

## 药明生物 (02269.HK)

## 推出动物药一站式解决方案，开拓新市场贡献新增量

11 月初，药明生物宣布推出 PawBio 动物保健生物药一站式解决方案。我们认为，公司作为人用生物药 CDMO 行业龙头，项目经验丰富，服务质量领先，客户认可度高，当前将业务拓展至动物生物药领域，有望为公司带来新的业务增量。

□ **宠物数量持续增长，催生百亿美金动物药市场：**随着人口家庭结构变化，宠物成为越来越多人的情感寄托、日常陪伴的重要伙伴。玛氏公司近期发布全球覆盖范围和样本数据最大的宠物调研报告，报告显示“当前全球宠物数量已超过 10 亿只”。随着宠物数量不断攀升，动物药品需求持续增长，2023 年全球动物用药市场规模约 480 亿美金，预计到 2033 年将达到 750-900 亿美金（CAGR 为 4-6%）。与人用药类似，动物药研发同样需要较高的研发投入，以全球最大的动物药公司 Zoetis 为例，2023 年实现收入 85.44 亿美元（yoy+5.74%），研发支出 6.13 亿美金（yoy+13.94%）。

□ **发挥人用药服务经验优势，拓展至动物药 CDMO 领域：**药明生物推出 PawBio 动物保健生物药一站式解决方案，基于人用生物药研发生产积累的丰富经验，更好满足客户需求，加速客户产品市场化进程。

■ **优势 1：一体化技术。**公司拥有 WuXia™、WuXiUP™、WuXiUI™ 等先进的技术平台，能够缩短进入临床应用的时间，降低项目风险。

■ **优势 2：全球双供应基地。**公司在美国和中国均设有工厂，可全力推动从细胞株构建，工艺开发到生产，满足 USDA、FDA、EMA 及其他全球机构的标准。

■ **优势 3：高效的成本管理。**公司擅长将成熟的工艺与创新技术相结合，提高生产效率，降低生产成本。

■ **优势 4：全球申报。**公司具有丰富的全球注册申报经验，能够为动物保健产品在全球申报提供支持。

□ **投资建议与盈利预测：**我们看好药明生物 CRDMO 业务模式，凭借领先的技术平台、高质量的服务能力在全球生物药 CDMO 领域占据领先地位。公司现推出动物保健生物药一站式解决方案，有望为公司带来新的业绩增量。我们预计 2024-2026 年实现收入 179、199、223 亿元，净利润 32、36、41 亿元，对应 PE 为 17、15、13 倍，维持“增持”投资评级。

□ **风险提示：**地缘政治、汇率波动、投融资环境波动等风险。

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 15287 | 17051 | 17941 | 19861 | 22266 |
| 同比增长       | 49%   | 12%   | 5%    | 11%   | 12%   |
| 营业利润(百万元)  | 4383  | 3897  | 4266  | 4782  | 5472  |
| 同比增长       | 38%   | -11%  | 9%    | 12%   | 14%   |
| 归母净利润(百万元) | 4420  | 3400  | 3170  | 3562  | 4091  |
| 同比增长       | 30%   | -23%  | -7%   | 12%   | 15%   |
| 基本每股收益(元)  | 1.01  | 0.80  | 0.76  | 0.86  | 0.98  |
| PE         | 12.6  | 15.9  | 16.7  | 14.8  | 12.9  |
| PB         | 1.6   | 1.3   | 1.2   | 1.1   | 1.0   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

当前股价：17.12 港元

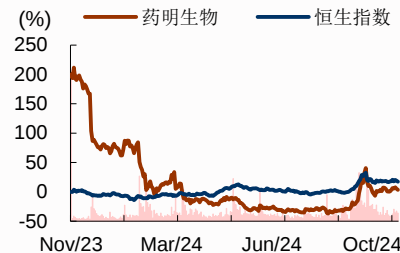
## 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 总股本（百万股）    | 4155   |
| 香港股（百万股）    | 4155   |
| 总市值（十亿港元）   | 71.1   |
| 香港股市值（十亿港元） | 71.1   |
| 每股净资产（港元）   | 11.5   |
| ROE（TTM）    | 6.5    |
| 资产负债率       | 20.4%  |
| 主要股东        | 李革     |
| 主要股东持股比例    | 14.28% |

## 股价表现

| %    | 1m  | 6m | 12m |
|------|-----|----|-----|
| 绝对表现 | -25 | 19 | -65 |

相对表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《药明生物 (02269) —XDC 实现高速增长，维持 2024 年全年指引不变》2024-08-24
- 2、《药明生物 (02269) —非新冠业务维持较高增速，24 年新签订单趋势良好》2024-04-04
- 3、《药明生物 (02269) —公司上调 23、24 年新增长项目数量目标，23 年商业化项目数超预期》2024-01-16

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 18470        | 21198        | 20903        | 22205        | 24390        |
| 现金及现金等价物       | 6395         | 9670         | 8908         | 9126         | 9956         |
| 交易性金融资产        | 2216         | 1361         | 1361         | 1361         | 1361         |
| 其他短期投资         | 319          | 362          | 362          | 362          | 362          |
| 应收账款及票据        | 4651         | 5663         | 5958         | 6596         | 7395         |
| 其它应收款          | 993          | 635          | 668          | 740          | 830          |
| 存货             | 2281         | 1766         | 1814         | 1991         | 2213         |
| 其他流动资产         | 1615         | 1741         | 1832         | 2028         | 2274         |
| <b>非流动资产</b>   | 31095        | 35377        | 38938        | 42338        | 45583        |
| 长期投资           | 2818         | 3100         | 3100         | 3100         | 3100         |
| 固定资产           | 24171        | 27378        | 30939        | 34338        | 37583        |
| 无形资产           | 3824         | 4604         | 4604         | 4604         | 4604         |
| 其他             | 281          | 296          | 296          | 296          | 296          |
| <b>资产总计</b>    | <b>49564</b> | <b>56576</b> | <b>59842</b> | <b>64542</b> | <b>69973</b> |
| <b>流动负债</b>    | 9319         | 7636         | 7221         | 7814         | 8557         |
| 应付账款           | 794          | 833          | 856          | 940          | 1044         |
| 应交税金           | 831          | 705          | 705          | 705          | 705          |
| 短期借款           | 1321         | 576          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 6371         | 5521         | 5660         | 6169         | 6808         |
| <b>长期负债</b>    | 4033         | 4922         | 4922         | 4922         | 4922         |
| 长期借款           | 1462         | 1571         | 1571         | 1571         | 1571         |
| 其他             | 2571         | 3351         | 3351         | 3351         | 3351         |
| <b>负债合计</b>    | <b>13351</b> | <b>12558</b> | <b>12143</b> | <b>12736</b> | <b>13479</b> |
| 股本             | 4376         | 4258         | 4155         | 4155         | 4155         |
| 储备             | 37313        | 35047        | 40331        | 43416        | 46883        |
| 少数股东权益         | 1166         | 3686         | 4283         | 4924         | 5627         |
| 归属于母公司所有者权益    | 35047        | 40332        | 43416        | 46883        | 50867        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>49564</b> | <b>56576</b> | <b>59842</b> | <b>64542</b> | <b>69973</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2022          | 2023        | 2024E        | 2025E      | 2026E      |
|----------------|---------------|-------------|--------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 5542          | 4668        | 4639         | 5048       | 5667       |
| 净利润            | 4420          | 3400        | 3170         | 3562       | 4091       |
| 折旧与摊销          | 801           | 1169        | 1242         | 1404       | 1558       |
| 营运资本变动         | (974)         | (896)       | (306)        | (490)      | (613)      |
| 其他非现金调整        | 1295          | 995         | 533          | 572        | 630        |
| <b>投资活动现金流</b> | (5908)        | (3228)      | (4623)       | (4636)     | (4632)     |
| 资本性支出          | (5868)        | (4231)      | (5000)       | (5000)     | (5000)     |
| 出售固定资产收到的现金    | 20            | 197         | 197          | 197        | 197        |
| 投资增减           | 21191         | 30639       | 0            | 0          | 0          |
| 其它             | 226           | 250         | 180          | 167        | 171        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (2592)        | 1961        | (777)        | (194)      | (206)      |
| 债务增减           | (295)         | (818)       | (576)        | 0          | 0          |
| 股本增减           | (2768)        | (891)       | 0            | 0          | 0          |
| 股利支付           | 0             | 0           | 85           | 95         | 107        |
| 其它筹资           | 472           | 3670        | (116)        | (99)       | (99)       |
| 其它调整           | 0             | 0           | (170)        | (190)      | (214)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(2608)</b> | <b>3275</b> | <b>(762)</b> | <b>218</b> | <b>830</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元            | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>总营业收入</b>      | 15287 | 17051 | 17941 | 19861 | 22266 |
| 主营收入              | 15269 | 17034 | 17922 | 19841 | 22244 |
| 营业成本              | 8545  | 10206 | 10484 | 11508 | 12790 |
| <b>毛利</b>         | 6724  | 6828  | 7438  | 8333  | 9453  |
| 营业支出              | 2359  | 2948  | 3190  | 3571  | 4004  |
| <b>营业利润</b>       | 4383  | 3897  | 4266  | 4782  | 5472  |
| 利息支出              | 64    | 158   | 116   | 99    | 99    |
| 利息收入              | 107   | 219   | 74    | 72    | 76    |
| 权益性投资损益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非经营性损益          | 435   | 117   | 106   | 95    | 95    |
| 非经常项目损益           | 496   | 99    | 89    | 80    | 80    |
| <b>除税前利润</b>      | 5358  | 4174  | 4419  | 4931  | 5625  |
| 所得税               | 808   | 603   | 652   | 728   | 831   |
| 少数股东损益            | 130   | 171   | 597   | 641   | 703   |
| <b>归属普通股股东净利润</b> | 4420  | 3400  | 3170  | 3562  | 4091  |
| <b>基本EPS(元)</b>   | 1.01  | 0.80  | 0.76  | 0.86  | 0.98  |

## 主要财务比率

|                | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |      |      |       |       |       |
| 营业收入           | 49%  | 12%  | 5%    | 11%   | 12%   |
| 营业利润           | 38%  | -11% | 9%    | 12%   | 14%   |
| 净利润            | 30%  | -23% | -7%   | 12%   | 15%   |
| <b>获利能力</b>    |      |      |       |       |       |
| 毛利率            | 44%  | 40%  | 41%   | 42%   | 42%   |
| 净利率            | 29%  | 20%  | 18%   | 18%   | 18%   |
| ROE            | 13%  | 8%   | 7%    | 8%    | 8%    |
| ROIC           | 11%  | 8%   | 8%    | 8%    | 8%    |
| <b>偿债能力</b>    |      |      |       |       |       |
| 资产负债率          | 27%  | 22%  | 20%   | 20%   | 19%   |
| 净负债比率          | 6%   | 4%   | 3%    | 2%    | 2%    |
| 流动比率           | 2.0  | 2.8  | 2.9   | 2.8   | 2.9   |
| 速动比率           | 1.7  | 2.5  | 2.6   | 2.6   | 2.6   |
| <b>营运能力</b>    |      |      |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.3  | 0.3  | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 存货周转率          | 4.3  | 5.0  | 5.9   | 6.0   | 6.1   |
| 应收帐款周转率        | 2.9  | 2.9  | 2.8   | 2.8   | 2.9   |
| 应付帐款周转率        | 12.1 | 12.5 | 12.4  | 12.8  | 12.9  |
| <b>每股资料(元)</b> |      |      |       |       |       |
| 基本每股收益         | 1.01 | 0.80 | 0.76  | 0.86  | 0.98  |
| 每股经营现金         | 1.27 | 1.10 | 1.12  | 1.21  | 1.36  |
| 每股净资产          | 8.01 | 9.47 | 10.45 | 11.28 | 12.24 |
| 每股股利           | 0.02 | 0.02 | 0.02  | 0.03  | 0.03  |
| <b>估值比率</b>    |      |      |       |       |       |
| PE             | 12.6 | 15.9 | 16.7  | 14.8  | 12.9  |
| PB             | 1.6  | 1.3  | 1.2   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA      | 1.1  | 1.2  | 1.2   | 1.0   | 0.9   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。