

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明生物 (2269. HK)

下半年边际加速显著，拥有 R+D+M 三条长期增长曲线

2025 年 03 月 26 日

唐爱金 医药首席分析师
执业编号：S1500523080002
邮箱：tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师
执业编号：S1500524120003
邮箱：hexin1@cindasc.com

事件：2025 年 3 月 25 日，公司发布 2024 年全年业绩简报。2024 年公司实现营业收入 186.75 亿元，同比增长 9.6%，如果扣除新冠项目的影响，2024 年公司非新冠收入同比增长 13.1%；2024 年公司实现毛利润 76.51 亿元，同比增长 12.1%，对应毛利率达到 41.0%；2024 年公司实现净利润 39.45 亿元，同比增长 10.5%，对应净利率达到 21.1%；2024 年公司实现归母净利润 33.56 亿元，同比下滑 1.3%，对应归母净利率达到 18.0%；2024 年公司实现经调整归母净利润 47.84 亿元，同比增长 1.8%，对应经调整归母净利率达到 25.6%。

点评：

➤ 整体业绩符合预期，下半年边际加速显著。

1) 从业绩节奏来看：2024 上半年公司实现营业收入 85.74 亿元，同比基本持平，实现经调整归母净利润 22.50 亿元，同比下滑 20.7%；2024 下半年公司实现营业收入 101.01 亿元，同比增长 18.25%，实现经调整归母净利润 25.34 亿元，同比增长 36.18%。

2) 根据客户区域划分：2024 年来自北美客户的收入 106.96 亿元，同比增长 32.5%，收入占比约 52.3%；来自中国客户的收入 28.20 亿元，同比下滑 9.7%，收入占比约 15.1%；来自欧洲客户的收入 42.22 亿元，同比下滑 15.9%，收入占比约 23.2%；来自世界其他区域客户的收入 8.36 亿元，同比增长 19.7%，收入占比约 4.5%。

3) 根据项目阶段划分：2024 年临床前服务收入 70.62 亿元，同比增长 30.7%，收入占比约 37.8%；早期临床（I&II 期）开发服务收入 38.16 亿元，同比增长 5.5%，收入占比约 20.4%；后期临床（III 期）开发服务及商业化生产收入 74.85 亿元，同比下滑 3.2%，收入占比约 40.1%；其他（博格隆）收入 3.13 亿元，同比增长 9.9%，收入占比约 1.7%。

4) 根据项目类型划分：2024 年生物药项目收入 147.31 亿元，同比下滑 2.6%，收入占比约 78.9%；XDC 项目收入 39.44 亿元，同比增长 106.91%，收入占比约 21.1%。

我们认为，公司整体业绩符合预期，营业收入增速接近公司 2024 年官方业绩指引上限(同比增长 5-10%，非新冠同比增长 8-14%)，其中 2024 年下半年业绩边际加速显著，我们发现主要得益于北美市场的回暖、临床前服务（R&D）的高增长和 ADC 项目的高景气度。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编：100031

➤ 项目储备和订单储备充足，具备持续成长基础。

1) 从项目储备来看：公司坚持“跟随并赢得分子”战略，2024 年新签项目 151 个，同比 2023 年（新签项目 132 个）增加 19 个，其中超过一半新签项目来自美国。2024 年获得 20 个“赢得分子”项目，其中包括 13 个临床三期和商业化项目，大部分来自美国。截至 2024 年底，公司临床前项目 402 个，临床 I 期项目 243 个，临床 II 期项目 85 个，临床 III 期项目 66 个，商业化项目 21 个。

2) 从订单储备来看：截至 2024 年底，公司未完成订单总额约 185 亿美元；其中，未完成服务订单约 105 亿美元，同比略有下降，主要受到新冠项目订单取消和默沙东疫苗项目终止的影响；未完成潜在里程碑付款订单约 80 亿美元，反映 R 势头加速以及潜在上行空间。截至 2024 年底，公司三年内未完成订单约 37 亿美元，同比略有下降，主要受到默沙东疫苗合同终止的影响。

我们认为，公司新签项目持续高增，临床三期和商业化项目储备充足，未完成订单仍处于历史高位，公司业绩具备持续成长基础。基于前瞻性判断，公司预计 2025 年整体收入同比增长 12-15%，持续经营业务收入增长 17-20%（不包括药明海德爱尔兰的收入），2025 年盈利能力有望继续提升。

➤ 全球领先的 CRDMO 平台，拥有 R+D+M 三条长期增长曲线。

1) 研究 (R)：2024 年 R 技术平台赋能 7 个分子发现服务的全球项目，有权获得总额约为 1.4 亿美元的近期付款，潜在总交易金额超过 23 亿美元。公司已累计赋能 50+ 具里程碑付款及销售分成潜力的项目。

2) 开发 (D)：公司加速交付时间，在北美生产 GMP 物料由 DNA 到 IND 的交付时间已缩短至 9 个月，对标同业交付周期约为 12-24 个月。截至 2024 年底，公司累计赋能超过 607 个 IND 申报项目，其中 2024 年完成 124 个 IND 申报项目。

3) 生产 (M)：公司在全球范围内布局 9 个生产基地，2024 年资本开支约为 39 亿元，2025 年资本开支预计约为 60 亿元。PPQ 批次稳步增长，2024 年完成 16 个 PPQ 项目，2025 年公司预计完成 24 个 PPQ 项目，截至 2025 年公司预计累计完成 101 个 PPQ 项目。

➤ 盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 213.61 亿元、243.91 亿元、274.21 亿元，归母净利润分别为 40.28 亿元、46.39 亿元、52.80 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.98 元、1.13 元、1.29 元，对应 PE 估值分别为 24.82 倍、21.55 倍、18.94 倍。

➤ 风险因素：新签订单不及预期；地缘政治不确定性；产能建设进度不及预期；行业竞争加剧的风险。

| 重要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 18675 | 21361 | 24391 | 27421 |
| 增长率 YoY % | 10% | 14% | 14% | 12% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3356 | 4028 | 4639 | 5280 |
| 增长率 YoY% | -1% | 20% | 15% | 14% |
| 毛利率% | 41.0% | 41.2% | 41.5% | 41.8% |
| 净资产收益率ROE% | 8.0% | 8.8% | 9.2% | 9.5% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.82 | 0.98 | 1.13 | 1.29 |
| 市盈率 P/E(倍) | 20.13 | 24.82 | 21.55 | 18.94 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.62 | 2.18 | 1.98 | 1.79 |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 25 日收盘价

| 资产负债表 | | | | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 23,573 | 24,753 | 27,786 | 32,558 |
| 货币资金 | 8,279 | 7,617 | 8,576 | 11,277 |
| 应收票据 | | | | |
| 应收账款 | 5,532 | 6,327 | 7,225 | 8,122 |
| 预付账款 | | | | |
| 存货 | 1,522 | 1,734 | 1,969 | 2,203 |
| 其他 | 8,241 | 9,075 | 10,016 | 10,956 |
| 非流动资产 | 33,404 | 37,815 | 41,198 | 43,594 |
| 长期股权投资 | | | | |
| 固定资产(合计) | 26,070 | 30,561 | 34,015 | 36,471 |
| 无形资产 | 4,337 | 4,257 | 4,187 | 4,126 |
| 其他 | 2,997 | 2,997 | 2,997 | 2,997 |
| 资产总计 | 56,977 | 62,567 | 68,984 | 76,152 |
| 流动负债 | 8,621 | 9,476 | 10,438 | 11,399 |
| 短期借款 | 2,435 | 2,435 | 2,435 | 2,435 |
| 应付票据 | | | | |
| 应付账款 | 747 | 851 | 967 | 1,082 |
| 其他 | 5,439 | 6,189 | 7,036 | 7,882 |
| 非流动负债 | 2,879 | 2,879 | 2,879 | 2,879 |
| 长期借款 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 其他 | 2,678 | 2,678 | 2,678 | 2,678 |
| 负债合计 | 11,500 | 12,354 | 13,317 | 14,278 |
| 少数股东权益 | 3,658 | 4,366 | 5,180 | 6,107 |
| 归属母公司股东权益 | 41,819 | 45,847 | 50,487 | 55,767 |
| 负债和股东权益 | 56,977 | 62,567 | 68,984 | 76,152 |

| 利润表 | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 18,675 | 21,361 | 24,391 | 27,421 |
| 营业成本 | 11,025 | 12,560 | 14,269 | 15,959 |
| 营业税金及附加 | | | | |
| 销售费用 | 474 | 542 | 619 | 695 |
| 管理费用 | 1,674 | 1,914 | 2,186 | 2,457 |
| 研发费用 | 766 | 877 | 1,001 | 1,125 |
| 财务费用 | 158 | -43 | -33 | -48 |
| 减值损失合计 | | | | |
| 投资净收益 | | | | |
| 其他 | | | | |
| 营业利润 | 4,834 | 5,803 | 6,683 | 7,605 |
| 营业外收支 | | | | |
| 利润总额 | 4,834 | 5,803 | 6,683 | 7,605 |
| 所得税 | 889 | 1,067 | 1,229 | 1,399 |
| 净利润 | 3,945 | 4,735 | 5,454 | 6,207 |
| 少数股东损益 | 589 | 707 | 815 | 927 |
| 归属母公司净利润 | 3,356 | 4,028 | 4,639 | 5,280 |
| EBITDA | 6,392 | 7,469 | 8,386 | 9,283 |
| EPS(当年)(元) | 0.82 | 0.98 | 1.13 | 1.29 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 3,856 | 5,088 | 5,644 | 6,323 |
| 净利润 | 3,356 | 4,028 | 4,639 | 5,280 |
| 折旧摊销 | 1,400 | 1,709 | 1,737 | 1,725 |
| 财务费用 | | | | |
| 投资损失 | | | | |
| 营运资金变动 | -1,489 | -1,357 | -1,546 | -1,609 |
| 其它 | | | | |
| 投资活动现金流 | -5,100 | -5,669 | -4,605 | -3,540 |
| 资本支出 | -3,900 | -6,120 | -5,120 | -4,120 |
| 长期投资 | | | | |
| 其他 | -1,200 | 451 | 515 | 580 |
| 筹资活动现金流 | -147 | -81 | -81 | -81 |
| 吸收投资 | -147 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | | | | |
| 支付利息或股息 | 0 | -81 | -81 | -81 |
| 现金流净增加额 | -1,391 | -662 | 958 | 2,701 |

研究团队简介

唐爱金, 医药首席分析师, 浙江大学硕士, 曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员, 具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验, 曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫, 医药分析师, 医疗健康研究组长, 北京大学汇丰商学院硕士, 上海交通大学工学学士, 5年医药行业研究经验, 2024年加入信达证券, 主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳, 医药分析师, 中山大学岭南学院数量经济学硕士, 3年医药生物行业研究经历, 曾任职于方正证券, 2023年加入信达证券, 负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的工作。

章钟涛, 医药分析师, 暨南大学国际投融资硕士, 超2年医药生物行业研究经历, CPA(专业阶段), 曾任职于方正证券, 2023年加入信达证券, 主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹, 医药分析师, 北京大学生物医学工程硕士, 2年创新药行业研究经历, 2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。 | 看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。 |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。