

2023 年 08 月 24 日  
 药明生物 (02269. HK)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

生物技术 (HS)

## 2023H1 收入稳健增长，ADC、阿尔茨海默症等药物外包需求值得期待

### 事件：

2023 年 8 月 23 日公司发布了 2023 年中期业绩公告，2023H1 公司实现营收 84.92 亿元，同比增长 17.8%；实现经调整纯利 29.26 亿元，同比增长 0.4%。

### 公司持续稳健经营，2023H1 收入同比增长 17.8%：

收入端，2023H1 公司实现营收 84.92 亿元，同比增长 17.8%。其中，按地区划分，北美、欧洲、中国分别实现营收 39.28 亿元、25.52 亿元、17.93 亿元；按业务划分，IND 前服务、I 期和 II 期临床开发服务、III 期及商业化生产服务分别实现营收 28.11 亿元、19.50 亿元、36.03 亿元。利润端，2023H1 公司实现经调整纯利 29.26 亿元，同比增长 0.4%。

### ADC、阿尔茨海默症等药物研发产生大量外包需求，公司项目管线有望持续稳定增长：

在“跟随并赢得分子”策略的引导下，公司的项目管线保持稳健增长，2023H1 综合项目达 621 个（非新冠综合项目高达 580 个），同比增长 16.29%。其中，2023H1 临床前项目、I 期及 II 期项目、III 期及商业化项目分别为 286 个（-0.35%）、269 个（+31.86%）、66 个（+53.49%）。从项目结构上看，受创新药投融资周期的影响，2023H1 公司临床前项目数量出现小幅下滑。但目前 ADC 药物、阿尔茨海默症药物、双特异性性和多特异性疗法等重磅药物研发持续投入，我们仍看好公司受益于此（根据公司公告，截止至 2023H1，药明合联已获 110 个 ADC 综合项目），中长期整体项目管线数量有望稳定增长。

### 投资建议：

我们预计公司 2023 年-2025 年的归母净利润分别为 51.9 亿元、65.7 亿元、81.8 亿元，分别同比增长 17.3%、26.6%、24.6%；预计 2023 年 EPS 为 1.22 元/股，给予当期 PE 40 倍，对应 6 个月目标价为 48.8 元/股，按照人民币对港元 1.0763 汇率换算（汇率数据截止至 2023.8.24），对应 52.52 港元/股，给予买入-A 的投资评级。

风险提示：订单增长不达预期、订单交付不及预期、行业景气度不及预期、海外政策变动风险等。

投资评级 **买入-A**  
 维持评级

6 个月目标价 52.52 港元/股  
 股价 (2023-08-23) 41.10 港元/股

### 交易数据

总市值(百万元)	160422.60
流通市值(百万元)	160422.60
总股本(百万股)	4249.98.00
流通股本(百万股)	4249.98.00
12 个月价格区间	35.5/73.9 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.3	-2.8	-26.8
绝对收益	1.0	-8.4	-38.0

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

冯俊曦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002

fengjx@essence.com.cn

### 相关报告

安信证券-点评报告-药明生物-2023.3.22	2023-03-23
疫情扰动下 2022H1 业绩仍实现高增长，公司增长势头强劲	2022-08-18

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	10,290.89	15,286.60	19,157.17	24,233.82	30,340.74
净利润	3,388.48	4,420.29	5,185.85	6,567.36	8,182.90
每股收益(元)	0.80	1.05	1.22	1.55	1.93
每股净资产(元)	7.68	8.57	11.45	14.48	18.13

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	47.34	36.29	30.93	24.43	19.60
市净率(倍)	4.90	4.43	3.30	2.61	2.08
净利润率	32.93%	28.92%	27.07%	27.10%	26.97%
净资产收益率	10.36%	12.21%	10.66%	10.67%	10.62%
股息收益率	-	-	-	-	-
ROIC	10.56%	12.35%	11.45%	11.35%	11.35%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,290.89	15,286.60	19,157.17	24,233.82	30,340.74	<b>成长性</b>					
营业总支出	7,117.27	10,903.16	13,540.29	17,121.19	21,475.17	营业收入增长率	83.35%	48.54%	25.32%	26.50%	25.20%
营业利润	3,173.62	4,383.44	5,616.88	7,112.63	8,865.56	营业利润增长率	103.13%	51.08%	17.70%	26.63%	24.66%
加：利息收入	58.03	107.48	134.10	169.64	212.39	净利润增长率	107.28%	30.45%	17.32%	26.64%	24.60%
减：利息支出	39.19	64.38	76.63	96.94	121.36	EBITDA 增长率	96.91%	45.56%	39.84%	34.69%	30.65%
其他非经营性损益	25.56	435.26	47.89	60.58	75.85	EBIT 增长率	100.76%	45.42%	39.64%	34.31%	30.45%
非经常项目前利润	3,218.01	4,861.79	5,722.25	7,245.91	9,032.44	NOPLAT 增长率	104.43%	45.09%	39.59%	34.22%	32.65%
加：非经常项目损益	775.11	495.99	670.50	848.18	1,061.93	净资产增长率	56.49%	10.72%	34.37%	26.50%	25.20%
除税前利润	3,993.12	5,357.77	6,392.75	8,094.09	10,094.36						
减：所得税	484.54	807.87	1,015.33	1,284.39	1,608.06	<b>利润率</b>					
少数股东损益	120.10	129.62	191.57	242.34	303.41	毛利率	46.93%	44.04%	44.02%	44.05%	44.10%
持续经营净利润	3,388.48	4,420.29	5,185.85	6,567.36	8,182.90	营业利润率	30.84%	28.68%	29.32%	29.35%	29.22%
净利润	3,388.48	4,420.29	5,185.85	6,567.36	8,182.90	净利润率	32.93%	28.92%	27.07%	27.10%	26.97%
减：优先股利及其他调整项						EBITDA/营业收入	43.58%	43.75%	43.70%	43.60%	43.65%
归属普通股股东净利润	3,388.48	4,420.29	5,185.85	6,567.36	8,182.90	EBIT/营业收入	39.19%	39.30%	39.20%	39.00%	39.05%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	640.75	577.13	584.00	584.00	584.00
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应收账款周转天数	172.62	134.76	146.00	146.00	146.00
流动资产：	19,529.74	18,469.87	26,628.46	33,685.00	42,173.63	存货周转天数	59.85	54.46	54.75	54.75	54.75
现金及等价物	9,003.28	6,395.22	9,578.58	12,116.91	15,170.37	总资产周转天数	1561.761	1183.455	1262.9	1262.9	1262.9
交易性金融资产	1,455.14	2,215.88	2,682.00	3,392.73	4,247.70						
其他短期投资	1,161.19	318.64	1,915.72	2,423.38	3,034.07	<b>投资回报率</b>					
应收款项合计	4,866.76	5,643.81	7,662.87	9,693.53	12,136.30	ROE	10.36%	12.21%	10.66%	10.67%	10.62%
存货	1,687.38	2,280.91	2,873.58	3,635.07	4,551.11	ROA	7.70%	8.92%	7.82%	7.83%	7.79%
其他流动资产	1,356.01	1,615.42	1,915.72	2,423.38	3,034.07	ROIC	10.56%	12.35%	11.45%	11.35%	11.35%
非流动资产：	24,502.88	31,094.52	39,655.34	50,164.00	62,805.33	<b>费用率</b>					
固定资产净值	18,065.50	24,170.74	30,651.47	38,774.11	48,545.18	销售费用率	1.21%	1.25%	1.20%	1.20%	1.20%
权益性投资	752.28	1,581.57	1,915.72	2,423.38	3,034.07	管理费用率	13.39%	13.30%	13.00%	13.00%	13.00%
其他长期投资	1,585.97	1,236.82	1,915.72	2,423.38	3,034.07	财务费用率	0.38%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
商誉及无形资产	3,597.82	3,823.95	4,789.29	6,058.45	7,585.18	三费/营业收入	14.98%	14.90%	14.60%	14.60%	14.60%
土地使用权	223.05					<b>偿债能力</b>					
其他非流动资产	278.27	281.45	383.14	484.68	606.81	资产负债率	25.72%	26.94%	26.59%	26.59%	26.59%
总资产	44,032.62	49,564.39	66,283.80	83,849.00	104,978.95	负债权益比	34.63%	36.87%	36.22%	36.22%	36.22%
流动负债：	8,255.69	9,318.60	11,877.44	15,024.97	18,811.26	流动比率	2.37	1.98	2.24	2.24	2.24
应付账款及票据	617.78	794.39	957.86	1,211.69	1,517.04	速动比率	2.16	1.74	2.00	2.00	2.00
应交税金	606.76	831.33	957.86	1,211.69	1,517.04	利息保障倍数	101.89	83.22	83.43	83.50	83.18
交易性金融负债	40.89	425.73	383.14	484.68	606.81						
短期借贷	2,121.90	1,321.43	1,915.72	2,423.38	3,034.07						
其他流动负债	4,868.36	5,945.72	7,662.87	9,693.53	12,136.30						
非流动负债：	3,070.77	4,032.71	5,747.15	7,270.14	9,102.22						
长期借贷	640.51	1,461.56	1,915.72	2,423.38	3,034.07						
其他非流动负债	2,430.26	2,571.15	3,831.43	4,846.76	6,068.15						
总负债	11,326.46	13,351.31	17,624.59	22,295.11	27,913.48						
股东权益合计	32,706.17	36,213.08	48,659.20	61,553.89	77,065.47						

## 现金流量表

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标					
除税前溢利	1,965.76	3,993.12	4,789.29	6,058.45	7,585.18	EPS (元)	0.80	1.05	1.22	1.55	1.93
折旧和摊销	268.92	452.24	574.72	727.01	910.22	BVPS (元)	7.68	8.57	11.45	14.48	18.13
增加/(减少) 存货	-704.52	-783.18	-957.86	-1,211.69	-1,517.04	PE (X)	47.34	36.29	30.93	24.43	19.60
(增加)/减少 应收账款	-1,418.26	-1,329.72	-1,915.72	-2,423.38	-3,034.07	PB (X)	4.90	4.43	3.30	2.61	2.08
增加/(减少) 合约成本	8.15	-548.36	-766.29	-969.35	-1,213.63	P/FCF	130.36	78.68	41.87	33.10	26.44
增加/(减少) 合约资产	16.48	-111.19	-191.57	-242.34	-303.41	P/S	15.59	10.49	8.37	6.62	5.29
(增加)/减少 合同负债	988.42	1,061.59	1,532.57	1,938.71	2,427.26	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
增加/(减少) 其他应付款	747.17	741.85	957.86	1,211.69	1,517.04	CAGR (%)	-	-	-	-	-
经营活动净现金流量	1,881.28	3,431.26	3,831.43	4,846.76	6,068.15	PEG	0.44	1.19	1.79	0.92	0.80
投资活动净现金流量	-7,216.28	-9,601.67	-11,494.30	-14,540.29	-18,204.44	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
筹资活动净现金流量	6,565.64	8,209.46	11,494.30	14,540.29	18,204.44	REP	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

- 买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 15%及以上；
- 增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先恒生指数 5%（含）至 15%；
- 中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
- 减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%（含）；
- 卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上；

风险评级：

- A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于恒生指数波动；
- B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于恒生指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**■ 免责声明 ■ ■ ■**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心****深圳市****地 址：**深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼**邮 编：**518026**上海市****地 址：**上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层**邮 编：**200080**北京市****地 址：**北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**邮 编：**100034