

香港股市 | 医药

药明生物 (2269 HK)

上半年业绩逊预期，预计 2024 年后收入增速将回升

2023 年上半年盈利逊于预期

公司 2023 年上半年收入同比增加 17.8%至 84.9 亿元（人民币，下同），毛利同比增加 4.3%至 35.6 亿元，反映核心业务盈利的经调整净利润同比微增 0.1%至 28.4 亿元，收入与核心盈利逊于预期，主因：1）国内生物药行业融资环境转差导致部分药企减少研发支出，中国区业务收入基本未增长（去年同期同比增长 54.3%）；2）部分新收购的海外设施产能处于爬坡期，导致毛利率同比下降 5.5 个百分点。

预计 2024 年后收入与核心盈利增速将回升

2023 年上半年收入增长放缓的原因之一为新冠项目收入同比下降 76.2%至 5.3 亿元，但是非新冠项目收入同比增长 59.7%至 79.6 亿元。随着全球疫情的舒缓，2022 年下半年起新冠项目带来的收入已显著减少，影响未来收入增速的主要是非新冠项目。公司 2023 年上半年新增 31 个非新冠项目，而且管理层表示 6 月起欧美地区（共占 2023 年上半年收入 76.3%）新增项目的情况已回暖，预计 2024 年起海外生产设施产能利用率也将相应提升，因此预计收入与经调整净利润增速将回升。根据调整后盈利模型，我们预计 2022-25E 收入与经调整净利润 CAGR 分别 23.3%与 20.7%。

临床后期与商业化生产项目如能持续增加将为收入提供保障

长远看我们将关注收费较高的三期临床与商业化生产项目的新增情况。公司临床三期及商业化项目的总数近年来持续快速增加，2023 年上半年增加 12 个（2021 与 2022 年全年分别为 11 个与 13 个），其中收费最高的商业化阶段的项目总数已达 22 个。按照目前情况，公司预计 2025 年底前进入商业化阶段的项目总数将达 32~38 个，如能实现将为收入的持续增长提供保障。

目标价调整至 58.00 港元，维持“买入”评级

由于 2023 年上半年业绩逊于预期，我们将 2023-25E 收入与经调整净利润预测分别下调 2.6%、1.3%、2.5%及 9.9%、7.8%、7.4%。根据调整后 DCF 模型，目标价从 70.00 港元调整至 58.00 港元，维持“买入”评级。

风险提示：（一）生物药行业融资环境持续转差导致客户减少研发支出；（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 8 月 24 日）

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	10,290	15,269	18,080	22,826	28,590
增长率 (%)	83.3	48.4	18.4	26.2	25.3
股东净利润	3,388	4,420	4,716	6,082	7,658
增长率 (%)	100.6	30.5	6.7	29.0	25.9
每股盈利 (人民币)	0.77	1.01	1.08	1.39	1.75
市盈率 (倍)	54.0	41.0	38.4	29.8	23.7
每股股息 (人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产 (人民币)	7.7	8.6	9.9	11.5	13.6
市净率 (倍)	5.4	4.8	4.2	3.6	3.0

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

请阅读最后一页的重要声明

更新报告

评级：买入

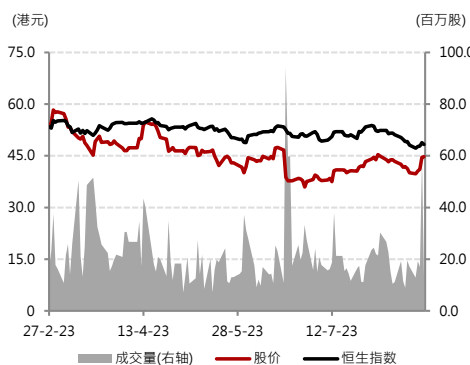
目标价：58.00 港元

股票资料（更新至 2023 年 8 月 24 日）

现价	44.60 港元
总市值	190,186.71 百万港元
流通股比例	85.80%
已发行总股本	4,249.98 百万
52 周价格区间	35-77.4 港元
3 个月日均成交额	866.33 百万港元
主要股东	李革等（占 13.75%）

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 6 月 26 日：药明生物 (2269 HK)：临床前业务承压，未来关注后期临床与商业化生产

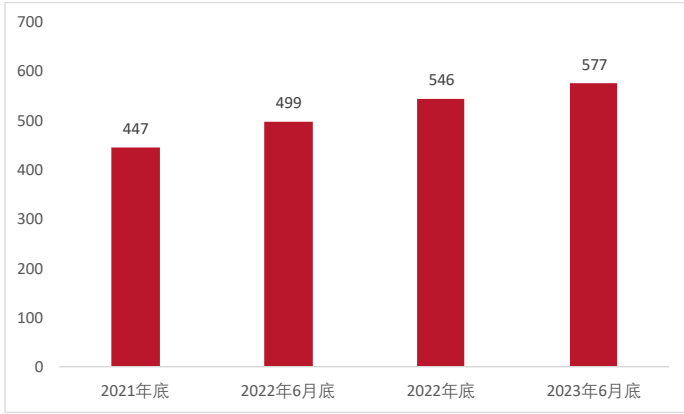
分析师

施佳丽

+852 2359 1854

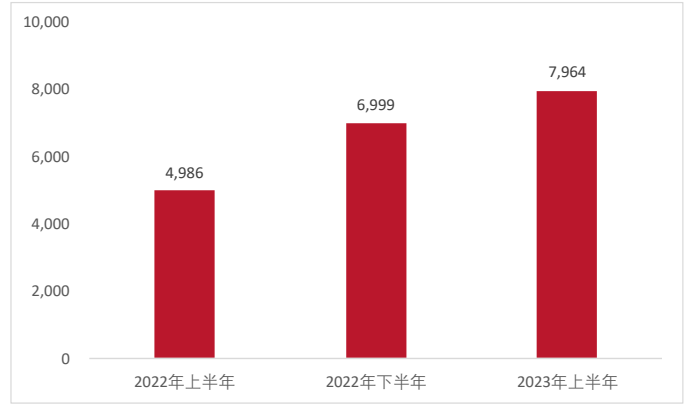
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 非新冠项目数量 (单位: 个)



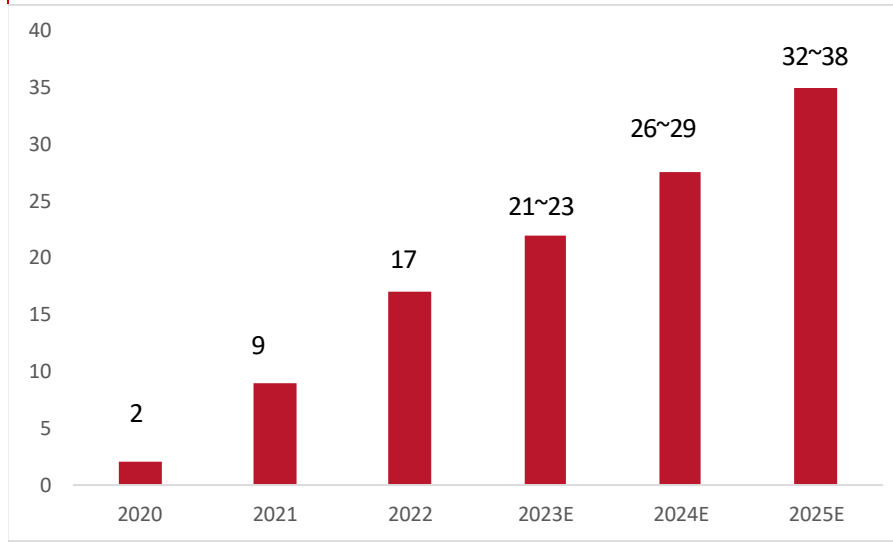
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 非新冠项目收入 (单位: 百万人民币)



来源: 公司资料, 中泰证券研究部

图表 3: 商业化阶段项目数量 (单位: 个)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部^以上为管理层预测

图表 4: 盈利预测调整 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2023E 旧预测	2024E 旧预测	2025E 旧预测	2023E 新预测	2024E 新预测	2025E 新预测	2023E 调整幅度 (%)	2024E 调整幅度 (%)	2025E 调整幅度 (%)
营业收入	18,559	23,136	29,338	18,080	22,826	28,590	(2.6)	(1.3)	(2.5)
服务成本	-9,822	-12,228	-15,722	(10,339)	(12,866)	(16,059)	5.3	5.2	2.1
毛利	8,737	10,908	13,616	7,741	9,960	12,532	(11.4)	(8.7)	(8.0)
销售与管理费用	-1,716	-2,139	-2,713	(1,648)	(2,055)	(2,574)	(3.9)	(3.9)	(5.1)
研发开支	-830	-1,035	-1,312	(727)	(918)	(1,150)	(12.4)	(11.3)	(12.4)
其他开支	0	0	0	(132)	0	0	不适用	不适用	不适用
经营溢利	6,191	7,735	9,592	5,234	6,987	8,808	(15.5)	(9.7)	(8.2)
其他收入及收益	301	419	514	446	423	512	48.3	0.9	(0.4)
财务成本	-129	-136	-50	(155)	0	8	20.1	(100.3)	(115.3)
联合营损益	0	0	0	(7)	0	0	不适用	不适用	不适用
其他	0	0	0	0	0	0	不适用	不适用	不适用
除税前利润	6,363	8,018	10,055	5,518	7,410	9,328	(13.3)	(7.6)	(7.2)
所得税开支	-959	-1,209	-1,516	(642)	(1,117)	(1,406)	(33.1)	(7.6)	(7.2)
年度利润	2,334	3,283	3,526	2,338	3,053	3,240	0.2	(7.0)	(8.1)
非控股权益	171	213	271	160	210	264	(6.7)	(1.2)	(2.7)
股东净利润	5,232	6,596	8,268	4,716	6,082	7,658	(9.9)	(7.8)	(7.4)
经调整净利润	5,913	7,453	9,343	5,330	6,873	8,653	(9.9)	(7.8)	(7.4)

来源: 中泰国际研究部预测

图表 5：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	5,673	7,410	9,320	11,511	14,246	17,252	21,204	25,438	30,194	34,724
加：折旧与摊销	1,188	1,378	1,569	1,774	1,913	2,037	2,166	2,298	2,433	2,570
减：所得税	(642)	(1,117)	(1,406)	(1,737)	(2,150)	(2,603)	(3,200)	(3,839)	(4,557)	(5,240)
资本开支	(5,062)	(5,706)	(5,146)	(3,860)	(3,088)	(3,150)	(3,307)	(3,357)	(3,407)	(3,458)
营运资金变动	746	(1,812)	(426)	(520)	(634)	(768)	(930)	(1,100)	(1,287)	(1,480)
自由现金流	410	3,777	4,762	8,208	11,556	14,304	17,793	21,641	25,951	30,075
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	9.7%									
永续增长率	6%									
股权价值 (百万港币)	245,262									
每股内涵价值 (港币)	58.00									

来源：中泰国际研究部预测^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

图表 6：每股股权价格敏感性分析（单位：港元）

		永续增长率				
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
WACC	8.8%	64.82	71.83	81.38	95.13	116.65
	9.2%	56.45	61.53	68.18	77.27	90.43
	9.7%	49.54	53.27	58.00	64.20	72.68
	10.2%	44.04	46.84	50.31	54.72	60.50
	10.7%	39.37	41.49	44.06	47.25	51.29
	11.2%	35.38	36.99	38.92	41.24	44.12

来源：中泰国际研究部预测

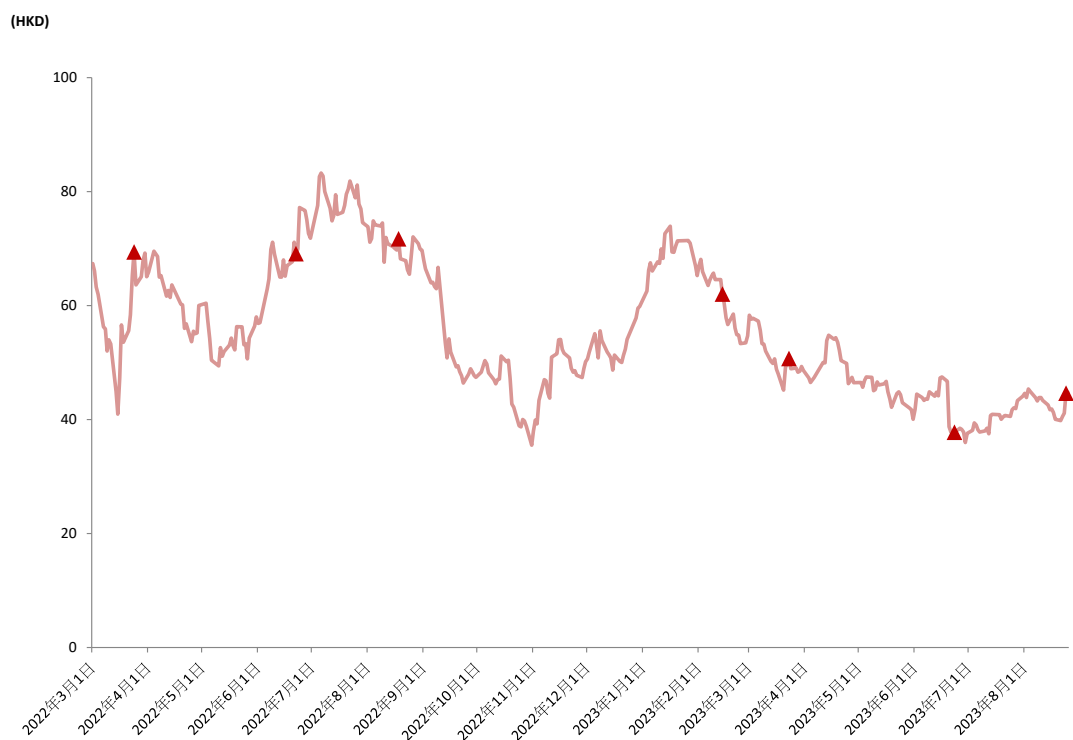
图表 7: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
损益表						现金流量表					
营业收入	10,290	15,269	18,080	22,826	28,590	税前利润	3,993	5,358	5,518	7,410	9,328
服务成本	(5,461)	(8,545)	(10,339)	(12,866)	(16,059)	折旧及摊销	482	801	1,188	1,378	1,569
毛利	4,829	6,724	7,741	9,960	12,532	营运资金变动	(963)	(974)	746	(1,812)	(426)
SG&A	(1,001)	(1,433)	(1,648)	(2,055)	(2,574)	已付利息	39	64	155	(0)	(8)
研发开支	(502)	(683)	(727)	(918)	(1,150)	已付税款	(350)	(586)	(642)	(1,117)	(1,406)
其他开支	(157)	(259)	(132)	0	0	其他	230	879	470	(457)	946
经营溢利	3,170	4,350	5,234	6,987	8,808	经营业务现金净额	3,431	5,542	7,435	5,401	10,002
其他收入及收益	862	1,072	446	423	512	购买厂房及设备	(6,508)	(5,868)	(5,062)	(5,706)	(5,146)
财务成本	(39)	(64)	(155)	0	8	其他	(3,094)	(40)	117	176	221
联营合营损益	0	0	(7)	0	0	投资活动现金净额	(9,602)	(5,908)	(4,946)	(5,530)	(4,925)
其他	0	0	0	0	0	净新增借款	(53)	(174)	176	191	206
除税前利润	3,993	5,358	5,518	7,410	9,328	发行股份	10,978	0	0	0	0
所得税开支	(485)	(808)	(642)	(1,117)	(1,406)	股息分派	0	0	0	0	0
年度利润	3,509	4,550	2,338	3,053	3,240	其他	(2,715)	(2,418)	(100)	1,350	277
非控股权益	120	130	160	210	264	融资活动现金净额	8,209	(2,592)	76	1,541	484
股东净利润	3,388	4,420	4,716	6,082	7,658	年初现金	7,096	9,003	6,395	8,961	10,372
经调整净利润	3,436	4,925	5,330	6,873	8,653	现金增加净额	2,039	(2,958)	2,565	1,412	5,560
EBIT	4,032	5,422	5,673	7,410	9,320	汇率变动之影响净额	(132)	350	0	0	0
EBITDA	4,514	6,223	6,861	8,788	10,889	年末现金	9,003	6,395	8,961	10,372	15,932
资产负债表						重要指标					
存货	1,687	2,281	2,521	3,454	4,004	增长率 (%)					
应收账款	4,857	5,610	5,698	8,486	9,245	收入	83.3	48.4	18.4	26.2	25.3
现金	9,003	6,395	8,961	10,372	15,932	毛利	90.6	39.2	15.1	28.7	25.8
其他	3,982	4,183	4,176	4,196	4,208	股东净利润	100.6	30.5	6.7	29.0	25.9
流动资产	19,530	18,470	21,356	26,509	33,389	经调整股东净利润	100.3	43.3	8.2	29.0	25.9
物业、厂房及设备	18,065	24,171	28,238	32,760	36,531	盈利能力 (%)					
无形资产及商誉	601	549	490	431	373	毛利率	46.9	44.0	42.8	43.6	43.8
其他非流动资产	5,837	6,375	6,288	6,416	6,447	净利润率	32.9	29.0	26.1	26.6	26.8
非流动资产	24,503	31,095	35,016	39,607	43,350	EBIT 利润率	39.2	35.5	31.4	32.5	0.0
总资产	44,033	49,564	56,372	66,116	76,739	EBITDA 利润率	43.9	40.8	37.9	38.5	38.1
贸易应付款项	3,698	3,269	3,474	4,126	4,760	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
短期借款	3,897	5,127	5,730	7,155	7,592	其他					
其他流动负债	661	923	923	923	923	有效税率 (%)	12.1	15.1	11.6	15.1	15.1
流动负债	8,256	9,319	10,127	12,204	13,275	派息比率 (%)					
长期借款	641	1,462	1,505	1,551	1,597	ROAE (%)	12.6	12.8	12.1	13.4	14.4
其他非流动负债	2,430	2,571	3,037	3,576	4,164	ROAA (%)	9.3	9.4	8.9	9.9	10.7
非流动负债	3,071	4,033	4,543	5,127	5,761	存货周转率 (天)	92.6	84.8	84.8	84.8	84.8
总负债	11,326	13,351	14,670	17,331	19,037	应收帐周转率 (天)	96.8	92.9	92.9	92.9	92.9
股东权益	32,279	35,047	40,377	47,250	55,903	应付账周转率 (天)	42.2	30.1	30.1	30.1	30.1
非控股权益	428	1,166	1,325	1,536	1,799						
总权益	32,706	36,213	41,702	48,786	57,702						
净现金/(负债)	4,466	(193)	1,725	1,667	6,743						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测^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

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	2022 年 3 月 25 日	HK\$69.4	买入 (维持)	HK\$118.35
2	2022 年 6 月 22 日	HK\$69.1	买入 (维持)	HK\$106.00
3	2022 年 8 月 19 日	HK\$71.70	买入 (维持)	HK\$110.40
4	2023 年 2 月 15 日	HK\$62.00	买入 (维持)	HK\$90.00
5	2023 年 3 月 27 日	HK\$50.70	买入 (维持)	HK\$90.70
6	2023 年 6 月 26 日	HK\$37.75	买入 (维持)	HK\$70.00
7	2023 年 8 月 25 日	HK\$44.60	买入 (维持)	HK\$58.00

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