

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明生物 (2269.HK)

2025年03月26日

# 下半年边际加速显著, 拥有 R+D+M 三条长期增长曲线

**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年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年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。

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

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
营业总收入(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		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	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	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	56,977	62,567	68,984	76,152	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东权益</b>	56,977	62,567	68,984	76,152	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	18675	21361	24391	27421	
同比(%)	10%	14%	14%	12%	
归属母公司净利润	3356	4028	4639	5280	
同比(%)	-1%	20%	15%	14%	
毛利率(%)	41.0%	41.2%	41.5%	41.8%	
ROE%	8.0%	8.8%	9.2%	9.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.98	1.13	1.29	
P/E	20.13	24.82	21.55	18.94	
P/B	1.62	2.18	1.98	1.79	
EV/EBITDA	9.72	12.72	11.21	9.84	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	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					
<b>营业利润</b>	4,834	5,803	6,683	7,605	
营业外收支					
<b>利润总额</b>	4,834	5,803	6,683	7,605	
所得税	889	1,067	1,229	1,399	
<b>净利润</b>	3,945	4,735	5,454	6,207	
少数股东损益	589	707	815	927	
<b>归属母公司净利润</b>	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		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	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					
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	-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	
<b>现金流净增加额</b>	-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等领域的研究工作。

**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、意见及推测仅供参考,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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 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。