

药明生物 (02269.HK) ——2024 年半年报点评

在手订单维持高位, “跟随并赢得分子” 战略持续推进

优于大市

核心观点

2024H1 营收保持稳健, 利润同比下滑。2024H1 公司实现营收 85.74 亿元 (+1.0%, 剔除新冠项目收入+7.7%), 归母净利润 14.99 亿元 (-33.9%), IFRS 经调整净利润 25.4 亿元 (-13.0%)。费用结构保持稳健, 2024H1 销售费用率 2.6% (+1.4pp), 管理费用率 9.0% (+1.0pp), 财务费用率 0.8% (-0.1pp)。

“跟随并赢得分子” 战略持续推进, 在手订单维持历史高位。2024 年上半年, 公司新签项目 61 个 (+32.6%), 其中包括 9 个“赢得分子”项目。截至 2024 年 6 月 30 日, 公司共有 78 个“赢得分子”项目, 在手订单达 201.05 亿美元, 与去年同期基本持平。项目数稳定增长, 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司进行中的总项目数达到 742 个 (+21.0%), 生物研发管线全面扩张, 其中单克隆抗体项目 316 个 (+13.7%)、双特异抗体及多特异抗体项目 123 个 (+17.1%), 抗体偶联药物项目 167 个 (+51.8%), 融合蛋白项目 76 个 (+13.4%), 其他蛋白项目 37 个 (+8.8%), 疫苗项目 23 个 (+21.1%)。

全球战略布局升级, 助推国际业务拓展。2024 年上半年, 公司在全球范围内进行战略性投资。1) 美国新泽西: 增加 2000L 原液产能, 加强临床制剂和原液生产能力。2) 爱尔兰敦多克: 成功完成首个 PPQ 项目。3) 中国杭州: MFG20 设施正式落成, 并引入三组 5000 升一次性生物反应器。4) 中国无锡: DP2 和 DP5 设施在今年上半年首次成功完成 FDA 的上市前检查。全球战略的布局升级进一步巩固了公司作为全球领先生物药 CDMO 服务提供者的地位。

药物发现技术与生产技术加速突破。2024 年上半年各技术平台均取得了重要进展。1) CD3/WuXiBody™和 WuXiUP™平台: 成功构建生产了 CN201 分子, 该分子是潜在同类最佳的 CD3xCD19 抗体。2) 下一代生产工艺平台 WuXiUI™: 将蛋白产量提升 3-6 倍, 进一步提升了生产效率和成本效益。

风险提示: 地缘政治风险; 景气度下行风险; 行业竞争加剧风险。

投资建议: “跟随并赢得分子” 战略持续推进, 在手订单维持高位, 维持 2024-2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 38.23/44.83/53.21 亿元, 同比增速 12.4%/17.3%/18.7%。公司全球产能布局逐步完善, 为业绩增长奠定坚实基础, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,269	17,034	18,145	20,852	24,129
(+/-%)	48.4%	11.6%	6.5%	14.9%	15.7%
净利润(百万元)	4420	3400	3823	4483	5321
(+/-%)	30.5%	-23.1%	12.4%	17.3%	18.7%
每股收益(元)	1.04	0.80	0.90	1.05	1.25
EBIT Margin	30.2%	25.0%	23.4%	24.9%	26.3%
净资产收益率 (ROE)	12.6%	8.4%	8.7%	9.2%	9.9%
市盈率 (PE)	12.7	16.5	14.7	12.5	10.6
EV/EBITDA	15.3	16.1	10.3	9.2	8.2
市净率 (PB)	1.60	1.39	1.27	1.16	1.04

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 生物制品

证券分析师: 彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师: 张佳博

021-60375487

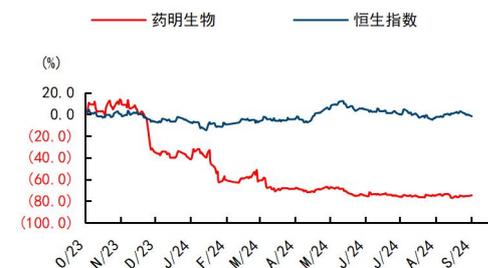
zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.34 港元
总市值/流通市值	47099/47099 百万港元
52 周最高价/最低价	52.45/10.14 港元
近 3 个月日均成交额	527.93 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《药明生物 (02269.HK) ——2023 年年报点评-全年收入保持稳健, 非新冠项目持续发力》——2024-04-02

《药明生物 (02269.HK) ——2023 年中报点评-剔除新冠项目收入同比增长 59.7%, 临床及商业化阶段项目持续加速》——2023-09-19

2024H1 营收保持稳健, 利润同比下滑。2024H1 公司实现营收 85.74 亿元(+1.0%, 剔除新冠项目收入+7.7%), 归母净利润 14.99 亿元(-33.9%), IFRS 经调整净利润 25.4 亿元(-13.0%)。费用结构保持稳健, 2024H1 销售费用率 2.6%(+1.4pp), 管理费用率 9.0%(+1.0pp), 财务费用率 0.8%(-0.1pp)。

图1: 药明生物营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



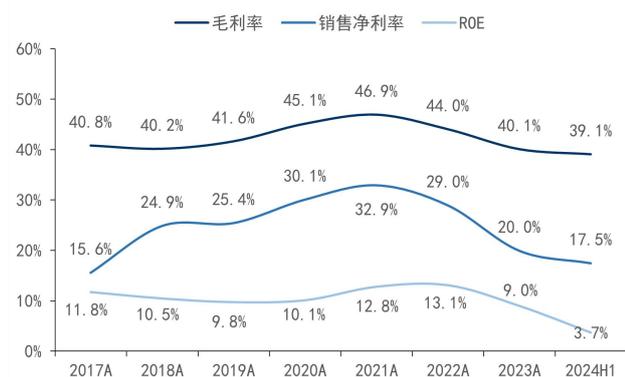
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 药明生物归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



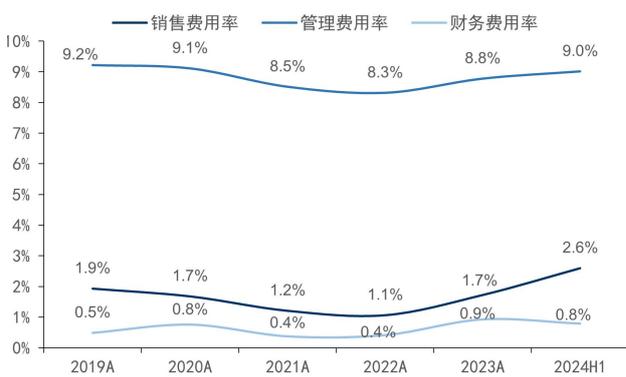
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 药明生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 药明生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

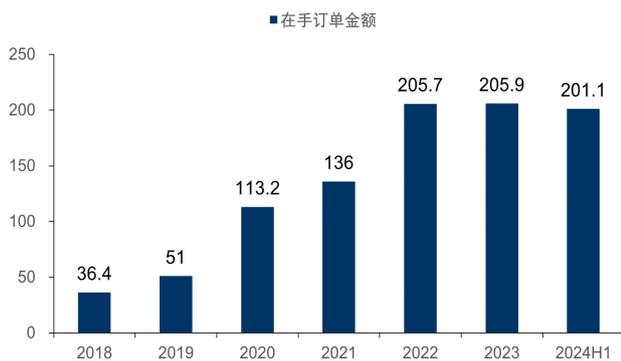
“跟随并赢得分子”战略持续推进，在手订单维持历史高位。2024年上半年，公司新签项目61个（+32.6%），其中包括9个“赢得分子”项目。截至2024年6月30日，公司共有78个“赢得分子”项目，在手订单达201.05亿美元，与去年同期基本持平。项目数稳定增长，截至2024年6月30日，公司进行中的总项目数达到742个（+21.0%），生物研发管线全面扩张，其中单克隆抗体项目316个（+13.7%）、双特异抗体及多特异抗体项目123个（+17.1%），抗体偶联药物项目167个（+51.8%），融合蛋白项目76个（+13.4%），其他蛋白项目37个（+8.8%），疫苗项目23个（+21.1%）。

表1: 药明生物进行中的项目情况

	2022	2023	2024H1
综合项目总数	588	698	742
按阶段划分:			
临床前项目	339	339	359
临床I期项目	203	203	224
临床II期项目	81	81	87
临床III期项目	51	51	56
商业化项目	24	24	16
按生物药产品划分:			
单克隆抗体	274	308	316
双特异抗体、多特异抗体	99	114	123
抗体偶联药物	94	143	167
融合蛋白	69	72	76
其他蛋白	32	36	37
疫苗	20	25	23

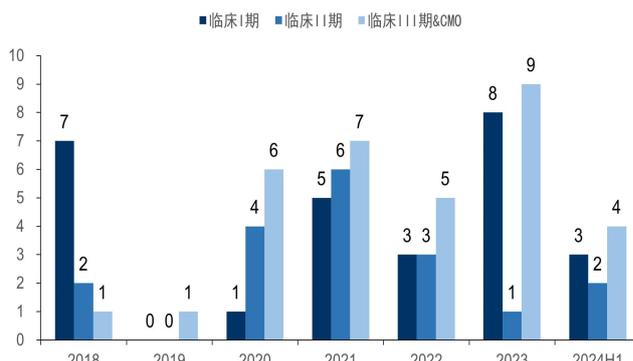
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 注: 数据截至2024年6月30日

图5: 药明生物在手订单金额变化情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

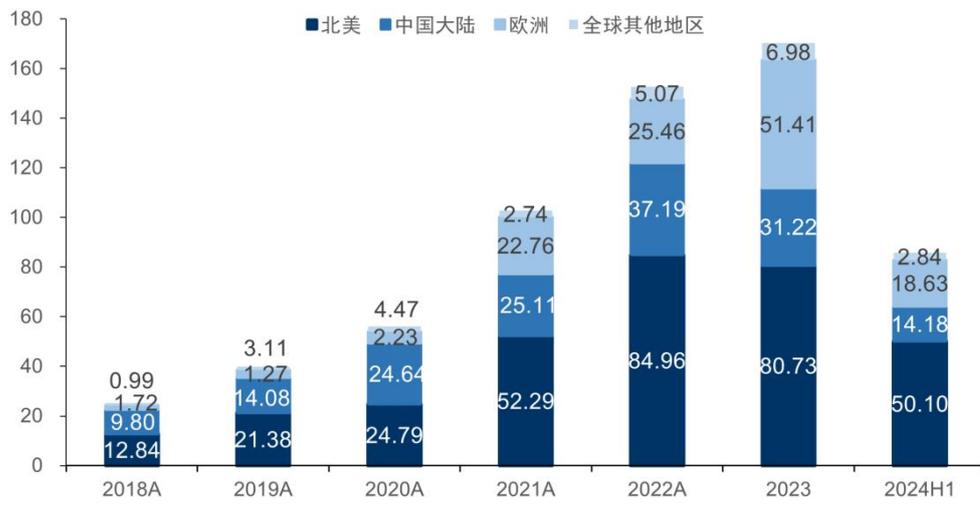
图6: 药明生物2018-2024H1年“赢得分子”项目新增情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全球战略布局升级，助推国际业务拓展。2024年上半年，公司在全球范围内进行战略性投资。1) 美国新泽西: 增加2000L原液产能，加强临床制剂和原液生产能力。2) 爱尔兰敦多克: 成功完成首个PPQ项目。3) 中国杭州: MFG20设施正式落成，并引入三组5000升一次性生物反应器。4) 中国无锡: DP2和DP5设施在今年上半年首次成功完成FDA的上市前检查。全球战略的布局升级进一步巩固了公司作为全球领先生物药CDMO服务提供者的地位。

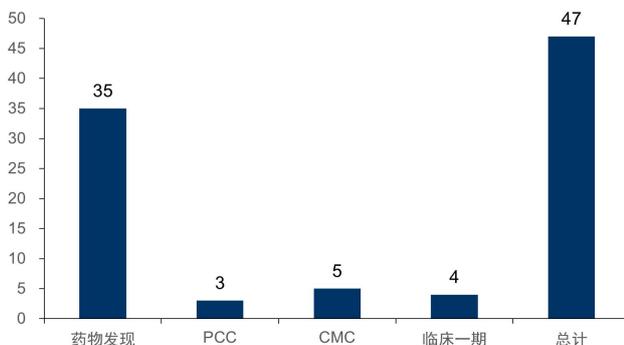
图7: 药明生物各地区营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

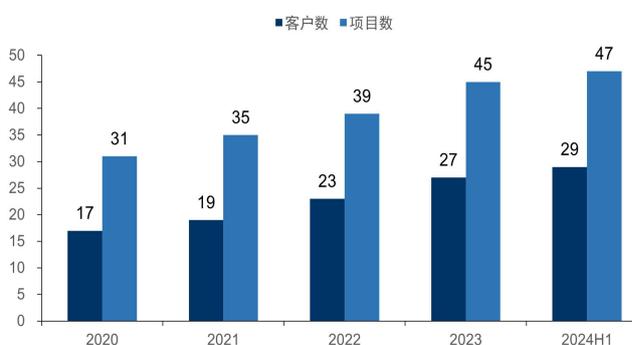
药物发现技术与生产技术加速突破。公司自主研发的双特异性抗体平台 WuXiBody™ 持续获得全球认可, 截至 2024 年 6 月 30 日, 共有 47 个项目达成对外合作, 其中: 4 个项目进入临床 I 期, 5 个项目处于 CMC 阶段, 3 个项目处于 PCC 阶段。此外, 2024 年上半年各技术平台均取得了重要进展。1) CD3/WuXiBody™ 和 WuXiUPTM 平台: 成功构建生产了 CN201 分子, 该分子是潜在同类最佳的 CD3xCD19 抗体。2) 下一代生产工艺平台 WuXiUITM: 将蛋白产量提升 3-6 倍, 进一步提升了生产效率和成本效益。

图8: WuXiBody™ 项目进展情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: WuXiBody™ 项目合作情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:“跟随并赢得分子”战略持续推进, 在手订单维持高位, 维持 2024-2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 38.23/44.83/53.21 亿元, 同比增速 12.4%/17.3%/18.7%。公司全球产能布局逐步完善, 为业绩增长奠定坚实基础, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	2024/09/06 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
02269.HK	药明生物	11.06	459	0.82	0.92	1.08	1.28	12.6	11.2	9.5	8.0	8.43	0.7	优于大市
603259.SH	药明康德	38.80	1,102	3.30	3.18	3.63	4.14	11.8	12.2	10.7	9.4	17.43	1.6	优于大市
002821.SZ	凯莱英	60.84	217	6.17	3.24	4.06	5.10	9.9	18.8	15.0	11.9	12.98	(3.0)	无评级
300759.SZ	康龙化成	19.37	312	0.90	0.99	1.11	1.32	21.6	19.6	17.4	14.7	12.75	1.4	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 康龙化成、凯莱英为 Wind 一致预测; 药明生物股价及总市值以港元计

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6395	9670	16494	23166	30396	营业收入	15269	17034	18145	20852	24129
应收款项	5644	6298	7328	7941	9282	营业成本	8545	10206	10706	12094	13753
存货净额	2281	1766	2056	2211	2457	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1615	1741	2055	2233	2595	销售费用	163	294	308	354	386
流动资产合计	18470	21198	29656	37618	47210	管理(含研发)费用	1952	2281	2431	2753	3185
固定资产	24171	27378	24760	21990	19188	财务费用	64	158	163	188	217
无形资产及其他	3604	4604	4543	4523	4547	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	501	296	296	296	296	资产减值及公允价值变动	0	0	100	0	0
长期股权投资	2818	3100	4133	4731	5369	其他收入	317	(19)	(460)	(460)	(460)
资产总计	49564	56576	63388	69159	76610	营业利润	4862	4075	4176	5003	6127
短期借款及交易性金融负债	1321	576	1340	1079	998	营业外净收支	496	99	387	348	224
应付款项	1626	1538	1551	1697	1941	利润总额	5358	4174	4563	5351	6351
其他流动负债	6371	5521	6425	6922	7762	所得税费用	808	603	548	642	762
流动负债合计	9319	7636	9316	9699	10702	少数股东损益	130	171	193	226	268
长期借款及应付债券	1462	1571	1571	1571	1571	归属于母公司净利润	4420	3400	3823	4483	5321
其他长期负债	2571	3351	4468	5147	6005	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	4033	4922	6039	6718	7576	净利润	4420	3400	3823	4483	5321
负债合计	13351	12558	15355	16417	18279	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	1166	3686	3879	4105	4373	折旧摊销	259	320	3178	3230	3263
股东权益	35047	40332	44154	48637	53958	公允价值变动损失	0	0	(100)	0	0
负债和股东权益总计	49564	56576	63388	69159	76610	财务费用	64	158	163	188	217
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	375	(219)	400	377	(6)
每股收益	1.04	0.80	0.90	1.05	1.25	其它	130	171	193	226	268
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	5183	3672	7494	8315	8846
每股净资产	8.23	9.47	10.37	11.42	12.67	资本开支	0	(3527)	(400)	(440)	(484)
ROIC	11%	9%	10%	12%	15%	其它投资现金流	82	812	0	(345)	(413)
ROE	13%	8%	9%	9%	10%	投资活动现金流	(398)	(2997)	(1433)	(1383)	(1535)
毛利率	44%	40%	41%	42%	43%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	30%	25%	23%	25%	26%	负债净变化	821	109	0	0	0
EBITDA Margin	32%	27%	41%	40%	40%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	48%	12%	7%	15%	16%	其它融资现金流	(9035)	2380	764	(261)	(81)
净利润增长率	30%	-23%	12%	17%	19%	融资活动现金流	(7393)	2599	764	(261)	(81)
资产负债率	29%	29%	30%	30%	30%	现金净变动	(2608)	3275	6824	6672	7230
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	9003	6395	9670	16494	23166
P/E	12.7	16.5	14.7	12.5	10.6	货币资金的期末余额	6395	9670	16494	23166	30396
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2	1.0	企业自由现金流	0	213	6909	7735	8356
EV/EBITDA	15	16	10	9	8	权益自由现金流	0	2567	7529	7309	8084

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032