

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明康德 (603259)

投资评级

上次评级 无评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩创新高，业务现新机

2023 年 03 月 21 日

事件：药明康德发布 2022 年年报。2022 年全年实现营业收入 393.55 亿元（同比+71.84%），归母净利润 88.14 亿元（同比+72.91%），经调整 Non-IFRS 净利润 93.99 亿元（同比+83.17%），经营活动现金流净额为 106.16 亿元；2022Q4 实现收入 109.60 亿元（同比+71.76%），归母净利润 14.36 亿元（同比-6.46%），经调整 Non-IFRS 净利润 26.27 亿元（同比+98.24%）。

点评：

- **管理能力持续精进，经营效率持续提升。**2022 年，公司实现综合毛利率 37.30%(+1.0pp)、归母净利率 22.40%(+0.1pp)、扣非归母净利率约为 20.99%(+3.2pp)、经调整 Non-IFRS 净利率约为 23.88%(+1.5pp)；期间费用率为 12.5%(-4.6pp)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.9%(-1.2pp)/7.2%(-2.4pp)/4.1%(-0.01pp)/-0.6%(-1.0pp)。2022 年，商业化大订单的交付以及效率的提升明显降低公司费用率，拉升利润率。
- **多业务协同驱动公司稳健发展。1) Chemistry：**全年收入 288.5 亿（+104.8%），其中 R 相关收入 72.1 亿元（+31.3%），D&M 相关收入 216.4 亿元（+151.8%），非新冠业务增长 39.7%。TIDES（新分子种类，主要为多肽及寡核苷酸）收入 20.37 亿元，同比增长 158.3%。2022 年，化学板块持续进行产能建设，完成了常州三期、常熟工厂的投产以及华中总部的使用，未来还将继续推进常州、无锡、特拉华州、新加坡的产能建设。**2) Testing：**全年收入 57.2 亿（+26.4%），其中实验室分析及测试服务收入 41.4 亿（+36.1%）、单安评业务增速 46%，临床 CRO 及 SMO 收入 15.8 亿（+6.4%）、单 SMO 收入增长 23.5%。SMO 在手订单同比增长 35.6%，人数超 4700 人。2022 年，苏州和启东的 5.5W m² 实验室正常建设中，将在 2023 年陆续投入使用。**3) Biology：**全年收入 24.8 亿（+24.7%），新分子种类相关收入增长 90%，占生物学收入比例提升至 22.5%（2021 年为 14.6%）。**4) ATU：**全年收入 13.1 亿（+27.4%），测试业务收入增长 36%，工艺开发业务收入增长 43%。2022 年，公司转让一项商业化 CAR-T 产品技术，并与杨森签订 TESSA 技术许可协议。公司预计 ATU 业务在 2023 年将迎来商业化项目。**5) DDSU：**全年收入 9.7 亿（-22.5%），累计完成 172 个项目 IND 申报，75 个 1 期临床，24 个 2 期临床，7 个 3 期临床，2 个处于 NDA。DDSU 业务于 2022 年起主动迭代升级，将集中推进更优质的项目管线。公司预计 2023 年 DDSU 业务将开始获得销售分成收入，且接下来十年将有 50%左右的复合增长。
- **一体化平台支持长期发展，新业务布局打开上升空间。**公司一体化 CRDMO、CTDMO 业务模式日渐完善，2022 年使用多业务部门服务的客户贡献 367.4 亿元（同比+87%）。公司新技术及分子业务即将进入快速成长期，预计 2023 年 TIDES（化学板块新分子种类，主要为多肽及寡核苷酸）的增速为化学整体业务增速的近 2 倍。综合来看，公司预计 2023 年收入将继续增长 5-7%；其中，剔除特定商业化项目，化学业务收入预

计增长 36-38%；其他业务板块（测试、生物学、ATU）收入预计增长 20-23%；DDSU 将持续业务迭代升级，预计收入下降超过 20%。

➤ **盈利预测：**我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 416.18/501.86/653.94 亿元，同比增长 5.8%/20.6%/30.3%；归母净利润分别为 93.77/114.93/151.90 亿元，同比增长 6.4%/22.6%/32.2%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 23/19/14 倍。

➤ **风险因素：**行业竞争加剧、医药行业研发投入及外包需求下降、国内国际政策风险、新业务拓展不及预期等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	22,902	39,355	41,618	50,186	65,394
增长率 YoY%	38.5%	71.8%	5.8%	20.6%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	5,097	8,814	9,377	11,493	15,190
增长率 YoY%	72.2%	72.9%	6.4%	22.6%	32.2%
毛利率%	36.3%	37.3%	37.3%	37.0%	37.2%
净资产收益率ROE%	13.2%	18.9%	17.6%	18.6%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	1.75	3.01	3.17	3.88	5.13
市盈率 P/E(倍)	67.76	26.91	23.38	19.07	14.43
市净率 P/B(倍)	9.11	5.15	4.11	3.55	3.01

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 03 月 20 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,986	23,997	30,595	41,344	58,262
货币资金	8,239	7,986	12,898	19,232	31,126
应收票据	48	75	68	69	90
应收账款	4,620	5,973	6,439	8,922	10,735
预付账款	303	291	392	474	616
存货	5,905	5,669	6,409	7,760	10,095
其他	2,871	4,005	4,388	4,888	5,600
非流动资产	33,142	40,693	44,276	46,372	47,536
长期股权投资	678	1,203	1,703	1,723	1,743
固定资产	8,554	14,171	16,816	18,588	19,524
无形资产	1,600	1,785	1,957	2,028	1,998
其他	22,310	23,534	23,799	24,034	24,271
资产总计	55,127	64,690	74,870	87,716	105,798
流动负债	12,985	14,499	17,838	22,180	28,926
短期借款	2,261	3,874	3,000	4,000	5,000
应付票据	0	19	29	35	45
应付账款	1,931	1,641	2,146	2,597	3,375
其他	8,792	8,966	12,663	15,548	20,506
非流动负债	3,385	3,264	3,264	3,264	3,264
长期借款	0	279	279	279	279
其他	3,385	2,985	2,985	2,985	2,985
负债合计	16,370	17,764	21,102	25,444	32,190
少数股东权益	266	337	422	526	664
归属母公司股东权益	38,492	46,590	53,346	61,746	72,943
负债和股东权益	55,127	64,690	74,870	87,716	105,798

重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,902	39,355	41,618	50,186	65,394
同比 (%)	38.5%	71.8%	5.8%	20.6%	30.3%
归属母公司净利润	5,097	8,814	9,377	11,493	15,190
同比 (%)	72.2%	72.9%	6.4%	22.6%	32.2%
毛利率 (%)	36.3%	37.3%	37.3%	37.0%	37.2%
ROE%	13.2%	18.9%	17.6%	18.6%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	1.75	3.01	3.17	3.88	5.13
P/E	67.76	26.91	23.38	19.07	14.43
P/B	9.11	5.15	4.11	3.55	3.01
EV/EBITDA	57.04	21.18	16.50	13.42	9.95

利润表			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,90	39,355	41,618	50,186	65,394
营业成本	14,59	24,677	26,115	31,593	41,063
营业税金及附加	54	200	83	100	131
销售费用	699	732	832	903	1,177
管理费用	2,203	2,826	2,497	3,011	3,924
研发费用	942	1,614	1,665	2,007	2,616
财务费用	84	-248	-30	-168	-351
减值损失合计	-33	-176	-30	-31	-32
投资净收益	1,356	188	416	502	654
其他	387	1,086	326	487	639
营业利润	6,038	10,652	11,168	13,696	18,095
营业外收支	-22	-34	-10	-20	-20
利润总额	6,016	10,618	11,158	13,676	18,075
所得税	880	1,716	1,696	2,079	2,747
净利润	5,136	8,903	9,462	11,597	15,328
少数股东损益	39	89	85	104	138
归属母公司净利润	5,097	8,814	9,377	11,493	15,190
EBITDA	6,075	11,223	12,805	15,345	19,610
EPS(当年)(元)	1.75	3.01	3.17	3.88	5.13

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,589	10,616	14,204	13,126	18,939
净利润	5,136	8,903	9,462	11,597	15,328
折旧摊销	1,480	1,917	2,380	2,775	3,126
财务费用	63	-187	231	234	279
投资损失	10	-27	-1,356	-188	-416
营运资金变动	-574	585	2,417	-1,044	793
其它	-159	-413	130	66	67
投资活动现金流	-4,839	-9,690	-5,594	-4,458	-3,766
资本支出	-6,934	-9,668	-5,410	-4,820	-4,240
长期投资	1,908	-80	-550	-90	-130
其他	187	58	366	452	604
筹资活动现金流	-1,724	-1,278	-3,698	-2,334	-3,279
吸收投资	104	150	2	0	0
借款	2,281	3,332	-874	1,000	1,000
支付利息或股息	-916	-1,598	-2,875	-3,334	-4,279
现金流净增加额	-2,053	-191	4,912	6,334	11,895

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com



华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。