

医药

收盘价

港元 18.42

目标价

港元 44.00个

潜在涨幅

+138.9%

2024 年 8 月 21 日

药明合联 (2268 HK)

1H24 业绩超预期，订单亮眼表现驱动业绩高增长确定性，上调目标价

公司 1H24 业绩和新签订单量均超预期，同时产能稳步扩张。尽管面临行业外部因素的挑战，我们看好 ADC 细分赛道的高景气度、公司借助一站式综合服务平台建立的长期护城河、以及订单快速增长带来的业绩高增长确定性。我们上调盈利预测、上调目标价至 44.0 港元，维持买入评级。

① **1H24 业绩超预期，订单表现亮眼：**1H24 收入和经调整净利润同比分别 +68%/+147%至 16.7 亿/5.3 亿元人民币，大超卖方一致预期。毛利率大幅提升 9ppts 至 32.1%，得益于运营效率提升和采购策略优化。公司新签 26 个综合项目，综合项目总数达到 167 个，包括 29 个 II 期或 III 期项目和 9 个 PPQ（临近申报）项目；另有 538 个发现阶段项目（2023 年底 427 个）。公司预计管线最快今年内将有美国 BLA 申报、明年起将有 CMO 项目启动。分地区看，**1H24 北美收入占比提升至 49%（2023 全年 40%），新客户数量北美占 47%，公司预计全年北美贡献 40%以上收入。**1H24 资本支出 5.22 亿元人民币，下半年开支将有所增长，主要用于无锡和新加坡厂房的建设，预计无锡 BCM2 L2（第二间 mAb/DS 双功能生产线）和 DP3 将分别于 4Q24 和 2Q25 投产，新加坡将于 2025 年底/2026 年初投产，进一步夯实公司全球生产供应能力。

② **上调目标价：**基于超预期的 1H24 业绩及中短期业绩能见度（1H24 末未完成订单金额 8.42 亿美元 vs. 2023 年末 5.79 亿美元），我们上调公司 2024-26 年收入预测至 34.0 亿/51.4 亿/68.3 亿元人民币、上调经调整净利润预测至 9.3 亿/14.2 亿/19.2 亿元人民币。我们继续以 DCF 对公司估值，起始年份滚动至 2025 年，但下调永续增长率至 2%，反映外部环境变化下的竞争格局不确定性，目标价上调至 44.0 港元。在 ADC/XDC 赛道融资边际复苏的背景下（1H24 全球融资额已接近 2020/21 全年水平），我们看好公司作为 ADC CRDMO 龙头持续受益于行业高增长红利的潜力，维持**买入**评级。

盈利预测变动

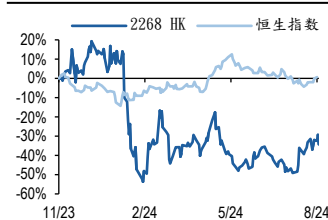
百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	3,402	3,260	4%	5,141	4,866	6%	6,827	6,714	2%
毛利润	1,083	989	10%	1,740	1,574	11%	2,447	2,306	6%
毛利率	31.8%	30.3%	1.5ppts	33.8%	32.3%	1.5ppts	35.8%	34.3%	1.5ppts
经调整归母净利润	934	783	19%	1,420	1,169	21%	1,922	1,680	14%
经调整归母净利率	27.4%	24.0%	3.4ppts	27.6%	24.0%	3.6ppts	28.2%	25.0%	3.1ppts

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	33.40
52周低位 (港元)	12.98
市值 (百万港元)	22,073.05
日均成交量 (百万)	7.57
年初至今变化 (%)	(42.44)
200天平均价 (港元)	17.42

资料来源：FactSet

丁政宁

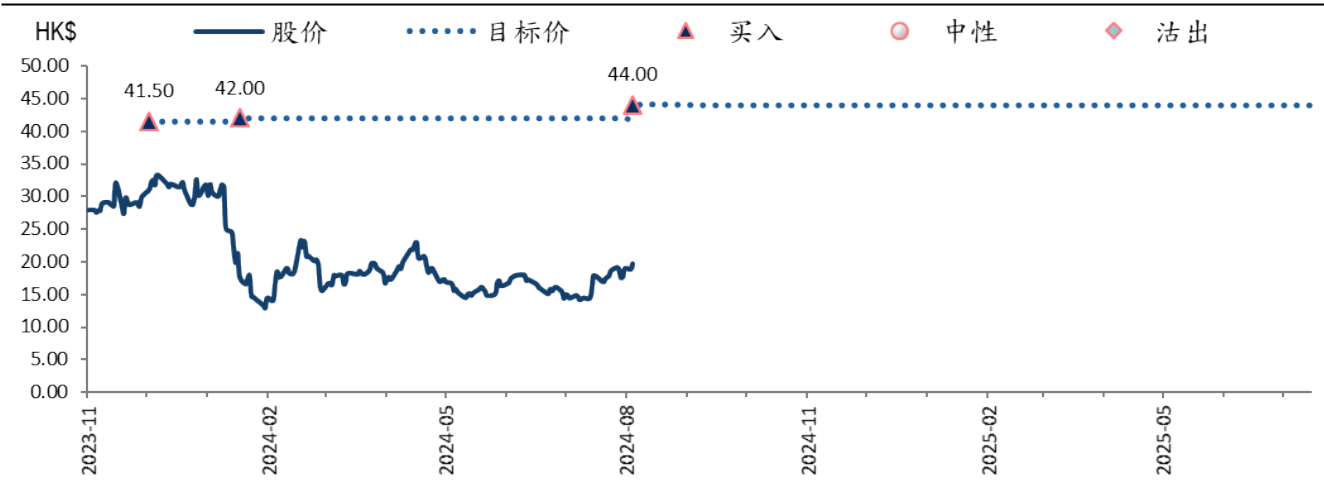
Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

图表 1: 药明合联：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E																				
收入	5,141	6,827	8,909	11,156	13,616	16,244	18,410	19,783	20,853	21,721	22,258																				
EBIT	1,509	2,087	2,796	3,615	4,505	5,421	6,169	6,619	6,975	7,269	7,461																				
减：所得税	(226)	(313)	(419)	(542)	(676)	(813)	(925)	(993)	(1,046)	(1,090)	(1,119)																				
加：折旧摊销	301	379	400	415	433	455	484	516	545	574	600																				
减：资本性支出	(925)	(546)	(517)	(558)	(613)	(682)	(736)	(752)	(772)	(782)	(779)																				
减：运营资本变动	(627)	(577)	(615)	(463)	(563)	(500)	(581)	(436)	(506)	(531)	(591)																				
自由现金流	32	1,030	1,646	2,468	3,087	3,882	4,410	4,954	5,197	5,439	5,572																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.5%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>8.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.10</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>13.3%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>30%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>10.6%</td></tr></table>										WACC		无风险利率	4.5%	市场风险溢价	8.0%	贝塔	1.10	股权成本	13.3%	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	10.6%
WACC																															
无风险利率	4.5%																														
市场风险溢价	8.0%																														
贝塔	1.10																														
股权成本	13.3%																														
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	10.6%																														
自由现金流现值	19,966																														
终值现值	24,204																														
企业价值	44,170																														
净现金	3,810																														
少数股东权益	-																														
股权价值（百万人民币）	47,980																														
股权价值（百万港元）	52,725																														
股份数量（百万）	1,198																														
每股价值（港元）	44.00																														

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 药明合联 (2268 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	14.02	24.00	71.2%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.24	28.75	134.9%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	57.06	76.00	33.2%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	118.80	156.00	31.3%	2024 年 08 月 08 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	28.15	40.40	43.5%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	18.50	41.00	121.6%	2024 年 05 月 17 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	43.45	48.00	10.5%	2024 年 05 月 17 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	32.30	72.00	122.9%	2024 年 05 月 17 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	46.10	70.00	51.8%	2024 年 03 月 19 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.55	4.40	700.7%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.45	7.40	201.9%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.42	44.00	138.9%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.36	16.20	42.6%	2024 年 03 月 27 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	19.52	49.00	151.0%	2024 年 03 月 28 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	85.13	93.30	9.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	48.98	33.10	-32.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	3.23	4.80	48.7%	2024 年 07 月 11 日	制药
1093 HK	石药集团	买入	5.68	11.00	93.7%	2024 年 05 月 27 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	31.94	40.00	25.2%	2024 年 04 月 29 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.89	14.00	77.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.35	11.50	114.9%	2024 年 02 月 19 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	42.31	45.50	7.5%	2024 年 04 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.36	16.00	-12.9%	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 21 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	990	2,124	3,402	5,141	6,827
主营业务成本	(729)	(1,564)	(2,319)	(3,401)	(4,380)
毛利	261	560	1,083	1,740	2,447
销售及管理费用	(58)	(139)	(243)	(357)	(460)
研发费用	(34)	(77)	(116)	(165)	(206)
经营利润	169	344	724	1,218	1,781
财务成本净额	(3)	(1)	0	55	57
其他非经营净收入/费用	29	17	277	291	305
税前利润	196	360	1,001	1,563	2,144
税费	(40)	(76)	(150)	(234)	(322)
净利润	156	284	851	1,329	1,822
作每股收益计算的净利润	156	284	851	1,329	1,822

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	335	4,048	3,639	3,810	4,990
应收账款及票据	506	956	1,470	2,046	2,505
存货	63	47	204	509	790
其他流动资产	499	149	145	145	145
总流动资产	1,402	5,200	5,458	6,509	8,429
物业、厂房及设备	799	1,246	2,399	3,023	3,190
无形资产	51	53	51	49	48
其他长期资产	245	236	236	236	236
总长期资产	1,094	1,535	2,686	3,309	3,474
总资产	2,496	6,735	8,144	9,818	11,903
短期贷款	71	0	0	0	0
应付账款	773	915	987	1,242	1,404
其他短期负债	170	364	767	767	767
总流动负债	1,014	1,279	1,755	2,009	2,171
其他长期负债	2	2	2	2	2
总长期负债	2	2	2	2	2
总负债	1,016	1,281	1,756	2,011	2,173
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	1,480	5,454	6,388	7,807	9,729
股东权益	1,481	5,454	6,388	7,808	9,730
总权益	1,481	5,454	6,388	7,808	9,730

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	196	360	1,001	1,563	2,144
折旧及摊销	31	102	209	303	381
利息调整	(5)	0	0	(55)	(57)
税费	(43)	(76)	(150)	(234)	(322)
其他经营活动现金流	73	(221)	(516)	(536)	(477)
经营活动现金流	252	164	544	1,041	1,669
资本开支	(201)	(500)	(953)	(925)	(546)
其他投资活动现金流	(1,078)	0	0	55	57
投资活动现金流	(1,280)	(500)	(953)	(871)	(489)
负债净变动	43	0	0	0	0
权益净变动	0	4,000	0	0	0
其他融资活动现金流	1,285	(1)	0	0	0
融资活动现金流	1,328	3,999	0	0	0
汇率收益/损失	8	49	0	0	0
年初现金	26	335	4,048	3,639	3,810
年末现金	335	4,048	3,639	3,810	4,990

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.092	0.177	0.277	0.711	1.109
全面摊薄每股收益	0.092	0.177	0.263	0.662	1.033
每股账面值	1.680	5.332	5.334	6.519	8.124
利润率分析(%)					
毛利率	26.4	26.3	31.8	33.8	35.8
EBITDA利润率	22.4	21.8	35.6	35.2	36.1
EBIT利润率	19.3	17.0	29.4	29.3	30.6
净利率	15.7	13.4	25.0	25.8	26.7
盈利能力(%)					
ROA	6.2	4.2	10.4	13.5	15.3
ROE	10.5	5.2	13.3	17.0	18.7
ROIC	10.0	5.2	13.3	17.0	18.7
其他					
流动比率	1.4	4.1	3.1	3.2	3.9
存货周转天数	31.5	22.6	40.0	60.0	70.0
应收账款周转天数	186.3	200.0	180.0	160.0	145.0
应付账款周转天数	387.0	250.0	180.0	150.0	130.0

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**

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关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；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有限公司、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。