

香港股市 | 医药

药明生物 (2269 HK)

2023-25 年业绩将快速增长

2022 年收入与核心盈利维持快速增长

公司 2022 年收入同比增长 48.4% 至 152.7 亿元 (人民币, 下同), 股东净利润同比增长 30.5% 至 44.2 亿元, 反映核心业务盈利的经调整净利润同比增长 48.5% 至 49.3 亿元, 收入与盈利均快速增长。由于销售费用率从 2021 年的 9.7% 下降至 9.4%, 经调整净利润略超我们预期。分地区看, 公司全球各地业务全面发展, 北美、中国、欧洲地区收入分别同比增长 50.8%、24.4%、22.1%。分业务阶段看, 公司各阶段业务收入均快速增长, 临床前服务 (IND 前)、早期临床服务 (第 I 及 II 期)、后期临床 (III 期) 及商业化生产收入分别同比增长 45.8%、100.1% 与 44.9%。

各阶段项目数量快速增加, 2023-25 年收入与经调整净利润将快速增长

我们预计 2022-25E 收入与经调整净利润 CAGR 分别为 26.8% 与 26.9%, 基于: **1) 各阶段项目数量快速增加:** 2022 年底公司项目数量从去年同期的 480 个增加到 588 个。公司各阶段项目均有增长, 临床前、早期临床、后期临床及商业化阶段项目数量分别同比增加 11.9%、36.8%、31.7%。由于公司一站式服务能力强大, 很多早期阶段项目会逐步向后期临床及商业化生产推进, 因此公司业绩能见度很高。**2) 公司未来受新冠项目收入不确定性的影响将减少:** 公司 2022 年从新冠项目中获得约 3 亿美元收入, 但是目前进行中的 588 个项目中 550 个为非新冠项目, 因此未来新冠疫情是否持续对公司业绩影响已不大, 后疫情时代公司收入也将快速增长。

微升盈利预测与目标价, 重申“买入”评级

由于公司 2022 年经调整净利润略超预期, 我们将 2023-24E 经调整净利润收入预测分别轻微上调 0.8%、0.7%。根据调整后 DCF 模型, 目标价从 90.00 港元微升至 90.70 港元, 重申“买入”评级。

风险提示: (一) 客户减少研发支出; (二) 项目进展中出现问题可能导致中断

主要财务数据 (百万人民币) (估值更新至 2023 年 3 月 24 日)

年结: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	10,290	15,269	19,407	24,411	31,162
增长率 (%)	83.3	48.4	27.1	25.8	27.7
股东净利润	3,388	4,420	5,618	7,129	8,898
增长率 (%)	100.6	30.5	27.1	26.9	24.8
每股盈利 (人民币)	0.77	1.01	1.28	1.63	2.03
市盈率 (倍)	55.6	42.2	33.2	26.1	21.0
每股股息 (人民币)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
股息率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股净资产 (人民币)	7.7	8.6	10.1	12.1	14.5
市净率 (倍)	5.5	5.0	4.2	3.5	2.9

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

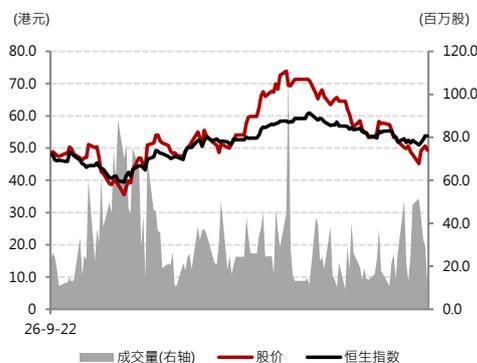
评级: 买入

目标价: 90.70 港元

股票资料 (更新至 2023 年 3 月 24 日)

现价	48.90 港元
总市值	211,010.68 百万港元
流通股比例	85.75%
已发行总股本	4,228.67 百万
52 周价格区间	35-87 港元
3 个月日均成交额	1,678.02 百万港元
主要股东	李革等 (占 13.82%)
来源:	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

2023 年 2 月 15 日: 药明生物 (2269 HK): 2022 年核心盈利超预期, 主营业务中期前景良好

分析师

施佳丽

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：DCF 模型（年结：12 月 31 日，百万人民币）

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	6,803	8,631	10,780	14,121	18,357	23,865	29,831	37,289	44,001	50,601
加：折旧与摊销	1,020	1,111	1,182	1,288	1,385	1,483	1,585	1,690	1,796	1,904
减：所得税	(1,029)	(1,306)	(1,631)	(2,136)	(2,777)	(3,611)	(4,513)	(5,642)	(6,657)	(7,656)
资本开支	(3,202)	(1,953)	(2,493)	(2,543)	(2,594)	(2,646)	(2,778)	(2,819)	(2,862)	(2,905)
营运资金变动	(141)	(1,818)	(935)	(1,429)	(1,857)	(2,415)	(3,018)	(3,773)	(4,452)	(5,120)
自由现金流	3,732	8,301	8,773	12,159	16,229	21,506	27,143	34,290	40,730	47,064
税后债务成本	1.81%									
无风险利率	3.0%									
风险溢价	9.5%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	12.5%									
WACC	9.8%									
永续增长率	6%									
股权价值 (百万港币)	383,557									
股数	4,228,671									
每股内涵价值 (港币)	90.70									

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：时代中国盈利预测调整

		永续增长率				
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
WACC	8.8%	101.84	112.32	126.51	146.81	178.23
	9.3%	88.86	96.43	106.31	119.74	139.03
	9.8%	78.15	83.69	90.70	99.86	112.31
	10.3%	69.61	73.77	78.90	85.40	93.88
	10.8%	62.37	65.51	69.30	73.98	79.90
	11.3%	56.18	58.56	61.39	64.80	69.01

来源：中泰国际研究部预测

图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

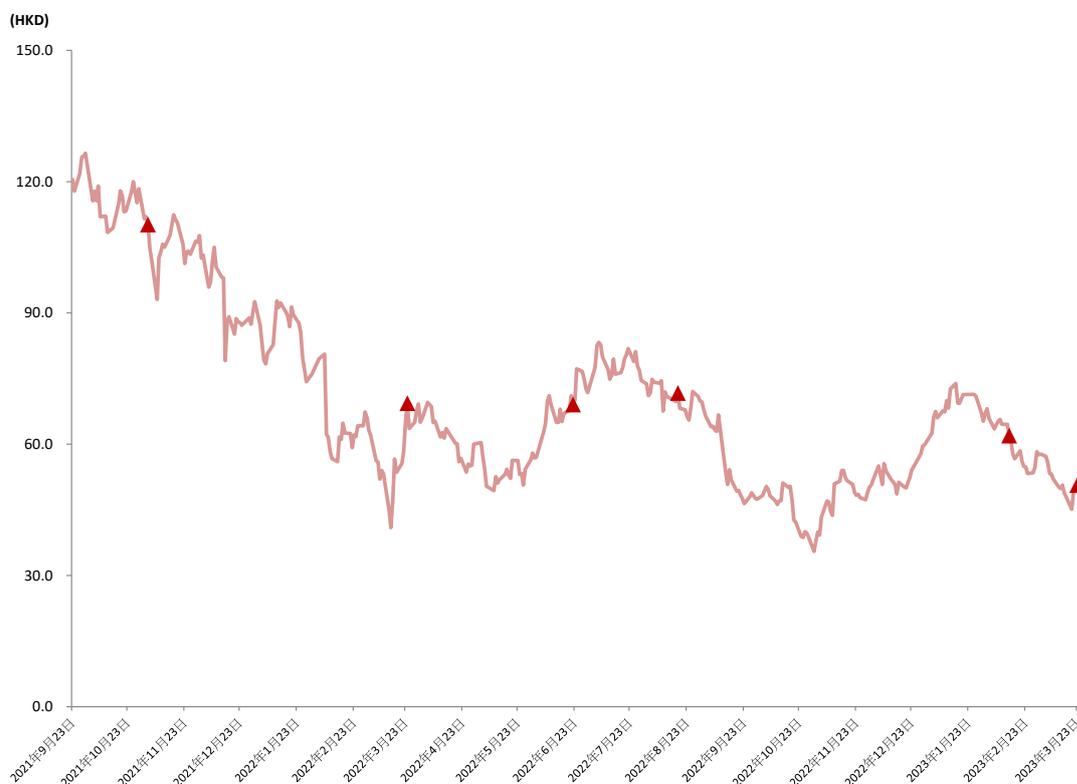
损益表	2021	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表	2,021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,290	15,269	19,407	24,411	31,162	税前利润	3,993	5,358	6,826	8,660	10,816
服务成本	(5,461)	(8,545)	(10,244)	(12,861)	(16,636)	折旧及摊销	482	848	1,020	1,111	1,182
毛利	4,829	6,724	9,163	11,550	14,526	营运资金变动	(963)	(583)	(141)	(1,818)	(935)
SG&A	(1,001)	(1,433)	(1,794)	(2,257)	(2,881)	已付利息	39	64	(23)	(29)	(37)
研发开支	(502)	(683)	(868)	(1,092)	(1,394)	已付税款	(350)	(808)	(1,029)	(1,306)	(1,631)
其他开支	(157)	(259)	0	0	0	其他	230	(584)	1,759	229	683
其他收入及收益	862	1,072	302	430	529	经营业务现金净额	3,431	4,294	8,412	6,847	10,079
财务成本	(39)	(64)	23	29	37	购买厂房及设备	(6,508)	(5,680)	(3,202)	(1,953)	(2,493)
联合合营损益	0	0	0	0	0	其他	(3,094)	(1,188)	156	260	312
其他	0	0	0	0	0	投资活动现金净额	(9,602)	(6,868)	(3,046)	(1,693)	(2,181)
除税前利润	3,993	5,358	6,826	8,660	10,816	净新增借款	(53)	21	176	191	206
所得税开支	(485)	(808)	(1,029)	(1,306)	(1,631)	发行股份	10,978	0	0	0	0
年度利润	3,509	4,550	2,870	3,562	3,792	股息分派	0	0	0	0	0
非控股权益	120	130	179	225	287	其他	(2,715)	41	77	910	1,002
股东净利润	3,388	4,420	5,618	7,129	8,898	融资活动现金净额	8,209	62	253	1,101	1,208
经调整净利润	3,436	4,925	6,348	8,056	10,054	年初现金	7,096	9,003	6,492	12,111	18,366
EBITDA	4,514	6,270	7,823	9,742	11,962	现金增加净额	2,039	(2,511)	5,619	6,255	9,107
						汇率变动之影响净额	(132)	0	0	0	0
资产负债表						年末现金	9,003	6,492	12,111	18,366	27,473
存货	1,687	2,281	2,477	3,496	4,230	重要指标					
应收账款	4,857	5,610	6,431	8,685	10,532	增长率 (%)					
现金	9,003	6,395	12,111	18,366	27,473	收入	83.3	48.4	27.1	25.8	27.7
其他	3,982	4,183	4,193	4,204	4,217	毛利	90.6	39.2	36.3	26.0	25.8
流动资产	19,530	18,470	25,211	34,752	46,452	股东净利润	100.6	30.5	27.1	26.9	24.8
物业、厂房及设备	18,065	24,171	25,382	26,397	27,882	经调整股东净利润	100.3	43.3	28.9	26.9	24.8
无形资产及商誉	601	549	485	485	485	盈利能力 (%)					
其他非流动资产	5,837	6,375	6,274	6,401	6,431	毛利率	46.9	44.0	47.2	47.3	46.6
非流动资产	24,503	31,095	32,140	33,283	34,798	净利率率	32.9	29.0	28.9	29.2	28.6
总资产	44,033	49,564	57,351	68,035	81,250	EBIT 利润率	39.2	35.5	35.1	35.4	0.0
贸易应付款项	3,698	3,269	3,486	4,154	4,856	EBITDA 利润率	43.9	41.1	40.3	39.9	38.4
短期借款	3,897	5,127	5,519	6,475	7,608	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他流动负债	661	923	923	923	923	其他	12.1	15.1	15.1	15.1	15.1
流动负债	8,256	9,319	9,928	11,553	13,388	有效税率 (%)	12.6	12.8	14.2	15.2	15.8
长期借款	641	1,462	1,505	1,551	1,597	派息比率 (%)	9.3	9.4	10.5	11.4	11.9
其他非流动负债	2,430	2,571	3,178	3,911	4,903	ROAE (%)	92.6	84.8	84.8	84.8	84.8
非流动负债	3,071	4,033	4,683	5,461	6,500	ROAA (%)	96.8	92.9	92.9	92.9	92.9
总负债	11,326	13,351	14,611	17,014	19,888	存货周转率 (天)	42.2	30.1	30.1	30.1	30.1
股东权益	32,279	35,047	41,395	49,451	59,506	应收帐周转率 (天)					
非控股权益	428	1,166	1,345	1,570	1,857	应付帐周转率 (天)					
总权益	32,706	36,213	42,740	51,020.90	61,363						
净现金/(负债)	4,466	(193)	5,087	10,340	18,268						

^经调整净利润剔除股权激励开支、公允价值损益与汇兑损益

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

药明生物 (2269 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021 年 11 月 4 日	HK\$110.2	买入	HK\$143.7
2	2022 年 3 月 25 日	HK\$69.4	买入	HK\$118.35
3	2022 年 6 月 22 日	HK\$69.1	买入	HK\$106.00
4	2022 年 8 月 19 日	HK\$71.70	买入	HK\$110.40
5	2023 年 2 月 15 日	HK\$62.00	买入	HK\$90.00
6	2023 年 3 月 27 日	HK\$48.90	买入	HK\$90.70

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805