

药明合联 (02268.HK)
业绩表现持续亮眼，充沛订单或保障未来高增长

2024年08月23日

——港股公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
余汝意（分析师）
汪晋（联系人）

yuruyi@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123050021

日期	2024/8/22
当前股价(港元)	18.560
一年最高最低(港元)	34.000/12.080
总市值(亿港元)	222.41
流通市值(亿港元)	222.41
总股本(亿股)	11.98
流通港股(亿股)	11.98
近3个月换手率(%)	13.98

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《稳步推进全球产能建设，在手订单充沛保障高增长——港股公司信息更新报告》-2024.4.2

《药明合联：全球生物偶联药物CRDMO服务龙头——公司首次覆盖报告》-2024.3.6

● 2024H1 业绩表现亮眼，未完成订单充沛或保障未来业绩高增长

2024H1 公司实现营收 17.00 亿元，同比增长 65.05%；归母净利润 4.88 亿元，同比增长 175.50%；经调整净利润 5.34 亿元，同比增长 146.63%。截至 2024 年 6 月底，公司服务客户数量累计达 419 家，全球前 20 大药企中有 13 家已与公司开展合作；未完成订单总量达 8.42 亿美元，同比增长约 105.0%，或为公司未来业绩的快速增长提供保障。考虑 ADC 全球外包服务市场快速增长以及 IPO 后公司银行存款增加增厚利润，我们上调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 7.31/9.85/13.99 亿元（原预计 5.63/8.61/12.88 亿元），EPS 为 0.61/0.82/1.17 元，当前股价对应 PE 为 27.8/20.7/14.5 倍，考虑公司作为全球抗体偶联药物 CRDMO 龙头企业，维持“买入”评级。

● “赋能、跟随和赢得分子”战略成功推动项目数量快速增长

在“赋能、跟随并赢得分子”的策略下，公司管线数量快速增长。截至 2024 年 6 月底，公司综合项目数达 167 个，同比增长 51.8%；其中新签综合项目 26 个。临床前与 I 期项目合计 138 个，II 期及后期项目合计 29 个，其中 9 个为 PPQ 项目，预计于 2024 年及之后提交 BLA，为未来商业化增长打下坚实基础。临床阶段新型偶联药 XDC 综合项目已达 7 个，呈现多元化发展趋势。

● 稳步推进全球产能建设，持续赋能全球客户

公司目前在无锡、常州和上海设有三个运营基地，已形成地域集中的产品研发和供应链体系。无锡基地已成功实现同一园区“一站式”生产的重大里程碑，覆盖 ADC 四个核心生产板块，实现同园区一站式生产布局，极大简化偶联药供应链并大幅缩短生产周期。2024 年 3 月，新加坡生产基地正式开工，预计于 2026 年投入运营。随着全球产能建设持续推进，公司持续赋能全球客户，2024H1 来自北美/中国/欧洲/其他地区的收入分别为 7.90/4.88/2.95/0.93 亿元，同比分别增长 172.19%/3.57%/38.07%/392.73%，来自北美地区的销售收入快速增加。

● **风险提示：** 订单交付不及预期，市场竞争加剧，环保和安全生产风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1012	2169	3185	4693	6571
YOY(%)	216.2	114.3	46.8	47.4	40.0
净利润(百万元)	156	284	731	985	1399
YOY(%)	183.5	82.1	157.7	34.8	42.1
毛利率(%)	25.8	25.8	25.7	25.7	25.7
净利率(%)	15.4	13.1	22.9	21.0	21.3
ROE(%)	10.5	5.2	11.8	13.7	16.3
EPS(摊薄/元)	0.2	0.3	0.6	0.8	1.2
P/E(倍)	162.7	112.6	27.8	20.7	14.5
P/B(倍)	19.8	6.4	3.3	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所 注：汇率选择 1 港元=0.9152 元人民币

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1402	5200	6172	7946	9908
现金	335	4048	4161	5102	6172
应收账款	453	822	1174	1867	2507
存货	63	47	181	220	274
其他流动资产	98	149	334	422	577
非流动资产	1094	1535	1960	2338	2722
固定资产及在建工程	799	1246	1633	2015	2391
无形资产及其他长期资产	295	289	327	324	331
资产总计	2496	6735	8133	10284	12631
流动负债	1014	1279	1938	3097	4036
短期借款	71	0	0	(7)	(34)
应付账款	481	620	934	1648	2037
其他流动负债	447	622	934	1375	1910
非流动负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2	2
负债合计	1016	1281	1939	3098	4037
股本	0	0	0	0	0
储备	1480	5454	6193	7186	8593
归母所有者权益	1481	5454	6193	7186	8594
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	2496	6735	8133	10284	12631

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	252	106	582	1391	1433
税前利润	156	284	731	985	1399
折旧和摊销	31	0	83	103	122
营运资本变动	-6	-147	-202	333	-61
其他	71	-30	-30	-29	-28
投资活动现金流	-1280	-12	-476	-449	-342
资本开支	-201	-447	-505	-481	-506
其他	-1078	435	30	32	164
融资活动现金流	1328	-73	-1	-9	-29
股权融资	1285	0	0	0	0
银行借款	43	-71	0	-7	-26
其他	-0	0	0	0	0
汇率变动对现金的影响	8	8	8	8	8
现金净增加额	309	30	113	941	1070
期末现金总额	335	365	4161	5102	6172

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1012	2169	3185	4693	6571
营业成本	729	1564	2294	3379	4731
营业费用	9	15	31	32	44
管理费用	49	124	156	183	193
其他收入/费用	37	78	31	69	64
营业利润	148	389	673	1031	1540
净财务收入/费用	-2	-47	-223	-187	-204
其他利润	0	-31	-31	-31	-31
除税前利润	196	360	927	1249	1775
所得税	40	76	196	264	375
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	156	284	731	985	1399
EBITDA	225	313	787	1165	1693
扣非后净利润	156	315	731	985	1399
EPS(元)	0.18	0.26	0.61	0.82	1.17

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	216.2	114.3	46.8	47.4	40.0
营业利润(%)	116.6	162.7	73.1	53.1	49.4
归属于母公司净利润(%)	183.5	82.1	157.7	34.8	42.1
获利能力					
毛利率(%)	25.8	25.8	25.7	25.7	25.7
净利率(%)	15.4	13.1	22.9	21.0	21.3
ROE(%)	10.5	5.2	11.8	13.7	16.3
ROIC(%)	19.5	4.5	9.0	11.7	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	40.7	19.0	23.8	30.1	32.0
净负债比率(%)	-17.8	-74.2	-67.2	-71.1	-72.2
流动比率	1.4	4.1	3.2	2.6	2.5
速动比率	1.2	3.9	2.9	2.4	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.7	3.3	3.1	3.0	2.9
应付账款周转率	2.8	2.8	3.0	2.6	2.6
存货周转率	16.8	28.5	20.1	16.9	19.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.3	0.6	0.8	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.1	0.5	1.2	1.2
每股净资产(最新摊薄)	1.5	4.6	5.2	6.0	7.2
估值比率					
P/E	162.7	112.6	27.8	20.7	14.5
P/B	19.8	6.4	3.3	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn