

香港股市 | 医药

药明生物 (2269 HK)

下调盈利预测与目标价

2023 年下半年新增项目数量低于预期

公司近期更新营运状况，2023 年前 11 个月新增项目数量共 91 个，较去年同期减少约 40 个，新项目的减少意味着约 3 亿美元的收入减少。按照目前的情况看，我们预计全年新增项目将显著低于 2022 年 136 个的水平，也难以达成公司原来设定的 120 个的目标，因此 2023 年全年收入将无法达成此前的市场预测。

下调 2023-25E 收入及核心盈利预测

公司管理层表示，2023 年收入受影响的主因包括：1) 药物开发板块受生物技术投融资放缓影响，新增项目数量减少。根据动脉网报告，2023 年上半年中国医疗健康产业投融资总额同比下降 43% 至 56 亿美元（约 410.5 亿人民币）。从公司的情况看，10-11 月新增项目共 30 个，较 7-9 月的 15 个明显增加，但是管理层表示目前不同地区的融资环境恢复情况仍各不相同。公司预计未来几年行业增速可能下滑至单位数，公司 2024 年收入仍将受影响。2) 药物生产板块有三个原定于 2023 年投产的项目由于监管机构审批时间较长，目前还未投产，对公司收入造成约 1 亿美元影响。考虑到公司 2023 年新增项目的数量将低于预期，而且目前不能确定审批滞后的项目获批的时间，我们将 2023-25E 收入及反应核心业务盈利的经调整净利润分别下调 7.2%、16.7%、17.7% 及 9.7%、16.1%、17.1%。

目标价调整至 32.00 港元，给予“中性”评级

虽然公司为行业龙头，但是如行业整体增速下滑公司也难免受影响。我们将 DCF 模型中永续增长率假设下调至 5%，目标价从 58.00 港元下调至 32.00 港元，评级调整为“中性”。

风险提示：（一）生物药行业融资环境持续转差导致客户减少研发支出；（二）项目进展中出现问题可能导致中断。

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2023 年 12 月 4 日）

| 年结：12 月 31 日 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 10,290 | 15,269 | 16,774 | 19,013 | 23,533 |
| 增长率 (%) | 83.3 | 48.4 | 9.9 | 13.3 | 23.8 |
| 股东净利润 | 3,388 | 4,420 | 4,261 | 5,102 | 6,347 |
| 增长率 (%) | 100.6 | 30.5 | (3.6) | 19.7 | 24.4 |
| 每股盈利 (人民币) | 0.77 | 1.01 | 0.97 | 1.17 | 1.45 |
| 市盈率 (倍) | 53.1 | 40.3 | 41.8 | 34.9 | 28.1 |
| 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) | 7.7 | 8.6 | 9.7 | 11.1 | 12.9 |
| 市净率 (倍) | 5.3 | 4.8 | 4.2 | 3.7 | 3.2 |

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：中性

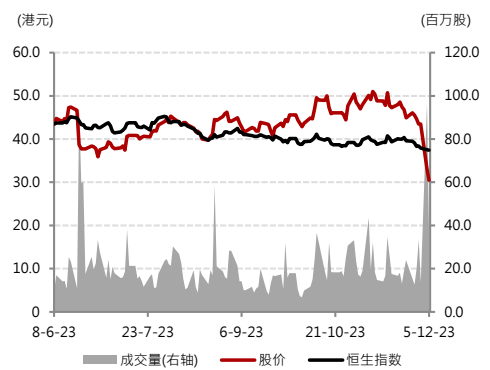
目标价：32.00 港元

股票资料（更新至 2023 年 12 月 4 日）

| | |
|-----------|----------------|
| 现价 | 33.15 港元 |
| 总市值 | 141,056.75 亿港元 |
| 流通股比例 | 85.82% |
| 已发行总股本 | 4,255.11 百万 |
| 52 周价格区间 | 32.8-77.308 港元 |
| 3 个月日均成交额 | 870.55 百万港元 |
| 主要股东 | 李革等 (占 13.75%) |

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

2023 年 8 月 25 日：药明生物 (2269 HK)：上半年业绩逊预期，预计 2024 年后收入增速将回升

分析师

施佳丽

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 盈利预测调整 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

| | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | 旧预测 | 旧预测 | 旧预测 | 新预测 | 新预测 | 新预测 | 调整幅度 (%) | 调整幅度 (%) | 调整幅度 (%) |
| 营业收入 | 18,080 | 22,826 | 28,590 | 16,774 | 19,013 | 23,533 | (7.2) | (16.7) | (17.7) |
| 服务成本 | (10,339) | (12,866) | (16,059) | (9,754) | (10,714) | (13,217) | (5.7) | (16.7) | (17.7) |
| 毛利 | 7,741 | 9,960 | 12,532 | 7,021 | 8,299 | 10,316 | (9.3) | (16.7) | (17.7) |
| 销售管理费用 | -1,648 | -2,055 | -2,574 | (1,531) | (1,712) | (2,119) | (7.1) | (16.7) | (17.7) |
| 研发开支 | (727) | (918) | -1,150 | (674) | (764) | (946) | (7.2) | (16.7) | (17.7) |
| 其他开支 | -131,797 | 0 | 0 | (132) | 0 | 0 | 不适用 | 不适用 | 不适用 |
| 经营溢利 | 5,234 | 6,987 | 8,808 | 4,684 | 5,823 | 7,251 | (10.5) | (16.7) | (17.7) |
| 其他收入收益 | 446 | 423 | 512 | 446 | 392 | 471 | 0.0 | (7.4) | (8.1) |
| 财务成本 | (155) | 0 | 8 | (155) | 0 | 8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 联营合营损益 | (7) | 0 | 0 | (7) | 0 | 0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 除税前利润 | 5,518 | 7,410 | 9,328 | 4,968 | 6,215 | 7,729 | (10.0) | (16.1) | (17.1) |
| 所得税开支 | (642) | (1,117) | (1,406) | (559) | (937) | (1,165) | (12.9) | (16.1) | (17.1) |
| 年度利润 | 2,338 | 3,053 | 3,240 | 2,338 | 2,564 | 2,713 | 0.0 | (16.0) | (16.3) |
| 非控股权益 | 160 | 210 | 264 | 148 | 175 | 217 | (7.5) | (16.7) | (17.7) |
| 股东净利润 | 4,716 | 6,082 | 7,658 | 4,261 | 5,102 | 6,347 | (9.7) | (16.1) | (17.1) |
| 经调整净利润 | 5,330 | 6,873 | 8,653 | 4,815 | 5,765 | 7,172 | (9.7) | (16.1) | (17.1) |

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: DCF 模型 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

| | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EBIT | 5,123 | 6,214 | 7,722 | 8,931 | 10,426 | 11,781 | 13,512 | 15,493 | 17,760 | 19,536 |
| 加: 折旧与摊销 | 1,181 | 1,359 | 1,535 | 1,724 | 1,850 | 1,964 | 2,082 | 2,204 | 2,328 | 2,453 |
| 减: 所得税 | (559) | (937) | (1,165) | (1,348) | (1,574) | (1,778) | (2,039) | (2,338) | (2,681) | (2,949) |
| 资本开支 | (4,697) | (5,324) | (4,707) | (3,530) | (2,824) | (2,880) | (3,024) | (3,070) | (3,116) | (3,163) |
| 营运资金变动 | 812 | (1,216) | (648) | (745) | (857) | (968) | (1,094) | (1,236) | (1,397) | (1,537) |
| 自由现金流 | 236 | 2,529 | 4,032 | 6,521 | 8,736 | 10,055 | 11,624 | 13,525 | 15,688 | 17,415 |
| 税后债务成本 | 1.81% | | | | | | | | | |
| 无风险利率 | 3.0% | | | | | | | | | |
| 风险溢价 | 9.5% | | | | | | | | | |
| 贝塔系数 | 1.0 | | | | | | | | | |
| 权益成本 | 12.5% | | | | | | | | | |
| WACC | 9.8% | | | | | | | | | |
| 永续增长率 | 5% | | | | | | | | | |
| 股权价值 (百万港币) | 135,324 | | | | | | | | | |
| 每股内涵价值 (港币) | 32.00 | | | | | | | | | |

来源: 中泰国际研究部预测^经调整净利润剔除股权激励开支、公允值损益与汇兑损益

图表 3: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

| | WACC | 永续增长率 | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 4.0% | 4.5% | 5.0% | 5.5% | 6.0% |
| | 8.8% | 35.42 | 37.96 | 41.18 | 45.37 | 51.04 |
| | 9.3% | 31.80 | 33.75 | 36.16 | 39.20 | 43.17 |
| | 9.8% | 28.68 | 30.19 | 32.00 | 34.24 | 37.08 |
| | 10.3% | 26.11 | 27.28 | 28.68 | 30.37 | 32.46 |
| | 10.8% | 23.85 | 24.77 | 25.85 | 27.13 | 28.69 |
| | 11.3% | 21.86 | 22.58 | 23.42 | 24.40 | 25.57 |

来源: 中泰国际研究部预测

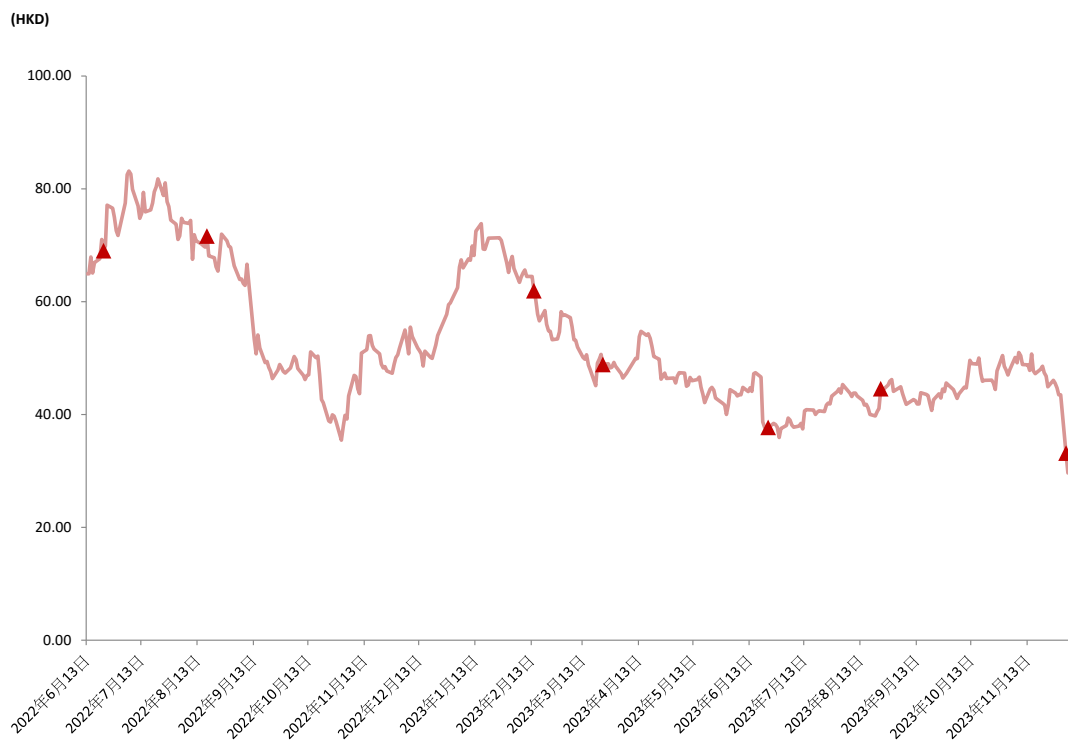
图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|---------|---------|----------|----------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 损益表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| 营业收入 | 10,290 | 15,269 | 16,774 | 19,013 | 23,533 | 税前利润 | 3,993 | 5,358 | 4,968 | 6,215 | 7,729 |
| 服务成本 | (5,461) | (8,545) | (9,754) | (10,714) | (13,217) | 折旧及摊销 | 482 | 801 | 1,181 | 1,359 | 1,535 |
| 毛利 | 4,829 | 6,724 | 7,021 | 8,299 | 10,316 | 营运资金变动 | (963) | (974) | 812 | (1,216) | (648) |
| SG&A | (1,001) | (1,433) | (1,531) | (1,712) | (2,119) | 已付利息 | 39 | 64 | 155 | (0) | (8) |
| 研发开支 | (502) | (683) | (674) | (764) | (946) | 已付税款 | (350) | (586) | (559) | (937) | (1,165) |
| 其他开支 | (157) | (259) | (132) | 0 | 0 | 其他 | 230 | 879 | 781 | 183 | 1,037 |
| 经营溢利 | 3,170 | 4,350 | 4,684 | 5,823 | 7,251 | 经营业务现金净额 | 3,431 | 5,542 | 7,338 | 5,603 | 8,480 |
| 其他收入及收益 | 862 | 1,072 | 446 | 392 | 471 | 购买厂房及设备 | (6,508) | (5,868) | (4,697) | (5,324) | (4,707) |
| 财务成本 | (39) | (64) | (155) | 0 | 8 | 其他 | (3,094) | (40) | 117 | 147 | 182 |
| 联合营损益 | 0 | 0 | (7) | 0 | 0 | 投资活动现金净额 | (9,602) | (5,908) | (4,580) | (5,177) | (4,525) |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净新增借款 | (53) | (174) | 176 | 191 | 206 |
| 除税前利润 | 3,993 | 5,358 | 4,968 | 6,215 | 7,729 | 发行股份 | 10,978 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税开支 | (485) | (808) | (559) | (937) | (1,165) | 股息分派 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 年度利润 | 3,509 | 4,550 | 2,338 | 2,564 | 2,713 | 其他 | (2,715) | (2,418) | (100) | 70 | (0) |
| 非控股权益 | 120 | 130 | 148 | 175 | 217 | 融资活动现金净额 | 8,209 | (2,592) | 76 | 261 | 206 |
| 股东净利润 | 3,388 | 4,420 | 4,261 | 5,102 | 6,347 | 年初现金 | 7,096 | 9,003 | 6,395 | 9,230 | 9,916 |
| 经调整净利润 | 3,436 | 4,925 | 4,815 | 5,765 | 7,172 | 现金增加净额 | 2,039 | (2,958) | 2,834 | 687 | 4,162 |
| EBIT | 4,032 | 5,422 | 5,123 | 6,214 | 7,722 | 汇率变动之影响净额 | (132) | 350 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 4,514 | 6,223 | 6,304 | 7,573 | 9,256 | 年末现金 | 9,003 | 6,395 | 9,230 | 9,916 | 14,078 |
| 资产负债表 | | | | | | 重要指标 | | | | | |
| 存货 | 1,687 | 2,281 | 2,249 | 2,727 | 3,411 | 增长率 (%) | | | | | |
| 应收账款 | 4,857 | 5,610 | 4,916 | 6,911 | 7,505 | 收入 | 83.3 | 48.4 | 9.9 | 13.3 | 23.8 |
| 现金 | 9,003 | 6,395 | 9,230 | 9,916 | 14,078 | 毛利 | 90.6 | 39.2 | 4.4 | 18.2 | 24.3 |
| 其他 | 3,982 | 4,183 | 4,272 | 4,287 | 4,297 | 股东净利润 | 100.6 | 30.5 | (3.6) | 19.7 | 24.4 |
| 流动资产 | 19,530 | 18,470 | 20,666 | 23,841 | 29,291 | 经调整股东净利润 | 100.3 | 43.3 | (2.2) | 19.7 | 24.4 |
| 物业厂房设备 | 18,065 | 24,171 | 27,878 | 32,037 | 35,403 | 盈利能力 (%) | | | | | |
| 无形资产及商誉 | 601 | 549 | 490 | 431 | 373 | 毛利率 | 46.9 | 44.0 | 41.9 | 43.6 | 43.8 |
| 其他非流动资产 | 5,837 | 6,375 | 6,288 | 6,393 | 6,417 | 净利润率 | 32.9 | 29.0 | 25.4 | 26.8 | 27.0 |
| 非流动资产 | 24,503 | 31,095 | 34,656 | 38,862 | 42,192 | EBIT 利润率 | 39.2 | 35.5 | 30.5 | 32.7 | 0.0 |
| 总资产 | 44,033 | 49,564 | 55,323 | 62,703 | 71,483 | EBITDA 利润率 | 43.9 | 40.8 | 37.6 | 39.8 | 39.3 |
| 贸易应付款项 | 3,698 | 3,269 | 3,302 | 3,495 | 3,918 | 净负债率 (%) | | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 短期借款 | 3,897 | 5,127 | 5,428 | 6,222 | 6,612 | 其他 | | | | | |
| 其他流动负债 | 661 | 923 | 923 | 923 | 923 | 有效税率 (%) | 12.1 | 15.1 | 11.2 | 15.1 | 15.1 |
| 流动负债 | 8,256 | 9,319 | 9,653 | 10,639 | 11,453 | 派息比率 (%) | | | | | |
| 长期借款 | 641 | 1,462 | 1,505 | 1,551 | 1,597 | ROAE (%) | 12.6 | 12.8 | 11.0 | 11.6 | 12.5 |
| 其他非流动负债 | 2,430 | 2,571 | 2,989 | 3,397 | 3,928 | ROAA (%) | 9.3 | 9.4 | 8.1 | 8.6 | 9.5 |
| 非流动负债 | 3,071 | 4,033 | 4,494 | 4,947 | 5,525 | 存货周转率 (天) | 92.6 | 84.8 | 84.8 | 84.8 | 84.8 |
| 总负债 | 11,326 | 13,351 | 14,147 | 15,587 | 16,977 | 应收帐周转率 (天) | 96.8 | 92.9 | 92.9 | 92.9 | 92.9 |
| 股东权益 | 32,279 | 35,047 | 39,863 | 45,628 | 52,800 | 应付帐周转率 (天) | 42.2 | 30.1 | 30.1 | 30.1 | 30.1 |
| 非控股权益 | 428 | 1,166 | 1,313 | 1,489 | 1,706 | | | | | | |
| 总权益 | 32,706 | 36,213 | 41,176 | 47,117 | 54,506 | | | | | | |
| 净现金/(负债) | 4,466 | (193) | 2,297 | 2,144 | 5,868 | | | | | | |

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、公允价值损益与汇兑损益

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: 公司资料, 中泰国际研究部预测

| | 日期 | 收市价 | 评级变动 | 目标价 |
|---|-----------------|-----------|---------|------------|
| 1 | 2022 年 3 月 25 日 | HK\$69.32 | 买入 (维持) | HK\$118.35 |
| 2 | 2022 年 6 月 22 日 | HK\$69.02 | 买入 (维持) | HK\$106.00 |
| 3 | 2022 年 8 月 19 日 | HK\$71.61 | 买入 (维持) | HK\$110.40 |
| 4 | 2023 年 2 月 15 日 | HK\$61.93 | 买入 (维持) | HK\$90.00 |
| 5 | 2023 年 3 月 27 日 | HK\$48.84 | 买入 (维持) | HK\$90.70 |
| 6 | 2023 年 6 月 26 日 | HK\$37.71 | 买入 (维持) | HK\$70.00 |
| 7 | 2023 年 8 月 25 日 | HK\$44.55 | 买入 (维持) | HK\$58.00 |
| 8 | 2023 年 12 月 4 日 | HK\$33.15 | 中性 (下调) | HK\$32.00 |

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) 中泰国际证券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