

香港股市 | 医药

# 药明生物 (2269 HK)

## 上半年业绩逊预期，短期内仍面对挑战

### 2024 年上半年业绩逊预期

公司 2024 年上半年收入同比增加 1.0%至 85.7 亿元（人民币，下同），其中剔除新冠项目影响后收入同比增加 7.7%。公司股东净利润同比下降 33.9%至 15.0 亿元，反映核心业务盈利的经调整净利润同比下跌 20.7%至 22.5 亿元，业绩逊预期，主因：1）中国国内市场不景气，中国业务收入同比下降 20.9%至 14.2 亿元。2）公司去年同期从两项大额预付许可交易中获得预付款贡献了约 3 亿元毛利，但今年上半年没有这种交易，外加中国工厂产能利用率下降等原因，导致毛利率同比下降 2.8 个百分点。

### 预计短期内公司仍然面对挑战，下调收入与盈利预测

我们预计短期内公司仍然面对挑战，因此将 2024-26E 收入预测分别下调 2.9%、9.8%、12.9%，股东净利润预测分别下调 14.6%、18.4%、20.8%，经调整净利润分别下调 8.9%、18.3%、20.8%，基于：1）公司上半年新签的 61 个项目中 52 个为通常收费较低的临床前业务。考虑到临床前项目转移至临床阶段通常略需时间，我们认为短期内临床前项目的增加难以带领公司收入回归快速增长。2）中国业务的回暖慢于预期：我们原先预期中国业务将逐步回暖，但上半年公司中国业务的收入同比下降两成，公司表示目前中国业务仍面对挑战。2024 年中国医疗健康行业的融资难度较大，导致部分中小型企业削减研发开支，研发外包服务行业的终端需求受影响。根据动脉网数据，1-7 月中国医疗健康行业融资总额为约 55.1 亿元，相当于 2023 年全年的 50.2%。考虑到 2023 年的融资总额仅为 2021 年的 1/3，我们认为目前国内医疗健康行业的融资情况仍然不景气，短期内部分资金不足的中小型药企仍有可能削减研发支出。3）美国收入占上半年收入的 58.4%，因此我们认为美国生物安全法案的结果对公司很重要，我们预计在最终法案出台前美国客户作出与公司长期合作的决策方面可能会更谨慎。

### 目标价调整至 10.20 港元，维持“中性”评级

根据调整后的 DCF 模型，目标价从 13.00 港元调整至 10.20 港元，反映收入与盈利预测的下调，维持“中性”评级。我们将继续关注美国生物法案的进展，如最终出台的版本较众议院版本草案温和，我们将再调整。

**风险提示：**（一）医药行业融资环境持续偏差将导致药企减少研发支出；（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 8 月 23 日）

年结：12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	15,269	17,034	17,448	19,320	21,230
增长率 (%)	48.4	11.56	2.4	10.7	9.9
股东净利润	4,420	3,400	3,132	4,005	4,617
增长率 (%)	30.5	(23.1)	(7.9)	27.9	15.3
每股盈利 (人民币)	1.01	0.78	0.74	0.94	1.08
市盈率 (倍)	9.3	12.0	12.7	10.0	8.6
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)	8.7	10.6	11.8	13.1	14.6
市净率 (倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6

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、43.5 亿元、48.1 亿元、55.4 亿元

更新报告

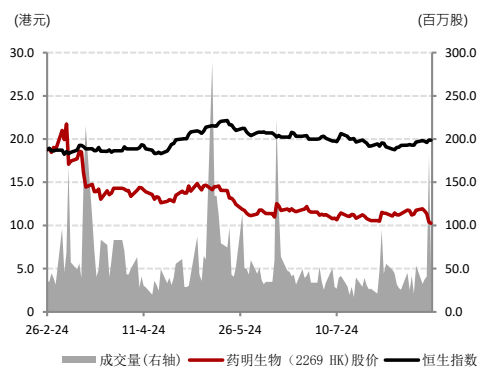
评级：中性

目标价：10.20 港元

### 股票资料（更新至 2024 年 8 月 23 日）

收市价	10.26 港元
总市值	42,612.68 百万港元
流通股比例	85.23%
已发行总股本	4,153.28 百万
52 周价格区间	10.14-52.45 港元
3 个月日均成交额	545.76 百万港元
主要股东	李革等 (占 14.07%)
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

- 20240522: 药明生物 (2269 HK) 更新报告: 预计 2024-25 年业绩将逊预期，长远看仍面对挑战
- 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

### 分析师

施佳丽(Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 盈利预测调整

年结: 12 月 31 日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024 年预测	2025 年预测	2026 年预测
百万人民币	旧预测	旧预测	旧预测	新预测	新预测	新预测	调整幅度(%)	调整幅度(%)	调整幅度(%)
营业收入	17,963	21,428	24,388	17,448	19,320	21,230	(2.9)	(9.8)	(12.9)
服务成本	(10,530)	(12,461)	(13,951)	(10,628)	(11,502)	(12,444)	0.9	(7.7)	(10.8)
毛利	7,433	8,967	10,437	6,821	7,818	8,786	(8.2)	(12.8)	(15.8)
销售与管理费用	-2,066	-2,464	-2,805	(2,027)	(2,244)	(2,466)	(1.9)	(8.9)	(12.1)
研发开支	(829)	-989	-1,125	(700)	(775)	(852)	(15.5)	(21.6)	(24.3)
其他开支	-200	0	0	(190)	0	0	(4.9)	不适用	不适用
经营溢利	4,338	5,514	6,507	3,903	4,799	5,468	(10.0)	(13.0)	(16.0)
其他收入及收益	351	679	767	444	640	706	26.7	(5.8)	(7.9)
财务成本	(193)	(203)	(178)	(168)	(205)	(180)	(12.8)	1.1	1.2
除税前利润	4,496	5,991	7,096	4,180	5,233	5,994	(7.0)	(12.6)	(15.5)
所得税开支	(650)	(866)	(1,026)	(476)	(594)	(681)	(26.8)	(31.4)	(33.6)
年度利润	3,847	5,125	6,071	3,704	4,639	5,313	(3.7)	(9.5)	(12.5)
非控股权益	180	215	245	572	634	696	217.6	194.8	184.6
股东净利润	3,666	4,910	5,826	3,132	4,005	4,617	(14.6)	(18.4)	(20.8)
经调整净利润	4,778	5,882	6,991	4,354	4,806	5,540	(8.9)	(18.3)	(20.8)

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: DCF 模型

年结: 12 月 31 日	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
百万人民币										
EBIT	4,348	5,438	6,174	6,452	5,807	5,226	4,703	4,233	4,445	4,667
加: 折旧与摊销	1,514	1,708	1,828	1,977	2,084	2,192	2,302	2,412	2,524	2,636
减: 所得税	(476)	(594)	(681)	(705)	(634)	(571)	(514)	(463)	(486)	(510)
资本开支	(3,839)	(3,864)	(2,548)	(2,260)	(2,283)	(2,306)	(2,329)	(2,352)	(2,376)	(2,400)
营运资金变动	1,016	(1,275)	223	666	599	539	485	437	459	481
自由现金流	531	3,963	4,551	4,798	4,374	4,002	3,677	3,394	3,648	3,912
税后债务成本	2.0%									
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	9.3%									
永续增长率	1.0%									
股权价值 (百万港币)	42,379									
每股内涵价值 (港币)	10.20									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 每股股权价值的敏感性分析

港元	WACC (%)	永续增长率 (%)				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
8.4%		10.80	10.97	11.17	11.39	11.65
8.9%		10.36	10.50	10.67	10.85	11.06
9.3%		9.95	10.07	10.20	10.36	10.53
9.8%		9.58	9.68	9.79	9.92	10.06
10.3%		9.23	9.32	9.41	9.51	9.63

来源: 中泰国际研究部预测

图表 4: 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	17,448	19,320	21,230	税前利润	5,358	4,174	4,180	5,233	5,994
服务成本	(8,545)	(10,206)	(10,628)	(11,502)	(12,444)	折旧及摊销	801	1,169	1,514	1,708	1,828
毛利	6,724	6,828	6,821	7,818	8,786	营运资金变动	(974)	(892)	1,016	(1,275)	223
销售及行政成本	(1,433)	(1,789)	(2,027)	(2,244)	(2,466)	已付利息	64	158	168	205	180
研发开支	(683)	(786)	(700)	(775)	(852)	已付税款	(586)	(783)	(476)	(594)	(681)
其他开支	(259)	(374)	(190)	0	0	其他	879	840	762	652	564
经营溢利	4,350	3,879	3,903	4,799	5,468	经营业务现金净额	5,542	4,668	7,163	5,930	8,109
其他收入及收益	1,072	453	444	640	706	购买厂房及设备	(5,868)	(4,046)	(3,839)	(3,864)	(2,548)
财务成本	(64)	(158)	(168)	(205)	(180)	其他	(40)	817	307	386	425
除税前利润	5,358	4,174	4,180	5,233	5,994	投资活动现金净额	(5,908)	(3,228)	(3,532)	(3,478)	(2,123)
所得税开支	(808)	(603)	(476)	(594)	(681)	净新增借款	(174)	(705)	105	112	120
年度利润	4,550	3,571	3,704	4,639	5,313	股息分派	0	0	0	0	0
非控股权益	130	171	572	634	696	其他	(2,418)	2,666	(168)	(205)	(180)
股东净利润	4,420	3,400	3,132	4,005	4,617	融资活动现金净额	(2,592)	1,961	(63)	(93)	(60)
经调整净利润	4,925	4,699	4,354	4,806	5,540	年初现金	9,003	6,395	9,670	13,238	15,596
EBIT	5,422	4,332	4,348	5,438	6,174	现金增加净额	(2,958)	3,401	3,568	2,358	5,925
EBITDA	6,223	5,502	5,861	7,147	8,002	汇率变动之影响净额	350	(126)	0	0	0
						年末现金	6,395	9,670	13,238	15,596	21,522

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	2,448	2,112	2,822	增长率 (%)					
应收账款	5,610	6,293	5,545	7,451	6,743	收入	48.4	11.6	2.4	10.7	9.9
现金	6,395	9,670	13,238	15,596	21,522	毛利	39.2	1.5	(0.1)	14.6	12.4
其他	4,183	3,470	3,469	3,470	3,449	经营利润	37.2	(10.8)	0.6	22.9	13.9
流动资产	18,470	21,198	24,700	28,630	34,535	EBIT	34.5	(20.1)	0.4	25.1	13.5
物业、厂房及设备	24,171	27,378	30,008	32,519	33,594	EBITDA	37.9	(11.6)	6.5	21.9	12.0
无形资产及商誉	549	512	451	390	328	股东净利润	30.5	(23.1)	(7.9)	27.9	15.3
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)	(7.3)	10.4	15.3
非流动资产	31,095	35,377	37,929	40,347	41,385						
总资产	49,564	56,576	62,628	68,977	75,920	利润率 (%)					
贸易应付款项	3,269	2,756	2,779	2,892	2,929	毛利率	44.0	40.1	39.1	40.5	41.4
短期借款	1,321	576	634	697	767	经营利润率	28.5	22.8	22.4	24.8	25.8
其他流动负债	4,728	4,304	4,801	5,001	5,212	EBIT 利润率	35.5	25.4	24.9	28.1	29.1
流动负债	9,319	7,636	8,214	8,591	8,909	EBITDA 利润率	40.8	32.3	33.6	37.0	37.7
长期借款	1,462	1,571	1,618	1,667	1,717	净利润率	29.0	20.0	17.9	20.7	21.7
其他非流动负债	2,571	3,351	3,944	4,426	4,765	经调整净利率	32.3	27.6	25.0	24.9	26.1
非流动负债	4,033	4,922	5,562	6,093	6,482	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
总负债	13,351	12,558	13,775	14,684	15,391	其他					
股东权益	35,047	40,332	44,594	49,400	54,941	有效税率 (%)	15.1	14.5	11.4	11.4	11.4
非控股权益	1,166	3,686	4,259	4,892	5,589	ROAE (%)	12.8	8.5	6.7	7.8	8.0
总权益	36,213	44,018	48,853	54,293	60,529	ROAA (%)	9.4	6.4	5.3	6.1	6.4
净现金/(负债)	3,612	7,522	10,986	13,232	19,038	存货周转率 (天)	84.8	72.4	72.4	72.4	72.4
						应收帐周转率 (天)	92.9	110.4	110.4	110.4	110.4
						应付帐周转率 (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	2024年1月12日	HK\$30.45	中性 (维持)	HK\$32.35
2	2024年3月1日	HK\$19.04	中性 (维持)	HK\$20.90
3	2024年5月22日	HK\$13.18	中性 (维持)	HK\$13.00
4	2024年8月26日	HK\$10.26	中性 (维持)	HK\$10.20

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