

➤ **事件:** 2024年4月26日，药明合联发布公告，公司将2024年从药明生物的原材料采购服务协议上限从32.6百万元提高至80.0百万元 (+145%)，将2025年上限从21.3百万元提高至75.0百万元 (+252%)。

➤ **Q1 延续 2023 年业绩强劲增长趋势，公司大幅提升原材料采购协议上限。** 受益于 ADC 行业的高景气发展，下游客户对 XDC CRDMO 外包需求保持强劲，公司业绩 2023 年实现了 114% 的收入增长和 112% 的经调整净利润增长，综合项目数量增加到 143 个，业务增长势头一直延续到 2024 年 Q1。为满足客户需求公司必须及时采购相关原材料并且进行存货储备，保障现有的 XDC CRDMO 项目正常推进，其中从药明生物采购原料药是可靠且具有规模经济的来源。2024 年 Q1 公司预计原材料采购的实际金额将超过原有年度上限的 32.6 百万元，决定将 2024 年度上限提升至 80.0 百万元，对药明生物的原材料需求进一步增长，采购服务协议的所有条款及条件均维持不变。

➤ **新加坡生产基地开工建设，为服务海外客户商业化项目储备产能。** 2024 年 3 月 19 日，药明合联新加坡大士生物医药园的一体化 CRDMO 中心开工奠基，助力全球客户研发和生产 ADC 及 XDC 项目。新加坡基地规划抗体中间体、偶联原液、偶联制剂的生产线，其中双功能生产线抗体中间体生产规模可达 2000 升、ADC 偶联原液达 2000 升，配备一台 10 平米冻干机和两台 30 平米冻干机，具有液体和冻干制剂生产能力，偶联制剂年产能超过 800 万瓶，新加坡基地预计 2026 年投入运营。在无锡基地，XBCM1 原液产能为 500 升，XmAb/XBCM2 双功能产能达到每批 2000 升抗体中间体或 2000 升原液，第二条双功能生产线预计 2024 年 Q4 投产；XDP1、XDP2、XDP3 制剂产能分别达到 300、500、700 万瓶；XPLM1 为公斤级连接子和有效载荷生产线。此外常州基地具有每批 150 升的连接子和有效载荷生产线，上海外高桥实验室可以提供偶联药物发现及 CMC 等服务。

➤ **投资建议:** 药明合联是全球领先的一站式 ADC CRDMO 龙头，业绩持续高增长，下游客户需求保持强劲，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 32.00/47.03/67.26 亿元，同比增长 50.7%/47.0%/43.0%，归母净利润 5.62/9.10/13.71 亿元，对应 PE 为 43/27/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 需求下降风险、技术迭代风险、业务扩张风险、市场竞争风险、海外经营风险等。

推荐
维持评级
当前价格:
21.90 港元

分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

研究助理 乔波耀

执业证书: S0100123070005

邮箱: qiaoboyao@mszq.com

相关研究

1. 药明合联 (2268.HK) 2023 年年报点评: 一站式平台赋能 ADC 新药研发, 全球产能加速扩建中-2024/03/26
2. 药明合联 (2268.HK) 2023 年业绩预告点评: 业绩增长超预期, 全球 ADC 外包龙头高速增长-2024/02/02
3. 药明合联 (2268.HK) 深度报告: ADC 行业高景气, 一站式 CRDMO 龙头高速发展-2023/11/27

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,124	3,200	4,703	6,726
增长率(%)	114.4	50.7	47.0	43.0
净利润	284	562	910	1,371
增长率(%)	82.1	98.4	61.8	50.7
EPS	0.24	0.47	0.76	1.15
P/E	86	43	27	18
P/B	4.5	4.1	3.5	2.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价, 汇率 1HKD=0.93RMB)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	5,200	5,902	7,345	9,125
现金及现金等价物	4,048	4,418	5,043	6,091
应收账款及票据	822	1,060	1,706	2,250
存货	47	71	102	145
其他	283	352	494	639
非流动资产合计	1,535	1,780	1,962	2,137
固定资产	1,246	1,490	1,676	1,854
商誉及无形资产	270	271	268	265
其他	19	19	19	19
资产合计	6,735	7,682	9,308	11,263
流动负债合计	1,279	1,664	2,379	2,963
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	620	809	1,170	1,301
其他	659	855	1,209	1,661
非流动负债合计	2	2	2	2
长期借贷	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	1,281	1,665	2,381	2,964
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,454	6,016	6,927	8,298
归属母公司股东权益	5,454	6,017	6,927	8,298
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,454	6,017	6,927	8,298
负债和股东权益合计	6,735	7,682	9,308	11,263

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	333	755	956	1,379
净利润	284	562	910	1,371
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	64	73	80
营运资金变动及其他	49	129	-27	-73
投资活动现金流	-91	-385	-331	-331
资本支出	0	-309	-255	-255
其他投资	-91	-76	-76	-76
筹资活动现金流	3,522	0	0	0
借款增加	-71	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	3,593	0	0	0
现金净增加额	3,713	371	625	1,048

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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,124	3,200	4,703	6,726
其他收入	45	60	75	90
营业成本	1,564	2,359	3,464	4,944
销售费用	15	19	22	27
管理费用	124	98	118	135
研发费用	77	96	108	155
财务费用	-47	-49	-53	-61
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-76	-76	-76	-76
除税前利润	360	662	1,044	1,541
所得税	76	99	134	170
净利润	284	562	910	1,371
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	562	910	1,371
EBIT	313	613	991	1,480
EBITDA	313	677	1,064	1,561
EPS (元)	0.24	0.47	0.76	1.15

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	114.44	50.69	46.96	43.00
归属母公司净利润	82.07	98.37	61.82	50.69
盈利能力(%)				
毛利率	26.35	26.30	26.35	26.50
净利率	13.35	17.57	19.35	20.39
ROE	5.20	9.35	13.14	16.53
ROIC	4.52	8.66	12.47	15.88
偿债能力				
资产负债率(%)	19.02	21.68	25.58	26.32
净负债比率(%)	-74.21	-73.43	-72.80	-73.40
流动比率	4.06	3.55	3.09	3.08
速动比率	3.91	3.39	2.93	2.91
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.44	0.55	0.65
应收账款周转率	3.33	3.40	3.40	3.40
应付账款周转率	2.84	3.30	3.50	4.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.47	0.76	1.15
每股经营现金流	0.28	0.63	0.80	1.15
每股净资产	4.55	5.02	5.78	6.93
估值比率				
P/E	86	43	27	18
P/B	4.5	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	65.00	30.04	19.13	13.04

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