

药明合联 (02268.HK)

2024 年中报点评：业绩超预期，ADC CRDMO 龙头增长强劲且有望持续

买入 (维持)

2024 年 08 月 22 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 张坤

执业证书：S0600524050001

zhangk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	990.42	2,123.84	3,402.42	4,806.58	6,312.45
同比(%)	209.31	114.44	60.20	41.27	31.33
归母净利润 (百万元)	155.73	283.54	831.89	1,186.68	1,581.57
同比(%)	183.51	82.07	193.40	42.65	33.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.13	0.24	0.69	0.99	1.32
P/E (现价&最新摊薄)	129.75	71.26	24.29	17.03	12.78

投资要点

- **事件：**2024 年 8 月 20 日公司发布 2024 年半年度业绩报告，2024H1 公司营收 16.65 亿元 (+67.6%，括号内为同比，下同)，净利润 4.88 亿元 (+175.5%)，经调整净利润 5.34 亿元 (+146.6%)，毛利率 32.1% (+9pct)，净利率 29.3% (+11.5pct)，业绩超预期。
- **各细分业务增速较快，北美市场表现亮眼：**分地域来看（根据客户总部所在地），2024H1 北美营收 8.23 亿元 (+123.9%，业务占比 49.4%)，中国营收 4.35 亿元 (+22.2%，业务占比 26.2%)，欧洲营收 3.10 亿元 (+35.0%，业务占比 18.7%)；分项目阶段来看，IND 前服务营收 6.54 亿元 (+76.3%，业务占比 39.3%)，IND 后服务营收 10.11 亿元 (+62.5%，业务占比 60.7%)；分项目类型来看，ADC 营收 15.63 亿元 (+66.6%，业务占比 93.9%)，非 ADC 营收 1.02 亿元 (+84.6%，业务占比 6.1%)。IND 前服务营收增速快于 IND 后，一定程度反映 ADC 行业仍有较高景气度。同时北美地区增长迅猛，打破市场关于生物安全法案对公司业务影响的顾虑，我们认为当前全球 ADC CRDMO 产能稀缺，客户选择有限，公司海外业绩将继续高增长，同时随着管线向后端推进，供应商变更难度持续加大。
- **各阶段项目数与在手订单高增长，产能投产有望提前：**截至 2024H1，综合项目总数 167 个 (+52%)，其中新签项目 26 个 (2023H1 新签 17 个)；IND 后项目数 76 个 (2023H1 共 43 个)，II 期及后期项目总数 29 个 (2023H1 共 16 个)，其中 9 个 PPQ 项目安排在无锡生产基地，有希望在 2024 年及以后提交 BLA。在手订单 8.42 亿美元 (+105.0%)，快于收入增速，业绩有望持续放量。同时公司产能建设持续推进，无锡 XmAb/XBCM2 设施的第二条 mAb/DS 双功能产线将于 2024Q4 投入运营；偶联药品生产线 XDP3 将于 2025Q2 投入运营；新加坡设施已开始建设，将于 2025 年底或 2026 年初开始 GMP 合规运营，投产进度提前。同时公司人员保持高速增长，截至 2024H1 共有 1496 名员工，同比增长 72%。以上数据均展示出公司后续较大的成长潜力。
- **盈利预测与投资评级：**ADC CRDMO 仍然保持较高景气度，同时药明合联作为全球龙头企业，具备稀缺的一体化能力，我们将公司 2024-2026 年收入由 31.68/44.40/60.30 亿元上调为 34.02/48.07/63.12 亿元，净利润由 6.26/9.59/13.20 亿元上调为 8.32/11.87/15.82 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24/17/13x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险，药物开发及商业化不及预期，市场竞争加剧，产能建设不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	18.42
一年最低/最高价	12.08/34.00
市净率(倍)	3.68
港股流通市值(百万港元)	22,072.97

基础数据

每股净资产(元)	5.00
资产负债率(%)	17.59
总股本(百万股)	1,198.32
流通股本(百万股)	1,198.32

相关研究

《药明合联(02268.HK): 2023 年度报告点评：ADC 赛道高景气，ADC CRDMO 龙头业绩增长强劲》

2024-03-26

《药明合联(02268.HK): 全面领先的生物偶联药物 CRDMO 全球龙头，高速增长动能充足》

2023-12-21

药明合联三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,199.98	6,203.31	7,951.87	10,462.16	营业总收入	2,123.84	3,402.42	4,806.58	6,312.45
现金及现金等价物	4,047.58	4,284.67	5,119.74	6,806.21	营业成本	1,564.28	2,293.23	3,196.38	4,159.90
应收账款及票据	822.21	1,304.26	1,842.52	2,423.77	销售费用	15.22	20.41	24.03	31.56
存货	46.80	70.07	106.55	132.45	管理费用	123.97	173.52	216.30	271.44
其他流动资产	283.38	544.31	883.06	1,099.73	研发费用	76.87	136.10	173.04	220.94
非流动资产	1,535.34	2,041.06	2,196.00	2,140.96	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,246.23	1,786.61	1,987.95	1,979.15	经营利润	388.76	810.60	1,231.30	1,663.87
商誉及无形资产	270.28	233.76	186.63	139.47	利息收入	47.36	153.81	107.12	127.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.74	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	12.41	14.28	15.01	15.93	其他收益	(75.77)	14.29	57.68	68.81
其他非流动资产	6.41	6.41	6.41	6.41	利润总额	359.61	978.70	1,396.10	1,860.67
资产总计	6,735.32	8,244.37	10,147.87	12,603.12	所得税	76.07	146.80	209.41	279.10
流动负债	1,279.41	1,956.57	2,673.38	3,547.07	净利润	283.54	831.89	1,186.68	1,581.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	620.45	904.55	1,243.03	1,630.82	归属母公司净利润	283.54	831.89	1,186.68	1,581.57
其他	658.96	1,052.01	1,430.35	1,916.25	EBIT	312.99	824.89	1,288.98	1,732.67
非流动负债	1.60	1.60	1.60	1.60	EBITDA	413.99	1,011.04	1,509.77	1,958.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	1.60	1.60	1.60	1.60					
负债合计	1,281.01	1,958.16	2,674.98	3,548.66					
股本	0.39	0.39	0.39	0.39	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.24	0.69	0.99	1.32
归属母公司股东权益	5,454.32	6,286.21	7,472.89	9,054.46	每股净资产(元)	4.55	5.25	6.24	7.56
负债和股东权益	6,735.32	8,244.37	10,147.87	12,603.12	发行在外股份(百万股)	1,198.32	1,198.32	1,198.32	1,198.32
					ROIC(%)	7.04	11.94	15.93	17.82
					ROE(%)	5.20	13.23	15.88	17.47
					毛利率(%)	26.35	32.60	33.50	34.10
					销售净利率(%)	13.35	24.45	24.69	25.05
					资产负债率(%)	19.02	23.75	26.36	28.16
					收入增长率(%)	114.44	60.20	41.27	31.33
					净利润增长率(%)	82.07	193.40	42.65	33.28
					P/E	71.26	24.29	17.03	12.78
					P/B	3.70	3.21	2.70	2.23
					EV/EBITDA	74.96	15.75	9.99	6.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月21日的0.9154,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>