

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

核心观点

- 事件：**公司近期发布 2023 年一季报，一季度实现营业收入 89.6 亿元，同比+5.8%；实现归母净利润 21.7 亿元，同比+32.0%。盈利水平方面，公司一季度毛利率为 39.9%，同比+4.1pct；净利率为 24.4%，同比+4.8pct，体现公司在一体化的赋能平台下，经营效率持续攀升。一季度公司实现自由现金流 16.8 亿元，同比转正，且强劲增长。
- 一体化 CRDMO 和 CTDMO 模式驱动业务稳增长，新分子成为业绩主要驱动力。**分业务看，**1) 化学业务**收入同比+5.1%，剔除新冠业务收入同比+21.8%，一方面系一体化模式驱动业务持续增长，另一方面系新分子业务快速放量，收入同比+44.1%；**2) 测试业务**收入同比+13.6%，主要受安评业务和医疗器械测试业务驱动；**3) 生物学业务**收入同比+8.3%，其中新分子增长强劲，收入同比+40%，占比提升至 25.3%，强大的药物筛选平台将助力发现更多的复杂化合物；**4) ATU 业务**收入同比+8.7%，管线中 2 个项目处于 BLA 审核阶段，2 个项目处于 BLA 准备阶段，下半年有望迎来首个商业化产品；**5) DDSU 业务**收入同比-31.0%，主要系业务模式处于迭代升级中，Q1 已完成一款新冠药物的获批上市，并获得 3 个 IND 申报、6 个项目的 CTA，今年有望成为新药获批上市元年，助力 DDSU 业务转型蜕变。
- 行业需求依旧不断增长，公司 23 年指引维持稳健增长。**根据公司业绩指引，23 年公司在高基数下，收入将维持正增长；在新分子及新产能的推动下，经营效率有望继续提升，调整 non-IFRS 毛利预计增长 12-14%。现金流方面，得益于一体化的业务模式和不断提升的资产利用率，自由现金流预计增长 600%-800%。我们认为，人们对于新药好药的需求增长不变，持续看好公司作为行业龙头的长期成长性。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2023-25 年每股收益分别为 3.36、4.26、5.19 元，根据可比公司估值，给予 2023 年的 29 倍市盈率，对应目标价为 97.44 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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,902	39,355	45,123	56,362	70,225
同比增长(%)	38.5%	71.8%	14.7%	24.9%	24.6%
营业利润(百万元)	6,038	10,652	12,093	15,314	18,675
同比增长(%)	78.1%	76.4%	13.5%	26.6%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	5,097	8,814	9,975	12,636	15,404
同比增长(%)	72.2%	72.9%	13.2%	26.7%	21.9%
每股收益(元)	1.72	2.97	3.36	4.26	5.19
毛利率(%)	36.3%	37.3%	36.9%	36.0%	35.5%
净利率(%)	22.3%	22.4%	22.1%	22.4%	21.9%
净资产收益率(%)	14.4%	20.7%	18.8%	19.4%	19.7%
市盈率	43.7	25.3	22.3	17.6	14.4
市净率	5.8	4.8	3.8	3.1	2.6

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 (2023年04月26日)	68.33 元
目标价格	97.44 元
52 周最高价/最低价	118.4/66.51 元
总股本/流通 A 股 (万股)	296,742/296,168
A 股市值 (百万元)	202,764
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 04 月 27 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-13.89	-14.73	-29.92	-32.97
相对表现	-9.88	-13.05	-24.6	-37.6
沪深 300	-4.01	-1.68	-5.32	4.63



证券分析师

刘恩阳 01066218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001
香港证监会牌照：BSW684

相关报告

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

医药外包行业龙头，平台驱动，服务世界：——药明康德首次覆盖报告 2023-03-12

表：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2023/4/26	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
昭衍新药	603127	49.63	1.04	2.01	2.13	2.63	47.69	24.75	23.32	18.86
康龙化成	300759	46.45	1.39	1.15	1.84	2.49	33.31	40.25	25.26	18.67
药石科技	300725	55.86	2.44	1.57	2.06	2.79	22.92	35.49	27.08	20.05
阳光诺和	688621	92.09	1.32	1.95	2.78	3.88	69.72	47.24	33.17	23.71
毕得医药	688073	136.94	1.50	2.25	3.09	4.18	91.11	60.90	44.27	32.77
	最大值						91.11	60.90	44.27	32.77
	最小值						22.92	24.75	23.32	18.67
	平均数						52.95	41.73	30.62	22.81
	调整后平均						50.24	41.00	28.50	20.87

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,239	7,986	20,567	25,099	31,641	营业收入	22,902	39,355	45,123	56,362	70,225
应收票据、账款及款项融资	4,668	6,047	8,713	10,343	12,413	营业成本	14,592	24,677	28,491	36,062	45,323
预付账款	303	291	470	583	659	营业税金及附加	54	200	99	130	225
存货	5,905	5,669	8,512	11,217	12,683	销售费用	699	732	784	880	1,013
其他	2,871	4,005	4,355	4,006	4,419	管理费用及研发费用	3,146	4,440	4,655	5,373	6,406
流动资产合计	21,986	23,997	42,617	51,249	61,814	财务费用	84	(248)	112	14	(34)
长期股权投资	678	1,203	882	921	1,002	资产、信用减值损失	65	291	196	38	39
固定资产	8,554	14,171	17,432	20,384	22,976	公允价值变动收益	(93)	770	243	307	440
在建工程	5,772	7,473	7,659	7,991	8,279	投资净收益	1,356	188	717	754	553
无形资产	1,600	1,785	2,055	2,331	2,595	其他	512	431	348	389	428
其他	16,538	16,061	6,329	8,426	10,597	营业利润	6,038	10,652	12,093	15,314	18,675
非流动资产合计	33,142	40,693	34,357	40,054	45,449	营业外收入	11	10	9	10	9
资产总计	55,127	64,690	76,974	91,303	107,263	营业外支出	33	43	50	57	66
短期借款	2,261	3,874	2,455	2,864	3,064	利润总额	6,016	10,618	12,052	15,266	18,618
应付票据及应付账款	1,931	1,659	2,767	3,567	3,977	所得税	880	1,716	1,989	2,519	3,072
其他	8,792	8,966	9,795	11,320	11,896	净利润	5,136	8,903	10,063	12,747	15,546
流动负债合计	12,985	14,499	15,017	17,750	18,937	少数股东损益	39	89	88	112	142
长期借款	0	279	279	279	279	归属于母公司净利润	5,097	8,814	9,975	12,636	15,404
应付债券	607	502	976	695	724	每股收益(元)	1.72	2.97	3.36	4.26	5.19
其他	2,778	2,483	984	984	984						
非流动负债合计	3,385	3,264	2,239	1,958	1,987	主要财务比率					
负债合计	16,370	17,764	17,256	19,708	20,925		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	266	337	425	536	679	成长能力					
实收资本(或股本)	2,956	2,961	2,967	2,967	2,967	营业收入	38.5%	71.8%	14.7%	24.9%	24.6%
资本公积	23,273	23,766	26,512	26,512	26,512	营业利润	78.1%	76.4%	13.5%	26.6%	21.9%
留存收益	12,534	19,839	29,814	41,579	56,181	归属于母公司净利润	72.2%	72.9%	13.2%	26.7%	21.9%
其他	(271)	24	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	38,757	46,927	59,718	71,595	86,339	毛利率	36.3%	37.3%	36.9%	36.0%	35.5%
负债和股东权益总计	55,127	64,690	76,974	91,303	107,263	净利率	22.3%	22.4%	22.1%	22.4%	21.9%
						ROE	14.4%	20.7%	18.8%	19.4%	19.7%
						ROIC	13.4%	18.6%	17.6%	18.4%	18.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	29.7%	27.5%	22.4%	21.6%	19.5%
净利润	5,136	8,903	10,063	12,747	15,546	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,169	1,571	1,948	2,484	3,026	流动比率	1.69	1.66	2.84	2.89	3.26
财务费用	84	(248)	112	14	(34)	速动比率	1.23	1.26	2.26	2.25	2.59
投资损失	(1,356)	(188)	(717)	(754)	(553)	营运能力					
营运资金变动	(1,143)	(1,229)	(4,055)	(2,808)	(2,970)	应收账款周转率	5.5	7.4	6.1	5.9	6.2
其它	699	1,807	9,859	(269)	(401)	存货周转率	3.4	4.2	4.0	3.6	3.8
经营活动现金流	4,589	10,616	17,211	11,415	14,614	总资产周转率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(7,078)	(8,979)	(7,471)	(8,035)	(8,375)	每股指标(元)					
长期投资	87	(525)	321	(39)	(81)	每股收益	1.72	2.97	3.36	4.26	5.19
其他	2,153	(186)	788	1,917	955	每股经营现金流	1.55	3.59	5.80	3.85	4.92
投资活动现金流	(4,839)	(9,690)	(6,362)	(6,156)	(7,502)	每股净资产	12.97	15.70	19.98	23.95	28.87
债权融资	(992)	7	512	(251)	(4)	估值比率					
股权融资	2,299	498	2,752	0	0	市盈率	43.7	25.3	22.3	17.6	14.4
其他	(3,030)	(1,783)	(1,531)	(476)	(567)	市净率	5.8	4.8	3.8	3.1	2.6
筹资活动现金流	(1,724)	(1,278)	1,733	(727)	(571)	EV/EBITDA	28.6	17.4	14.7	11.7	9.6
汇率变动影响	(79)	161	-0	-0	-0	EV/EBIT	34.0	20.0	17.1	13.6	11.2
现金净增加额	(2,053)	(191)	12,582	4,532	6,542						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。