

买入

2024 年 11 月 15 日

24 年上半年公司经调整股东应占溢利同比下降 20.7%

- **24 年上半年公司经调整股东应占溢利同比下降 20.7%:** 24 年上半年公司收入同比+1.0%至 85.7 亿元, 扣除新冠影响, 非新冠收入+7.7%。由于高毛利率的 R 端收入的减少和海外工厂爬坡影响, 公司毛利率同比下降 2.8 个百分点至 39.1%。公司的销售、管理、研发和财务费用率分别同比上升 1.5、1.0、0 和 -0.1 个百分点至 2.6%、9.0%、4.0%和 0.8%。综上所述, 公司归母净利润同比下降 33.9%至 15.0 亿元, 归母净利润率同比下降 9.2 个百分点至 17.5%。如果调整以股份为基础的薪酬开支、外汇收益和股权投资公允价值变动, 则公司调整后归母净利润-20.7%至 22.5 亿元, 调整后归母净利润率同比下降 7.2 个百分点至 26.2%。24 年中公司净现金 73.7 亿元。24 年上半年公司自由现金流为-6 亿元。
- **24 年中总项目数增加 61 个至 742 个:** 24 年中总项目数 742 个, 其中临床前 359 个, 上半年新签 52 个项目, 新签项目数仍展示了公司在 R 端的竞争力。临床早期项目 311 个 (其中一期 224 个, II 期 87 个), 从项目各阶段的数量变化可见临床前至临床阶段的管道流速在变慢。临床 III 期项目 56 个, 商业化项目 16 个, 商业化项目的减少主要是新冠和一个老项目的移除。项目进展 XDC 和双抗仍是重要的增长引擎, XDC 项目增长了 24 个至 167 个, 这也反映在 XDC 的财务数据上, 上半年该部分收入同比增长 88.1%至 16.1 亿元, 收入占比 18.8%, 经营利润率提升 10.1 个百分点至 34.8%。应用 WuXiBody®平台项目数上半年增加 5 个至 50 个, 同润医药将基于药明生物的 WuXiBody 技术构建的处于 1b/2 期临床试验 CD3xCD19 双抗 CN201 近期以 7 亿美元首付款+6 亿美元里程碑授权给默沙东, 再次证明了公司的 TCE 双抗/多抗平台能力获得国际大厂的认可。
- **政策影响:** 24 年 9 月, 美众议院通过《生物安全法案》审议投票, 拟限制美国政府提供的资金、贷款或补助被用于在履行政府资助的合同中使用被指定公司提供的某些生物技术设备或服务。按照众议院版本药明生物的合约受影响的项目数约占公司总项目数的约 2%。根据立法流程, 要使其成为法律, 还必须在第 118 届国会任期届满 (25 年 1 月 3 日) 之前获得美国参议院的批准。另 24 年 9 月虽然美国参议院发布的 NDAA (国防授权法案) 中未包含生物安全提案, 但未来仍有不确定性。
- **目标价 18.3 港元:** 公司 23 年 12 月 6 月提出 6 亿美元的回购计划, 公司 24 年至今公司回购约 1.3 亿股, 耗资约 19.4 亿港币。我们以 DCF 为公司估值, 由于政策仍有不确定性, 将折现率设至 12%, 永续增长率为 1%, 给予公司目标价 18.3 港元, 较昨日收市价有 20.8%的上升空间。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

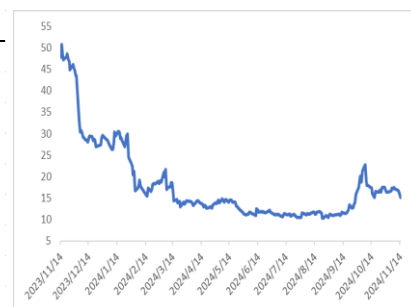
主要资料

行业	医药
股价	15.18 港元
目标价	18.3 港元 (+20.8%)
股票代码	2269
已发行股本	41.55 亿股
总市值	630.73 亿港元
52 周高/低	49.7 港元/10.14 港元
每股净资产	10.8 港元
主要股东	New WuXi Life Science Holdings Limited (14.07%)

表: 盈利摘要

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,269	17,034	18,415	20,000	22,238
增长	48.4%	11.6%	8.1%	8.6%	11.2%
股东应占溢利	4,420	3,400	3,096	3,503	3,989
增长	30.5%	-23.1%	-8.9%	13.1%	13.9%
股东利润率	29.0%	20.0%	16.8%	17.5%	17.9%
每股盈利(人民币元)	1.06	0.82	0.75	0.85	0.97
市盈率@15.18港元	13.0	16.8	18.3	16.2	14.2
每股派息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


资料来源: 彭博

主要财务报表

百万人民币，财务年度截至12月31日

损益表	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	财务分析	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入	15,269	17,034	18,415	20,000	22,238	盈利能力					
营业成本	(8,545)	(10,206)	(11,141)	(11,800)	(12,898)	经营利润率 (%)	35.1%	24.5%	23.5%	24.8%	25.5%
毛利润	6,724	6,828	7,274	8,200	9,340	EBITDA 利润率 (%)	40.8%	31.7%	30.3%	31.9%	32.7%
销售费用	(163)	(294)	(497)	(560)	(645)	净利率 (%)	29.8%	21.0%	20.0%	21.1%	21.7%
行政开支	(1,270)	(1,495)	(1,749)	(1,900)	(2,113)						
经营盈利	5,358	4,174	4,326	4,953	5,675	营运表现					
其他收入及收益	305	417	677	677	677	SG&A/收入 (%)	-9.4%	-10.5%	-12.2%	-12.3%	-12.4%
财务费用	64	158	147	160	178	实际税率 (%)	-15.1%	-14.5%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
税前盈利	5,358	4,174	4,326	4,953	5,675	股息支付率 (%)	-				
所得税	808	603	649	743	851						
利润总额	4,550	3,571	3,677	4,210	4,824	应付账款天数	31	32	33	33	33
公司权益持有人溢利	4,420	3,400	3,096	3,503	3,989	应收账款天数	99	100	101	101	101
折旧及摊销	874	1,220	1,248	1,423	1,598	存货周转天数	51	52	53	53	53
EBITDA	6,232	5,394	5,575	6,377	7,273						
						财务状况					
每股盈利(元)	1.06	0.82	0.75	0.85	0.97	负债/权益	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
						收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
增长						总资产/股本	9.0	10.8	11.7	12.6	13.7
营业收入 (%)	48.4%	11.6%	8.1%	8.6%	11.2%	息税前保障倍数	(83.8)	(26.7)	(30.4)	(31.9)	(32.8)
EBITDA (%)	67.0%	-13.5%	3.4%	14.4%	14.1%						
每股收益 (%)	30.9%	-22.6%	-8.0%	13.1%	13.9%	净资产收益率	12.6%	8.1%	7.7%	8.1%	8.5%
资产负债表	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	现金流量表	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	6,395	9,670	9,217	9,442	10,377	税前盈利	5,358	4,174	4,326	4,953	5,675
应收账款和票据	5,610	6,293	6,526	6,695	6,879	营运资金变化	(582)	(1,104)	(630)	(442)	(500)
存货	2,281	1,766	1,870	1,988	2,150	其他经营现金流	874	1,220	1,248	1,423	1,598
其他流动资产	-	-	-	-	-	所得税	(808)	(603)	(649)	(743)	(851)
总流动资产	6,395	9,670	9,217	9,442	10,377	营运现金流	5,500	4,700	8,126	5,225	5,935
非流动资产											
固定资产	31,095	35,377	38,775	42,319	45,707	资本开支	(4,287)	(4,247)	(5,122)	(5,000)	(5,000)
无形资产	549	512	461	427	415	其他投资活动	-	-			
其他非流动资产	59	61	61	61	61	投资活动现金流	(4,287)	(4,247)	(5,122)	(5,000)	(5,000)
总资产	37,490	45,047	47,993	51,761	56,084						
流动负债						负债变动	(429)	(513)	(138)	(131)	(124)
短期借款	1,321	576	576	576	576	股本变动					
应付账款和其他应付款	3,269	2,756	2,618	2,487	2,363	其他融资活动现金流	(3,392)	(122)	138	131	124
金融负债	426					融资活动现金流	(3,821)	(636)	-	-	-
总流动负债	6,049	4,880	4,726	4,579	4,440						
长期借款	1,462	1,571	1,571	1,571	1,571	现金变化	(2,608)	(182)	3,004	225	935
其他固定负债	-	-									
总负债	10,082	9,802	9,648	9,501	9,361	期初持有现金	9,003	6,395	6,213	9,217	9,442
股东权益	36,213	44,018	47,695	51,906	56,729	期末持有现金	6,395	6,213	9,217	9,442	10,377
负债权益合计	46,295	53,820	57,343	61,406	66,091						

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。