

香港股市 | 医药

药明生物（2269 HK）

上半年盈利将超越预期

2025 年上半年盈利将超越预期

公司发布盈利预告，预计 2025 年收入将同比增加 16%至约 99.5 亿元（人民币，下同），反映核心业务盈利的经调整净利润则同比增加 11%至约 25.0 亿元，总体来看收入与核心业务盈利略超预期，主因：1）优异的技术平台与服务能力引领收入增加；2）产能利用率爬坡导致毛利率同比上升 3.6 个百分点。此外，由于上半年投资收益较多等原因，股东净利润同比增加 56%至约 23.4 亿元并显著优于预期。

上调收入与盈利预测

按照 2025 年上半年情况，我们将 2025-27E 收入预测分别上调 0.2%、1.0%、1.8%，经调整净利润分别上调 2.0%、4.4%、7.1%，股东净利润预测上调 24.0%、13.6%、14.2%。此外，按目前情况，我们预计美国生物法案年内难以出台，而且国内政府多次强调将大力支持创新药研发，我们认为有助于推动研发外包服务的需求，因此也上调 2028-34E 盈利预测。

目标价上调至 37.20 港元，评级上调至“买入”

根据调整后 DCF 模型，我们将目标价从 27.00 港元上调至 37.20 港元，评级从“中性”上调至“买入”。

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 7 月 24 日）

年结：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	17,034	18,675	20,997	24,454	27,852
增长率（%）	11.56	9.6	12.4	16.5	13.9
股东净利润	3,400	3,356	4,614	5,073	5,831
增长率（%）	(23.1)	(1.3)	37.5	9.9	15.0
每股盈利 (人民币)	0.82	0.82	1.13	1.24	1.43
市盈率（倍）	33.3	33.1	24.1	21.9	19.0
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	13.4	15.1	17.0
市净率（倍）	2.6	2.5	2.0	1.8	1.6

注：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、52.3、61.7、71.6 亿元

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

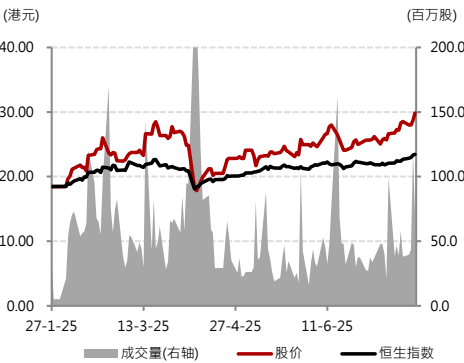
评级：买入

目标价：37.20 港元

股票资料（更新至 2025 年 7 月 24 日）

收市价	29.85 港元
总市值	121,463.64 百万港元
流通股比例	86.77%
已发行总股本	4,069.13 百万
52 周价格区间	10.14-30.15 港元
3 个月日均成交额	1,134.07 百万港元
主要股东	李革等（占 12.32%）
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

20250403: 药明生物（2269 HK）：下半年新增项目数量超预期，上调盈利预测

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

分析师

施佳丽(Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：DCF 模型（12 月 31 日年结，百万人民币）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	6,715	7,455	8,498	9,675	10,933	12,300	13,849	15,373	16,756	17,762
加：折旧与摊销	1,798	2,021	2,195	2,231	2,390	2,551	2,714	2,878	3,044	3,211
减：所得税	(1,205)	(1,336)	(1,534)	(1,734)	(1,959)	(2,204)	(2,482)	(2,755)	(3,002)	(3,183)
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	(1,762)	(463)	(1,728)	(1,967)	(2,223)	(2,501)	(2,816)	(3,527)	(3,844)	(4,075)
自由现金流	3,070	4,603	6,887	8,595	10,007	11,531	13,245	15,334	16,916	18,102
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	8.7%									
永续增长率	2.0%									
股权价值（百万港币）	151,371									
每股内涵价值（港币）	37.20									

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（%）				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC（%）	7.8%	39.61	41.28	43.24	45.57	48.38
	8.3%	37.04	38.45	40.08	41.99	44.27
	8.7%	34.66	35.84	37.20	38.78	40.63
	9.1%	32.57	33.56	34.70	36.01	37.53
	9.6%	30.62	31.46	32.41	33.49	34.74

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,034	18,675	20,997	24,454	27,852	税前利润	4,174	4,834	6,554	7,264	8,290
服务成本	(10,206)	(11,025)	(12,037)	(14,016)	(15,941)	折旧及摊销	1,169	1,437	1,798	2,021	2,195
毛利	6,828	7,651	8,960	10,439	11,912	营运资金变动	(892)	(801)	(1,762)	(463)	(1,728)
销售及行政成本	(1,789)	(2,147)	(2,205)	(2,568)	(2,924)	已付利息	158	158	161	191	208
研发开支	(786)	(766)	(840)	(978)	(1,114)	已付税款	(783)	(1,092)	(1,205)	(1,336)	(1,534)
其他开支	(374)	(152)	(160)	(160)	(160)	其他	840	681	1,153	312	469
其他收入及收益	453	407	960	722	785	经营业务现金净额	4,668	5,217	6,699	7,990	7,900
经营溢利	4,332	4,992	6,715	7,455	8,498	购买厂房及设备	(4,046)	(3,930)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
财务成本	(158)	(158)	(161)	(191)	(208)	其他	817	(12)	350	611	672
除税前利润	4,174	4,834	6,554	7,264	8,290	投资活动现金净额	(3,228)	(3,942)	(5,650)	(3,389)	(3,328)
所得税开支	(603)	(889)	(1,205)	(1,336)	(1,534)	净新增借款	(705)	490	250	274	301
年度利润	3,571	3,945	5,349	5,928	6,806	股息分派	0	0	0	0	0
非控股权益	171	589	735	856	975	其他	2,666	(3,240)	1,850	(191)	(208)
股东净利润	3,400	3,356	4,614	5,073	5,831	融资活动现金净额	1,961	(2,750)	2,099	83	93
经调整净利润	4,699	4,784	5,231	6,167	7,158	年初现金	6,395	9,670	8,279	11,428	16,113
EBIT	4,332	4,992	6,715	7,455	8,498	现金增加净额	3,401	(1,475)	3,149	4,684	4,666
EBITDA	5,502	6,429	8,513	9,476	10,693	汇率变动影响净额	(126)	84	0	0	0
						年末现金	9,670	8,279	11,428	16,113	20,778
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,766	1,522	2,068	2,112	2,642	增长率 (%)					
应收账款	6,293	6,241	7,785	8,354	9,872	收入	11.6	9.6	12.4	16.5	13.9
现金	9,670	8,279	11,428	16,113	20,778	毛利	1.5	12.1	17.1	16.5	14.1
其他	3,470	7,532	7,537	7,539	7,542	经营利润	(0.4)	15.2	34.5	11.0	14.0
流动资产	21,198	23,573	28,818	34,117	40,833	EBIT	(20.1)	15.2	34.5	11.0	14.0
物业、厂房及设备	27,378	26,070	30,679	33,070	35,287	EBITDA	(11.6)	16.9	32.4	11.3	12.8
无形资产及商誉	512	442	384	325	266	股东净利润	(23.1)	(1.3)	37.5	9.9	15.0
其他非流动资产	7,488	6,891	6,934	6,954	6,988	经调整股东净利润	(4.6)	1.8	9.3	17.9	16.1
非流动资产	35,377	33,404	37,996	40,349	42,541						
总资产	56,576	56,977	66,814	74,466	83,374	利润率 (%)					
贸易应付款项	2,756	2,778	3,009	3,062	3,285	毛利率	40.1	41.0	42.7	42.7	42.8
短期借款	576	2,435	2,679	2,947	3,241	经营溢利	25.4	26.7	32.0	30.5	30.5
其他流动负债	4,304	3,408	3,315	3,439	3,568	EBIT 利润率	25.4	26.7	32.0	30.5	30.5
流动负债	7,636	8,621	9,003	9,447	10,095	EBITDA 利润率	32.3	34.4	40.5	38.8	38.4
长期借款	1,571	201	207	213	220	净利润率	20.0	18.0	22.0	20.7	20.9
其他非流动负债	3,351	2,678	3,149	3,408	3,689	经调整净利率	27.6	25.6	24.9	25.2	25.7
非流动负债	4,922	2,879	3,356	3,621	3,909	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
总负债	12,558	11,500	12,359	13,068	14,004	其他					
股东权益	40,332	41,819	50,062	56,149	63,146	ROAE (%)	9.0	8.2	10.0	9.6	9.8
非控股权益	3,686	3,658	4,393	5,249	6,224	ROAA (%)	6.4	5.9	7.5	7.2	7.4
总权益	44,018	45,478	54,455	61,398	69,370	存货周转率 (天)	72.4	54.4	54.4	54.4	54.4
净现金/(负债)	7,522	5,643	8,542	12,953	17,317	应收帐周转率 (天)	110.4	109.1	109.1	109.1	109.1
						应付账周转率 (天)	29.1	26.2	26.2	26.2	26.2

注：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
来源：公司资料，中泰国际研究部预测

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 3 月 1 日	HK\$19.04	中性（维持）	HK\$20.90
2	2024 年 5 月 22 日	HK\$13.18	中性（维持）	HK\$13.00
3	2024 年 8 月 26 日	HK\$10.26	中性（维持）	HK\$10.20
4	2025 年 4 月 3 日	HK\$26.80	中性（维持）	HK\$27.00
5	2025 年 7 月 25 日	HK\$29.85	买入（上调）	HK\$37.20

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