

药明康德 (603259 CH)

生物安全法案大概率立法失败，看好估值修复

当地时间 12 月 7 日，美国参议院和众议院军事委员会对外公布了经两院委员会最终协商后的 2025 财年国防授权法案（National Defense Authorization Act，以下简称 NDAA）文本。该法案有待美国总统签字后生效。生物安全法案（Biosecure Act，编号 S.3558/H.R.8333）并没有被纳入 2025 财年 NDAA 的修正案中，这意味着生物安全法案试图通过加入 NDAA 的立法路径失败。生物安全法案仍可以推进单独立法，但考虑到仅剩两周窗口期，我们认为单独立法的成功率极低。长期来看，我们看好公司在全球医药研发产业链中将保持强大的竞争优势，维持稳定的市场份额。此外，我们预期随着全球生物医药融资复苏，公司的订单持续快速增长，多肽业务高速增长，驱动业绩修复。（[药明康德深度报告链接](#)）

■ **25 财年 NDAA 不包含生物安全法案，生物安全法案大概率立法失败。**12 月 7 日，经参众院协商的最终版本 NDAA 公布，其中不包含生物安全法案。我们认为这反映出了生物安全法案在美国国会立法进程存在阻力。现为美国参议院国土安全委员会高级成员（ranking member）的 Rand Paul 是今年 3 月份该委员会对生物安全法案进行小范围投票时唯一一反对票的议员。Rand Paul 将在明年担任参议院国土安全委员会主席。关于该方案的单独立法路径，众议院在 9 月 9 日投票通过了生物安全法案（H.R.8333），目前仍待参议院全体投票，以及总统签署才可完成立法流程。本届国会的会议期限仅剩余两周，我们认为窗口期很短，单独立法成功率极低。

■ **预计公司仍将在中长期保持全球化学药 CDMO 领先地位，海外同行较难超越。**我们整理了 30 家位于欧洲、美国和印度的从事 API 和化学药 CDMO 业务的公司情况，发现这些公司在收入体量和产能投入上显著落后于药明康德。印度专门从事 API 和化学药 CDMO 的公司大多提供大宗和特色原料药，对于创新药领域的涉足相对有限。与药明康德相比，印度同行公司的研发团队规模很小。欧洲的制药工业基础较好，区域内有众多历史悠久的化学药 CDMO 公司。但欧洲的化学药 CDMO 企业偏重制剂业务。同时，他们的产能主要分布在中欧和西欧地区，导致人工成本高于药明康德。

■ **看好全球生物医药融资复苏，拉动订单快速增长。**由于海外生物医药融资的复苏以及 MNC 药企研发投入的韧性，药明康德的订单已经反映了海外客户需求的增长。公司截至 9 月底的在手订单同比增长 35%，其中 TIDES 订单同比增长 196%。我们预计，随着美国降息周期持续，全球生物医药融资有望持续复苏，拉动公司订单快速增长。

■ **维持买入评级。**上调药明康德目标价至 78.51 元（WACC：9.42%，永续增长率：2.0%），以反映法案的不确定性降低以及在手订单增长带来的业绩复苏。我们预计公司在 2024E/ 25E/ 26E 收入同比变化 -3.6%/+11.4%/+13.6%，经调整 non-IFRS 净利润同比变化 -3.9%/+11.9%/+15.5%

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	39,355	40,341	38,906	43,332	49,225
同比增长(%)	71.8	2.5	(3.6)	11.4	13.6
调整后净利润(百万人民币)	9,399	10,854	10,427	11,668	13,474
同比增长(%)	83.2	15.5	(3.9)	11.9	15.5
调整后每股收益(人民币)	3.21	3.70	3.61	4.04	4.67
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	3.32	3.70	4.12
调整后市盈率(倍)	17.2	14.9	15.3	13.7	11.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	78.51 人民币
(此前目标价)	72.37 人民币
潜在升幅	42.2%
当前股价	55.22 人民币

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	159,475.0
3 月平均流通量(百万人民币)	3,636.8
52 周内股价高/低(百万人民币)	76.71/36.87
总股本(百万)	2888.0

资料来源：FactSet

股东结构

李革及其一致行动人	20.5%
香港投资者	18.2%

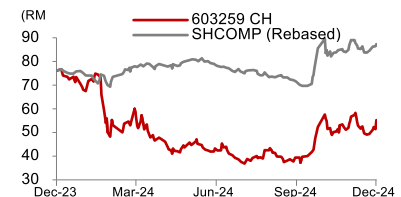
资料来源：公司财报

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	0.6%	0.0%
3 - 月	42.3%	15.6%
6 - 月	29.7%	16.2%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	38,906	43,332	49,225	39,323	43,025	47,480	-1.06%	0.71%	3.68%
毛利	15,946	17,963	20,700	15,981	17,660	19,598	-0.22%	1.72%	5.62%
运营利润	10,691	12,358	14,332	11,466	12,848	14,328	-6.76%	-3.82%	0.03%
经调整净利润	10,427	11,668	13,474	9,611	10,739	11,975	8.49%	8.65%	12.52%
经调整每股收益 (元)	3.61	4.04	4.67	3.32	3.70	4.12	8.66%	9.19%	13.19%
毛利率	40.99%	41.45%	42.05%	40.64%	41.05%	41.28%	+0.35ppt	+0.41ppt	+0.78ppt
运营利润率	27.48%	28.52%	29.12%	29.16%	29.86%	30.18%	-1.68ppt	-1.34ppt	-1.06ppt
经调整净利润率	26.80%	26.93%	27.37%	24.44%	24.96%	25.22%	+2.36ppt	+1.97ppt	+2.15ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	10,819	12,858	15,032	17,136	19,278	21,495	23,753	26,009	28,220	30,336
税率	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%
息税前利润*(1-税率)	9,172	10,900	12,744	14,528	16,344	18,223	20,137	22,050	23,924	25,718
+折旧与摊销	2,209	2,511	2,832	3,201	3,569	3,943	4,318	4,685	5,036	5,364
- 营运资金变化	80	-284	-1,088	-1,229	-1,371	-1,515	-1,658	-1,799	-1,934	-2,060
- 资本支出	-5,000	-6,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000	-5,000
自由现金流	6,461	7,127	9,488	11,499	13,542	15,652	17,796	19,935	22,026	24,022
终值										330,219

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	9.42%
股本成本	12.00%
债务成本	4.00%
市场风险系数 β	0.90
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	10.00%
目标负债率	30.00%
有效公司税率	15.00%

终值现值	134,225
总现值	217,840
净负债	-8,900
股权价值	226,740
股份数 (百万股)	2,888
DCF 每股价值 (人民币)	78.51

资料来源：招银国际环球市场预测

图 3: DCF 模型敏感性分析

		WACC				
		8.42%	8.92%	9.42%	9.92%	10.42%
永续增长率	3.00%	104.10	94.42	86.28	79.34	73.36
	2.50%	97.84	89.35	82.11	75.88	70.46
	2.00%	92.56	85.01	78.51	72.86	67.91
	1.50%	88.04	81.26	75.36	70.20	65.64
	1.00%	84.12	77.98	72.59	67.84	63.61

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	22,902	39,355	40,341	38,906	43,332	49,225
销售成本	(14,592)	(24,677)	(23,729)	(22,960)	(25,369)	(28,525)
毛利	8,310	14,678	16,612	15,946	17,963	20,700
运营费用	(3,898)	(5,372)	(5,318)	(5,256)	(5,605)	(6,368)
销售费用	(699)	(732)	(701)	(807)	(812)	(922)
行政费用	(2,203)	(2,826)	(2,879)	(2,714)	(2,936)	(3,335)
研发费用	(942)	(1,614)	(1,441)	(1,414)	(1,532)	(1,740)
其他	(54)	(200)	(297)	(321)	(326)	(370)
运营利润	4,412	9,306	11,294	10,691	12,358	14,332
以公允价值计量的盈亏	(93)	770	(38)	(199)	100	200
投资盈亏	1,356	188	234	45	100	200
净利息收入(支出)	(84)	248	338	784	451	515
其他收入/支出	425	106	4	283	300	300
税前利润	6,016	10,618	11,832	11,604	13,308	15,547
所得税	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,752)	(1,996)	(2,332)
税后利润	5,136	8,903	9,700	9,852	11,312	13,215
非控股权益	(39)	(89)	(94)	(94)	(108)	(127)
净利润	5,097	8,814	9,607	9,757	11,204	13,089
调整后净利润	5,131	9,399	10,854	10,427	11,668	13,474
总股息	1,529	2,644	2,882	2,927	3,361	3,927

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	21,986	23,997	30,422	34,848	38,838	46,441
现金与现金等价物	8,239	7,986	13,764	18,352	21,559	27,420
应收账款	4,668	6,047	7,922	7,462	7,717	8,766
存货	5,905	5,669	4,736	5,034	5,562	6,254
预付款项	303	291	244	244	244	244
以公允价值计入损益的资产	527	2	11	11	11	11
其他流动资产	2,344	4,003	3,746	3,746	3,746	3,746
非流动资产	33,142	40,693	43,247	45,663	49,123	51,462
物业及厂房及设备 (净额)	8,554	14,171	17,190	19,359	23,230	25,779
递延税项	390	492	367	367	367	367
合资及联营公司投资	678	1,203	2,216	2,216	2,216	2,216
无形资产	1,600	1,785	1,864	1,706	1,548	1,390
商誉	1,926	1,822	1,821	1,821	1,821	1,821
以公允价值计入损益的资产	8,714	8,954	8,626	9,483	9,683	10,083
其他非流动资产	11,280	12,265	11,164	10,712	10,259	9,807
总资产	55,127	64,690	73,669	80,511	87,961	97,903
流动负债	12,985	14,499	14,756	18,674	18,172	18,826
短期债务	2,261	3,874	3,667	7,667	6,667	6,667
应付账款	1,931	1,659	1,645	1,563	2,061	2,715
应付税款	536	882	1,374	1,374	1,374	1,374
其他流动负债	8,256	8,084	8,070	8,070	8,070	8,070
非流动负债	3,385	3,264	3,396	3,396	3,396	3,396
长期债务	0	279	687	687	687	687
应付公司债	607	502	0	0	0	0
融资租赁承担	1,019	984	1,099	1,099	1,099	1,099
其他非流动负债	1,759	1,499	1,610	1,610	1,610	1,610
总负债	16,370	17,764	18,152	22,069	21,568	22,222
股本	2,956	2,961	2,969	2,969	2,969	2,969
资本盈余	25,732	26,512	28,401	35,231	43,074	52,236
其他储备	9,804	17,118	23,753	19,753	19,753	19,753
股东权益总额	38,492	46,590	55,122	57,953	65,795	74,957
少数股东权益	266	337	395	489	598	724
总负债和股东权益	55,127	64,690	73,669	80,511	87,961	97,903

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	6,016	10,618	11,832	11,604	13,308	15,547
折旧摊销	1,363	1,718	2,288	2,214	2,516	2,837
税款	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,752)	(1,996)	(2,332)
营运资金变化	(1,151)	(298)	(105)	80	(284)	(1,088)
其他	(759)	294	1,504	(414)	(426)	(691)
净经营现金流	4,589	10,616	13,387	11,731	13,117	14,273
投资现金流						
资本开支	(6,936)	(9,966)	(5,517)	(4,000)	(6,000)	(5,000)
收购与投资	(858)	(161)	(22)	0	0	0
处理短期投资所得现金	2,766	82	(2,321)	(1,000)	0	0
其他	189	355	299	0	0	0
净投资现金流	(4,839)	(9,690)	(7,561)	(5,000)	(6,000)	(5,000)
融资现金流						
已支付股息	(916)	(1,598)	(2,756)	(2,143)	(2,911)	(3,411)
净借贷	1,071	1,668	178	4,000	(1,000)	0
发行股票所得现金	104	150	247	0	0	0
其他	(1,983)	(1,497)	(1,610)	(4,000)	0	0
净融资现金流	(1,724)	(1,278)	(3,941)	(2,143)	(3,911)	(3,411)
净现金流变动						
年初现金	10,228	8,175	7,984	13,764	18,352	21,559
汇率变动	(79)	161	132	0	0	0
年末现金	8,175	7,984	10,001	18,352	21,559	27,420
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	38.5%	71.8%	2.5%	(3.6%)	11.4%	13.6%
毛利润	32.3%	76.6%	13.2%	(4.0%)	12.6%	15.2%
经营利润	41.1%	110.9%	21.4%	(5.3%)	15.6%	16.0%
净利润	72.2%	72.9%	9.0%	1.6%	14.8%	16.8%
调整后净利润	41.1%	83.2%	15.5%	(3.9%)	11.9%	15.5%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	36.3%	37.3%	41.2%	41.0%	41.5%	42.1%
营业利润率	19.3%	23.6%	28.0%	27.5%	28.5%	29.1%
调整后净利润率	22.4%	23.9%	26.9%	26.8%	26.9%	27.4%
股本回报率	14.4%	20.7%	18.9%	17.3%	18.1%	18.6%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率 (倍)	1.7	1.7	2.1	1.9	2.1	2.5
应收账款周转天数	66.4	49.7	63.2	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	107.4	85.6	80.0	80.0	80.0	80.0
应付帐款周转天数	107.8	75.5	75.6	75.6	75.6	75.6
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	31.4	17.2	14.9	15.3	13.7	11.8
市帐率	4.2	3.5	2.9	2.7	2.4	2.1
市现率	35.1	15.3	12.1	13.6	12.2	11.2
股息 (%)	1.0	1.6	1.8	1.8	2.1	2.5

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。