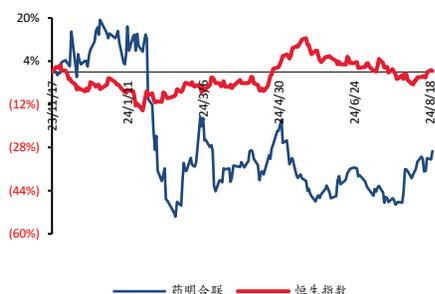


## ADC 外包服务市场持续扩容，药明合联业绩增长强劲

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(亿股)	11.98/11.98
总市值/流通(亿港元)	221/221
12个月内最高/最低价(港元)	34/12.08

### 相关研究报告

<<生物安全法案阴霾渐减，药明合联高增长有望持续>>--2024-06-24

<<风劲帆满立潮头，药明合联乘势而兴>>--2024-03-21

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

**事件：**2024年8月20日，药明合联发布2024年中期业绩公告：截至2024年6月30日，药明合联营业收入16.65亿元人民币，同比增长67.6%；毛利5.35亿元人民币，同比增长133.4%；净利4.88亿元人民币，同比增长175.5%；经调整净利5.34亿元人民币，同比增长146.6%。

### ADC 外包服务市场持续扩容，药明合联项目快速增加

药明合联的营收持续高增长，主要因素包括：(1) 全球ADC和泛偶联药外包服务市场快速增长，药明合联作为行业领先的ADC CRDMO服务提供商，实现了客户及项目数量的高增长；(2) 更多项目进入后期开发阶段。

ADC药物在肿瘤治疗领域展现出巨大潜力，全球在研ADC药物数量持续增加，ADC相关的CRO/CDMO需求快速增长。药明合联通过构建一体化能力全生命周期陪伴客户，逐步从行业竞争中脱颖而出。成立至今，项目总数高达702个，涵盖新型ADC及泛偶联药XDC项目，其中综合ADC项目总数达152个，综合XDC项目增至15个。高质量客户累计达到419家，累积赋能客户递交71份IND申请。

图表1：药明合联的项目总数达705个



注：1. 公司成立以来的2024年6月30日最新项目数

资料来源：药明合联，太平洋证券整理

药明合联“赋能、跟随和赢得分子”战略成功推动项目持续快速增长。药明合联综合项目总数达到167个，其中包括2024年上半年新签26个综合项目。后期项目（临床II期和III期）数量增至29个，其中9个PPQ将有潜力在2024年及以后提交BLA。

图表2：“赋能、跟随和赢得分子”战略推动项目增长



注：  
1. 公司成立以来2024年6月30日累积项目数  
2. 截至2024年6月30日进行中综合项目数

资料来源：药明合联，太平洋证券整理

### 药明合联毛利率超过 30%，在手订单驱动业绩持续高增长

药明合联的毛利率同比提升 9pct 至 32.1%，主要归因于：（1）下游强劲需求带来收入的增长；（2）偶联原液（DS）及偶联制剂（DP）的产能迅速爬坡，并达到较高的产能利用率；以及（3）药明合联进一步成本控制和采购策略的优化。

截至 2024 年 6 月 30 日，药明合联在手未完成订单高达 8.42 亿美元，同比增长 105%。充沛的在手订单量有望持续的驱动药明合联业绩高速增长。同时，药明合联积极的拓展海外市场，新加坡生产工厂已经进入建设阶段，有望在 2025 年底至 2026 年初投产。药明合联“全球双厂战略”的实施有望为海外业绩的增长保驾护航。

**盈利预测与投资评级：**根据药明合联的在手订单数量以及客户的管线进展，我们预测公司 2024/2025/2026 年的净利润分别为 7.41/10.37/15.01 亿。2023 年的股权激励约是 7500 万元，我们假设 2024-2026 年的股权激励依旧是 7500 万元，经调整后的净利润分别为 8.16/11.12/15.76 亿元。三年期 CAGR 是 38.97%，对应 2024 年的 PEG 仅为 0.69。

ADC 赛道处于爆发初级，药明合联作为细分领域的龙头具有绝对的竞争优势，业绩有望持续高速增长。考虑到药明合联是高成长性的公司，我们给予公司 2024 年的 PEG 等于 1 的估值，PE 值为 38.97，对应市值是 343 亿港元。维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不确定增加的风险；竞争日益加剧的风险；客户削减研发开支或者自建产能，对外包需求下降的风险；人才流失的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2124	3292	4696	5989
营业收入增长率(%)	114%	55%	43%	28%
归母净利（百万元）	284	741	1037	1501
净利润增长率(%)	82%	161%	40%	45%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.62	0.87	1.25
市盈率（PE）	122.49	27.05	19.32	13.34

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**ADC 外包服务市场持续扩容 药明合联业绩增长强劲**

资产负债表 (百万)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5,200	5,676	6,350	7,172
现金	4,048	3,500	3,283	3,236
应收账款及票据	822	1,271	1,813	2,312
存货	47	124	175	204
其他	283	781	1,079	1,419
<b>非流动资产</b>	1,535	3,008	4,441	5,859
固定资产	1,246	2,718	4,152	5,570
无形资产	270	270	270	270
其他	19	19	19	19
<b>资产总计</b>	6,735	8,684	10,791	13,030
<b>流动负债</b>	1,279	2,538	3,660	4,449
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	620	990	1,459	1,638
其他	659	1,548	2,201	2,811
<b>非流动负债</b>	2	2	2	2
长期债务	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
<b>负债合计</b>	1,281	2,540	3,661	4,451
普通股股本	0	0	0	0
储备	5,453	6,142	7,128	8,578
<b>归属母公司股东权益</b>	5,454	6,144	7,130	8,580
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	5,454	6,144	7,130	8,580
负债和股东权益	6,735	8,684	10,791	13,030
<b>现金流量表 (百万)</b>	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	333	1,006	1,296	1,444
净利润	284	741	1,037	1,501
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	60	78	117	132
营运资金变动及其他	-10	188	142	-190
<b>投资活动现金流</b>	-91	-1,503	-1,461	-1,440
资本支出	-539	-1,550	-1,550	-1,550
其他投资	448	47	89	110
<b>筹资活动现金流</b>	3,522	0	0	0
借款增加	-76	0	0	0
普通股增加	3,598	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	3,713	-548	-217	-47

利润表 (百万)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,124	3,292	4,696	5,989
其他收入	45	160	180	130
营业成本	1,564	2,230	3,150	3,680
销售费用	15	26	37	46
管理费用	124	192	284	368
研发费用	77	126	178	228
财务费用	-47	-50	-53	-56
除税前溢利	360	919	1,289	1,864
所得税	76	179	252	363
净利润	284	741	1,037	1,501
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	284	741	1,037	1,501
EBIT	313	869	1,236	1,808
EBITDA	373	947	1,353	1,941
EPS (元)	0.28	0.62	0.87	1.25
<b>主要财务比率</b>	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	114.44%	55.00%	42.64%	27.55%
归属母公司净利润	82.07%	161.21%	40.00%	44.79%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.35%	32.26%	32.92%	38.56%
销售净利率	13.35%	22.50%	22.08%	25.07%
ROE	5.20%	12.05%	14.54%	17.50%
ROIC	4.52%	11.40%	13.94%	16.97%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.02%	29.25%	33.93%	34.16%
净负债比率	-74.21%	-56.96%	-46.05%	-37.72%
流动比率	4.06	2.24	1.74	1.61
速动比率	3.91	2.03	1.53	1.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.46	0.43	0.48	0.50
应收账款周转率	3.33	3.15	3.05	2.90
应付账款周转率	2.84	2.77	2.57	2.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.28	0.62	0.87	1.25
每股经营现金流	0.28	0.84	1.08	1.21
每股净资产	4.55	5.13	5.95	7.16
<b>估值比率</b>				
P/E	122.49	27.05	19.32	13.34
P/B	7.53	3.26	2.81	2.33
EV/EBITDA	99.40	17.46	12.38	8.66

资料来源: 携宁, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。