

公司研究

临床前收入快速恢复，整体项目数稳步提升

——药明生物（2269.HK）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年业绩公告，实现收入 186.75 亿元（YOY+9.6%）；实现归母净利润 33.56 亿元（YOY-1.3%）；实现经调整纯利 54.0 亿元（YOY+9.0%）；其中非新冠业务收入同比增长 13.1%至约 186.8 亿元；业绩略低于我们此前预期。

点评：

临床前业务恢复强劲，整体项目数持续增加。24 年公司实现临床前服务收入 70.62 亿元（YOY+30.7%），远高于公司整体收入增速，凸显了公司前端技术平台的强大竞争力。公司新增项目数 151 个，其中临床 III 期/商业化项目分别增加 10/3 个，整体项目数达到 817 个，2023 年为 698 个。公司整体项目数持续稳步增加，且持续从外部赢取后端项目，表明公司从研发到商业化生产的全链条转化能力不断增强。

在手订单保持稳定，海外产能持续扩张。截至 2024 年，公司未完成订单总额达 185 亿美元（包含潜在里程碑付款 80 亿美元）；剔除与默沙东资产交易影响的 30 亿美元订单后，相比上一年度增加约 9 亿美元。公司进一步提升海外产能以支撑全球产品供应，24 年 3 个生物药原液厂获得了爱尔兰健康产品监督管理局 GMP 认证，且多个 1.6 万升 PPQ 生产完成。截至 24 年底，公司整体规划产能为美国 4.2 万升，爱尔兰 5.4 万升，德国 2.4 万升，新加坡 12 万升，中国 25.1 万升，合计 49.1 万升。

研发技术能力强，对外授权增厚利润。公司多个技术平台赋能客户多样化需求，目前管线内有 313 个 first-in-class 项目，151 个双抗/多抗项目以及 194 个 ADC 项目。公司 TCE 平台开发能力已得到多方认可，基于该平台开发的产品被授权给默沙东/GSK 等海外公司，且 Medigene AG 也和公司达成战略研究服务合作，开发 TCR-TCE 疗法。公司技术平台已赋能 50+具里程碑付款及销售分成潜力的项目，R 技术平台有权获得总额约为 1.4 亿美元的近期付款，潜在总交易金额超过 23 亿美元，将增厚公司未来利润。

盈利预测、估值与评级：考虑到全球大分子 CDMO 竞争加剧，以及地缘政治影响，下调 25-26 年归母净利润预测为 42.8/49.3 亿元（前值为 47.4/53.9 亿元，分别下调 9.7%/8.5%），新增 27 年归母净利润预测为 57.5 亿元，对应 PE 为 23/20/17 倍。公司是我国大分子 CDMO 龙头，且技术授权有望带来潜在额外利润，维持“买入”评级。

风险提示：公司产能扩张计划或不及预期；生物药 CDMO 市场的竞争程度加剧；地缘政治风险或影响海外收入。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	170.3	186.8	211.3	240.8	278.0
营业收入增长率	11.6%	9.6%	13.2%	14.0%	15.4%
归母净利润（亿元）	34.0	33.6	42.8	49.3	57.5
净利润增长率	-23.1%	-1.3%	27.7%	15.1%	16.7%
EPS（元）	0.80	0.82	1.04	1.20	1.40
P/E	30	29	23	20	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-25；汇率：按 1HKD=0.91CNY 换算。23-25 年股本数分别为 42.57/41.06/41.07 亿股。

买入（维持）

当前价：25.9 港元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebcn.com

分析师：叶思奥

执业证书编号：S0930523050003

021-52523837

yesa@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	41.07
总市值(亿港元)	1,063.72
一年最低/最高(港元)	10.14-28.85
近 3 月换手率	131.5

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10	32	51
绝对	10	48	91

资料来源：Wind

相关研报

商业化生产持续扩张，综合项目数稳步提升——药明生物（2269.HK）2023 年年报点评（20240329）

美国《生物安全法（草案）》影响重大，药明生物发布澄清公告——药明生物（2269.HK）公告点评（20240131）

行业即将走出寒冬，24 年业绩有望企稳回升——药明生物（2269.HK）公告点评（20240111）

非新冠项目营收增长强劲，新产能扩张毛利率有待改善——药明生物（2269.HK）2023 年半年报业绩公告点评（20230827）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17034	18675	21133	24082	27801
成本	-10206	-11025	-12370	-14072	-16217
毛利	6828	7651	8763	10010	11584
其他收入-经营	417	588	647	711	783
其他经营净收益	36	-182	50	50	50
销售费用	-294	-474	-518	-554	-612
管理费用	-1495	-1674	-1881	-2119	-2391
研发费用	-786	-766	-867	-988	-1141
财务费用	-158	-158	-178	-203	-235
除税前溢利	4174	4834	5856	6739	7862
净利润 (含少数股东损益)	3571	3945	5036	5796	6762
净利润 (不含少数股东损益)	3400	3356	4284	4930	5752

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3400	3356	4284	4930	6762
折旧与摊销	1169	1353	1759	2287	2973
营运资本变动	-896	-638	-814	-912	-1251
其他非现金调整	995	1095	1204	1324	1457
经营活动产生的现金流量净额	4668	5166	6433	7629	9940
减: 资本性支出	4230	3900	6000	4500	2500
投资减少	555	555	555	555	0
投资活动产生的现金流量净额	-3228	-7439	-6061	-4564	-2567
债务增加	-819	-767	144	151	159
股本增加	26	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	1961	-1267	144	151	159
现金及其等价物产生的流量净额	3275	-3441	616	3316	7632
现金及其等价物产生的期初净额	6396	9670	6229	6846	10162
现金及其等价物产生的期末净额	9670	6229	6846	10162	17794

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	21198	23573	22919	27034	36107
交易性金融资产	1361	524	524	524	524
应收款项合计	6298	6255	6824	7526	8688
其他应收款	635	723	273	301	348
存货	1766	1522	1732	1829	2108
其他流动资产	1741	5076	5076	5076	5076
现金及其等价物	9670	8279	6846	10162	17794
非流动资产合计	35377	33404	40653	45244	47839
固定资产净值	27378	26070	33233	37733	40233
其他长期投资	1706	1219	1280	1344	1411
商誉及其无形资产	4217	4337	4337	4337	4337
土地使用权	387	0	0	0	0
其他非流动资产	296	511	537	563	592
总资产	56576	56977	63572	72278	83947
流动负债合计	7636	8621	8936	9268	9607
应付款项及票据	833	747	845	1036	1195
应交税金	705	720	937	1078	1258
其他流动负债	5081	4498	4498	4498	4498
非流动负债合计	4922	2879	3023	3174	3332
总负债	12558	11499	11959	12441	12939
归属母公司权益	40332	41820	47203	54561	64721
少数股东权益	3686	3658	4410	5276	6286
股东权益合计	44018	45478	51614	59837	71007

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP