2亿元（同比+5.3%）。24年前三季度美国客户收入增速转正，欧洲客户收入增长提速。

一体化 CRDMO 模式持续驱动发展。1) 化学业务方面，CRDMO 模式驱动业务持续增长。小分子 CDMO 管线持续扩张，2024年前三季度新增分子915个，包括临床期及临床 I 前项目898个，临床 II 期项目14个，临床 III 期项目1个，商业化项目2个。2) ATU 业务方面，前三季度收入和毛利率同比下降，主要受美国拟议法案影响，新签订单减少，管线项目的新增势头放缓，但多个商业化项目仍在积极推进，前三季度 ATU CDMO 管线共计59个项目，新增了世界首个 TIL（创新肿瘤淋巴细胞疗法）商业化项目。

在手订单增长趋势良好，TIDES 业务高速增长。截至2024年9月底，公司在手订单达438.2亿元（剔除新冠商业化项目同比+35.2%），2024年前三季度全球前20大制药企业客户收入112.2亿元（剔除新冠商业化项目同比+23.1%）；TIDES 业务2024年前三季度收入35.5亿元（同比+71.0%），在手订单同比增长196%，寡核苷酸和多肽 D&M 客户数和分子数量稳步提升，产能持续扩张，推动 TIDES 业务持续高速增长。

风险提示：地缘政治风险；景气度下行风险；行业竞争加剧风险。

投资建议：在手订单增长趋势良好，维持“优于大市”评级。

单季度收入重回百亿，在手订单持续增加，维持2024-2026年盈利预测，预计2024/2025/2026年收入392.7/439.6/493.0亿元，同比增速-2.7%/11.9%/12.1%；归母净利润94.43/107.67/122.83亿元，同比增速-1.71%/14.03%/14.08%。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,355	40,341	39,270	43,959	49,297
(+/-%)	71.8%	2.5%	-2.7%	11.9%	12.1%
净利润(百万元)	8814	9607	9443	10767	12283
(+/-%)	72.9%	9.0%	-1.7%	14.0%	14.1%
每股收益(元)	2.82	3.24	3.18	3.63	4.14
EBIT Margin	23.6%	28.0%	27.0%	27.8%	28.5%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	19.0%	15.2%	15.5%	15.6%
市盈率 (PE)	15.3	15.5	15.7	13.8	12.1
EV/EBITDA	15.4	12.5	13.0	11.1	9.6
市净率 (PB)	3.18	2.69	2.40	2.13	1.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

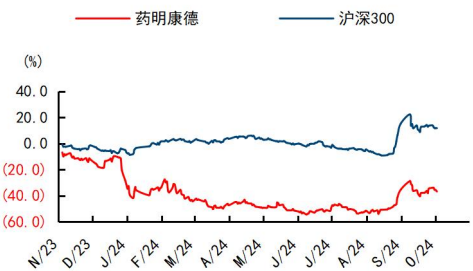
zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	51.15元
总市值/流通市值	147721/147721百万元
52周最高价/最低价	92.60/36.36元
近3个月日均成交额	2906.02百万元

市场走势



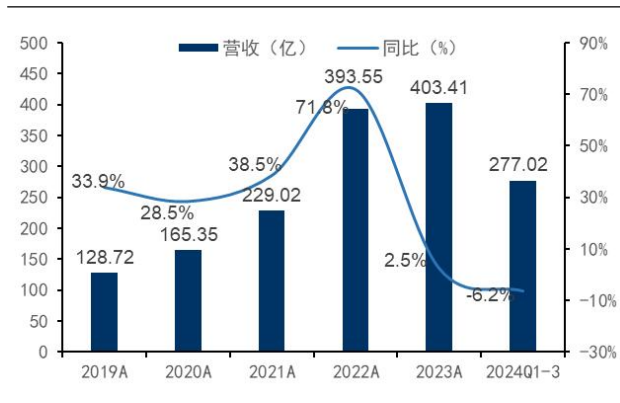
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《药明康德（603259.SH）-核心业务稳步回升，在手订单增长趋势良好》——2024-08-26
- 《药明康德（603259.SH）——2023年年报点评-全年业绩平稳增长，一体化平台模式持续驱动成长》——2024-03-25
- 《药明康德（603259.SH）——2023年半年报点评-业绩稳步增长，一体化商业模式优势持续显现》——2023-08-02
- 《药明康德（603259.SH）——2022年年报点评-全年营收增长71.84%，单四季度营收持续突破百亿》——2023-04-18

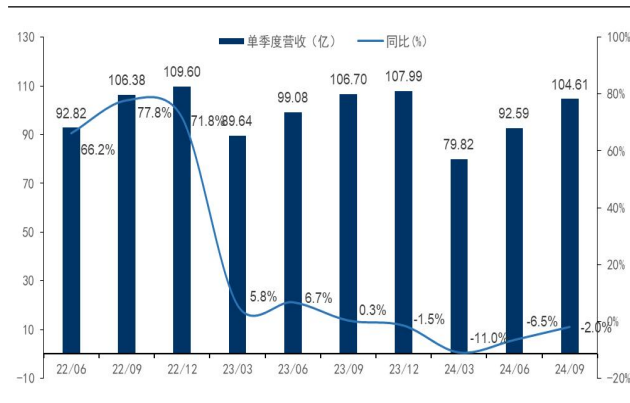
2024 年三季度单季收入破百亿。2024Q1-3 公司实现营业收入 277.0 亿元，（同比-6.2%，剔除新冠商业化项目后同比+4.6%），归母净利润 65.3 亿元（同比-19.1%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 73.5 亿元（同比-10.1%）。其中 2024 年三季度单季度实现营业收入 104.6 亿元（同比-2.0%，剔除新冠商业化项目后同比+14.6%，环比+13.0%），归母净利润 22.9 亿元（同比-17.0%，环比-0.2%），经调整 Non-IFRS 归母净利润 29.7 亿元（同比-3.2%，环比+20.9%）。

图1: 药明康德营业收入及增速（单位：亿元、%）



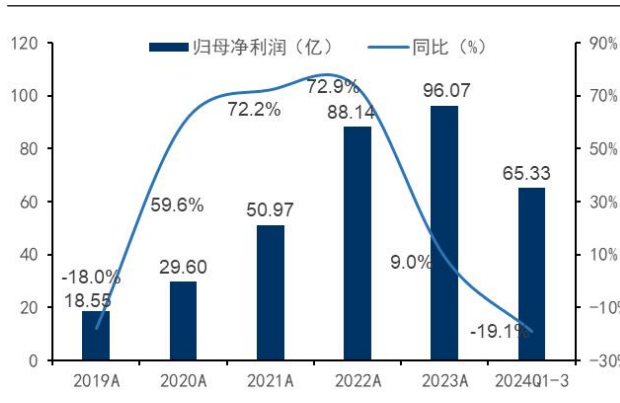
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 药明康德单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



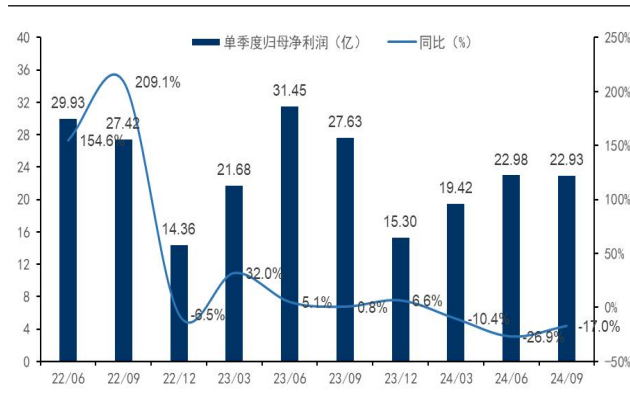
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 药明康德归母净利润及增速（单位：亿元、%）



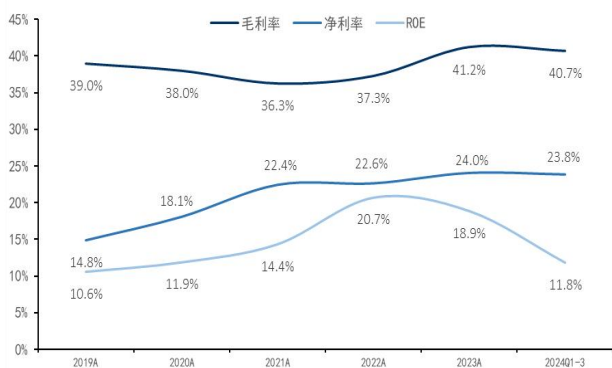
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 药明康德单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



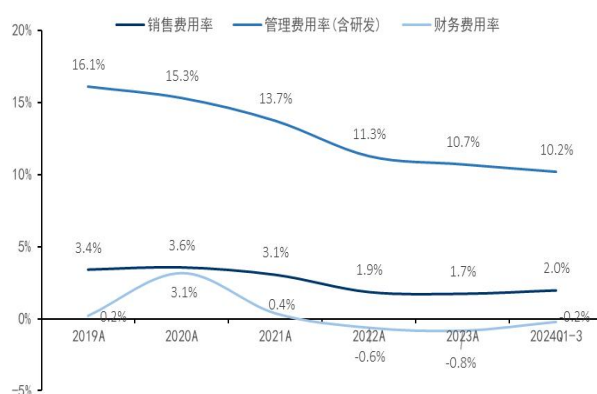
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 药明康德毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 药明康德三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

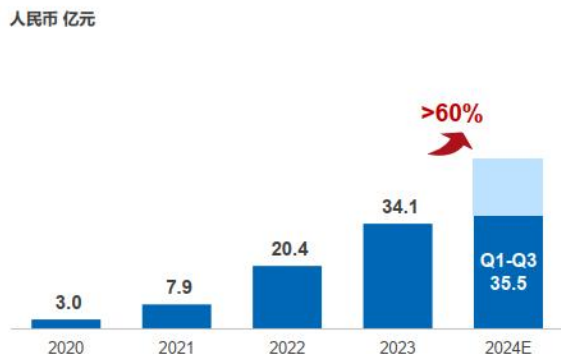
“一体化 CRDMO 模式”持续驱动发展。1) 化学业务方面, CRDMO 模式驱动业务持续增长。小分子 CDMO 管线持续扩张, 2024 年前三季度新增分子 915 个, 包括临床期及临床 I 前项目 898 个, 临床 II 期项目 14 个, 临床 III 期项目 1 个, 商业化项目 2 个。2) ATU 业务方面, 前三季度收入和毛利率同比下降, 主要受美国拟议法案影响, 新签订单减少, 管线项目的新增势头放缓, 但多个商业化项目仍在积极推进, 前三季度 ATU CDMO 管线共计 59 个项目, 新增了世界首个 TIL (创新肿瘤淋巴细胞疗法) 商业化项目。

表1: 药明康德化学业务和 ATU 业务项目数量情况

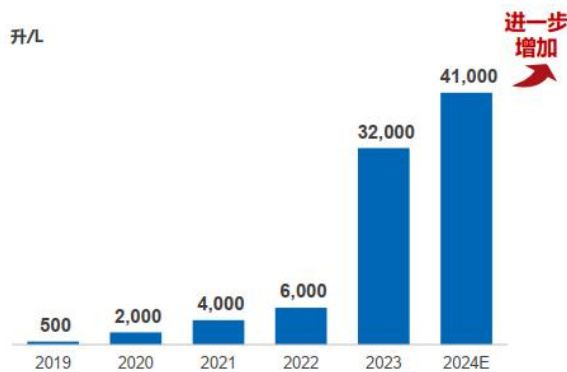
	2021	2022	2023	2024Q1-3
小分子药 CRDMO	1666	2341	3201	3356
临床 I 期及临床前项目	1318	1941	2748	2852
临床 II 期项目	257	293	326	357
临床 III 期项目	49	57	66	79
商业化项目	42	50	61	68
其中				
新分子种类相关 (TIDES)	99	189	267	
基因和细胞治疗 CDMO	74	68	64	59
临床 I 期及临床前项目	58	50	49	45
临床 II 期项目	5	10	9	8
临床 III 期项目	11	8	5	4
商业化项目			1	2

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 9 月 30 日

在手订单增长趋势良好, TIDES 业务高速增长。截至 2024 年 9 月底, 公司在手订单达 438.2 亿元 (剔除新冠商业化项目同比+35.2%), 2024 年前三季度全球前 20 大制药企业客户收入 112.2 亿元 (剔除新冠商业化项目同比+23.1%); TIDES 业务 2024 年前三季度收入 35.5 亿元 (同比+71.0%), 在手订单同比增长 196%, 寡核苷酸和多肽 D&M 客户数和分子数量稳步提升, 产能持续扩张, 推动 TIDES 业务持续高速增长。

图7: 药明康德 TIDES 业务收入情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 药明康德多肽固相合成反应釜总体积


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 在手订单增势良好, 维持“优于大市”评级。单季度收入重回百亿, 在手订单持续增加, 维持 2024-2026 年盈利预测, 预计 2024/2025/2026 年收入 392.7/439.6/493.0 亿元, 同比增速 -2.7%/11.9%/12.1%; 归母净利润 94.43/107.67/122.83 亿元, 同比增速-1.71%/14.03%/14.08%。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/11/01 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603259.SH	药明康德	51.15	1477	3.30	3.18	3.63	4.14	11.4	11.8	10.3	9.1	18.9	1.5	优于大市
300759.SZ	康龙化成	28.77	515	0.90	0.96	1.11	1.32	20.9	19.6	16.8	14.2	13.9	1.4	无评级
002821.SZ	凯莱英	81.20	299	6.17	3.42	4.29	5.41	9.7	17.6	14.0	11.1	13.7	(4.1)	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 康龙化成、凯莱英为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7986	13764	14194	14255	15870	营业收入	39355	40341	39270	43959	49297
应收款项	6217	8080	6133	6865	7698	营业成本	24677	23729	23414	25979	28888
存货净额	5669	4736	4635	5068	5574	营业税金及附加	200	297	290	324	364
其他流动资产	2696	3046	2121	2374	2662	销售费用	732	701	679	752	833
流动资产合计	23997	30422	27879	29359	32601	管理费用	2826	2879	2796	3077	3402
固定资产	21645	24172	31475	37876	44037	研发费用	1614	1441	1394	1539	1701
无形资产及其他	1785	1864	1789	1715	1640	财务费用	(248)	(338)	(196)	(220)	(246)
投资性房地产	16061	14995	14995	14995	14995	投资收益	188	234	983	983	664
长期股权投资	1203	2216	2516	2816	3116	资产减值及公允价值变动	594	(194)	480	143	484
资产总计	64690	73669	78653	86760	96390	其他收入	(1298)	(1240)	(2082)	(1891)	(2074)
短期借款及交易性金融负债	4102	3962	4500	4100	4000	营业利润	10652	11872	11667	13283	15131
应付款项	1659	1645	1444	1579	1737	营业外净收支	(34)	(40)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	8739	9149	7046	7713	8489	利润总额	10618	11832	11637	13253	15101
流动负债合计	14499	14756	12990	13392	14226	所得税费用	1716	2132	2095	2386	2718
长期借款及应付债券	781	687	687	687	687	少数股东损益	89	94	100	100	100
其他长期负债	2483	2709	2589	2469	2349	归属于母公司净利润	8814	9607	9443	10767	12283
长期负债合计	3264	3396	3276	3156	3036	现金流量表 (百万元)					
负债合计	17764	18152	16265	16548	17261	净利润	8814	9607	9443	10767	12283
少数股东权益	337	395	467	539	611	资产减值准备	143	(19)	62	56	55
股东权益	46590	55122	61921	69674	78517	折旧摊销	1494	2059	2090	2660	3242
负债和股东权益总计	64690	73669	78653	86760	96390	公允价值变动损失	(594)	194	(480)	(143)	(484)
关键财务与估值指标						财务费用	(248)	(338)	(196)	(220)	(246)
每股收益	2.82	3.24	3.18	3.63	4.14	营运资本变动	(966)	388	611	(681)	(759)
每股红利	0.54	0.93	0.89	1.02	1.16	其它	(70)	86	10	16	17
每股净资产	15.74	18.57	20.86	23.47	26.45	经营活动现金流	8821	12315	11736	12676	14355
ROIC	18%	18%	16%	16%	16%	资本开支	0	(4216)	(8900)	(8900)	(8900)
ROE	21%	19%	15%	15%	16%	其它投资现金流	(903)	633	0	0	0
毛利率	37%	41%	40%	41%	41%	投资活动现金流	(1427)	(4595)	(9200)	(9200)	(9200)
EBIT Margin	24%	28%	27%	28%	28%	权益性融资	161	247	0	0	0
EBITDA Margin	27%	33%	32%	34%	35%	负债净变化	279	408	0	0	0
收入增长	72%	3%	-3%	12%	12%	支付股利、利息	(1598)	(2756)	(2644)	(3015)	(3439)
净利润增长率	73%	9%	-2%	14%	14%	其它融资现金流	(5169)	2507	538	(400)	(100)
资产负债率	28%	25%	21%	20%	19%	融资活动现金流	(7647)	(1942)	(2106)	(3415)	(3539)
息率	1.1%	1.9%	1.8%	2.0%	2.3%	现金净变动	(253)	5778	430	61	1615
P/E	15.3	15.5	15.7	13.8	12.1	货币资金的期初余额	8239	7986	13764	14194	14255
P/B	3.2	2.7	2.4	2.1	1.9	货币资金的期末余额	7986	13764	14194	14255	15870
EV/EBITDA	15.4	12.5	13.0	11.1	9.6	企业自由现金流	0	7491	2512	3095	5093
						权益自由现金流	0	10407	3211	2874	5197

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032