



药明生物 (2269.HK): 1H24 经调整净利 低于预期; 维持 24 年全年指引

公司 1H24 收入大致符合预期, 但经调整归母净利润低于我们预期, 主要系毛利率低于预期及 SG&A 高于预期。公司维持此前 2024 年指引。维持“持有”评级, 下调目标价至 18.5 港元。

- 1H24 收入大致符合预期, 但经调整归母净利润低于我们预期, 主要系毛利率低于预期及 SG&A 高于预期。**1H24 收入为人民币 85.7 亿元, (+1% YoY, +0.4% HoH), 其中非新冠收入同比增长 7.7%, 大致符合彭博一致预期和我们预期; 经调整归母净利润为 22.5 亿元 (-20.7% YoY, +20.9% HoH), 低于彭博一致预期和我们预期, 主要由于毛利率低于预期及 SG&A 费用率高于预期。毛利率为 39.1% (-2.9ppts YoY, +0.8ppts HoH), 同比下降主要由于 1H23 存在大额药物发授权许可里程碑收入 (贡献收入人民币 3.7 亿元, 贡献毛利 3 亿元)、新冠收入 (毛利高于通常业务)、中国工厂利用率低于去年同期, 以及海外新设施爬坡影响。经调整净利率为 26.2% (-7.2ppts YoY, +4.5ppts HoH), 同比下降主要由于毛利同比下降、SG&A 开支增加 (由于药明合联作为独立上市公司开支增加、增加 BD 人员及海外运营) 所致。
- 上半年临床前收入增速最快, 其次是晚期临床阶段, 下半年各阶段收入有望进一步加速增长。**按收入类型划分, 临床前收入增速最快, 实现 9.2% YoY/18.4% HoH 增速, 主要受益于欧美早期生物医药融资逐步复苏, 剔除去年里程碑大订单收入, 临床前收入增长 20% YoY; 早期临床 (1、2 期临床项目) 则仍有小幅同比下降, 主要由于 1H23 新签项目较少影响 1H24 收入增长; 晚期临床 (3 期临床及商业化项目) 非新冠收入录得 11.7% 同比增速。展望下半年, 临床前、早期临床、晚期临床均有望进一步发力, 实现比上半年更快的增长, 包括: (1) 临床前收入将录得来自 Merck 约人民币 5 亿元的里程碑收入, 叠加海外融资复苏背景下早期研发需求的上升, 收入增长有望进一步加速; (2) 早期临床则有望受益于 2H23 新签项目数高于 1H23, 实现正向的收入增长; (3) 晚期临床则已经在 7 月新签 4 个晚期项目 (包括 3 个商业化项目和 1 个三期项目), 有望进一步增长。
- 生物安全法案对上半年新签项目影响较为有限, 更多影响体现为客户决策周期的延长。**一方面, 根据 1H24 各地区收入增速来看, 北美收入仍然是同比环比增速最高的地区 (+27.5% YoY/+20.8% HoH), 超过欧洲 (剔除新冠和里程碑收入后为高个位数同比增速) 和中国 (-20.9% YoY) 收入增速。另一方面, 上半年公司新增 61 个项目 (vs. 1H23 新增 46 个), 其中一半新签项目来自于美国。管理层表示, 生物安全法案对上半年新签项目数量较为有限 (约 4-5 个项目, 仅影响收入 1%-2%); 现有项目方面, 公司表示仅有 1 个美国 biotech 客户正在考虑将现有临床阶段项目移出药明生物。目前所观测到的生物安全法案影响更偏客户行为端, 即部分客户变得更为谨慎, 决策周期明显延长。
- 公司维持此前 2024 年指引。**公司表示维持此前说的 2024 年指引, 即收入和经调整净利润均实现高单位数增长。考虑到生物安全法案已影响到客户行为及 1H24 未完成服务订单同比略有下降, 我们保守预测全年实现 5% 收入增速, 对应下半年约 9% 收入增速。此外, 尽管公司表示 2024 年全年毛利率有望超过 2023 年 (40.1%), 考虑到海外产能爬坡及海外运营费用对利润率的拖累, 我们认为实现和收入同步的经调整净利率增速可能存在一定的挑战。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇, CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 8 月 22 日

评级

持有

目标价 (港元)	18.5
潜在升幅/降幅	+78%
目前股价 (港元)	10.4
52 周内股价区间 (港元)	10.1-52.5
总市值 (百万港元)	43,194
近 3 月日均成交额 (百万港元)	546

注: 截至 2024 年 8 月 22 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



- **下调目标价至 18.5 港元。**我们将 2024E/2025E/2026E 经调整归母净利润预测分别调整-2%/-2%/+2%，主要由于轻微调整收入预测，略微下调毛利率和略微上调 SG&A 费用率。给予公司 13x 2025E PE 目标估值，维持“持有”评级，目标价从原有的 20 港元下调至 18.5 港元。
- **投资风险：**地缘政治风险；新签订单差于预期；竞争格局激烈；重要项目失败或延迟。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,269	17,034	17,890	20,187	22,773
同比变动 (%)	48.4%	11.6%	5.0%	12.8%	12.8%
归母净利润	4,420	3,400	3,241	3,916	4,636
同比变动 (%)	30.5%	-23.1%	-4.7%	20.8%	18.4%
PE (X)	8.8	11.5	12.3	10.4	8.9

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

图表 2：药明生物财务概述

人民币百万	1H23	2H23	1H24	YoY	HoH
总收入	8,492	8,542	8,574	1.0%	0.4%
按项目阶段分：					
IND 前	2,811	2,591	3,068	9.2%	18.4%
临床 I&II 期	1,950	1,667	1,893	-2.9%	13.6%
临床 III 期&商业化	3,603	4,128	3,434	-4.7%	-16.8%
按公司业务分：					
XDC	857	1,049	1,613	88.1%	53.7%
生物药	7,635	7,493	6,962	-8.8%	-7.1%
毛利润	3,561	3,267	3,350	-5.9%	2.5%
营业利润	2,434	1,819	2,010	-17.4%	10.5%
归母净利润	2,267	1,133	1,499	-33.9%	32.3%
经调整归母净利润	2,838	1,861	2,250	-20.7%	20.9%
毛利率	41.9%	38.2%	39.1%	-2.9ppt	0.8ppt
销售费用率	1.2%	2.2%	2.6%	1.4ppt	0.4ppt
管理费用率	8.0%	9.5%	9.0%	1.0ppt	-0.5ppt
研发费用率	4.0%	5.2%	4.0%	0.0ppt	-1.2ppt
经营利润率	27.6%	19.8%	21.8%	-5.8ppt	2.0ppt
净利润	26.7%	13.3%	17.5%	-9.2ppt	4.2ppt
经调整净利率	33.4%	21.8%	26.2%	-7.2ppt	4.5ppt

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(千人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,268,660	17,034,255	17,890,151	20,186,970	22,773,118
营业成本	-8,544,646	-10,206,354	-10,716,200	-12,011,247	-13,436,140
毛利润	6,724,014	6,827,901	7,173,950	8,175,723	9,336,978
毛利率	44.0%	40.1%	40.1%	40.5%	41.0%
销售费用	-162,913	-294,009	-411,473	-464,300	-523,782
管理费用	-1,269,592	-1,495,352	-1,592,223	-1,776,453	-1,981,261
研发费用	-682,818	-785,822	-751,386	-847,853	-956,471
营业利润	4,608,691	4,252,718	4,418,867	5,087,116	5,875,464
财务费用	-64,382	-158,488	-137,666	-164,968	-84,310
其他收入及费用	813,462	79,573	-44,198	196,660	268,738
税前净利润	5,357,771	4,173,803	4,237,003	5,118,808	6,059,893
所得税	-807,865	-603,179	-635,550	-767,821	-908,984
净利润	4,549,906	3,570,624	3,601,453	4,350,987	5,150,909
少数股东权益	129,620	170,895	360,145	435,099	515,091
归母净利润	4,420,286	3,399,729	3,241,307	3,915,888	4,635,818

资产负债表

(千人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,395,222	9,669,839	10,106,249	10,754,077	12,907,293
应收账款	5,610,363	6,292,682	6,450,987	7,707,545	8,015,265
存货	2,280,911	1,765,751	2,295,250	2,536,034	2,743,936
其它流动资产	4,183,372	3,469,977	3,469,977	3,592,347	3,726,954
流动资产合计	18,469,868	21,198,249	22,322,462	24,590,003	27,393,449
固定资产	24,170,739	27,377,643	31,646,437	35,821,317	39,904,351
无形资产	548,778	511,834	511,834	511,834	511,834
使用权资产	1,745,259	2,561,828	2,561,828	2,561,828	2,561,828
其他非流动资产	4,629,741	4,926,172	4,926,172	4,926,172	4,926,172
非流动资产合计	31,094,517	35,377,477	39,646,271	43,821,151	47,904,185
资产总计	49,564,385	56,575,726	61,968,733	68,411,155	75,297,633
短期借款	1,321,430	576,328	576,328	576,328	576,328
应付账款	3,269,182	2,755,774	3,116,117	3,794,464	3,935,918
其它流动负债	4,727,985	4,303,918	4,303,918	4,303,918	4,303,918
流动负债合计	9,318,597	7,636,020	7,996,363	8,674,710	8,816,164
长期借款	1,461,563	1,571,046	1,571,046	1,571,046	1,571,046
其它长期负债	2,571,148	3,350,778	3,350,778	3,350,778	3,350,778
非流动负债合计	4,032,711	4,921,824	4,921,824	4,921,824	4,921,824
负债总计	13,351,308	12,557,844	12,918,187	13,596,534	13,737,988
股本	233	235	240	244	249
储备	35,047,174	40,331,362	45,364,022	51,128,092	57,873,111
少数股东权益	1,165,670	3,686,285	3,686,285	3,686,285	3,686,285
所有者权益合计	36,213,077	44,017,882	49,050,547	54,814,621	61,559,645

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(千人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,357,771	4,173,803	4,237,003	5,118,808	6,059,893
物业、厂房及设备折旧	661,564	1,077,599	711,883	805,797	897,644
营运资金变动	-974,472	-809,996	-329,669	-943,574	-510,983
其他	496,810	258,594	957,551	807,156	776,819
经营现金流	5,541,673	4,700,000	5,576,768	5,788,187	7,223,373
购买物业、厂房及设备	-5,868,390	-4,100,000	-5,000,000	-5,000,000	-5,000,000
其他	-39,862	-29,937	50	50	50
投资现金流	-5,908,252	-4,129,937	-4,999,950	-4,999,950	-4,999,950
债权融资	-173,933	-621,056	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,417,659	3,325,610	-140,408	-140,408	-70,207
融资现金流	-2,591,592	2,704,554	-140,408	-140,408	-70,207
现金净流量	-2,608,058	3,274,617	436,410	647,828	2,153,216

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.1	0.8	0.8	0.9	1.0
每股净资产	8.7	10.6	11.5	12.7	13.9
估值 (倍)					
P/E	8.8	11.5	12.3	10.4	8.9
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
盈利能力比率					
毛利率	44.0%	40.1%	40.1%	40.5%	41.0%
净利润率	29.0%	20.0%	18.1%	19.4%	20.4%
盈利增长					
营业收入增长率	48.4%	11.6%	5.0%	12.8%	12.8%
净利润增长率	30.5%	-23.1%	-4.7%	20.8%	18.4%
偿债能力指标					
资产负债率	0.27	0.22	0.21	0.20	0.18
流动比率	1.98	2.78	2.79	2.83	3.11
现金比率	0.69	1.27	1.26	1.24	1.46
经营效率指标					
应收账款周转天数	125	128	130	128	126
存货周转天数	130	114	90	92	90
应付账款周转天数	149	108	100	105	105

图表 3: 浦银国际目标价: 药明生物 (2269.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	28.4	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.9	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.8	买入	47.0	2024年8月7日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	17.5	买入	60.0	2024年8月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	198.0	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	120.8	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	152.6	买入	181.0	2024年8月8日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.5	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	19.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	12.5	持有	26.0	2024年8月19日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	25.4	持有	35.0	2024年8月19日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.6	买入	8.0	2024年8月21日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	9.9	买入	12.5	2024年8月21日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	44.0	买入	60.0	2024年6月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.3	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	47.7	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.4	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.1	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.2	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	23.1	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	27.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.1	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.4	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.2	买入	5.5	2024年8月13日	制药
2359 HK Equity	药明康德	31.6	买入	48.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	37.5	买入	60.0	2024年7月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	8.2	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	18.9	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	10.4	持有	18.5	2024年8月22日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	249.0	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	6.5	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	2.5	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.6	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.0	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.6	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.9	买入	16.4	2024年8月21日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	364.0	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.1	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.0	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	10.0	持有	11.4	2024年8月22日	互联网医疗

注：股价截至 2024 年 8 月 22 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

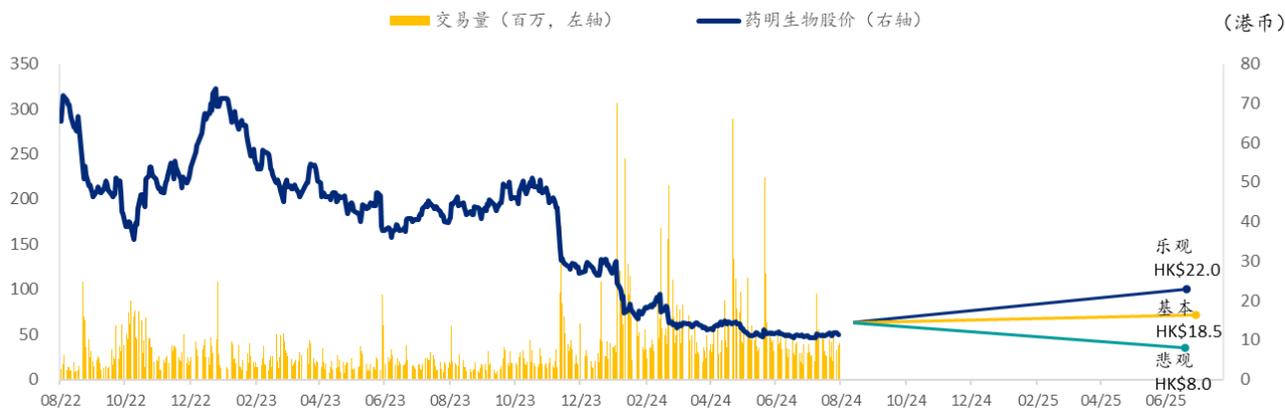
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 药明生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 药明生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 22.0 港元

概率: 20%

- 每年净增项目数量超过 120 项;
- 毛利率持续提升至 48% 以上;
- CMO 项目数增速高于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 8.0 港元

概率: 20%

- 每年净增项目数量不足 60 项;
- 毛利率无法维持现时水平, 逐步降至低于 40%;
- CMO 项目数增速不及预期。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

