

医药	收盘价 港元 44.60	目标价 港元 59.00个	潜在涨幅 +32.3%	2023年8月24日
----	-----------------	------------------	----------------	------------

## 药明生物 (2269 HK)

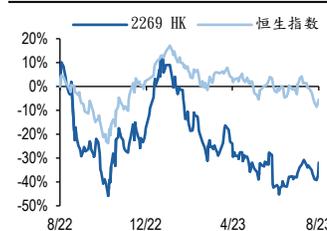
### 1H23 核心业务维持高增速，新订单数量呈环比改善趋势；上调目标价

- 核心业务维持高增速，管理层维持此前利润增速指引。2023上半年公司收入/经调整归母净利润同比增长17.8%/0.1%，扣除新冠收入后，核心业务收入仍录得59.7%的高增速。经调整毛利率下降6.4个百分点至47.0%，主要受全球投融资放缓、新产能仍处于爬坡阶段、以及现有厂房维护的影响。管理层维持此前全年经调整净利润增长26%的指引；而随着海外产能爬坡，明年起毛利率有望企底回升，预计2024-25年利润增速将重新提升至30%。上半年经营性现金净流入27亿元，资本开支24亿元，自由现金流增长至3亿元。管理层预计2023/24年资本开支50亿/50-60亿元。
- 6月新增项目数环比改善明显，海外行业投融资边际回暖。上半年公司新增项目46个，综合项目数达621个，其中1-5月新增25个，6月新增21个，环比改善明显；管理层指引全年新增80个综合项目。上半年46个新增项目中，约60%和20%分别来自美国和欧洲，侧面证明海外投融资已先于中国回暖。上半年北美/欧洲/中国收入占比分别为46.3%/30.0%/21.1%，分别同比增长0.8%/96.8%/0.0%，海外收入贡献提升至79%。
- 商业化成为新增长引擎。临床前/临床早期/后期及商业化项目收入同比增长6.6%/51.8%/14.3%。上半年公司商业化生产项目新增四个至22个，新签商业化项目合同金额达10亿美元。公司维持2025年商业化项目达到32-38个的指引；我们预计，2023-25年临床后期+商业化项目收入CAGR将达到41%，对公司整体收入的贡献也将达到66%。
- 上调目标价。我们上调2023-25年收入2%至194亿/244亿/306亿元，并上调2024/25年毛利率0.5-0.7个百分点至42.8%/43.3%，以反映6月新增项目环比改善以及海外投融资环境边际回暖。因此，我们2023-25年的净利润预测上调3-8%。我们最新的DCF目标价为59港元（原55港元），对应35.6倍2024市盈率，低于过去三年均值0.7个标准差，维持买入评级。
- 核心风险：投融资回暖不及预期、地缘政治风险、重大项目失败或取消。

#### 个股评级

买入

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	73.90
52周低位 (港元)	35.50
市值 (百万港元)	189,549.11
日均成交量 (百万)	58.64
年初至今变化 (%)	(25.48)
200天平均价 (港元)	47.00

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

#### 财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	10,290	15,269	19,448	24,448	30,642
同比增长 (%)	83.3	48.4	27.4	25.7	25.3
净利润 (百万人民币)	3,509	4,808	5,367	6,679	8,336
每股盈利 (人民币)	0.84	1.06	1.23	1.52	1.90
同比增长 (%)	96.3	26.1	15.6	24.4	24.8
前EPS预测值 (人民币)			1.18	1.42	1.76
调整幅度 (%)			3.5	7.0	8.0
市盈率 (倍)	49.3	39.1	33.8	27.2	21.8
每股账面净值 (人民币)	7.73	8.40	9.47	11.00	12.90
市账率 (倍)	5.36	4.94	4.38	3.77	3.21

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

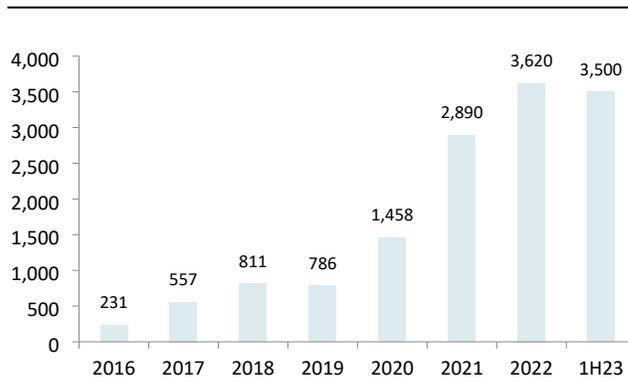
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 未完成服务订单和未完成潜在里程碑订单 (百万美元)



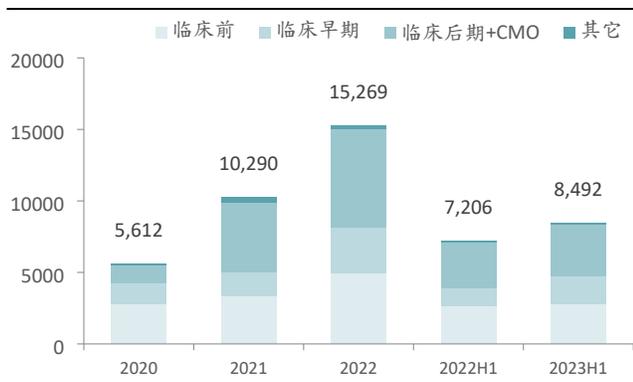
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 三年内未完成订单 (百万美元)



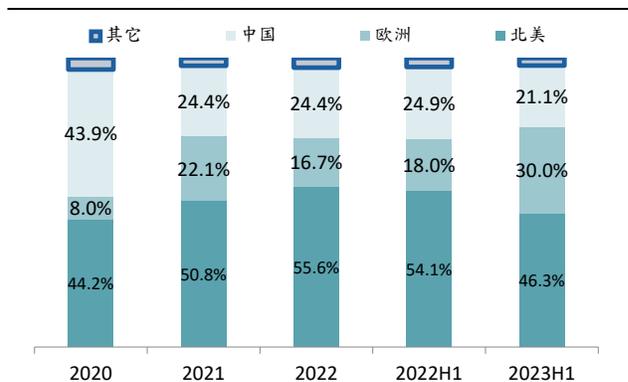
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 收入拆分 (按服务阶段) (百万人民币)



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 收入拆分 (按地区)



资料来源: 公司资料, 交银国际 \*数据来自公司预测

图表 5: 药明生物财务预测变动

(百万人民币)	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	19,448	19,114	2%	24,448	24,022	2%	30,642	30,095	2%
毛利润	8,234	8,093	2%	10,473	10,170	3%	13,280	12,832	3%
毛利率	42.3%	42.3%	-	42.8%	42.3%	+0.5 pct	43.3%	42.6%	+0.7 pct
归母净利润	5,206	5,032	3%	6,478	6,054	7%	8,086	7,487	8%

资料来源: 交银国际预测

图表 6: 药明生物 DCF 估值

(百万人民币)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	24,448	30,642	36,617	42,790	49,020	55,311	61,511	67,724	73,772	80,124
EBIT	7,732	9,748	11,656	13,671	15,655	17,629	19,588	21,564	23,501	25,546
减: 所得税	(1,160)	(1,462)	(1,748)	(2,051)	(2,348)	(2,644)	(2,938)	(3,235)	(3,525)	(3,832)
加: 折旧摊销	1,448	1,676	1,847	1,971	2,057	2,111	2,163	2,215	2,266	2,315
减: 资本性支出	(6,000)	(5,100)	(4,335)	(3,685)	(3,132)	(3,163)	(3,195)	(3,227)	(3,259)	(3,292)
减: 运营资本变动	(1,545)	(1,918)	(1,849)	(1,910)	(1,924)	(1,938)	(1,910)	(1,914)	(1,863)	(1,957)
<b>自由现金流</b>	<b>475</b>	<b>2,944</b>	<b>5,570</b>	<b>7,997</b>	<b>10,308</b>	<b>11,994</b>	<b>13,708</b>	<b>15,403</b>	<b>17,119</b>	<b>18,781</b>

永续增长率 3%

自由现金流现值 64,273

终值现值 164,186

企业价值 228,459

净现金 3,563

少数股东权益 (1,527)

股权价值 (百万人民币) 230,495

**股权价值 (百万港元)** **250,538**

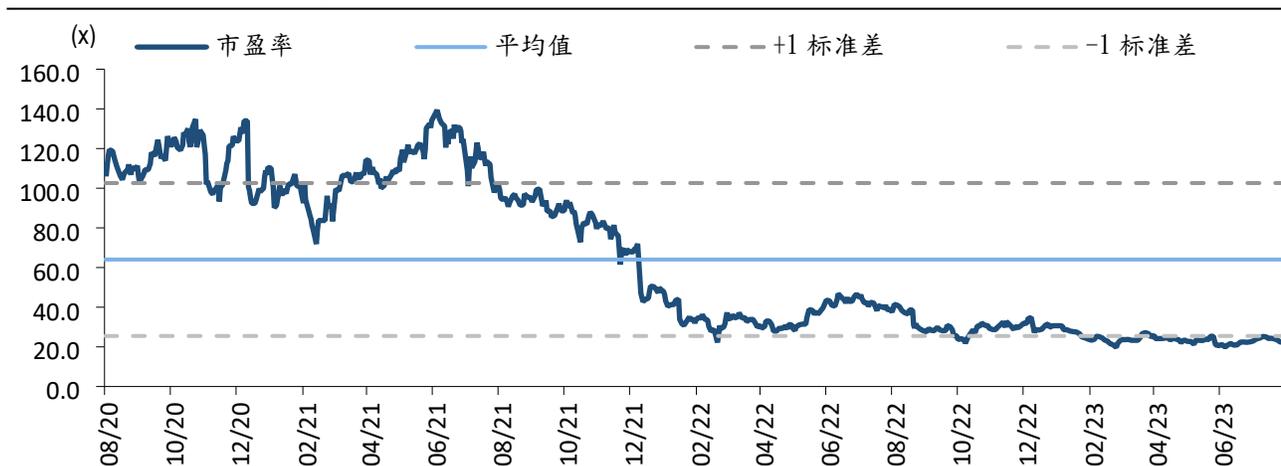
股份数量 (百万) 4,250

**每股价值 (港元)** **59**

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	0.90
股权成本	11.2%
税前债务成本	3.0%
税后债务成本	2.6%
预期债权比例	30%
有效税率	15.0%
<b>WACC</b>	<b>8.6%</b>

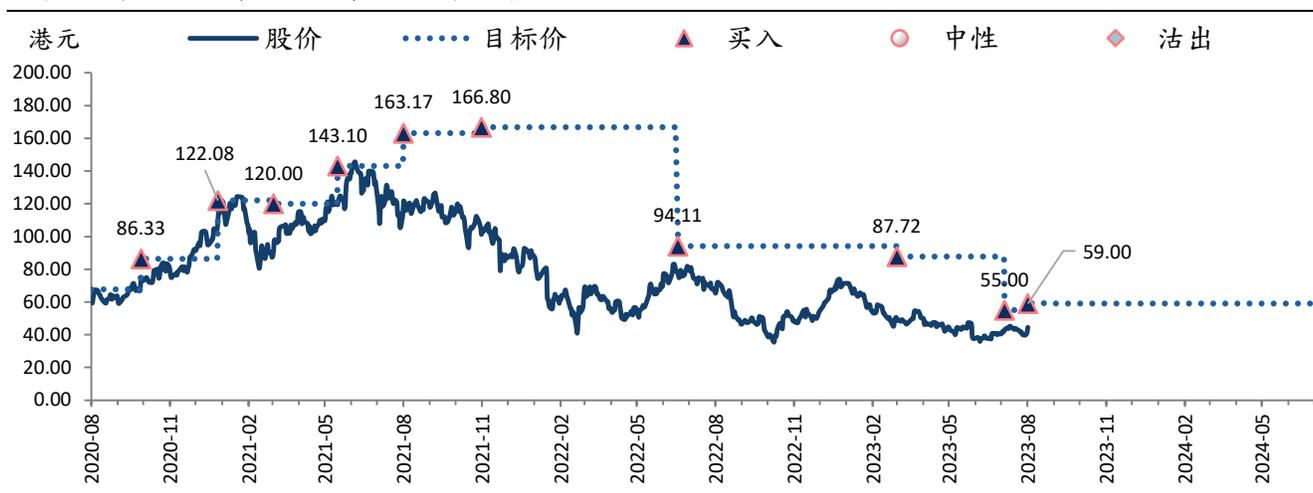
资料来源: 交银国际预测

图表 7: 药明生物近三年前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 8: 药明生物 (2269 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 9: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	36.20	52.00	43.6%	2023年08月23日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	1.41	4.60	226.0%	2023年08月11日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	32.45	57.00	75.7%	2023年07月31日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.88	10.00	26.9%	2023年07月28日	生物科技
2269 HK	药明生物	买入	44.60	59.00	32.3%	2023年08月24日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	39.35	59.98	52.4%	2023年08月03日	医疗服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测 截至 2023 年 8 月 24 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	10,290	15,269	19,448	24,448	30,642
主营业务成本	(5,461)	(8,545)	(11,214)	(13,975)	(17,362)
<b>毛利</b>	<b>4,829</b>	<b>6,724</b>	<b>8,234</b>	<b>10,473</b>	<b>13,280</b>
销售及管理费用	(1,001)	(1,433)	(1,811)	(2,203)	(2,670)
研发费用	(502)	(683)	(972)	(1,222)	(1,532)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
<b>经营利润</b>	<b>3,327</b>	<b>4,609</b>	<b>5,450</b>	<b>7,047</b>	<b>9,078</b>
财务成本净额	157	241	265	281	298
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	509	767	383	348	317
<b>税前利润</b>	<b>3,993</b>	<b>5,616</b>	<b>6,099</b>	<b>7,677</b>	<b>9,693</b>
税费	(485)	(808)	(732)	(998)	(1,357)
非控股权益	120	130	161	200	250
<b>净利润</b>	<b>3,509</b>	<b>4,808</b>	<b>5,367</b>	<b>6,679</b>	<b>8,336</b>
作每股收益计算的净利润	3,388	4,679	5,206	6,478	8,086

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9,003	6,395	5,702	6,346	9,399
应收账款及票据	4,857	5,610	7,252	9,117	11,427
存货	1,687	2,281	2,993	3,730	4,635
其他流动资产	3,982	4,183	4,183	4,183	4,183
<b>总流动资产</b>	<b>19,530</b>	<b>18,470</b>	<b>20,132</b>	<b>23,377</b>	<b>29,644</b>
物业、厂房及设备	18,065	24,171	28,962	33,514	36,938
无形资产	601	549	549	549	549
合资企业/联营公司投资	752	1,582	1,582	1,582	1,582
其他长期资产	5,084	4,793	4,728	4,666	4,606
<b>总长期资产</b>	<b>24,503</b>	<b>31,095</b>	<b>35,821</b>	<b>40,310</b>	<b>43,675</b>
<b>总资产</b>	<b>44,033</b>	<b>49,564</b>	<b>55,952</b>	<b>63,688</b>	<b>73,319</b>
短期贷款	2,122	1,321	1,321	1,321	1,321
应付账款	3,698	3,269	4,290	5,347	6,643
其他短期负债	2,436	4,728	4,728	4,728	4,728
<b>总流动负债</b>	<b>8,256</b>	<b>9,319</b>	<b>10,340</b>	<b>11,396</b>	<b>12,692</b>
长期贷款	641	1,462	1,462	1,462	1,462
其他长期负债	2,430	2,571	2,571	2,571	2,571
<b>总长期负债</b>	<b>3,071</b>	<b>4,033</b>	<b>4,033</b>	<b>4,033</b>	<b>4,033</b>
<b>总负债</b>	<b>11,326</b>	<b>13,351</b>	<b>14,373</b>	<b>15,429</b>	<b>16,725</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	32,278	35,047	40,253	46,731	54,817
<b>股东权益</b>	<b>32,279</b>	<b>35,047</b>	<b>40,253</b>	<b>46,732</b>	<b>54,817</b>
非控股权益	428	1,166	1,327	1,527	1,777
<b>总权益</b>	<b>32,706</b>	<b>36,213</b>	<b>41,580</b>	<b>48,259</b>	<b>56,594</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	3,993	5,358	6,099	7,677	9,693
折旧及摊销	482	942	1,273	1,510	1,736
营运资本变动	(963)	(1,775)	(1,333)	(1,545)	(1,918)
利息调整	(19)	(12)	12	16	12
税费	(350)	(808)	(732)	(998)	(1,357)
其他经营活动现金流	289	1,837	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,431</b>	<b>5,541</b>	<b>5,319</b>	<b>6,660</b>	<b>8,165</b>
资本开支	(6,442)	(5,400)	(6,000)	(6,000)	(5,100)
投资活动	(1,525)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(1,989)	(2,788)	44	39	44
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,956)</b>	<b>(8,188)</b>	<b>(5,956)</b>	<b>(5,961)</b>	<b>(5,056)</b>
负债净变动	(53)	0	0	0	0
权益净变动	8,439	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(177)	39	(55)	(56)	(56)
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,209</b>	<b>39</b>	<b>(55)</b>	<b>(56)</b>	<b>(56)</b>
汇率收益/损失	(132)	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>7,096</b>	<b>9,003</b>	<b>6,395</b>	<b>5,702</b>	<b>6,346</b>
<b>年末现金</b>	<b>9,003</b>	<b>6,395</b>	<b>5,702</b>	<b>6,346</b>	<b>9,399</b>

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.841	1.060	1.225	1.525	1.903
全面摊薄每股收益	0.766	1.010	1.225	1.525	1.903
每股账面值	7.734	8.399	9.475	10.999	12.903
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	46.9	44.0	42.3	42.8	43.3
EBITDA利润率	45.3	41.6	23.0	24.1	25.4
EBIT利润率	39.2	35.5	31.6	31.6	31.8
净利率	34.1	31.5	27.6	27.3	27.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	7.7	8.9	9.3	10.2	11.0
ROE	10.5	12.6	12.9	13.9	14.8
ROIC	9.7	11.7	12.1	13.1	14.0
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.4	2.0	1.9	2.1	2.3
存货周转天数	112.8	97.4	97.4	97.4	97.4
应收账款周转天数	172.3	134.1	136.1	136.1	136.1
应付账款周转天数	247.1	139.6	139.6	139.6	139.6

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**