

医药	收盘价 港元 10.40	目标价 港元 12.30↓	潜在涨幅 +18.3%
----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月22日

药明生物 (2269 HK)

1H24 业绩符合预期但短期不确定性仍存，维持中性评级

公司 1H24 收入基本符合预期，新签后期订单数量表现较好，但行业景气度波动和外部环境变化依旧是短期业绩最大的不确定因素。我们下调公司 2024-26 年盈利预测 4-19%，下调 DCF 目标价至 12.3 港元，维持中性评级。

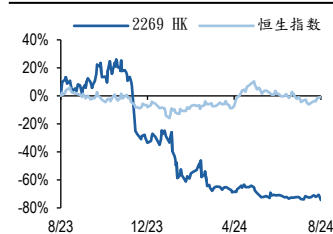
个股评级

中性

⊖ **业绩短期承压，下调盈利预测和目标价：**1H24 收入同比增长 1.0%，剔除新冠增长 7.7%，大致符合此前公司的指引。经调整净利润同比下滑 20.7%，主因：1) 药物发现服务中，1H23 一次性大额预付款带来约 3.7 亿元营收（人民币，下同）和 3 亿元毛利，导致基数较高，1H24 经调整毛利率下降 2.6 个百分点，但公司预计 2H24 将收到约 5 亿元大额付款；2) SG&A 开支增加 2 亿元，主要由于公司加强 BD 工作和全球基地运营，以及子公司药明合联作为独立上市公司的开支增加。公司维持年初指引：1) 全年收入和经调整净利润高单位数增长，受益于大额付款和运营效率提升，2H 毛利率有望环比改善；2) 全年自由现金流转正（1H24 流出 6 亿元）、资本开支 48 亿元（1H24 投入 19 亿元），2025-26 预计每年资本开支 50 亿元，重点投向新加坡产能扩张。我们下调盈利预测，下调目标价至 12.3 港元，对行业短期景气度和投资情绪继续持谨慎态度，但技术服务优势及独有的 CRDMO 业务模式将帮助公司长期立于行业龙头地位。

⊕ **新签后期订单势头良好，推动产能利用率稳步提升：**公司 1H24 共新签 61 个新订单（其中 26 个来自药明合联），其中“赢得分子”项目 9 个（包括 3 个临床 III 期和 1 个商业化项目），7 月又与一家跨国药企签订 4 个后期项目，公司预计年内有望再签订 2 个。1H24 仅有 1 个订单因为地缘政治影响从公司管线中转出。爱尔兰产能爬坡势头良好，随着新签海外大订单装入爱尔兰厂房进行生产，公司预计爱尔兰 1H25 盈亏平衡、2026 年产能利用率爬升至 80%，进而推动公司整体毛利率每年提升 1-1.5 个百分点。

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	51.00
52周低位 (港元)	10.40
市值 (百万港元)	43,194.14
日均成交量 (百万)	180.07
年初至今变化 (%)	(64.86)
200天平均价 (港元)	13.55

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

盈利预测变动

百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	17,989	18,142	-0.8%	20,710	22,764	-9.0%	23,701	25,860	-8.3%
毛利润	7,031	7,544	-6.8%	8,343	9,694	-13.9%	9,832	11,271	-12.8%
毛利率	39.1%	41.6%	-2.5ppt	40.3%	42.6%	-2.3ppt	42.5%	43.6%	-1.1ppt
经调整归母净利润	5,019	5,205	-3.6%	5,510	6,770	-18.6%	6,453	7,818	-17.5%
经调整归母净利率	27.9%	28.7%	-0.8ppt	26.6%	29.7%	-3.1ppt	27.2%	30.2%	-3.0ppt

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

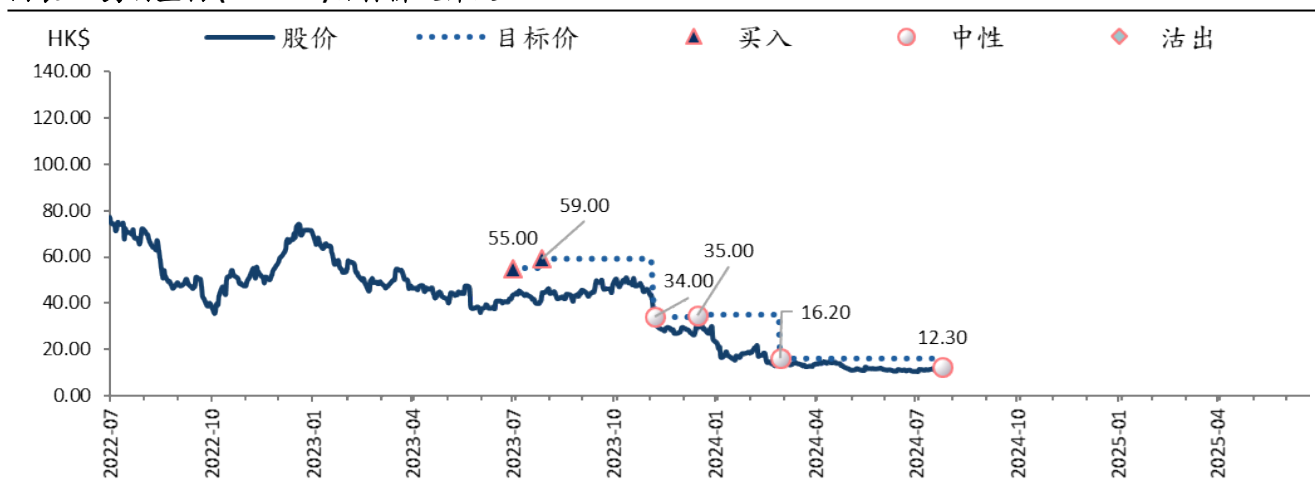
图表 1: 药明生物：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	20,710	23,701	26,329	28,636	30,690	32,392	34,003	34,888	35,704
EBIT	5,550	6,722	7,596	8,367	9,003	9,554	10,055	10,322	10,572
减：所得税	(833)	(1,008)	(1,139)	(1,255)	(1,350)	(1,433)	(1,508)	(1,548)	(1,586)
加：折旧摊销	1,626	1,794	1,955	2,094	2,215	2,335	2,450	2,563	2,672
减：资本性支出	(5,000)	(5,000)	(4,750)	(4,513)	(4,603)	(4,649)	(4,695)	(4,742)	(4,790)
减：运营资本变动	(852)	(942)	(925)	(911)	(849)	(837)	(843)	(848)	(873)
自由现金流	492	1,566	2,736	3,783	4,416	4,970	5,459	5,747	5,995
永续增长率	2%								
自由现金流现值	19,787								
终值现值	22,792								
企业价值	42,579								
净现金	7,996								
少数股东权益	(4,089)								
股权价值 (百万人民币)	46,486								
股权价值 (百万港元)	51,083								
股份数量 (百万)	4,153								
每股价值 (港元)	12.30								

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.50
股权成本	16.0%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30%
有效税率	15.0%
WACC	12.5%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 药明生物 (2269 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	12.50	24.00	92.0%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.20	28.75	135.7%	2024年08月12日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	56.46	76.00	34.6%	2024年08月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	120.80	156.00	29.1%	2024年08月08日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	28.35	40.40	42.5%	2024年08月01日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	19.38	41.00	111.6%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	43.95	48.00	9.2%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	33.10	72.00	117.5%	2024年05月17日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	47.70	70.00	46.8%	2024年03月19日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.54	4.40	715.6%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.41	7.40	206.9%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.56	44.00	137.1%	2024年08月21日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	10.40	12.30	18.3%	2024年08月22日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	19.80	49.00	147.5%	2024年03月28日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	85.56	93.30	9.0%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.44	33.10	-31.7%	2024年07月18日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	3.21	4.80	49.6%	2024年07月11日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.37	40.00	23.6%	2024年04月29日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.79	14.00	79.8%	2024年04月01日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.24	11.50	119.4%	2024年02月19日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.86	6.30	29.7%	2024年08月22日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	43.93	45.50	3.6%	2024年04月18日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.52	16.00	-13.6%	2024年03月27日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月22日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2031E
收入	15,269	17,034	17,989	20,710	23,701
主营业务成本	(8,545)	(10,206)	(10,958)	(12,367)	(13,869)
毛利	6,724	6,828	7,031	8,343	9,832
销售及管理费用	(1,433)	(1,789)	(2,159)	(2,402)	(2,678)
研发费用	(683)	(786)	(899)	(932)	(948)
其他经营净收入/费用	0	(54)	0	0	0
经营利润	4,609	4,199	3,973	5,008	6,206
财务成本净额	241	258	538	402	376
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	767	(17)	(82)	0	0
税前利润	5,616	4,440	4,428	5,411	6,582
税费	(808)	(603)	(640)	(782)	(987)
非控股权益	130	171	181	222	268
净利润	4,808	3,837	3,788	4,629	5,595
作每股收益计算的净利润	4,679	3,666	3,607	4,407	5,327

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2031E
现金及现金等价物	6,395	9,670	9,681	10,143	11,648
应收账款及票据	5,610	6,293	6,649	7,664	8,779
存货	2,281	1,766	1,966	2,343	2,743
其他流动资产	4,183	3,470	3,470	3,470	3,470
总流动资产	18,470	21,198	21,766	23,619	26,640
物业、厂房及设备	24,171	27,378	32,514	35,888	39,094
无形资产	549	512	512	512	512
合资企业/联营公司投资	1,582	1,394	1,394	1,394	1,394
其他长期资产	4,793	6,094	5,150	5,091	5,033
总长期资产	31,095	35,377	39,570	42,884	46,033
总资产	49,564	56,576	61,336	66,504	72,673
短期贷款	1,321	576	576	576	576
应付账款	3,269	2,756	3,043	3,583	4,157
其他短期负债	4,728	4,304	4,304	4,304	4,304
总流动负债	9,319	7,636	7,924	8,463	9,037
长期贷款	1,462	1,571	1,571	1,571	1,571
其他长期负债	2,571	3,351	3,351	3,351	3,351
总长期负债	4,033	4,922	4,922	4,922	4,922
总负债	13,351	12,558	12,846	13,385	13,959
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	35,047	40,331	44,622	49,029	54,357
股东权益	35,047	40,332	44,622	49,030	54,357
非控股权益	1,166	3,686	3,868	4,089	4,357
总权益	36,213	44,018	48,490	53,119	58,714

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2031E
税前利润	5,358	4,174	4,428	5,411	6,582
折旧及摊销	942	1,169	1,510	1,686	1,852
营运资本变动	(1,775)	(896)	(269)	(852)	(942)
利息调整	(12)	(61)	(187)	(188)	(203)
税费	(808)	(783)	(640)	(782)	(987)
其他经营活动现金流	1,837	1,064	0	0	0
经营活动现金流	5,541	4,668	4,843	5,275	6,302
资本开支	(5,400)	(4,034)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
投资活动	0	632	0	0	0
其他投资活动现金流	(2,788)	173	327	327	342
投资活动现金流	(8,188)	(3,228)	(4,673)	(4,673)	(4,658)
负债净变动	0	(705)	0	0	0
权益净变动	0	2,997	0	0	0
其他融资活动现金流	39	(331)	(158)	(140)	(140)
融资活动现金流	39	1,961	(158)	(140)	(140)
汇率收益/损失	0	(126)	0	0	0
年初现金	9,003	6,395	9,670	9,681	10,143
年末现金	6,395	9,670	9,681	10,143	11,648

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2031E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	1.060	0.820	0.869	1.061	1.283
全面摊薄每股收益	1.010	0.770	0.828	1.012	1.223
每股账面值	8.399	9.688	10.744	11.805	13.088
利润率分析(%)					
毛利率	44.0	40.1	39.1	40.3	41.5
EBITDA利润率	41.6	33.0	15.4	17.4	19.5
EBIT利润率	35.5	25.4	25.4	26.8	28.4
净利率	31.5	22.5	21.1	22.4	23.6
盈利能力(%)					
ROA	8.9	6.0	5.9	6.6	7.3
ROE	12.6	8.4	8.1	9.0	9.8
ROIC	11.7	8.0	7.7	8.6	9.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.0	2.8	2.7	2.8	2.9
存货周转天数	97.4	97.4	97.4	97.4	97.4
应收账款周转天数	134.1	136.1	136.1	136.1	136.1
应付账款周转天数	139.6	139.6	139.6	139.6	139.6

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月22日

药明生物 (2269 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。