

香港股市 | 医药

药明生物（2269 HK）

预计 2024-25 年业绩将逊预期，长远看仍面对挑战

预计 2024-25 年业绩将逊于预期

我们近期审视了公司营运表现，预计 2024-25 年收入与盈利将逊预期，主因：1）管理层表示 2024 年初至今由于国内上游创新药企业融资环境不佳减少研发支出，新增项目情况略逊预期。2）美国生物安全法案的不明朗导致年初至今部分美国客户在签署长期订单方面有顾虑。新增项目数量不达预期将影响产能利用率及毛利率。此外，公司的爱尔兰生物药原液生产基地年初投产，公司预计投产初期利润率将低于现有成熟业务，因此 2024-25 年将拖累公司利润率。综上，我们将 2024-25E 收入预测分别下调 7.1% 与 12.4%，股东净利润及反映核心业务盈利的经调整净利润分别下调 16.2% 与 18.3% 及 12.6% 与 15.8%。

美国众议院版本生物法案较参议院温和，但预计 2028 年后美国药企将逐步退出合作

美国众议院日前投票通过《生物安全法》草案的修订版（H.R.8333），提议要求美国药企 2032 年 1 月 1 日前终止与公司合作，这将为公司在美国的业务提供 8 年过渡期。由于早前参议院版本的草案（S.3558）未提过渡期，因此众议院版本的草案比较温和。未来而言，美国参议院与众议院将协商法案细节后再提交美国总统审批。通常来说，药企更换研发外包服务提供商需要时间与资金，因此设定过渡期对美国药企有利，我们预计最终的法案将考虑这一点。尽管如此，众议院的草案并未修改希望美国药企脱钩的长期导向，仍希望美国药企从 2032 年起退出与公司合作。由于部分订单需 3 年以上时间完成，因此我们认为从 2028 年起与美国药企将逐步退出与公司合作，2032 年起公司收入将来自美国以外地区。

目标价调整至 13.00 港元，维持“中性”评级

美国业务收入占公司 2023 年收入的 47.4%。美国 3 月初公布的参议院版本的草案措辞非常严厉，导致市场担忧美国政府希望该国药企短期内退出与公司的合作，但本次众议院的草案言辞较参议院温和，因此市场忧虑将有所舒缓，因此下调 DCF 模型中风险溢价假设。尽管如此，如法案最终获批，美国药企将逐步退出与公司的合作，公司长远前景将受影响，我们将 DCF 模型中永续增长率假设调整为 1.0%。目标价从 20.90 港元调整至 13.00 港元，以反映盈利预测的下调及对公司长远前景的担忧。

风险提示：（一）医药行业融资环境持续偏差将影响研发外包服务需求；（二）项目进展中出现断问题可能中断；（三）如美国生物法案最终版严厉程度超预期将影响业绩。

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2024 年 5 月 22 日）

年结：12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	15,269	17,034	17,963	21,428	24,388
增长率（%）	48.4	11.56	5.5	19.3	13.8
股东净利润	4,420	3,400	3,666	4,910	5,826
增长率（%）	30.5	(23.1)	7.8	33.9	18.7
每股盈利(人民币)	1.01	0.78	0.84	1.13	1.34
市盈率（倍）	12.1	15.6	14.5	10.8	9.1
每股股息（人民币）	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
股息率（%）	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股净资产（人民币）	8.6	10.4	11.6	13.0	14.7
市净率（倍）	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8

来源：公司资料、中泰国际研究部预测^剔除股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益后的经调整净利润 2022-26E 经调整净利润分别为 49.3 亿元、47.0 亿元、47.8 亿元、58.8 亿元、69.9 亿元

更新报告

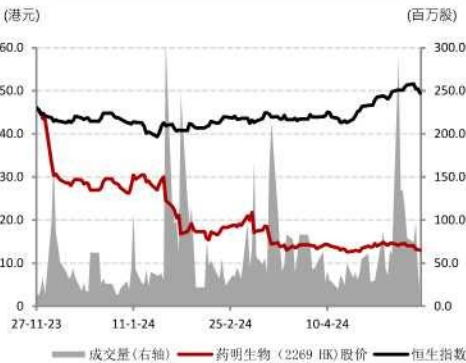
评级：中性

目标价：13.00 港元

股票资料（更新至 2024 年 5 月 22 日）

收市价	13.16 港元
总市值	55,390.98 百万港元
流通股比例	85.69 %
已发行总股本	4,260.84 百万
52 周价格区间	12.42-52.45 港元
3 个月日均成交额	966.56 百万港元
主要股东	李革等（占 13.85%）
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

20240301：药明生物（2269 HK）更新报告：预计投资浮亏将影响盈利，未来重点关注订单情况

20240112：药明生物（2269+HK）更新报告：12 月新增订单有改观，未来将继续关注订单情况

分析师

施佳丽(Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: DCF 模型

年结: 12 月 31 日 (港币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	4,689	6,194	7,274	7,696	7,212	6,490	5,841	5,257	5,678	6,132
加: 折旧与摊销	1,516	1,721	1,856	2,022	2,141	2,261	2,382	2,505	2,628	2,753
减: 所得税	(650)	(866)	(1,026)	(1,076)	(1,008)	(907)	(816)	(735)	(794)	(857)
资本开支	(3,952)	(4,286)	(2,927)	(2,507)	(2,532)	(2,557)	(2,583)	(2,609)	(2,635)	(2,661)
营运资金变动	722	(2,218)	372	(774)	(725)	(653)	(587)	(529)	(571)	(617)
自由现金流	882	4,982	4,806	6,910	6,538	5,939	5,411	4,947	5,449	5,984
税后债务成本	1.1%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	9.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	11.4%									
WACC	9.1%									
永续增长率	1.0%									
股权价值 (百万港币)	54,992									
每股内涵价值 (港币)	13.00									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC (%)	8.3%	13.85	14.10	14.39	14.73	15.12
	8.7%	13.21	13.43	13.67	13.94	14.26
	9.1%	12.62	12.80	13.00	13.22	13.48
	9.6%	12.09	12.24	12.40	12.59	12.80
	10.1%	11.59	11.71	11.85	12.01	12.18

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

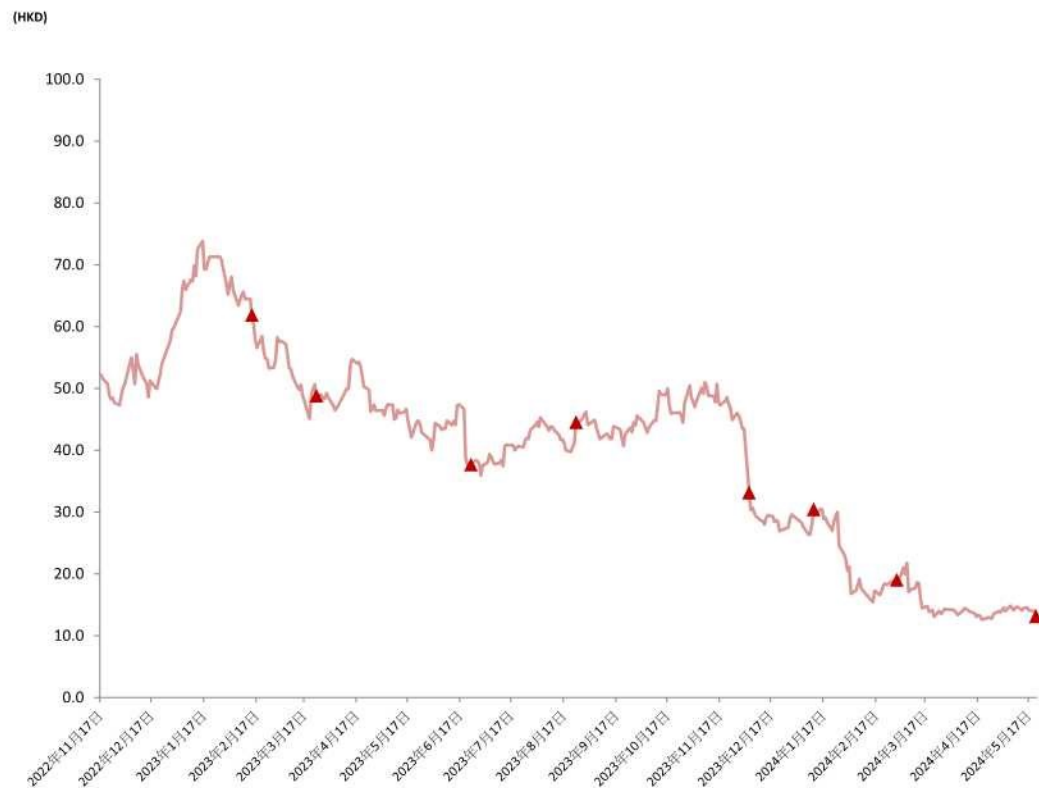
损益表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
营业收入	15,269	17,034	17,963	21,428	24,388	税前利润	5,358	4,174	4,496	5,991	7,096
服务成本	(8,545)	(10,206)	(10,530)	(12,461)	(13,951)	折旧及摊销	801	1,169	1,516	1,721	1,856
毛利	6,724	6,828	7,433	8,967	10,437	营运资金变动	(974)	(892)	722	(2,218)	372
销售及行政成本	(1,433)	(1,789)	(2,066)	(2,464)	(2,805)	已付利息	64	158	193	203	178
研发开支	(683)	(786)	(829)	(989)	(1,125)	已付税款	(586)	(783)	(650)	(866)	(1,026)
其他开支	(259)	(374)	(200)	0	0	其他	879	840	723	863	780
经营溢利	4,350	3,879	4,338	5,514	6,507	经营业务现金净额	5,542	4,668	7,000	5,693	9,256
其他收入及收益	1,072	453	351	679	767	购买厂房及设备	(5,868)	(4,046)	(3,952)	(4,286)	(2,927)
财务成本	(64)	(158)	(193)	(203)	(178)	其他	(40)	817	225	429	488
除税前利润	5,358	4,174	4,496	5,991	7,096	投资活动现金净额	(5,908)	(3,228)	(3,727)	(3,857)	(2,439)
所得税开支	(808)	(603)	(650)	(866)	(1,026)	净新增借款	(174)	(705)	105	112	120
年度利润	4,550	3,571	3,847	5,125	6,071	股息分派	0	0	0	0	0
非控股权益	130	171	180	215	245	其他	(2,418)	2,666	(193)	(203)	(178)
股东净利润	4,420	3,400	3,666	4,910	5,826	融资活动现金净额	(2,592)	1,961	(88)	(91)	(58)
经调整净利润	4,925	4,699	4,778	5,882	6,991	年初现金	9,003	6,395	9,670	12,856	14,601
EBIT	5,422	4,332	4,689	6,194	7,274	现金增加净额	(2,958)	3,401	3,186	1,745	6,759
EBITDA	6,223	5,502	6,205	7,914	9,130	汇率变动影响净额	350	(126)	0	0	0
						年末现金	6,395	9,670	12,856	14,601	21,360

资产负债表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	重要指标	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
存货	2,281	1,766	2,409	2,531	3,000	增长率 (%)					
应收账款	5,610	6,293	5,862	8,438	7,725	收入	48.4	11.6	5.5	19.3	13.8
现金	6,395	9,670	12,856	14,601	21,360	毛利	39.2	1.5	8.9	20.6	16.4
其他	4,183	3,470	3,470	3,472	3,452	经营利润	37.2	(10.8)	11.8	27.1	18.0
流动资产	18,470	21,198	24,598	29,042	35,537	EBIT	34.5	(20.1)	8.2	32.1	17.4
物业厂房及设备	24,171	27,378	30,119	33,040	34,467	EBITDA	37.9	(11.6)	12.8	27.5	15.4
无形资产及商誉	549	512	451	390	328	股东净利润	30.5	(23.1)	7.8	33.9	18.7
其他非流动资产	6,375	7,488	7,470	7,438	7,462	经调整股东净利润	43.3	(4.6)	1.7	23.1	18.9
非流动资产	31,095	35,377	38,040	40,867	42,257	利润率 (%)					
总资产	49,564	56,576	62,637	69,910	77,794	毛利率	44.0	40.1	41.4	41.8	42.8
贸易应付款项	3,269	2,756	2,764	3,060	3,001	经营利润率	28.5	22.8	24.2	25.7	26.7
短期借款	1,321	576	634	697	767	EBIT 利润率	35.5	25.4	26.1	28.9	29.8
其他流动负债	4,728	4,304	4,801	5,001	5,212	EBITDA 利润率	40.8	32.3	34.5	36.9	37.4
流动负债	9,319	7,636	8,198	8,759	8,980	股东净利润率	29.0	20.0	20.4	22.9	23.9
长期借款	1,462	1,571	1,618	1,667	1,717	经调整净利率	32.3	27.6	26.6	27.5	28.7
其他非流动负债	2,571	3,351	3,937	4,493	4,870	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
非流动负债	4,033	4,922	5,555	6,160	6,587	其他					
总负债	13,351	12,558	13,753	14,919	15,567	有效税率 (%)	15.1	14.5	14.5	14.5	14.5
股东权益	35,047	40,332	45,018	50,909	57,901	ROAE (%)	12.8	8.5	7.9	9.5	9.9
非控股权益	1,166	3,686	3,866	4,081	4,326	ROAA (%)	9.4	6.4	6.2	7.4	7.9
总权益	36,213	44,018	48,884	54,991	62,227	存货周转率 (天)	84.8	72.4	72.4	72.4	72.4
净现金/(负债)	3,612	7,522	10,604	12,237	18,876	应收帐周转率 (天)	92.9	110.4	110.4	110.4	110.4
						应付账周转率 (天)	30.1	29.1	29.1	29.1	29.1

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、股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益

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：彭博，中泰国际研究部

	报告日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2023 年 2 月 15 日	HK\$61.93	买入（维持）	HK\$90.00
2	2023-年 3 月 27 日	HK\$48.84	买入（维持）	HK\$90.70
3	2023 年 6 月 26 日	HK\$37.71	买入（维持）	HK\$70.00
4	2023 年 8 月 25 日	HK\$44.55	买入（维持）	HK\$58.00
5	2023 年 12 月 5 日	HK\$33.15	中性（下调）	HK\$32.00
6	2024 年 1 月 12 日	HK\$30.45	中性（维持）	HK\$32.35
7	2024 年 3 月 1 日	HK\$19.04	中性（维持）	HK\$20.90
8	2024 年 5 月 23 日	HK\$13.16	中性（维持）	HK\$13.00

来源：彭博，中泰国际研究部

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