

➤ **事件:** 1 月 11 日，药明生物参加第 42 届摩根大通医疗健康大会，更新公司业务最新进展。

➤ **新增项目逐季度改善，2023 年非新冠项目创历史新高。** 受到 2022 年生物技术投融资放缓的影响，2023 年一季度为公司新签项目的低点，自二季度开始逐渐复苏，Q1-Q4 分别新增项目 8 个、38 个、15 个、71 个，其中 12 月单月新增项目达到 41 个，2023 年全年新签项目数为 132 个，达到非新冠新增项目数的历史新高。分地区看，北美贡献 55% 的新增项目，中国区快速复苏，新增项目占比大幅提升至 25%。公司上调 2024 年新增项目数指引，预计全年新增 110 个项目（原先预期 80 个）。

➤ **爱尔兰产能爬坡速度超预期，24 年预计实现盈亏平衡。** 目前爱尔兰 MFG6 和 MFG7 两座工厂均正常运营，MFG6 首批 PPQ 生产顺利完成，2024 年公司有大量商业化生产需求，2025 年产能已经接近满产，其中 70% 的项目是“赢得分子”获得，并且大部分都是已上市的重磅药。公司预计爱尔兰基地将于 2024 年实现盈亏平衡，比原计划提前一年。此外，公司还将美国马萨诸塞州伍斯特基地 MFG11 商业化原液产能在 2.4 万升的基础上扩大至 3.6 万升（新增 1.2 万升），进一步提升公司美国商业化生产能力，预计 MFG11 将在 2025 年正式运营、2026 年投入 GMP 生产。

➤ **公司储备多个潜在重磅药物，商业化项目驱动长期高增长。** 公司商业化项目从 2019 年的 1 个快速增长至 2023 年的 24 个，有望 2025 年增至 32+ 个。目前公司管线中储备了多个重磅项目，其中有 7 个项目每年有望贡献超过 2 亿美元的商业化收入、10 个项目每年有望贡献 1-2 亿美元的商业化收入、8 个项目每年有望贡献 5000 万-1 亿美元的商业化收入，以上项目的 CMO 收入预计将超过 20 亿美元。持续增加的商业化项目和管线内已有的数个潜在重磅药带来巨大增长空间，未来商业化生产收入将实现强劲增长。

➤ **投资建议:** 药明生物具有全球领先的开放式、一体化生物制药能力和技术赋能平台，通过“跟随分子”和“赢得分子”不断拓宽管线，2023 年新增项目数超预期。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 33.04/37.15/48.71 亿元，同比分别增长-25.2%/12.4%/31.1%，对应 PE 为 36/32/24 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 海外监管风险、国际贸易及法规相关风险、投融资恢复不及预期、行业竞争加剧的风险、汇率风险等。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,269	16,793	19,310	25,116
增长率(%)	48.4	10.0	15.0	30.1
归母净利润	4,420	3,304	3,715	4,871
增长率(%)	30.5	-25.2	12.4	31.1
EPS	1.04	0.78	0.87	1.14
P/E	27	36	32	24
P/B	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 1 月 11 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级
当前价格:
30.45 港元

分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

相关研究

1. 药明生物 (2269.HK) 近况更新点评: D 端和 M 端低于预期, 25 年预期恢复强劲增长-2023/12/12
2. 药明生物 (2269.HK) 2023 年半年报点评: 新增项目环比改善, 商业化项目推动中长期高速增长-2023/09/08
3. 药明生物 (2269.HK) 事件点评: 药明生物从 UVL 清单中移除, 释放底部反转信号-2022/10/10
4. 药明生物 (2269.HK) 2022 年中报业绩点评: 业绩再创新高, CRDMO 模式强势发力-2022/08/18
5. 药明生物 (2269.HK) 深度报告: 全球 CRDMO 龙头赋能生物药, 商业化放量在即-2022/08/01

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	18,470	20,004	22,092	27,857
现金及现金等价物	6,395	7,346	7,310	7,919
应收账款及票据	4,651	5,375	6,328	8,893
存货	2,281	2,886	3,220	4,518
其他	5,143	4,397	5,234	6,526
非流动资产合计	31,095	36,103	39,846	43,037
固定资产	24,171	28,061	31,431	34,564
商誉及无形资产	3,604	4,804	5,102	5,094
其他	3,319	3,238	3,313	3,378
资产合计	49,564	56,108	61,938	70,894
流动负债合计	9,319	11,077	12,607	16,070
短期借贷	1,321	1,121	1,271	1,571
应付账款及票据	794	1,005	1,147	1,580
其他	7,203	8,950	10,189	12,919
非流动负债合计	4,033	5,262	5,712	6,162
长期借贷	1,462	1,762	2,012	2,262
其他	2,571	3,500	3,700	3,900
负债合计	13,351	16,338	18,318	22,232
普通股股本	0	0	0	0
储备	35,514	38,969	42,704	47,595
归属母公司股东权益	35,047	38,502	42,237	47,128
少数股东权益	1,166	1,268	1,383	1,533
股东权益合计	36,213	39,770	43,620	48,662
负债和股东权益合计	49,564	56,108	61,938	70,894

现金流量表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,542	3,523	4,152	4,176
净利润	4,420	3,304	3,715	4,871
少数股东权益	130	102	115	151
折旧摊销	801	810	832	875
营运资金变动及其他	191	-694	-510	-1,721
投资活动现金流	-5,908	-2,710	-4,485	-3,995
资本支出	-5,868	-5,900	-4,500	-4,000
其他投资	-40	3,190	15	5
筹资活动现金流	-2,592	-12	277	408
借款增加	21	100	400	550
普通股增加	-2,768	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	156	-112	-123	-142
现金净增加额	-2,608	951	-36	609

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,269	16,793	19,310	25,116
其他收入	18	18	19	20
营业成本	8,545	10,076	11,297	14,316
销售费用	163	218	251	327
管理费用	1,270	1,604	1,931	2,632
研发费用	683	823	1,043	1,432
财务费用	-43	16	20	32
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	688	80	0	0
除税前利润	5,358	4,154	4,788	6,398
所得税	808	748	958	1,375
净利润	4,550	3,406	3,830	5,022
少数股东损益	130	102	115	151
归属母公司净利润	4,420	3,304	3,715	4,871
EBIT	5,315	4,170	4,808	6,429
EBITDA	6,115	4,980	5,640	7,304
EPS (元)	1.04	0.78	0.87	1.14

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力(%)				
营业收入	48.38	9.98	14.99	30.06
归属母公司净利润	30.45	-25.25	12.44	31.11
盈利能力(%)				
毛利率	44.04	40.00	41.50	43.00
净利率	28.95	19.68	19.24	19.40
ROE	12.61	8.58	8.80	10.34
ROIC	11.57	8.02	8.20	9.61
偿债能力				
资产负债率(%)	26.94	29.12	29.58	31.36
净负债比率(%)	-9.97	-11.22	-9.23	-8.40
流动比率	1.98	1.81	1.75	1.73
速动比率	1.53	1.36	1.31	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.32	0.33	0.38
应收账款周转率	3.93	3.35	3.30	3.30
应付账款周转率	12.10	11.20	10.50	10.50
每股指标 (元)				
每股收益	1.04	0.78	0.87	1.14
每股经营现金流	1.30	0.83	0.98	0.98
每股净资产	8.23	9.04	9.92	11.07
估值比率				
P/E	27	36	32	24
P/B	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	18.76	23.04	20.34	15.71

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026