

医药

收盘价

港元 75.80

目标价

港元 96.00

潜在涨幅

+26.6%

2018年5月11日

药明生物 (2269 HK)

借力全球生物药市场崛起的全服务供应商；首予买入

- ① 我们首次覆盖药明生物（药明），给予买入评级和目标价 96.00 港元。药明是全球领先的一站式生物药服务供应商，从分子概念到产品商业化的整个生物药研发过程中，为客户提供全阶段的定制服务。目前全球生物药市场蓬勃发展，加上中国本土市场的增长空间庞大，药明占据有利位置可从中受益。我们认为公司强劲增长势头的能见度高，研发外包（CRO）和商业化生产外包（CMO）两项业务的增长潜力庞大。我们预计 2017-20 年收入和调整后净利润的年复合增长率分别为 53% 和 60%。
- ② 成功的商业模式确保未来增长的高能见度。以「跟随药物分子发展阶段扩大业务」的策略为基础，药明的商业模式使得公司：1) 能让客户在研发早期参与项目；2) 维持较高的客户粘性；3) 推动每个全阶段项目的收入快速增长；4) 收取无风险服务费；及 5) 通过里程碑付款和特许权使用费的机制摊分生物药研发的风险和收益。
- ③ 多个增长引擎推动。我们认为公司增长潜力庞大，动力来自：1) CRO 业务持续强劲的增长势头（包括里程碑付款和特许权使用费），预测 2017-20 年复合增长率为 47%；2) 里程碑付款和特许权使用费的贡献增加，预测收入/经营利润贡献将从 2017 年的 12%/43% 提升到 2020 年的 19%/54%；3) CMO 项目：特罗格佐（Trogarzo）已于 2018 年 4 月开始投产，另有 20 多个分子处于管线当中。我们预期公司产能将在 5 年内增长超过 3 倍，我们估算届时峰值收入可达到每年约 12 亿美元。
- ④ 估值溢价合理。假设加权平均资本成本(WACC)为 10.4%，永续增长率 4.5%，beta 值 0.90，我们根据 10 年现金流折现估值得出 12 个月目标价为 96.00 港元。根据我们的分类加总估值分析，CRO（包括里程碑付款和特许权使用费）和 CMO 分别占总公允价值的 85% 和 15%（或每股 81 和 15 港元）。由于公司到 2020 年才会从 CMO 业务和特许权使用费中获得重大利润，因此我们认为使用 2020 年预测作为估值基础较为适当。我们的目标价相当于 2020 年市盈率 66 倍，市盈增长率 1.0。我们认为药明在全球生物药市场的定位独特，应当享有估值溢价。

财务数据一览

年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万人民币)	989	1,619	2,471	4,033	5,810
同比增长(%)	77.55	63.68	52.62	63.23	44.06
净利润(百万人民币)	213	408	642	1,080	1,677
每股盈利(人民币)	0.22	0.35	0.48	0.78	1.19
同比增长(%)	230.2	58.9	37.7	60.8	52.8
市盈率(倍)	277.5	174.6	126.8	78.9	51.6
每股账面值(人民币)	0.3	3.5	5.8	6.3	7.4
市账率(倍)	218.9	17.7	10.5	9.7	8.3

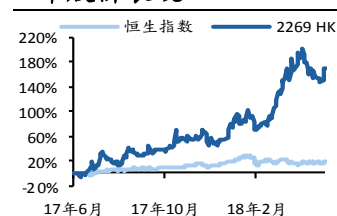
资料来源：公司资料，交银国际预测

(本文是报告“WuXi Biologics (2269 HK) - Full-service provider riding on global biologics boom; Buy - Lilian Wan, Mengmeng Xi, Kent Lin”的部分翻译，该报告发布于2018年5月11日，全文链接：<http://researchreport.bocomgroup.com/2269-180511e.pdf>)

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：彭博

股份资料

52周高位(港元)	86.50
52周低位(港元)	25.00
市值(港元百万)	92,756.94
日均成交量(百万)	5.64
年初至今变化(%)	73.46
200天平均价(港元)	49.66

资料来源：彭博

万玲艳

lilian.wan@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

奚萌萌

mengmeng.xi@bocomgroup.com
(852) 3766 1848

林北辰

kent.lin@bocomgroup.com
(852) 3766 1847

交银国际荣幸地成为即将于香港举行的第 71 届 CFA 协会峰会的黄金赞助商。

交银国际

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。
中性：预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。
沽出：预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。
无评级：对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
同步：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
落后：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标杆指数为**MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股 50（美元）指数**。

2018年5月11日

药明生物 (2269 HK)



分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务（集团）有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司及安乐工程集团有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国新华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。