

投资评级 优于大市 维持
股票数据

02 月 02 日收盘价(元)	50.22
52 周股价波动(元)	50.22-93.56
总股本/流通 A 股(百万股)	2953/2566
总市值/流通市值(百万元)	148324/148314

相关研究

 《内生增长强劲, 23 年指引彰显高增长信心》
 2023.04.01

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-28.8	-39.5	-41.2
相对涨幅(%)	-22.7	-30.8	-30.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 贺文斌

Tel: (010)68067998

Email: hwb10850@haitong.com

证书: S0850519030001

分析师: 余文心

Tel: (8610)58067941

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 周航

Tel: (021)23185606

Email: zh13348@haitong.com

证书: S0850523040001

联系人: 陈铭

Email: cm15886@haitong.com

药明康德公告点评: 美国相关生物安全法案仍处草案阶段, 看好公司合规运营与长期发展

投资要点:

- 公告:** 药明康德 2024 年 1 月 26 日发布澄清公告, 2024 年 2 月 2 日发布回购 A 股股份的回购报告书。
- 点评:**
- 法案仍处草案阶段, 通过与否尚具备不确定性。** 在一项 2024 年 1 月 25 日提交给美国众议院的《生物安全法案》草案版本(以下简称“草案”)中, 药明康德被提及, 近期亦有一项类似法案草稿在美国参议院被提出。依据公司公告, 该草案包含有关药明康德的内容既不恰当也不准确。依据公司公告, 该生物安全法案草案尚未生效颁布, 其后的立法程序要求美国众议院和美国参议院分别在相关委员会审查后, 对各自法案版本进行投票以形成最终版本。因此, 依据公司公告, 草案内容(包括提及药明康德之部分)仍有待进一步审议并可能变更。
- 公司拟回购 10 亿元 A 股股份, 彰显公司对自身发展信心。** 为维护公司价值和股东权益, 增强投资者信心, 综合考虑公司财务状况、未来发展及合理估值水平等因素, 公司拟使用自有资金进行股份回购, 以推进公司股票市场价格与内在价值相匹配。本次回购股份资金总额为人民币 10 亿元, 回购股份期限自董事会批准方案之日起不超过 3 个月, 本次回购股份拟全部用于注销并减少注册资本, 回购股份价格为不超过人民币 100.9 元/股(含)。
- 看好公司合规运营与长期发展。** 依据公司公告, 药明康德的业务发展不会对任何国家的安全构成风险, 药明康德始终遵守包括中国和美国在内的各运营地所在国的法律法规, 药明康德一直是全球医疗行业值得信赖的合作伙伴, 持续为数千家美国及全球客户提供药物研发和生产服务, 助力推动创新药物早日上市, 造福全球病患。
- 重磅商业化项目市场份额高, 包括商业化 GLP-1 项目。** 2023 年前三季度, 公司累计新增 926 个分子, 截止 2023 年三季度, D&M 分子管线总数首次超过 3000 个, 达到 3014 个分子, 包括 58 个商业化项目, 61 个临床 III 期项目。截止 2023 年 H1, 公司临床管线数量已经占到全球小分子管线进入临床数量的 16%。2023 年 H1, FDA 批准的 15 个小分子药物中, 药明康德参与其中 7 个药物的生产。2022 年全球小分子药物销售金额排行前十的药物中, 药明康德参与其中 5 个药物的生产。在 GLP-1 药物市场中, 药明康德参与其中 1 个已商业化药物的生产。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22902	39355	40519	45127	54058
(+/-)YoY(%)	38.5%	71.8%	3.0%	11.4%	19.8%
净利润(百万元)	5097	8814	10201	11173	12985
(+/-)YoY(%)	72.2%	72.9%	15.7%	9.5%	16.2%
全面摊薄 EPS(元)	1.73	2.98	3.45	3.78	4.40
毛利率(%)	36.3%	37.3%	40.1%	39.7%	39.5%
净资产收益率(%)	13.2%	18.9%	18.8%	17.1%	16.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **公司在小分子 CDMO 产业竞争力全球领先，展望未来，预计收入增速持续快于全球可比龙头公司。**2023 年第四季度，公司收入将全部来自于非特定商业化生产项目，公司预计单季度非特定商业化生产项目收入将首次突破人民币 100 亿元，其中 WuXi Chemistry D&M 业务将保持强劲增长，并在前三季度基础上加速增长。剔除特定商业化生产项目，公司第四季度收入增长预计将达到 29-34%。公司 2023 年收入在剔除特定商业化生产项目后预计将增长 25-26%，整体收入将首次突破人民币 400 亿元。全球 CDMO 龙头 Lonza 发布 2023 年业绩报告，2023 年收入增长 10.9%，其中小分子 CDMO 板块增长 11.2%，Lonza 公司预计 2024 年收入增长保持“持平 Flat”。Lonza 公司预计，小分子 CDMO 板块 2024-2028 年收入复合增速在“中个位数至高个位数 Mid-to-high single-digit”区间。我们认为，展望 2024 以及 2025 年，药明康德收入增速仍快于全球龙头 Lonza。
- **盈利预测。**公司充分发挥“一体化、端到端”的研发服务平台优势，在能力和规模方面为客户赋能，有望实现全线业务的全面增长。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 3.45、3.78、4.40 元，公司作为行业内国际化的龙头，参考可比公司估值，我们认为给予 2024 年 20-25 倍 PE 比较合理，对应合理价值区间为 75.66-94.57 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**中美地缘政治风险升级致海外业务受限，业务不达预期风险；行业竞争恶化风险；药企研发费用下降风险；汇率波动风险；核心技术人员流失。

表 1 药明康德收入预测 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E
WuXi Chemistry	95.88	140.87	288.50	289.36	317.45	382.83
WuXi Testing	32.78	45.25	57.19	66.65	76.94	91.27
WuXi Biology	15.26	19.85	24.75	26.24	28.86	31.75
WuXi ATU	10.56	10.26	13.08	14.91	17.65	21.35
DDSU	10.65	12.51	9.70	7.76	10.08	13.11
其他	0.22	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
收入合计	165.35	229.02	393.49	405.19	451.27	540.58
YOY	28.5%	38.5%	71.8%	3.0%	11.4%	19.8%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
凯莱英	85.72	8.93	6.63	5.89	7.50	10	13	15	11
康龙化成	19.56	0.77	0.97	1.25	1.62	25	20	16	12
美迪西	39.50	2.51	2.03	2.74	3.48	16	19	14	11
平均						17	17	15	12

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 股价日期为 2024/02/02 收盘价, 盈利预测为 Wind 一致预测

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	39355	40519	45127	54058
每股收益	2.98	3.45	3.78	4.40	营业成本	24677	24278	27215	32724
每股净资产	15.74	18.33	22.11	26.51	毛利率%	37.3%	40.1%	39.7%	39.5%
每股经营现金流	3.59	2.80	5.55	5.99	营业税金及附加	200	122	135	162
每股股利	0.89	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	732	729	812	973
P/E	16.83	14.54	13.28	11.42	营业费用率%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
P/B	3.19	2.74	2.27	1.89	管理费用	2826	2715	2978	3568
P/S	3.78	3.66	3.29	2.74	管理费用率%	7.2%	6.7%	6.6%	6.6%
EV/EBITDA	20.66	9.97	8.34	6.79	EBIT	9589	12067	13219	15442
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-248	51	115	21
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.6%	0.1%	0.3%	0.0%
毛利率	37.3%	40.1%	39.7%	39.5%	资产减值损失	-176	-397	-396	-396
净利润率	22.4%	25.2%	24.8%	24.0%	投资收益	188	405	451	270
净资产收益率	18.9%	18.8%	17.1%	16.6%	营业利润	10652	12024	13159	15294
资产回报率	13.6%	12.7%	12.3%	12.1%	营业外收支	-34	0	0	0
投资回报率	15.2%	17.1%	15.8%	15.6%	利润总额	10618	12024	13159	15294
盈利增长 (%)					EBITDA	11505	15089	17292	19606
营业收入增长率	71.8%	3.0%	11.4%	19.8%	所得税	1716	1744	1908	2218
EBIT 增长率	108.7%	25.8%	9.5%	16.8%	有效所得税率%	16.2%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润增长率	72.9%	15.7%	9.5%	16.2%	少数股东损益	89	80	79	92
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	8814	10201	11173	12985
资产负债率	27.5%	32.0%	27.7%	26.5%					
流动比率	1.66	1.46	1.71	2.06	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.99	0.70	0.94	1.33	货币资金	7986	3737	9941	21152
现金比率	0.55	0.17	0.45	0.84	应收账款及应收票据	6047	11027	10429	11369
经营效率指标					存货	5669	12693	12254	13198
应收账款周转天数	48.45	75.24	85.00	72.00	其它流动资产	4295	5447	5074	6271
存货周转天数	84.42	136.13	165.00	140.00	流动资产合计	23997	32903	37698	51989
总资产周转率	0.66	0.56	0.53	0.54	长期股权投资	1203	1253	1303	1303
固定资产周转率	3.46	2.29	1.84	1.86	固定资产	14171	21186	27776	30474
					在建工程	7473	6431	5260	4090
					无形资产	1785	2256	2662	3069
					非流动资产合计	40693	47387	53362	55396
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	64690	80290	91060	107385
净利润	8814	10201	11173	12985	短期借款	3874	3874	3874	3874
少数股东损益	89	80	79	92	应付票据及应付账款	1659	4412	2312	2435
非现金支出	2208	3419	4469	4560	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1079	-235	-281	-100	其它流动负债	8966	14174	15807	18933
营运资金变动	585	-5194	943	168	流动负债合计	14499	22460	21993	25242
经营活动现金流	10616	8271	16382	17705	长期借款	279	279	279	279
资产	-9668	-10063	-10394	-6594	其它长期负债	2985	2985	2985	2985
投资	-80	-50	-50	0	非流动负债合计	3264	3264	3264	3264
其他	58	405	451	270	负债总计	17764	25724	25258	28506
投资活动现金流	-9690	-9708	-9993	-6324	实收资本	2961	2969	2953	2953
债权募资	1668	0	0	0	归属于母公司所有者权益	46590	54149	65307	78292
股权募资	150	8	-15	0	少数股东权益	337	417	496	587
其他	-3095	-2820	-171	-171	负债和所有者权益合计	64690	80290	91060	107385
融资活动现金流	-1278	-2812	-186	-171					
现金净流量	-191	-4249	6204	11211					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

贺文斌 医药行业
余文心 医药行业
周航 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 药康生物,迈瑞医疗,海泰新光,诺禾致源,普瑞眼科,鱼跃医疗,爱博医疗,心脉医疗,欧普康视,华大智造,华夏眼科,微创生理-U,美年健康,三星医疗,奕瑞科技,澳华内镜,国药股份,山东药玻,开立医疗

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。