

药明合联(02268)

业绩超预期，全球产能建设持续推进

行业：医药生物
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：16.62 港元
 目标价格：26.65 港元

事件：

公司发布 2023 年年报，2023 年实现收入 21.24 亿元，同比增长 114%；归母净利润 2.84 亿元，同比增长 82%；经调整净利润 4.12 亿元，同比增长 112%。

➤ 一站式 CRDMO 平台全链路赋能客户

公司持续助力客户创新研发，截至 2023 年底公司累计服务客户 345 家，较 2022 年底增加 80 家，全球前十大药企中已有 6 家和公司开展合作。2023 年公司来自北美/中国/欧洲/其他地区的收入分别为 8.52/6.61/4.98/1.13 亿元，收入占比分别为 40.1%/31.1%/23.4%/5.4%，同比分别增长 91%/116%/184%/76%，地域分布均衡。

➤ 在手项目持续增加

通过“赋能、跟随及赢得分子”战略，公司在手项目持续增长，截至 2023 年底，公司在手订单达 5.79 亿美元，在手项目达 570 个，其中处于药物发现/临床前/临床 1 期/临床 2 期/临床 3 期阶段的项目数量分别为 427/84/38/13/8 个，同比分别增加 128/27/11/6/5 个。公司有 5 个 PPQ 项目进行新药上市申请的生产工艺验证，后续有望为公司带来商业化订单。

➤ 全球产能建设稳步推进

为了匹配持续增长的订单数量，公司持续推进产能建设，2023 年公司实现无锡基地同一园区内一站式抗体中间体、载荷连接子、偶联原液、偶联制剂的 GMP 生产规范，通过全球首创的双功能生产线提供端到端生产，助力客户缩短项目周期并节约生产成本。作为国际化战略的重要举措，公司启动新加坡基地建设，有望更好地服务全球客户。该基地预计于 2026 年投产，主要服务临床及商业化生产项目，有望满足客户多样化需求。

➤ 盈利预测、估值与评级

考虑到 ADC 行业景气度持续提升，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 31.58/45.59/63.32 亿元，对应增速分别为 48.69%/44.36%/38.89%；归母净利润分别为 5.89/9.14/13.28 亿元，对应增速分别为 107.74%/55.22%/45.28%；EPS 分别为 0.49/0.76/1.11 元/股，3 年 CAGR 为 67.32%。考虑到公司是全球领先的 ADC CXO 龙头企业，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 50 倍 PE，对应目标价 26.65 港元（1HKD=0.9227CNY），维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；市场需求不及预期；地缘政治风险；产能扩张不及预期。

基本数据

| | |
|---------------|-------------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 1,197.60/1,197.60 |
| 流通市值(百万港元) | 19,904.19 |
| 每股净资产(元) | 0.18 |
| 资产负债率(%) | 38.99 |
| 一年内最高/最低(港元) | 34.00/12.08 |

股价相对走势



作者

分析师：郑薇
 执业证书编号：S0590521070002
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 990 | 2,124 | 3,158 | 4,559 | 6,332 |
| 增长率(%) | 218.33% | 114.44% | 48.69% | 44.36% | 38.89% |
| EBITDA(百万元) | 230 | 360 | 1,099 | 1,635 | 2,270 |
| 归母净利润(百万元) | 156 | 284 | 589 | 914 | 1,328 |
| 增长率(%) | 183.51% | 82.07% | 107.74% | 55.22% | 45.28% |
| EPS(元/股) | 0.13 | 0.24 | 0.49 | 0.76 | 1.11 |
| 市盈率(P/E) | 115.9 | 63.7 | 30.6 | 19.7 | 13.6 |
| 市净率(P/B) | 12.2 | 3.3 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 76.2 | 39.4 | 12.5 | 7.8 | 4.8 |

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 26 日收盘价

相关报告

1、《药明合联(02268)：快速发展的一站式 ADC CRDMO 龙头》2024.02.06

财务预测摘要
资产负债表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 335 | 4052 | 4610 | 5737 | 7725 |
| 应收账款+票据 | 453 | 822 | 1211 | 1624 | 2064 |
| 预付账款 | 7 | 23 | 43 | 125 | 208 |
| 存货 | 63 | 47 | 145 | 196 | 254 |
| 其他 | 544 | 256 | 411 | 547 | 697 |
| 流动资产合计 | 1402 | 5200 | 6420 | 8229 | 10949 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 799 | 1246 | 2316 | 2729 | 2986 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 无形资产 | 56 | 55 | 46 | 37 | 28 |
| 其他非流动资产 | 240 | 234 | 232 | 232 | 233 |
| 非流动资产合计 | 1094 | 1535 | 2594 | 2999 | 3249 |
| 资产总计 | 2496 | 6735 | 9014 | 11228 | 14197 |
| 短期借款 | 71 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款+票据 | 481 | 620 | 1459 | 2069 | 2819 |
| 其他 | 462 | 659 | 1510 | 2199 | 3091 |
| 流动负债合计 | 1014 | 1279 | 2969 | 4269 | 5910 |
| 长期带息负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期应付款 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 负债合计 | 1016 | 1281 | 2971 | 4270 | 5911 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 1480 | 5454 | 5454 | 5454 | 5454 |
| 留存收益 | 0 | 0 | 589 | 1503 | 2831 |
| 股东权益合计 | 1481 | 5454 | 6043 | 6958 | 8286 |
| 负债和股东权益总计 | 2496 | 6735 | 9014 | 11228 | 14197 |

现金流量表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|----------|--------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 156 | 284 | 589 | 914 | 1328 |
| 折旧摊销 | 31 | 0 | 441 | 598 | 756 |
| 财务费用 | 3 | 1 | -43 | -52 | -67 |
| 存货减少 | -39 | 16 | -98 | -51 | -58 |
| 营运资金变动 | 405 | 257 | -924 | -478 | -732 |
| 其它 | -303 | -558 | 1991 | 1086 | 1639 |
| 经营活动现金流 | 252 | 0 | 1955 | 2018 | 2866 |
| 资本支出 | 200 | 0 | 1500 | 1003 | 1006 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -1480 | 0 | -2941 | -1946 | -1951 |
| 投资活动现金流 | -1280 | 0 | -1441 | -943 | -945 |
| 债权融资 | 49 | -71 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1279 | 71 | 43 | 52 | 67 |
| 筹资活动现金流 | 1328 | 0 | 43 | 52 | 67 |
| 现金净增加额 | 300 | 0 | 558 | 1127 | 1988 |

利润表

| 单位:百万元 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 990 | 2124 | 3158 | 4559 | 6332 |
| 营业成本 | 729 | 1564 | 2201 | 3108 | 4217 |
| 税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业费用 | 9 | 15 | 22 | 30 | 41 |
| 管理费用 | 83 | 254 | 347 | 456 | 633 |
| 财务费用 | 3 | 1 | -43 | -52 | -67 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 166 | 289 | 631 | 1018 | 1510 |
| 营业外净收益 | 29 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 利润总额 | 196 | 360 | 701 | 1088 | 1581 |
| 所得税 | 40 | 76 | 112 | 174 | 253 |
| 净利润 | 156 | 284 | 589 | 914 | 1328 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 156 | 284 | 589 | 914 | 1328 |

财务比率

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 218.33% | 114.44% | 48.69% | 44.36% | 38.89% |
| EBIT | 195.07% | 81.34% | 82.57% | 57.54% | 46.03% |
| EBITDA | 165.88% | 57.00% | 204.97% | 48.76% | 38.84% |
| 归母净利润 | 183.51% | 82.07% | 107.74% | 55.22% | 45.28% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.36% | 26.35% | 30.30% | 31.82% | 33.41% |
| 净利率 | 15.72% | 13.35% | 18.65% | 20.05% | 20.98% |
| ROE | 10.52% | 5.20% | 9.75% | 13.14% | 16.03% |
| ROIC | 311.45% | 24.96% | 30.56% | 46.35% | 72.23% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债 | 40.68% | 19.02% | 32.96% | 38.03% | 41.64% |
| 流动比率 | 1.4 | 4.1 | 2.2 | 1.9 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.2 | 3.8 | 2.0 | 1.8 | 1.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.2 | 2.6 | 2.6 | 2.8 | 3.1 |
| 存货周转率 | 11.6 | 33.4 | 15.2 | 15.9 | 16.6 |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 1.1 |
| 每股经营现金流 | 0.2 | 0.0 | 1.6 | 1.7 | 2.4 |
| 每股净资产 | 1.2 | 4.6 | 5.0 | 5.8 | 6.9 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 115.9 | 63.7 | 30.6 | 19.7 | 13.6 |
| 市净率 | 12.2 | 3.3 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 76.2 | 39.4 | 12.5 | 7.8 | 4.8 |
| EV/EBIT | 88.0 | 39.4 | 20.9 | 12.3 | 7.2 |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 26 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20% 以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间 |
| | 行业评级 | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上 |
| | | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼

电话：0510-85187583