

香港股市 | 医药

药明生物 (2269 HK)

下半年新增项目数量超预期，上调盈利预测

2024 年业绩超预期

公司 2024 年收入同比增加 9.6%至 186.8 亿元（人民币，下同），股东净利润同比下降 1.3%至 33.6 亿元，反映核心业务盈利的经调整净利润上升 1.8%至 47.8 亿元，总体看下半年情况好转，业绩超预期，主因：1）下半年新增项目数量从上半年的 61 个增加至 90 个。2）下半年海外医疗健康行业融资环境好转，欧美市场研发外包服务需求增加，导致公司北美与欧洲业务的收入分别较上半年环比增加 13.5%与 32.0%。3）下半年产能利用率提升，导致毛利率较上半年环比上升 3.5 个百分点，导致盈利超预期。

公司未完成订单总额稳健增加

公司下半年新增项目数量较上半年增加约 50%，导致扣除出售的爱尔兰工厂订单后，2024 年底的未完成订单总额同比增加 5.1%。未完成订单中，按照扣除爱尔兰工厂订单及 2023 年以前的新冠项目的口径统计，3 年内将完成的订单金额同比增加超 10%至约 36.5 亿美元，这些订单将支持 2025-27E 收入的稳健增长。

预计 2025 年内美国生物法案出台难以出台

由于美国众议院 2024 年提出的众议院版本生物安全法案中提出，希望美国药企 2032 年 1 月 1 日前退出与药明康德等五家生物科技企业的合作，而且众议院已于 2024 年 9 月大比数通过该草案，我们因忧虑海外企业将逐步减少订单，去年下半年曾大幅下调收入预测，尤其是对 2027 年后做了保守预期。然而美国在今年出台的《2025 财年国防授权法案》中暂未提及生物安全法案，根据我们近期在医药行业的多方了解，按目前情况预计 2025 年内出台生物安全法案的可能性不高。

目标价上调至 27.00 港元，维持“中性”评级

考虑到公司 2024 年下半年业绩超预期，而且在手订单也稳健增长，我们将 2025-26E 收入预测分别上调 8.5%、14.1%，股东净利润预测分别上调 14.1%、6.8%，经调整净利润预测分别上调 6.7%。由于预计美国生物法案预计 2025 年内难以出台，因此我们也上调 2027 年后的收入预测，并将 DCF 模型中的永续增长率假设上调至 2.0%。由于港股市况的好转，我们也下调 DCF 模型中风险溢价假设，目标价上调至 27.00 港元，维持“中性”评级，后续我们将继续关注美国生物法案动向。

风险提示：（一）医药行业融资环境持续偏差将导致药企减少研发支出；（二）项目进展中出现断问题可能中断；（三）如美国生物法案最终出台，股价将再次下跌。

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2025 年 4 月 2 日）

年结：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	17,034	18,675	20,955	24,216	27,360
增长率 (%)	11.56	9.6	12.2	15.6	13.0
股东净利润	3,400	3,356	3,721	4,464	5,106
增长率 (%)	(23.1)	(1.3)	10.9	20.0	14.4
每股盈利 (人民币)	0.82	0.82	0.91	1.09	1.25
市盈率 (倍)	30.0	29.8	26.9	22.4	19.6
每股股息 (人民币)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
股息率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股净资产 (人民币)	10.3	11.1	12.4	14.1	15.9
市净率 (倍)	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5

来源：公司资料、中泰国际研究部预测[△]剔除股权激励开支、股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益的经调整净利润分别为 47.0、47.8、51.3、59.1、66.8 亿元

更新报告

评级：中性

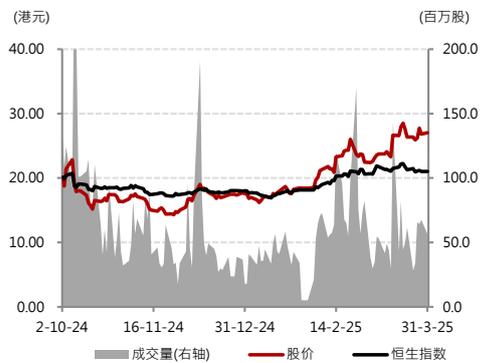
目标价：27.00 港元

股票资料（更新至 2025 年 4 月 2 日）

收市价	26.25 港元
总市值	105,756.28 百万港元
流通股比例	85.06%
已发行总股本	4,107.04 百万
52 周价格区间	10.14-29.15 港元
3 个月日均成交额	1,277.53 百万港元
主要股东	李革等（占 14.22%）

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20240826:药明生物 (2269 HK):上半年业绩超预期，短期内仍面对挑战

20240522:药明生物 (2269 HK):预计 2024-25 年业绩将超预期，长远看仍面对挑战

分析师

施佳丽(Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: DCF 模型

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	5,715	6,780	7,672	8,427	9,269	10,073	10,879	11,749	12,454	13,077
加: 折旧与摊销	1,751	1,938	2,088	2,352	2,520	2,689	2,861	3,034	3,209	3,386
减: 所得税	(1,016)	(1,211)	(1,382)	(1,504)	(1,655)	(1,798)	(1,942)	(2,098)	(2,224)	(2,335)
资本开支	(6,000)	(4,000)	(4,000)	(3,545)	(3,581)	(3,616)	(3,653)	(3,689)	(3,726)	(3,763)
营运资金变动	(1,730)	(357)	(1,659)	(1,825)	(2,008)	(2,182)	(2,356)	(2,937)	(3,114)	(3,269)
自由现金流	2,180	3,865	6,037	7,554	8,561	9,530	10,501	11,934	12,827	13,634
税后债务成本	1.1%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.4%									
WACC	8.6%									
永续增长率	2.0%									
股权价值 (百万港币)	110,883									
每股内涵价值 (港币)	27.00									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价值的敏感性分析

		永续增长率 (%)				
港元		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	7.8%	28.84	30.08	31.53	33.27	35.36
	8.2%	26.91	27.95	29.16	30.58	32.27
WACC (%)	8.6%	25.13	26.00	27.00	28.16	29.54
	9.0%	23.55	24.29	25.12	26.09	27.21
	9.5%	22.09	22.71	23.41	24.21	25.13

来源: 中泰国际研究部预测

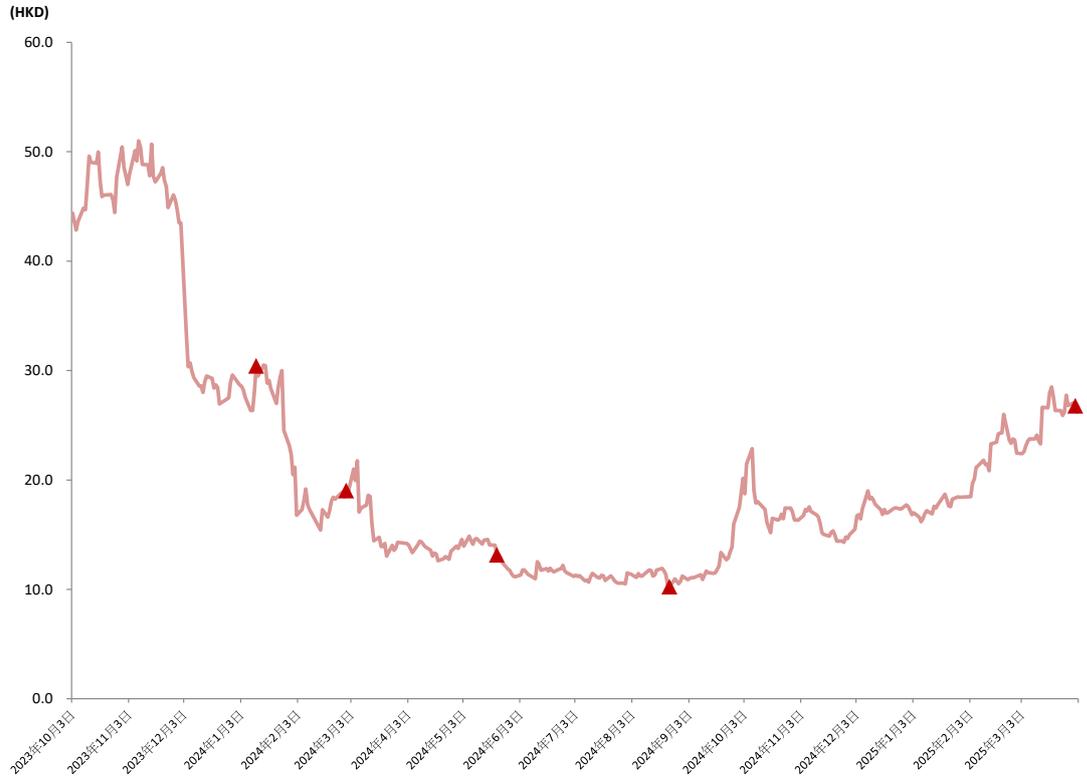
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,034	18,675	20,955	24,216	27,360	税前利润	4,174	4,834	5,522	6,583	7,464
服务成本	(10,206)	(11,025)	(11,994)	(13,857)	(15,660)	折旧及摊销	1,169	1,515	1,751	1,938	2,088
毛利	6,828	7,651	8,962	10,359	11,700	营运资金变动	(892)	(114)	(1,730)	(357)	(1,659)
销售管理费用	(1,789)	(2,147)	(2,409)	(2,784)	(3,146)	已付利息	158	158	193	198	208
研发开支	(786)	(766)	(796)	(969)	(1,094)	已付税款	(783)	(889)	(1,016)	(1,211)	(1,382)
其他开支	(374)	(152)	(300)	(300)	(300)	其他	840	(721)	80	892	910
其他收入及收益	453	407	259	474	512	经营业务现金净额	4,668	4,783	4,800	8,043	7,629
财务成本	(158)	(158)	(193)	(198)	(208)	购买厂房及设备	(4,046)	(3,900)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
除税前利润	4,174	4,834	5,522	6,583	7,464	其他	817	(2,330)	150	363	400
所得税开支	(603)	(889)	(1,016)	(1,211)	(1,382)	投资活动现金净额	(3,228)	(6,230)	(5,850)	(3,637)	(3,600)
年度利润	3,571	3,945	4,507	5,372	6,132	净新增借款	(705)	489	250	274	301
非控股权益	171	589	786	908	1,026	股息分派	0	0	0	0	0
股东净利润	3,400	3,356	3,721	4,464	5,106	其他	2,666	(158)	(193)	(198)	(208)
经调整净利润	4,699	4,784	5,128	5,909	6,683	融资活动现金净额	1,961	331	57	76	93
EBIT	4,332	4,992	5,715	6,780	7,672	年初现金	6,395	9,670	8,554	7,561	12,043
EBITDA	5,502	6,507	7,466	8,718	9,760	现金增加净额	3,401	(1,116)	(994)	4,482	4,122
						汇率变动影响净额	(126)	0	0	0	0
						年末现金	9,670	8,554	7,561	12,043	16,164
资产负债表						重要指标					
	2,023	2,024	2025E	2026E	2027E		2,023	2024E	2025E	2026E	2027E
存货	1,766	1,522	2,055	2,077	2,592	增长率 (%)					
应收账款	6,293	6,241	7,760	8,235	9,691	收入	11.6	9.6	12.2	15.6	13.0
现金	9,670	8,554	7,561	12,043	16,164	毛利	1.5	12.1	17.1	15.6	12.9
其他	3,470	7,256	3,881	3,882	3,884	经营利润	(0.4)	15.2	14.5	18.6	13.2
流动资产	21,198	23,573	21,256	26,237	32,332	EBIT	(20.1)	15.2	14.5	18.6	13.2
物业、厂房及设备	27,378	26,070	34,673	37,091	39,360	EBITDA	(11.6)	18.3	14.7	16.8	11.9
无形资产及商誉	512	442	390	328	267	股东净利润	(23.1)	(1.3)	10.9	20.0	14.4
其他非流动资产	7,488	6,891	7,040	7,066	7,100	经调整股东净利润	(4.6)	1.8	7.2	15.2	13.1
非流动资产	35,377	33,404	42,103	44,486	46,727	利润率 (%)					
总资产	56,576	56,977	63,359	70,723	79,059	毛利率	40.1	41.0	42.8	42.8	42.8
贸易应付款项	2,756	2,778	3,003	3,045	3,262	EBIT 利润率	25.4	26.7	27.3	28.0	28.0
短期借款	576	2,435	2,679	2,947	3,241	EBITDA 利润率	32.3	34.8	35.6	36.0	35.7
其他流动负债	4,304	3,408	3,315	3,439	3,568	净利润率	20.0	18.0	17.8	18.4	18.7
流动负债	7,636	8,621	8,997	9,431	10,072	经调整净利率	27.6	25.6	24.5	24.4	24.4
长期借款	1,571	201	207	213	220	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他非流动负债	3,351	2,678	3,054	3,312	3,592	其他					
非流动负债	4,922	2,879	3,261	3,525	3,811	有效税率 (%)	14.5	18.4	18.4	18.4	18.5
总负债	12,558	11,500	12,258	12,956	13,883	ROAE (%)	8.5	7.5	7.7	8.2	8.3
股东权益	40,332	41,819	46,656	52,415	58,798	ROAA (%)	6.4	5.9	6.2	6.7	6.8
非控股权益	3,686	3,658	4,444	5,352	6,378	存货周转率 (天)	72.4	54.4	54.4	54.4	54.4
总权益	44,018	45,478	51,101	57,767	65,176	应收帐周转率 (天)	110.4	109.1	109.1	109.1	109.1
净现金/(负债)	7,522	5,918	4,675	8,883	12,704	应付帐周转率 (天)	29.1	26.2	26.2	26.2	26.2

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测^经调整净利润剔除股权激励开支、股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益

历史建议和目标价

药明生物 (2269 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	报告日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 1 月 12 日	HK\$30.45	中性 (维持)	HK\$32.35
2	2024 年 3 月 1 日	HK\$19.04	中性 (维持)	HK\$20.90
3	2024 年 5 月 22 日	HK\$13.18	中性 (维持)	HK\$13.00
4	2024 年 8 月 26 日	HK\$10.26	中性 (维持)	HK\$10.20
5	2025 年 4 月 3 日	HK\$26.25	中性 (维持)	HK\$27.00

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805