

医药	收盘价 港元 25.90	目标价 港元 25.00个	潜在涨幅 -3.5%	2025年3月26日
----	-----------------	------------------	---------------	------------

药明生物 (2269 HK)

2H24 业绩复苏，RDM 三大业务端边际改善确定性较强，上调目标价

⊕ **2H24 复苏趋势明显**：2024 年收入和经调整净利润分别同比增长 9.6%/1.8%，收入和经营利润率超我们预期。扣除新冠项目影响后，收入增长 13.1%，其中 2H24 增长 18.2%，相比 1H24 的 7.7% 有明显复苏；再扣除药明合联后，全年收入仍有 8% 增长，抗体/蛋白业务在外部环境波动下展现较强韧性。全年新增 151 个综合项目（对外赢得 20 个），2H/1H24 分别新增 90 个/61 个，生物药 CRDMO 行业景气度持续边际改善；非新冠 CMO 项目增加 5 个至 21 个，大多处于早期商业化阶段，相关产品后续销售放量有望驱动 CMO 收入快速增长。截至 2024 年末的未完成订单量达 185 亿美元，同比降 10%，主因默沙东疫苗项目终止，扣除该影响则有 5% 增长。分地区来看，在外部环境波动下，北美仍录得 32.5% 的高增长；扣除新冠项目、首付款收入、出海授权等一次性影响后，欧洲和中国内地收入呈低个位数增长，一定程度上受到融资环境偏软的影响。

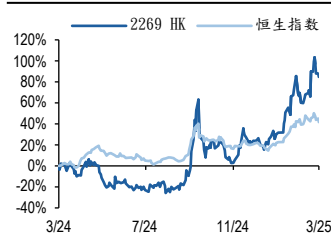
⊕ **RDM 业务并驾齐驱，2025 年起增速持续改善**：管理层指引：2025 年收入增长 12-15%（持续经营业务 17-20%），盈利能力提升，而 2026-27 年收入进一步提速，主要驱动力包括：**1) M 端**现有订单放量+后期管线转化，截至 2024 年末公司累计完成 77 个 PPQ 项目，2025 年预计再完成 24 个。2025 年资本开支规划 60 亿元人民币，主要投向新加坡产能扩建。**2) R 端**多年深耕后已到达关键拐点，截至目前已为全球客户赋能 50+ 个项目，客户产品上市后有望给公司带来低个位数至 10% 的销售提成，高毛利的 R 端收入也是公司长期利润率提升的关键引擎。**3) D 端**，单抗由 DNA 到 IND 的交付时间缩短至 9 个月，优异的服务质量给客户带来更多对外许可机会，成为公司在日渐拥挤的市场中得以提升份额的核心因素。

⊕ **上调目标价，维持中性评级**：我们上调公司 2025-26 年盈利预测、上调目标价至 25 港元，维持公司**中性**评级，考虑到：1) 当前股价对应 21 倍 2025 年市盈率和 1.1 倍 2025 年 PEG，考虑到行业竞争加剧、外部环境不确定性仍未完全消散，我们认为当前估值合理；2) 尽管未来自由现金流持续为正，公司计划多进行投资和回购，分红可能性较低。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	28.50
52周低位(港元)	10.26
市值(百万港元)	106,372.34
日均成交量(百万)	34.12
年初至今变化(%)	47.49
200天平均价(港元)	18.39

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

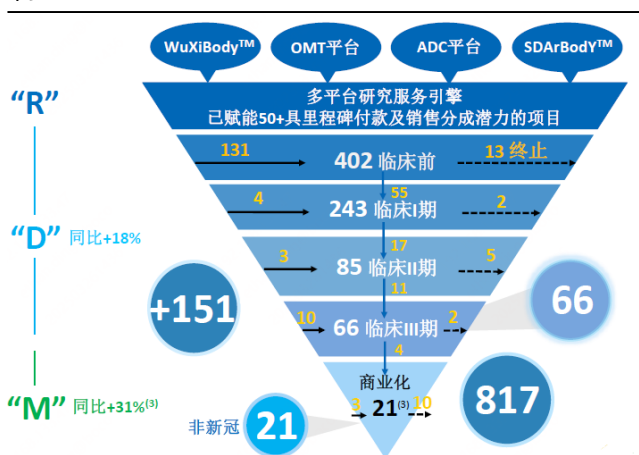
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	17,034	18,675	21,417	25,299	28,918
同比增长(%)	11.6	9.6	14.7	18.1	14.3
净利润(百万人民币)	3,837	4,097	5,051	6,580	7,788
每股盈利(人民币)	0.82	0.82	1.18	1.53	1.82
同比增长(%)	-22.6	0.0	43.7	30.3	18.4
前EPS预测值(人民币)			1.06	1.28	
调整幅度(%)			11.0	19.7	
市盈率(倍)	29.5	29.5	20.5	15.8	13.3
每股账面净值(人民币)	9.74	10.24	12.82	14.36	16.17
市账率(倍)	2.48	2.36	1.89	1.69	1.50

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

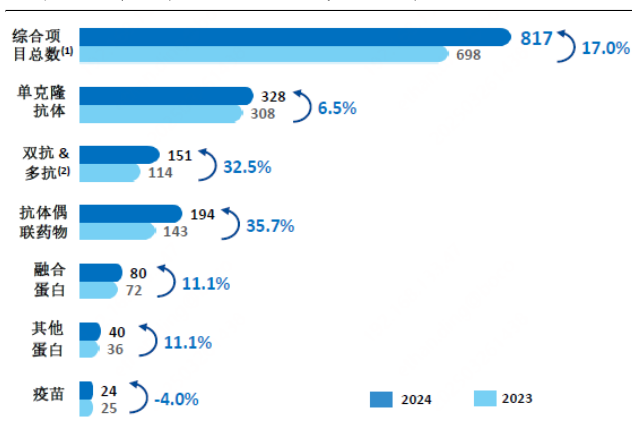
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 全球生物技术融资环境回暖，业务蓬勃发展



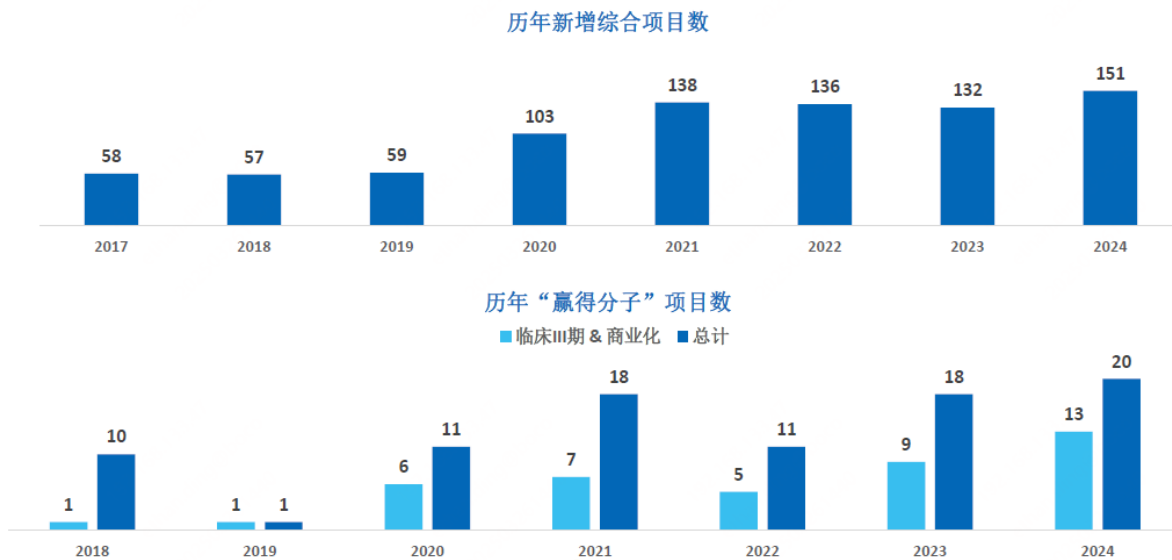
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 研发管线涵盖各类生物药



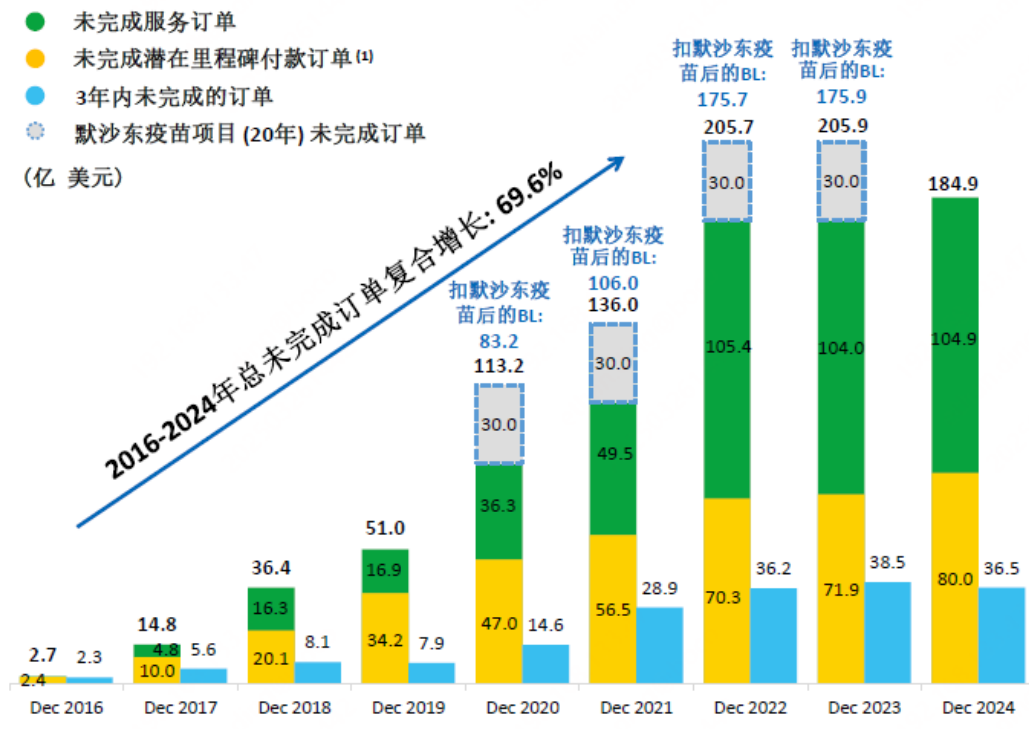
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 卓越执行力推动新增项目数自 2020 年起迅速增长



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 未完成订单仍处于历史高位，持续推动未来收入增长



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 领先的免疫细胞衔接子(ICE)技术: 不局限于 TCE



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 6: 药明生物：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	21,417	25,299	28,918	32,559	36,220	39,907	43,782	47,912	52,315
EBIT	6,361	7,912	9,334	10,663	11,906	13,180	14,537	16,003	17,584
减：所得税	(954)	(1,187)	(1,400)	(1,599)	(1,786)	(1,977)	(2,181)	(2,400)	(2,638)
加：折旧摊销	1,626	1,794	1,905	1,969	2,023	2,077	2,130	2,181	2,232
减：资本性支出	(5,000)	(4,000)	(3,200)	(3,040)	(3,101)	(3,132)	(3,163)	(3,195)	(3,227)
减：运营资本变动	(565)	(545)	(723)	(804)	(864)	(854)	(884)	(857)	(783)
自由现金流	1,468	3,975	5,916	7,189	8,178	9,294	10,440	11,732	13,168
永续增长率	2%								
自由现金流现值	40,453								
终值现值	50,064								
企业价值	90,517								
净现金	6,829								
少数股东权益	(3,900)								
股权价值（百万人民币）	93,445								
股权价值（百万港元）	102,687								
股份数量（百万）	4,107								
每股价值（港元）	25.00								

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.50
股权成本	16.0%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30%
有效税率	15.0%
WACC	12.5%

资料来源: 交银国际预测

图表 7: 药明生物 (2269 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 8: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
2162 HK	康诺亚	买入	39.95	57.00	42.7%	2025年03月26日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.69	6.60	78.9%	2025年03月24日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	36.33	72.00	98.2%	2025年03月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	152.60	208.80	36.8%	2025年03月03日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.00	44.00	91.3%	2025年01月07日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	60.90	56.20	-7.7%	2024年12月04日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	65.75	87.00	32.3%	2024年10月02日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	39.15	60.00	53.2%	2024年08月29日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	20.35	24.00	17.9%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.12	28.75	137.2%	2024年08月12日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.20	5.00	-30.5%	2024年11月26日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	40.00	51.00	27.5%	2025年03月25日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	25.90	25.00	-3.5%	2025年03月26日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.04	24.50	74.5%	2024年09月02日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	73.05	93.30	27.7%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	59.19	33.10	-44.1%	2024年07月18日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	7.52	11.20	48.9%	2025年03月25日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	21.05	24.60	16.8%	2025年03月24日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.98	42.50	37.2%	2024年08月30日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.55	4.80	35.3%	2024年07月11日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.65	14.00	83.1%	2024年04月01日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.70	5.80	23.3%	2024年11月18日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.87	45.00	0.3%	2024年10月28日	制药
2273 HK	固生堂	买入	36.50	42.00	15.1%	2025年01月27日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.25	3.05	-6.3%	2025年01月27日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 25 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	17,034	18,675	21,417	25,299	28,918
主营业务成本	(10,206)	(11,025)	(12,386)	(14,328)	(16,088)
毛利	6,828	7,651	9,031	10,972	12,830
销售及管理费用	(1,789)	(2,147)	(2,369)	(2,722)	(3,025)
研发费用	(786)	(766)	(772)	(785)	(898)
其他经营净收入/费用	(54)	0	0	0	0
经营利润	4,199	4,737	5,890	7,464	8,908
财务成本净额	258	430	299	277	255
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(17)	(182)	0	0	0
税前利润	4,440	4,986	6,189	7,741	9,163
税费	(603)	(889)	(1,138)	(1,161)	(1,374)
非控股权益	171	589	242	315	373
净利润	3,837	4,097	5,051	6,580	7,788
作每股收益计算的净利润	3,666	3,508	4,809	6,265	7,416

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9,670	8,279	9,465	13,351	19,176
应收账款及票据	6,293	6,241	6,963	7,733	8,546
存货	1,766	1,522	1,885	2,403	2,986
其他流动资产	3,470	7,532	7,532	7,532	7,532
总流动资产	21,198	23,573	25,844	31,019	38,241
物业、厂房及设备	27,378	26,070	35,888	38,094	39,389
无形资产	512	442	442	442	442
合资企业/联营公司投资	1,394	1,267	1,267	1,267	1,267
其他长期资产	6,094	5,625	4,818	4,761	4,705
总长期资产	35,377	33,404	42,415	44,563	45,804
总资产	56,576	56,977	68,260	75,582	84,044
短期贷款	576	2,435	2,435	2,435	2,435
应付账款	2,756	2,778	3,299	4,042	4,715
其他短期负债	4,304	3,408	3,408	3,408	3,408
总流动负债	7,636	8,621	9,142	9,885	10,559
长期贷款	1,571	201	201	201	201
其他长期负债	3,351	2,678	2,678	2,678	2,678
总长期负债	4,922	2,879	2,879	2,879	2,879
总负债	12,558	11,500	12,021	12,764	13,437
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	40,331	41,819	52,339	58,603	66,019
股东权益	40,332	41,819	52,339	58,604	66,019
非控股权益	3,686	3,658	3,900	4,215	4,588
总权益	44,018	45,478	56,239	62,819	70,607

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	4,174	4,834	6,189	7,741	9,163
折旧及摊销	1,169	1,659	1,686	1,852	1,960
营运资本变动	(896)	(517)	(565)	(545)	(723)
利息调整	(61)	(193)	(185)	(226)	(362)
税费	(783)	(889)	(1,138)	(1,161)	(1,374)
其他经营活动现金流	1,064	0	0	0	0
经营活动现金流	4,668	4,894	5,987	7,660	8,663
资本开支	(4,034)	(5,000)	(5,000)	(4,000)	(3,200)
投资活动	632	0	0	0	0
其他投资活动现金流	173	350	356	398	534
投资活动现金流	(3,228)	(4,650)	(4,644)	(3,602)	(2,666)
负债净变动	(705)	0	0	0	0
权益净变动	2,997	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(331)	(158)	(158)	(171)	(171)
融资活动现金流	1,961	(158)	(158)	(171)	(171)
汇率收益/损失	(126)	0	0	0	0
年初现金	6,395	9,670	8,279	9,465	13,351
年末现金	9,670	8,279	9,465	13,351	19,176

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.820	0.820	1.178	1.535	1.817
全面摊薄每股收益	0.770	0.780	1.138	1.482	1.754
每股账面值	9.742	10.245	12.822	14.356	16.173
利润率分析(%)					
毛利率	40.1	41.0	42.2	43.4	44.4
EBITDA利润率	33.0	35.1	20.8	23.5	25.3
EBIT利润率	25.4	26.7	29.7	31.3	32.3
净利率	22.5	21.9	23.6	26.0	26.9
盈利能力(%)					
ROA	6.0	5.9	7.0	8.3	8.8
ROE	8.4	8.0	9.2	10.7	11.2
ROIC	8.0	7.5	8.7	10.2	10.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.8	2.7	2.8	3.1	3.6
存货周转天数	97.4	97.4	97.4	97.4	100.0
应收账款周转天数	136.1	136.1	131.0	122.0	117.0
应付账款周转天数	139.6	139.6	139.6	139.6	139.6

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。