

业绩、订单强劲增长，产能释放下盈利能力显著改善

2024 年 08 月 22 日

➤ **事件：**2024 年 8 月 20 日，药明合联发布 2024 年半年报，公司上半年实现营业收入 16.65 亿元，同比增长 67.6%，毛利 5.35 亿元，同比增长 133.4%，净利润 4.88 亿元，同比增长 175.5%，经调整净利润 5.34 亿元，同比增长 146.6%，业绩表现超预期。

➤ **新增项目增长强劲，多个潜在重磅项目陆续推进至 PPQ 阶段。**上半年公司新签 26 个综合项目，综合项目总数达到 167 个，同比增长 51.8%，其中后期临床项目数增至 29 个，包括 9 个 PPQ 项目，有望在 2024 年及以后提交 BLA 进入商业化生产阶段。24H1 公司 IND 前服务收入 6.54 亿元 (+76.3%)，IND 后服务收入 10.11 亿元 (62.5%)，随着更多项目进入后期开发阶段以及全球临床及商业化产能提升，IND 后服务占比将有所提升。从分子种类看，ADC 和 XDC 综合项目数量分别达到 152 个和 15 个，其中 ADC 项目收入为 15.63 亿元 (+66.6%)，XDC 收入 1.02 亿元 (+84.6%)，生物偶联药管线逐渐多元化。

➤ **无锡基地 DS/DP 产能利用率加速释放，新加坡基地建设正常推进中。**1) 2023 年 9 月，无锡首条 mAb/DS 双功能生产线 BCM2 L1 投产，实现同一园区“一站式”生产模式，目前已达到较高的产能利用率并且实现全球客户交付 100% 的成功率。2) 为满足强劲的客户需求，公司在无锡新建第二条 mAb/DS 双功能生产线 BCM2 L2，预计 2024 年 Q4 投入运营；生物偶联制剂生产线 DP3 正在建设中，预计 2025 年 Q2 投入运营。3) 新加坡生产基地已于 2024 年 3 月开工，规划 4 条生产线用于临床及商业化生产，预计于 2025 年末或 2026 年初投入运营，满足海外客户 ADC 产能需求。

➤ **在手订单及新签订单快速提升，持续拓展全球高质量客户群体。**截至 2024 年上半年公司在手订单 8.42 亿美元，同比增长 105.0%，24H1 新签订单增速与在手订单增速相似；累计服务客户达到 419 名，涵盖全球优质 MNC 和 biotech，上半年新增客户中北美和中国占比分别为 47%和 30%；公司已与全球 TOP20 大药企中的 13 家开展项目合作，占上半年总收入的 28.9%。从地域来看，24H1 北美、中国、欧洲的收入分别为 8.23 亿元、4.35 亿元和 3.10 亿元，收入增速分别为 123.9%、22.2%和 35.0%，其中北美地区的收入高增主要系海外生物医药投融资在今年大幅回暖。

➤ **投资建议：**药明合联是全球领先的一站式 ADC CRDMO 龙头，业绩持续高速增长，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 32.56/47.23/63.77 亿元，同比增长 53.3%/45.0%/35.0%，归母净利润 7.86/11.88/16.72 亿元，对应 PE 为 26/17/12 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、海外扩展和经营风险等。

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	3,256	4,723	6,377
增长率(%)	114.4	53.3	45.0	35.0
净利润	284	786	1,188	1,672
增长率(%)	82.1	177.1	51.2	40.7
EPS	0.24	0.66	0.99	1.39
P/E	72	26	17	12
P/B	3.7	3.3	2.7	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 21 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

18.42 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) 事件点评：大幅提升原材料采购协议上限，需求、订单持续高增长-2024/04/29

2.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

3.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

4.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

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	4,785	4,833	6,678
现金及现金等价物	4,048	2,760	2,152	3,140
应收账款及票据	822	1,349	1,800	2,452
存货	47	188	244	321
其他	283	488	638	765
非流动资产合计	1,535	2,967	4,229	4,754
固定资产	1,246	2,666	3,932	4,460
商誉及无形资产	270	282	278	275
其他	19	19	19	19
资产合计	6,735	7,753	9,062	11,432
流动负债合计	1,279	1,511	1,633	2,331
短期借贷	0	50	50	50
应付账款及票据	620	731	780	1,197
其他	659	729	803	1,084
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	1,512	1,634	2,333
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,453	6,239	7,426	9,098
归属母公司股东权益	5,454	6,240	7,428	9,099
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,454	6,240	7,428	9,099
负债和股东权益合计	6,735	7,753	9,062	11,432

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	333	143	799	1,695
净利润	284	786	1,188	1,672
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	60	88	143	180
营运资金变动及其他	-10	-731	-532	-157
投资活动现金流	-91	-1,479	-1,405	-705
资本支出	-539	-1,520	-1,405	-705
其他投资	448	41	0	0
筹资活动现金流	3,522	49	-2	-2
借款增加	-71	50	0	0
普通股增加	3,598	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-5	-1	-2	-2
现金净增加额	3,713	-1,287	-608	988

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	3,256	4,723	6,377
其他收入	45	60	85	90
营业成本	1,564	2,231	3,023	3,954
销售费用	15	51	71	92
管理费用	124	160	217	281
研发费用	77	107	151	198
财务费用	-47	-133	-51	-24
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-76	41	0	0
除税前利润	360	941	1,397	1,967
所得税	76	155	210	295
净利润	284	786	1,188	1,672
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	786	1,188	1,672
EBIT	313	808	1,346	1,943
EBITDA	373	897	1,489	2,122
EPS (元)	0.24	0.66	0.99	1.39

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	114.44	53.33	45.03	35.03
归属母公司净利润	82.07	177.12	51.16	40.74
盈利能力(%)				
毛利率	26.35	31.50	36.00	38.00
净利率	13.35	24.13	25.15	26.21
ROE	5.20	12.59	15.99	18.37
ROIC	4.52	10.73	15.30	18.05
偿债能力				
资产负债率(%)	19.02	19.51	18.03	20.41
净负债比率(%)	-74.21	-43.43	-28.30	-33.96
流动比率	4.06	3.17	2.96	2.86
速动比率	3.91	2.87	2.61	2.56
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.45	0.56	0.62
应收账款周转率	3.33	3.00	3.00	3.00
应付账款周转率	2.84	3.30	4.00	4.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.66	0.99	1.39
每股经营现金流	0.28	0.12	0.67	1.41
每股净资产	4.55	5.21	6.20	7.59
估值比率				
P/E	72	26	17	12
P/B	3.7	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	45.32	18.83	11.34	7.95

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。	公司评级	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