

24 年业绩符合预期，25 年有望加速成长

核心观点

2024 年药明生物实现营收 186.7 亿元，同比增长 9.6%，常规业务收入同比增长 13%。全球生物技术融资自 23Q4 开始复苏，尽管受地缘政治影响，24 年全年公司仍实现新签项目 151 个，在手项目达 817 个。剔除 23 年基数中的默沙东疫苗及新冠订单，三年内未完成订单同比增幅达低至中双位数。展望 25 年，公司 R 端里程碑有望持续提升，R&D 端项目有望加速成长，M 端随爱尔兰工厂盈利及诸多商业化项目陆续进行，同样有望加速放量，我们持续看好公司发展。

事件

公司发布 2024 年业绩公告

3 月 26 日，公司发布 24 年业绩报告，实现营收 186.7 亿元，同比增长 9.6%，常规业务收入同比增长 13%。实现毛利 76.5 亿元，同比增长 12.1%。实现归母净利润 33.6 亿元，同比减少 1.3%，实现经调整归母净利润 47.8 亿元，同比增加 2%。2024 年公司新签项目 151 个，目前管线项目达 817 个。截止 24 年底，公司未完成订单总额约 185 亿美元。

简评

24 年业绩符合预期，新签项目数维持强劲

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17034	18675	21372	25060	29597
YOY(%)	11.56	9.63	14.44	17.26	18.10
净利润(百万元)	3,399.73	3,356.08	3,939.91	5,018.20	6,299.59
YOY(%)	-23.09	-1.28	17.40	27.37	25.53
经调整净利润(百万元)	4950	5397	5700	6780	8140
毛利率(%)	40.08	40.97	43.00	44.00	45.00
净利率(%)	20.96	21.13	21.89	23.56	25.04
ROE(%)	8.43	8.03	8.61	9.88	11.04
EPS(元/股)	0.83	0.82	0.97	1.23	1.54

资料来源：iFinD，中信建投证券

药明生物(2269.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025 年 04 月 05 日

当前股价：26.20 港元

主要数据

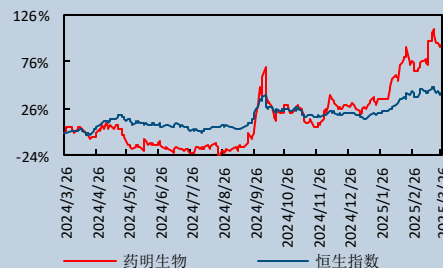
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.21/10.26	50.06/33.21	86.88/44.32
12 月最高/最低价 (港元)		28.50/10.26
总股本 (万股)		410,704.00
流通 H 股 (万股)		410,704.00
总市值 (亿港元)		1,076.04
流通市值 (亿港元)		1,076.04
近 3 月日均成交量 (万)		5421.28

主要股东

WuXi Biologics Holdings Limited	14.07%
---------------------------------	--------

股价表现



相关研究报告

【中信建投医药生物】药明生物(2269):
24.08.25 新签项目维持强劲，利润率短期承压

24 年公司实现营收 186.7 亿元，同比增长 9.6%，常规业务收入同比增长 13%。实现毛利 76.5 亿元，同比增长 12.1%。实现归母净利润 33.6 亿元，同比减少 1.3%，实现经调整归母净利润 47.8 亿元，同比增加 2%。按临床阶段划分，临床前项目收入 70.6 亿元，同比增长 30.7%，临床早期项目收入 38.2 亿元，同比增长 5.5%。临床 III 期及商业化项目收入 74.9 亿元，同比下降 3.2%，其中常规业务同比增长 3.9%。截止 24 年底，公司未完成订单总额约 185 亿美元，未完成订单总额受 20 年疫苗项目终止有所降低。其中未完成服务订单 105 亿美元，未完成潜在里程碑订单约 80 亿美元。公司 3 年内未完成订单约 36.5 亿美元。

2024 年公司新签项目 151 个，超过此前公司预期的 110 个。目前管线项目达 817 个，其中临床前项目 402 个，临床 I 期项目 243 个，临床 II 期项目 85 个，临床 III 期 66 个，商业化项目 21 个。2024 年，公司通过“赢得分子”战略新签项目达 20 个，其中包括 13 个临床 III 期及商业化项目，大多数来自美国。2024 年公司完成 16 批次 PPQ，25 年预计完成 24 批 PPQ 项目。持续赢得的后期项目和稳步增长的 PPQ 项目，有望助力公司 CMO 业务持续成长。

海外收入增长迅速，产能建设稳步推进

以区域划分，北美 24 年收入占比 57.3%，业务增速达 32.5%，来自中国的海外授权项目贡献了中个位数增长；欧洲地区 24 年收入占比 23.1%，同比下降 15.9%，剔除新冠和一些首付款收入，仍有低个位数增长。中国区收入占比 15.1%，主要受国内投融资持续下降影响较大，同时国内企业项目授权后收入也将计入对应海外区域，剔除这一影响中国收入下降 9.6%；其他地区 24 年收入占比 4.5%，同比增长 19.7%。

海外业务快速增长离不开公司的全球布局，公司目前 4 个药物发现中心、8 个药物开发中心以及 9 个生产基地遍布全球，海外产能扩建在有序推进，25 年资本开支预计达 60 亿元。公司新加坡一体化 CRDMO 中心已经正式开工，规划产能 12 万升，同时仍具备增量空间，预计 26 年投入运营；美国规划了公司最大规模的一次性技术工厂，上游预计布置 6*6000L 反应罐，建造完成后将帮助公司在美国具备端到端服务能力。爱尔兰三个原液工厂均获得了 HPRA 的 GMP 认证，2024 年以 100% 成功率完成两个 PPQ 项目生产，截至 2025 年 3 月，6 个商业化生产批次及 6 个 PPQ 批次正在进行中。

R 端潜力逐渐释放，持续赋能全球新药

公司 R 端技术平台布局全面，除了 TCE 之外，还可以设计包括巨噬细胞衔接子、NK 细胞衔接子、 $\gamma\delta$ T 细胞衔接子以及非细胞毒性 T 细胞衔接子等免疫细胞 ICE。近年来既有和 MNC 达成的授权合作，也有与 Biotech 进行的项目输出，24 年公司 R 端技术平台成功赋能 7 个分子发现服务的全球项目，预计将获得 1.4 亿美金首付款，潜在总交易金额超 23 亿美元。截止 25 年初，公司已赋能超过 50 款具有里程碑及销售分成潜力的项目，地域来看其中超过 45% 来自海外。以临床阶段来看，超过 50% 处于临床前阶段，超过 20% 处于 IND/临床 I 期。但同时也有超过 10% 的项目处于临床 III 期及商业化阶段，其中处于临床 III 期的 RCUS/吉利德 PD-1 公司有权获得最高达产品销售额 10% 的销售提成，处于商业化阶段的誉衡药业 PD-1/基石药业 PD-L1，公司有望获得低个位数销售提成。随着公司技术平台的潜力逐渐得到验证带来更多的新项目合作，以及 R 端项目逐渐向后推进，R 端里程碑及销售分成有望成为公司收入及利润重要支撑。

期间费用率有所增加，毛利率小幅提升：公司 24 年销售费用率、管理费用率及研发费用率分别为 2.50%、8.96% 以及 4.10%，同比 23 年+0.81、+0.18 以及 -0.50 个百分点，期间费用率整体同比出现小幅增长，销售费用率主要来自公司在较为激烈市场竞争中积极进行各类销售推广措施的增加。24 年公司毛利率为 41.0%，相比 2023 年提高 0.9 个百分点，主要是由爱尔兰、德国以及美国工厂产能爬坡以及 WBS 和数字化推动公司效率提升所致。公司 24 年产生正自由现金流 13 亿元，预计 25 年仍将维持正向稳健自由现金流。

25 年展望：公司深耕生物药 CRDMO 领域，积极开发前沿技术平台及工艺路线，全球产能建设稳定推进。24 年面临一定地缘政治压力下，新签项目超预期，达 151 个，在手项目达到 817 个，常规业务仍旧保持双位数增长。25 年公司 R 端将持续受益授权项目，里程碑收入稳健增长。D 端技术持续迭代，24 年新签 148 个研发项目有望促进公司加速增长。M 端 PPQ 项目仍在有序进行，多个商业化重磅项目即将启动。而随着爱尔兰工厂产能爬坡顺利进行，25H1 有望实现盈亏平衡并带动全年实现盈利，推动公司毛利率逐渐回升。

盈利预测与投资评级

我们认为公司行业认可度仍在持续提高，增量优势有望转化为存量优势，带来公司在生物药 CRDMO 市场份额上的稳定上升；同时，公司综合项目管线不断扩容且顺利向后推进，公司所储备的漏斗型项目有望放量，实现长期良性发展。预计公司 2025–2027 年实现收入分别为 213.7 亿元、250.6 亿元、296.0 亿元，对应增速分别为 14%、17%、18%；归母净利润分别为 39.4 亿元、50.2 亿元、63.0 亿元，对应增速分别为 17%、27%、28%，经调整净利润分别为 57.0 亿元、67.8 亿元、81.4 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

新产能对毛利率影响较大：公司在石家庄、美国、爱尔兰等多地进行新产能建设，如果投产管理不当，对毛利率的影响可能超出市场预期；**并购整合不及预期，**公司部分产能通过并购完成，并购后整合进展存在不确定性；**综合性项目向前推进不及预期，**特别是同类首创的引领性创新药开发进度有不确定性；**疫苗 CDMO 业绩不及预期，**疫苗研发周期较长、难度较大，客户开发进度、商业化进度存在不确定性；**国内创新药研发、审评进度或不及预期，**目前国内创新药仍处于起步阶段，审评、审批规则在不断完善。**地缘政治风险：**公司目前收入中海外占比较高，未来国际形势变化可能影响公司海外订单的获取，进而对公司业绩造成影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk