

分析师: 李琳琳  
登记编码: S0730511010010  
lill@ccnew.com 021-50586983

## 业绩改善, 在手订单快速增长

——药明康德(603259)季报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持(首次)

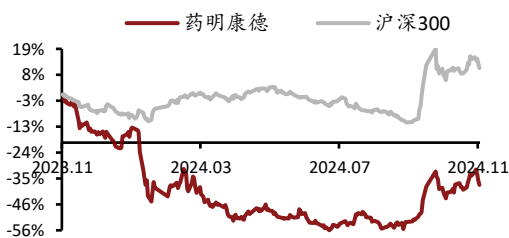
#### 市场数据(2024-11-15)

收盘价(元)	52.87
一年内最高/最低(元)	86.86/36.87
沪深 300 指数	3,968.83
市净率(倍)	2.79
流通市值(亿元)	1,526.88

#### 基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	18.95
每股经营现金流(元)	2.88
毛利率(%)	40.65
净资产收益率_摊薄(%)	11.84
资产负债率(%)	25.13
总股本/流通股(万股)	288,799.26/288,799.26
B股/H股(万股)	0.00/38,707.61

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

联系人: 马蕊琦

电话: 021-50586973

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2024 年 11 月 18 日

#### 投资要点:

- 公司成立于 2000 年 12 月, 主要为全球制药、生命科学和医疗器械公司提供新药研发和生产服务, 是为数不多的“一体化、端到端”的研发服务平台。公司的主营业务可分为五大板块, 分别为化学业务 (Wuxi Chemistry)、测试业务 (Wuxi Testing)、生物学业务 (Wuxi Biology)、高端治疗 CDMO 业务 (Wuxi ATU) 以及国内新药研发服务部 (Wuxi DDSU, 该板块目前营收占比较低)。服务范围涵盖从概念生产到商业化生产的整个流程, 服务区域包括中国、美国、欧洲及全球其他区域。
- 2024 年前三季度, 公司实现营业收入 277.02 亿元, 同比下滑 6.23%; 归母净利润 65.33 亿元, 同比下滑 19.11%。经调 Non-IFRS 归母净利润 73.46 亿元, 较上年同期下滑 10.05%。其中, 第三季度, 实现营业收入 104.61 亿元, 同比下滑 1.96%, 环比增长 12.98%; 剔除新冠商业化项目, 收入同比增长 14.6%; 归母净利润 22.93 亿元, 同比下滑 17.02%, 环比下滑 0.22%。经调 Non-IFRS 归母净利润 29.73 亿元, 同比下降 3.19%, 环比增长 20.9%。
- 从盈利能力看, 2024 年前三季度, 公司综合毛利率为 40.65%, 较上年同期略下降了 0.65 个百分点; 销售净利率为 23.83%, 较上年同期下降了 3.75 个百分点。从期间费用率看, 前三季度, 销售费用率为 1.97%, 较上年同期增加了 0.21 个百分点; 管理费用率为 6.75%, 较上年同期增加了 0.05 个百分点; 财务费用率为 -0.22%, 上年同期为 -2.21%; 研发费用率为 3.44%, 较上年同期下降了 0.03 个百分点。
- 客户数量持续增长, 在手订单快速增长。2024 年前三季度, 公司新增超过 800 个客户, 活跃客户超过 6000 个, 截至 9 月底, 公司在手订单金额为 438.2 亿, 同比增长 35.2%。全球前 20 大制药企业客户收入 112.2 亿, 剔除新冠商业化项目, 同比增长 23.1%。
- 从区域市场分布看, 美国地区的收入为 176.2 亿元, 剔除新冠商业化项目, 同比增长 7.6%, 营收占比为 64%; 欧洲地区的收入为 35.3 亿元, 同比增长 14.8%, 营收占比为 13%; 中国区收入为 51.6 亿元, 同比下滑 3.9%, 营收占比为 19%; 日本、韩国及其他地区的收入为 14.0 亿元, 同比下滑 16.5%, 营收占比为 5%。
- 从营收占比较高的前四大业务板块看, 化学业务 (WuXi Chemistry) 是公司主要的收入和利润来源, 2023 年收入占当年总营收的 72.31%, 占 2023 年毛利的 78.18%。该业务包括小分子药物发现、开发和生产等服务, 涵盖药物化学、药物代谢、药物安全性评价等多

个方面。2024 年前三季度，该业务板块实现营业收入 200.9 亿元，同比下滑 5.4%，剔除新冠商业化项目同比增长 10.4%。其中第三季度，实现营业收入 78.8 亿元，同比增长 1.4%，剔除新冠商业化项目同比增长 26.4%，收入重新回到快速增长态势。前三季度经调整 non-IFRS 毛利率 45.5%，与上年同期基本相当。进一步细分，小分子药物发现业务(R)持续引流，D&M 业务增长仍然强劲，新分子

(TIDES) 业务保持高速增长。2024 年前三季度，公司 TIDES 业务实现营业收入 35.5 亿元，同比增长 71.0%。截至 9 月底，TIDES 在手订单同比增长 196%，TIDES D&M 服务客户数同比提升 20%，服务分子数量同比提升 22%。2024 年 1 月，公司多肽固相合成反应釜总体积增加至 32000L，并将于 2024 年底达到 41000L；2025 年产能将进一步增加。

- 测试业务(WuXi Testing)是公司的第二大业务，主要提供药物及医疗器械的临床前和临床试验阶段的测试服务。2023 年收入占当年总营收的 16.21%，毛利占比为 14.72%。2024 年前三季度，测试业务实现收入 46.2 亿元，较上年同期下滑了 4.9%。前三季度经调整 non-IFRS 毛利率 34.6%，较上年同期下降了 4 个百分点。其中，实验室分析及测试服务收入为 32.6 亿元，同比下降 7.9%，第三季度收入环比增长 5.5%。临床 CRO&SMO 业务收入 13.6 亿元，同比增长 3.4%。其中，SMO 收入同比增长 16.0%，保持中国行业领先地位。
- 生物学业务 (Wuxi Biology) 前三季度实现收入 18.3 亿元，同比下滑 3.6%。经调整的 non-IFRS 毛利率为 38%，较上年同期下降 4.8 个百分点。其中，新分子种类相关业务收入较上年同期增长 6%。研发生物学持续打造全面的综合筛选平台，相关收入同比增长 20.2%，其中多肽发现业务同比增长 200%+。作为下游业务的重要“流量入口”，持续为公司带来 20%+的新客户。
- 前三季度，高端治疗 CTDMO 业务 (Wuxi ATU) 实现收入 8.5 亿元，较上年同期下降了 17%，经调整的 non-IFRS 毛利率为-29.7%，上年同期为-6.1%。主要原因是 1) 商业化项目仍处于放量早期阶段；2) 部分项目延迟或因客户原因取消；3) 受美国拟议法案影响，新签订单不足。目前公司正在评估各种选项以保持业务的持续运营，避免对患者造成影响。
- 预计公司 2024 年、2025 年、2026 年每股收益分别为 3.16 元，3.49 元和 3.83 元，对应 11 月 15 日收盘价 52.87 元，动态市盈率分别为 16.74 倍，15.17 倍和 13.80 倍，给予公司“增持”的投资评级。

**风险提示：**海外监管政策变化风险，汇率风险，行业竞争加剧风险，订单不及预期风险等

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39,355	40,341	40,212	43,295	46,906
增长率（%）	71.84	2.51	-0.32	7.67	8.34
净利润（百万元）	8,814	9,607	9,124	10,065	11,064
增长率（%）	72.91	9.00	-5.03	10.32	9.92
每股收益(元)	3.05	3.33	3.16	3.49	3.83
市盈率(倍)	17.32	15.89	16.74	15.17	13.80

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>23,997</b>	<b>30,422</b>	<b>35,994</b>	<b>42,035</b>	<b>49,078</b>
现金	7,986	13,764	18,313	23,460	29,432
应收票据及应收账款	6,047	7,922	8,479	8,704	9,003
其他应收款	169	168	168	180	195
预付账款	291	244	239	256	275
存货	5,669	4,736	6,017	6,434	6,927
其他流动资产	3,836	3,589	2,778	3,001	3,246
<b>非流动资产</b>	<b>40,693</b>	<b>43,247</b>	<b>47,420</b>	<b>48,767</b>	<b>49,714</b>
长期投资	1,203	2,216	2,516	2,816	3,116
固定资产	14,171	17,190	21,555	23,550	25,144
无形资产	1,785	1,864	1,766	1,668	1,570
其他非流动资产	23,534	21,978	21,584	20,734	19,884
<b>资产总计</b>	<b>64,690</b>	<b>73,669</b>	<b>83,414</b>	<b>90,802</b>	<b>98,792</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,499</b>	<b>14,756</b>	<b>15,873</b>	<b>16,059</b>	<b>16,153</b>
短期借款	3,874	3,667	2,705	2,605	2,505
应付票据及应付账款	1,659	1,645	2,860	2,842	2,674
其他流动负债	8,966	9,444	10,308	10,612	10,974
<b>非流动负债</b>	<b>3,264</b>	<b>3,396</b>	<b>5,719</b>	<b>5,934</b>	<b>6,149</b>
长期借款	279	687	2,892	2,992	3,092
其他非流动负债	2,985	2,709	2,827	2,942	3,057
<b>负债合计</b>	<b>17,764</b>	<b>18,152</b>	<b>21,593</b>	<b>21,993</b>	<b>22,302</b>
少数股东权益	337	395	482	584	696
股本	2,961	2,969	2,957	2,957	2,957
资本公积	26,512	28,401	28,401	28,401	28,401
留存收益	19,839	26,797	33,029	39,915	47,483
归属母公司股东权益	46,590	55,122	61,339	68,225	75,793
<b>负债和股东权益</b>	<b>64,690</b>	<b>73,669</b>	<b>83,414</b>	<b>90,802</b>	<b>98,792</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,616</b>	<b>13,387</b>	<b>12,964</b>	<b>13,151</b>	<b>14,291</b>
净利润	8,903	9,700	9,211	10,167	11,175
折旧摊销	1,917	2,512	3,058	3,428	3,828
财务费用	-187	13	285	339	341
投资损失	-188	-234	161	-43	-47
营运资金变动	585	685	137	-818	-1,087
其他经营现金流	-413	711	112	79	80
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,690</b>	<b>-7,561</b>	<b>-6,059</b>	<b>-4,620</b>	<b>-4,619</b>
资本支出	-9,668	-5,500	-6,799	-4,264	-4,265
长期投资	-80	-2,343	125	-300	-300
其他投资现金流	58	283	615	-57	-53
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,278</b>	<b>-3,941</b>	<b>-2,346</b>	<b>-3,383</b>	<b>-3,701</b>
短期借款	1,613	-207	-962	-100	-100
长期借款	279	408	2,205	100	100
普通股增加	5	8	-12	0	0
资本公积增加	780	1,889	-1	0	0
其他筹资现金流	-3,954	-6,040	-3,576	-3,383	-3,701
<b>现金净增加额</b>	<b>-191</b>	<b>2,017</b>	<b>4,549</b>	<b>5,147</b>	<b>5,972</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>39,355</b>	<b>40,341</b>	<b>40,212</b>	<b>43,295</b>	<b>46,906</b>
营业成本	24,677	23,729	23,948	25,574	27,507
营业税金及附加	200	297	298	325	352
营业费用	732	701	708	827	901
管理费用	2,826	2,879	2,887	3,109	3,358
研发费用	1,614	1,441	1,407	1,559	1,736
财务费用	-248	-338	285	339	341
资产减值损失	-176	-157	-20	-20	-20
其他收益	442	472	402	433	469
公允价值变动收益	770	-38	200	200	200
投资净收益	188	234	-161	43	47
资产处置收益	-11	-33	-32	-22	-23
<b>营业利润</b>	<b>10,652</b>	<b>11,872</b>	<b>10,869</b>	<b>11,998</b>	<b>13,184</b>
营业外收入	10	17	10	8	9
营业外支出	43	57	42	45	46
<b>利润总额</b>	<b>10,618</b>	<b>11,832</b>	<b>10,837</b>	<b>11,961</b>	<b>13,147</b>
所得税	1,716	2,132	1,625	1,794	1,972
<b>净利润</b>	<b>8,903</b>	<b>9,700</b>	<b>9,211</b>	<b>10,167</b>	<b>11,175</b>
少数股东损益	89	94	88	102	112
<b>归属母公司净利润</b>	<b>8,814</b>	<b>9,607</b>	<b>9,124</b>	<b>10,065</b>	<b>11,064</b>
EBITDA	11,508	14,003	14,179	15,728	17,316
EPS (元)	3.05	3.33	3.16	3.49	3.83

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	71.84	2.51	-0.32	7.67	8.34
营业利润 (%)	76.43	11.45	-8.45	10.39	9.89
归属母公司净利润 (%)	72.91	9.00	-5.03	10.32	9.92
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	37.30	41.18	40.45	40.93	41.36
净利率 (%)	22.40	23.81	22.69	23.25	23.59
ROE (%)	18.92	17.43	14.87	14.75	14.60
ROIC (%)	15.23	15.38	13.72	13.76	13.68
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	27.46	24.64	25.89	24.22	22.58
净负债比率 (%)	37.85	32.70	34.93	31.96	29.16
流动比率	1.66	2.06	2.27	2.62	3.04
速动比率	0.99	1.51	1.70	2.01	2.39
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.58	0.51	0.50	0.49
应收账款周转率	7.43	5.82	4.93	5.09	5.35
应付账款周转率	13.82	14.44	10.63	8.97	9.97
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	3.05	3.33	3.16	3.49	3.83
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.68	4.64	4.49	4.55	4.95
每股净资产 (最新摊薄)	16.13	19.09	21.24	23.62	26.24
<b>估值比率</b>					
P/E	17.32	15.89	16.74	15.17	13.80
P/B	3.28	2.77	2.49	2.24	2.01
EV/EBITDA	20.65	14.85	9.98	8.67	7.54

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。