

药明生物 (2269 HK)

全球生物医药融资复苏，驱动估值与业绩修复

我们预期，生物安全法案大概率立法失败，利好公司在较为稳定的经营环境下持续实现业绩增长。随着全球生物医药融资复苏，我们看好公司估值与业绩修复。

- **25 财年 NDAA 不包含生物安全法案，生物安全法案大概率立法失败。**12 月 7 日，美国参议院和众议院军事委员会对外公布了经两院委员会最终协商后的 2025 财年国防授权法案（National Defense Authorization Act/ NDAA）文本。生物安全法案（Biosecure Act，编号 S.3558/H.R.8333）并没有被纳入 2025 财年 NDAA 的修正案中，这意味着生物安全法案试图通过加入 NDAA 的立法路径失败。生物安全法案仍可以推进单独立法，但考虑到美国本届国会会议窗口期已不足两周，我们认为单独立法的成功率极低。
- **扩展全球化的生产网络，对冲地缘政治影响。**尽管受到生物安全法案的扰动，药明生物仍在获得全球客户的信任，凸显出公司优秀的执行能力和严格的合规体系。例如，公司在 7 月份与一家跨国药企签订了 4 个临床 3 期和商业生产合同。为了满足海外客户增长的制剂需求，药明生物今年 11 月宣布将扩大其德国勒沃库森基地的预充针制剂灌装产能，该产能计划在 2026 年达到 GMP 生产标准，加强公司满足全球客户多元化需求的能力。此外，公司积极扩张海外产能，新加坡的工厂将于 2026 年开始投产，首先支持药明联合的运营，公司也已宣布扩建位于美国马塞诸萨州基地的产能至 3.6 万升。
- **看好全球生物医药融资复苏，推动研发需求的复苏。**2024 年全球医药融资初步呈现复苏态势。根据动脉橙数据，今年前 11 月全球医疗健康融资同比增长 1.1%，在 2023 年同比下降 21% 的基础上有所恢复。同时，MNC 药企研发投入具备韧性。深度参与全球医药产业链的中国 CXO 公司已感受到海外需求的增长，我们预计药明生物的临床前及早期临床阶段研发需求也将受益于融资复苏，公司管理层目标在 2024 年新增 110 个项目。我们预计，随着美国降息周期持续，全球生物医药融资有望持续复苏，推动公司 CRO 业务的增长。
- **里程碑收入体现公司研发平台价值。**药明生物深度参与并赋能国内创新药行业。伴随着国内 biotech 公司对外授权快速增长，药明生物也获得了丰厚的里程碑收入。例如，默沙东在今年 8 月份以 7 亿美元的首付款收购同润生物的双抗 CN201，此在研药物应用了药明生物的双抗和连续流生产技术，因此药明生物将获得里程碑收入。管理层预计，合计的里程碑收入在 2H24 将达到约 5 亿元，预计将显著增厚公司的净利润。
- **维持买入评级。**上调目标价至 22.88 港元（WACC：10.95%，永续增长率：2.0%），以反映法案的不确定性降低以及海外需求复苏。我们预计公司在 2024E/ 25E/ 26E 收入同比增长 7.1%/ 12.4%/ 13.9%，经调整 non-IFRS 归母净利润同比增长 0.8%/ 11.1%/ 13.4%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	15,269	17,034	18,236	20,493	23,344
同比增长(%)	48.4	11.6	7.1	12.4	13.9
调整后净利润(百万人民币)	4,925	4,699	4,739	5,263	5,969
同比增长(%)	48.5	(4.6)	0.8	11.1	13.4
调整后每股收益(人民币)	1.18	1.13	1.15	1.28	1.45
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	0.82	0.96	1.12
调整后市盈率(倍)	14.5	15.2	14.8	13.4	11.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	22.88 港元
(此前目标价)	13.58 港元)
潜在升幅	24.2%
当前股价	18.42 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	75,623.2
3 月平均流通量(百万港元)	1,397.5
52 周内股价高/低(百万港元)	30.50/10.26
总股本(百万)	4105.5

资料来源：FactSet

股东结构

WuXi Biologics Holdings	14.1%
BlackRock	4.5%

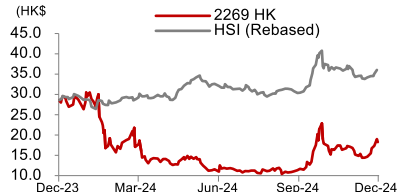
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	9.5%	11.0%
3 - 月	63.0%	38.4%
6 - 月	67.8%	51.3%

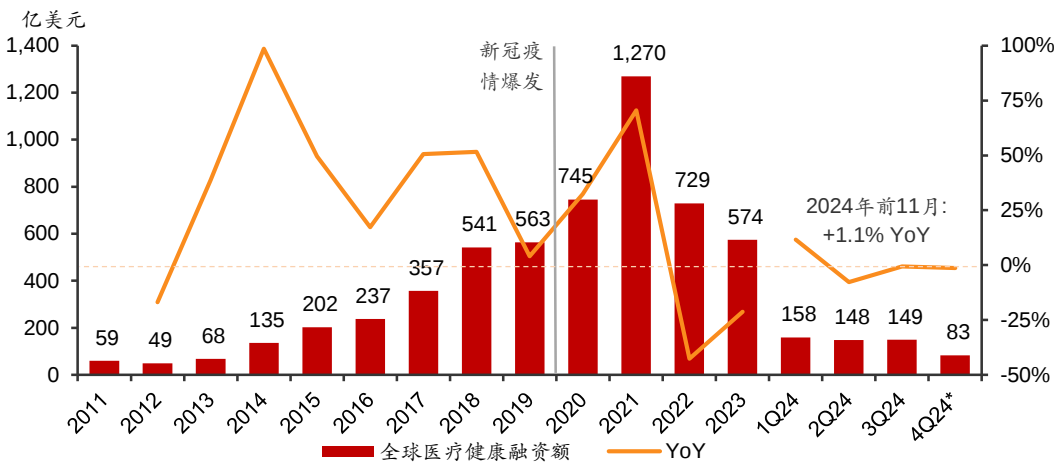
资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 全球医疗健康融资趋势



资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

注: * 4Q24 融资额及同比增速基于 2024 年 10 月及 11 月数据。

图 2: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	18,236	20,493	23,344	17,863	19,958	22,486	2.09%	2.68%	3.81%
毛利	7,456	8,400	9,615	7,065	7,934	9,052	5.53%	5.87%	6.22%
运营利润	4,998	5,348	6,221	4,692	5,047	5,824	6.52%	5.95%	6.81%
经调整净利润	4,739	5,263	5,969	4,508	5,020	5,647	5.13%	4.83%	5.70%
经调整每股收益 (元)	1.15	1.28	1.45	1.09	1.21	1.36	6.35%	6.05%	6.93%
毛利率	40.89%	40.99%	41.19%	39.55%	39.75%	40.25%	+1.33ppt	+1.23ppt	+0.93ppt
运营利润率	27.41%	26.10%	26.65%	26.27%	25.29%	25.90%	+1.14ppt	+0.81ppt	+0.75ppt
经调整净利润率	25.99%	25.68%	25.57%	25.23%	25.15%	25.11%	+0.75ppt	+0.53ppt	+0.46ppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	18,236	20,493	23,344	17,950	20,190	22,851	1.59%	1.50%	2.16%
毛利	7,456	8,400	9,615	7,217	8,316	9,540	3.32%	1.00%	0.79%
运营利润	4,998	5,348	6,221	4,431	5,186	6,009	12.79%	3.12%	3.52%
经调整净利润	4,739	5,263	5,969	3,790	4,368	5,104	25.03%	20.49%	16.95%
经调整每股收益 (元)	1.15	1.28	1.45	0.82	0.96	1.12	41.45%	34.23%	29.35%
毛利率	40.89%	40.99%	41.19%	40.21%	41.19%	41.75%	+0.68ppt	-0.20ppt	-0.56ppt
运营利润率	27.41%	26.10%	26.65%	24.69%	25.69%	26.30%	+2.72ppt	+0.41ppt	+0.35ppt
经调整净利润率	25.99%	25.68%	25.57%	21.11%	21.63%	22.34%	+4.87ppt	+4.05ppt	+3.23ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 4: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	4,153	5,253	6,115	7,277	8,586	10,046	11,653	13,401	15,278	17,264
税率	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%
息税前利润*(1-税率)	3,682	4,656	5,420	6,450	7,611	8,905	10,330	11,880	13,543	15,303
+折旧与摊销	1,259	1,393	1,525	1,784	2,069	2,380	2,713	3,066	3,434	3,811
- 营运资金变化	57	-632	-795	-930	-1,079	-1,241	-1,414	-1,598	-1,790	-1,987
- 资本支出	-4,800	-5,000	-5,000	-4,500	-4,050	-3,645	-3,281	-2,952	-2,657	-2,391
自由现金流	198	417	1,150	2,804	4,552	6,399	8,348	10,394	12,529	14,736
终值										168,035
永续增长率	2.00%									
加权平均资本成本 WACC	10.95%									
股本成本	14.55%									
债务成本	5.00%									
市场风险系数 β	1.10									
无风险利率	3.00%									
市场风险溢价	10.50%									
目标负债率	35.00%									
有效公司税率	15.00%									
终值现值	59,473									
总现值	87,522									
净负债	-4,141									
少数股东权益	4,295									
股权价值	87,367									
股份数 (百万股)	4,105									
DCF 每股价值 (人民币)	21.28									
DCF 每股价值 (港元)	22.88									

资料来源：招银国际环球市场预测。HK\$/RMB=0.93

图 5: DCF 模型敏感性分析

		WACC				
		9.95%	10.45%	10.95%	11.45%	11.95%
永续增长率	4.00%	33.97	30.61	27.76	25.31	23.19
	3.50%	31.83	28.85	26.30	24.08	22.14
	2.00%	27.01	24.81	22.88	21.17	19.65
	2.50%	28.40	25.99	23.89	22.03	20.39
	2.00%	27.01	24.81	22.88	21.17	19.65

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	10,290	15,269	17,034	18,236	20,493	23,344
销售成本	(5,461)	(8,545)	(10,206)	(10,780)	(12,093)	(13,729)
毛利	4,829	6,724	6,828	7,456	8,400	9,615
运营费用	(1,306)	(1,810)	(2,159)	(2,458)	(3,052)	(3,394)
销售费用	(125)	(163)	(294)	(513)	(617)	(680)
行政费用	(876)	(1,270)	(1,495)	(1,643)	(1,846)	(2,056)
研发费用	(502)	(683)	(786)	(827)	(930)	(1,012)
其他	197	305	417	524	341	354
运营利润	3,523	4,914	4,669	4,998	5,348	6,221
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	0	0	0	0	0	0
净利息收入(支出)	(39)	(64)	(158)	(136)	(115)	(93)
其他	509	508	(337)	(544)	100	100
税前利润	3,993	5,358	4,174	4,318	5,333	6,228
所得税	(485)	(808)	(603)	(490)	(606)	(707)
税后利润	3,509	4,550	3,571	3,827	4,727	5,521
非控股权益	(120)	(130)	(171)	(609)	(780)	(939)
净利润	3,388	4,420	3,400	3,219	3,947	4,582
调整后净利润	3,316	4,925	4,699	4,739	5,263	5,969

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	19,530	18,470	21,198	20,259	23,182	27,198
现金与现金等价物	9,003	6,395	9,670	8,362	10,266	13,003
应收账款	4,857	5,610	6,293	6,222	6,823	7,580
存货	1,687	2,281	1,766	2,137	2,397	2,722
短期银行存款	1,148	304	340	340	340	340
以公允价值计入损益的资产	976	2,015	1,234	1,234	1,234	1,234
其他流动资产	1,859	1,864	1,896	1,965	2,123	2,319
非流动资产	24,503	31,095	35,377	38,918	42,526	46,001
物业及厂房及设备 (净额)	18,065	24,171	27,378	31,153	34,996	38,706
递延税项	221	223	236	236	236	236
合资及联营公司投资	752	1,582	1,394	1,394	1,394	1,394
无形资产	601	549	512	451	390	329
商誉	1,530	1,530	1,530	1,530	1,530	1,530
以公允价值计入损益的资产	1,356	1,086	1,519	1,519	1,519	1,519
其他非流动资产	1,978	1,955	2,809	2,636	2,462	2,288
总资产	44,033	49,564	56,576	59,177	65,708	73,198
流动负债	8,256	9,319	7,636	8,062	8,450	8,933
短期债务	2,122	1,321	576	576	576	576
应付账款	3,698	3,269	2,756	3,182	3,569	4,052
应付税款	558	774	619	619	619	619
其他流动负债	1,775	3,805	3,530	3,530	3,530	3,530
Lease liabilities	104	149	155	155	155	155
非流动负债	3,071	4,033	4,922	4,922	4,922	4,922
长期债务	641	1,462	1,571	1,571	1,571	1,571
融资租赁承担	1,429	1,490	2,259	2,259	2,259	2,259
递延收入	224	238	258	258	258	258
其他非流动负债	777	844	834	834	834	834
总负债	11,326	13,351	12,558	12,984	13,372	13,854
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	32,278	35,047	40,331	41,898	47,261	53,330
股东权益总额	32,279	35,047	40,332	41,899	47,262	53,331
少数股东权益	428	1,166	3,686	4,295	5,075	6,014
总负债和股东权益	32,706	36,213	44,018	46,194	52,337	59,344

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	3,993	5,358	4,174	4,318	5,333	6,228
折旧摊销	482	801	1,169	1,259	1,393	1,525
税款	(350)	(586)	(783)	(490)	(606)	(707)
营运资金变化	(963)	(974)	(896)	57	(632)	(795)
其他	270	943	1,003	1,160	1,310	1,345
净经营现金流	3,431	5,542	4,668	6,304	6,798	7,596
投资现金流						
资本开支	(6,508)	(5,868)	(4,046)	(4,800)	(5,000)	(5,000)
收购与投资	(2,535)	(281)	0	0	0	0
其他	(559)	241	817	301	195	206
净投资现金流	(9,602)	(5,908)	(3,228)	(4,499)	(4,805)	(4,794)
融资现金流						
净借贷	(53)	(174)	(705)	0	0	0
发行股票所得现金	10,978	0	0	0	0	0
其他	(2,715)	(2,418)	2,666	(3,112)	(89)	(65)
净融资现金流	8,209	(2,592)	1,961	(3,112)	(89)	(65)
净现金流变动						
年初现金	7,096	9,003	6,395	9,670	8,362	10,266
汇率变动	(132)	350	(126)	0	0	0
年末现金	9,003	6,395	9,670	8,362	10,266	13,003
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	83.3%	48.4%	11.6%	7.1%	12.4%	13.9%
毛利润	90.6%	39.2%	1.5%	9.2%	12.7%	14.5%
经营利润	91.1%	39.5%	(5.0%)	7.0%	7.0%	16.3%
净利润	100.6%	30.5%	(23.1%)	(5.3%)	22.6%	16.1%
调整后净利润	92.6%	48.5%	(4.6%)	0.8%	11.1%	13.4%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	46.9%	44.0%	40.1%	40.9%	41.0%	41.2%
营业利益率	34.2%	32.2%	27.4%	27.4%	26.1%	26.6%
调整后净利润率	32.2%	32.3%	27.6%	26.0%	25.7%	25.6%
股本回报率	12.8%	13.1%	9.0%	7.8%	8.9%	9.1%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
流动比率 (倍)	2.4	2.0	2.8	2.5	2.7	3.0
应收账款周转天数	143.6	125.1	127.5	124.5	121.5	118.5
存货周转天数	92.6	84.8	72.4	72.4	72.4	72.4
应付帐款周转天数	214.8	148.8	107.7	107.7	107.7	107.7
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	21.6	14.5	15.2	14.8	13.4	11.8
市帐率	2.2	2.0	1.6	1.5	1.3	1.2
市现率	20.9	12.9	15.3	11.2	10.4	9.3

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。