

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

药明生物 (2269 HK)

趁热打铁

■ 公司近期公布了多项海外和国内投资项目,我们认为其战略是为了在全球主要的生物制药研发中心提前布局研发生产能力,尽早赢得订单和人才

■ 另据消息,罗氏的赫赛汀被自18年一季度以来在中国市场供不应求,突出了产能适配问题的重要性;与此同时,为了促进创新发展,国家发改委宣布开始对中国CRO/CMO公司新投资项目给予补贴

■ 我们对18/19年的预测EPS稍作调整,以反映今年三月份新股配售的影响以及下调了19年CMO收入预测。基于DCF的目标价上调至100.4港元,主要是我们的WACC开始使用历史Beta来计算

趁热打铁

4月份以来,公司宣布了多项新投资,分别位于爱尔兰邓多克、中国石家庄、美国波士顿和新加坡。这些新生产基地虽然规模上小于韩国同业,但地理上更接近全球生物技术中心,我们认为这能够使公司以更灵活的方式贴近新兴生物制药企业的需求。我们预计公司能将生物药产能从2020年底的111,700升上调至到2023年底的216,700升,顺利投产的话,我们预计这些新增产能将能支撑6.7亿美元的额外峰值销售。

凡有的,还要加给他

6月,国家发改委宣布将对中国的CRO/CMO公司的新项目提供补贴,单一项目最高补贴额达1亿元人民币。此项政策将极大利好如药明生物这样的行业龙头。同时,在另外的新闻里,赫赛汀自18年一季度以来在中国出现缺货。这一部分是由于新产地延迟获得药监局许可,一部分是由于该药进入国家医保目录后的强劲需求超出厂商预期。我们认为这一事件可作为一个重要的证据支持跨国公司签约中国CMO公司作为备用产能,以及中国医药企业利用CROs/CMOs加快进军生物制剂领域。

目标价从83.8港元上调至108.5港元

我们分别对18/19年的EPS上调3%/下调5%,以反映配股影响,19年CMO收入预测的降低以及18/19年其它收入预测的升高。我们把现金流贴现法的估值调高,主要由于我们的WACC从11.5%下调至9.8%,因为我们把beta设为0.8,基于上市12个月的历史交易数据,而之前beta假设为1.0。

财务预测及估值

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
综合收入	557	989	1,619	2,542	4,019
同比增长%	68%	78%	64%	57%	58%
调整后净利润	71	221	408	655	1,202
同比增长%	53%	209%	85%	60%	84%
全面摊薄每股盈利(港元)	0.00	0.25	0.42	0.64	1.12
调整后市盈率(x)	n.a.	n.a.	118.8	135.6	76.9
市净率(x)	n.a.	n.a.	13.2	11.6	10.2
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.0	0.0	0.0

资料来源:公司资料,招商證券(香港)预测

张甦

+852 3189 6357

suzhang@cmschina.com.hk

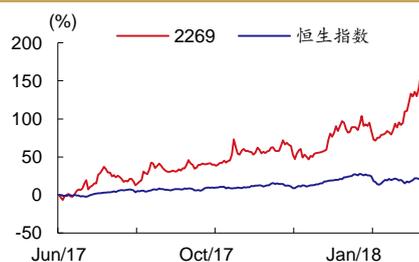
最新变动

目标价/预测上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$86.4
12个月目标价(上涨空间)	HK\$100.4 (+16%)
前次目标价	HK\$83.8

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
2269 HK	16.8	97.8	217.8
恒生指数	(1.3)	5.1	18.8

行业:医药保健

恒生指数	30725
国企指数	12036

重要数据

52周股价区间(港元)	25.9-98.5
市值(百万港元)	108346
日均成交量(百万股)	3.81
每股净资产(港元)	3.63

主要股东

Wuxi Biologics Holding	59.6%
管理层	8.0%

自由流通量

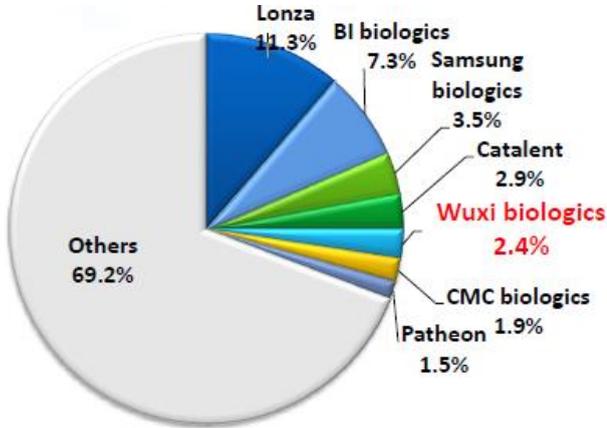
自由流通量	32.4%
-------	-------

相关报告

1. Wuxi Biologics (2269 HK) - Invest to be the best (BUY), 2018/03/20
2. Wuxi Biologics (2269 HK) - Positive profit alert: Strong execution made the year (BUY), 2018/03/06
3. China Pharmaceutical & Healthcare - CMS China healthcare sector outlook 2018 (OVERWEIGHT), 2018/01/05
4. Wuxi Biologics (2269 HK) - Main NDR takeaways: IP value and pricing power (BUY), 2017/09/05
5. 药明生物 (2269 HK) - 夏季无休 (买入), 2017/08/28
6. Wuxi Biologics (2269 HK) - Empowering a Bio-riliant Future (BUY), 2017/07/17

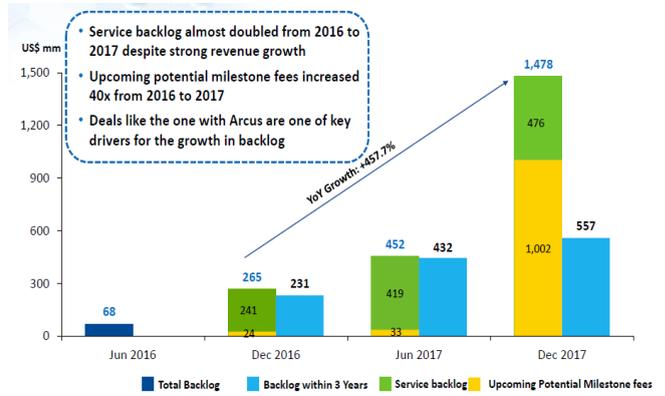
重点图表

图1: 2017年全球生物制剂外包服务的收入市场份额



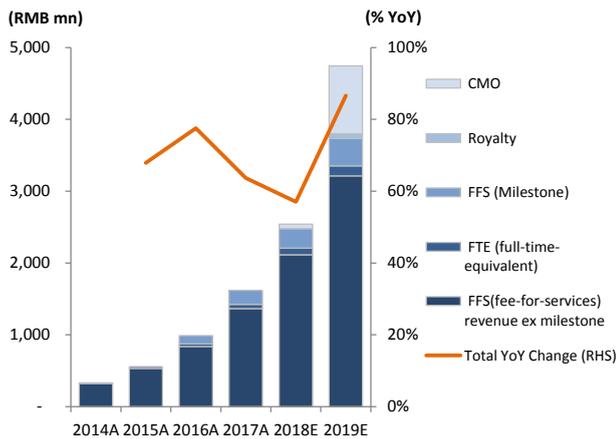
资料来源: 弗若斯特沙利文

图2: 2017年中国生物制剂外包服务的收入市场份额



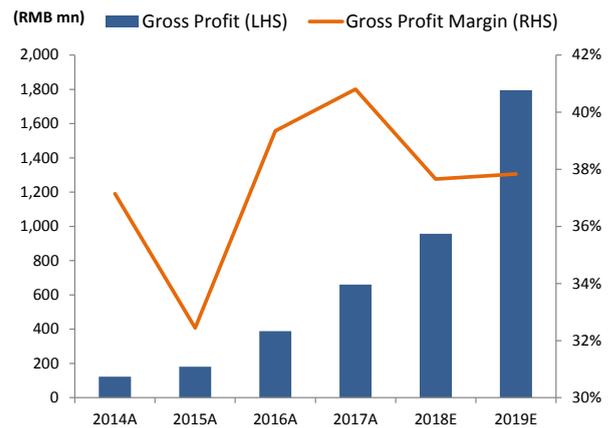
资料来源: ContractPharma

图3: 收入构成及预测



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 利润率趋势及预测



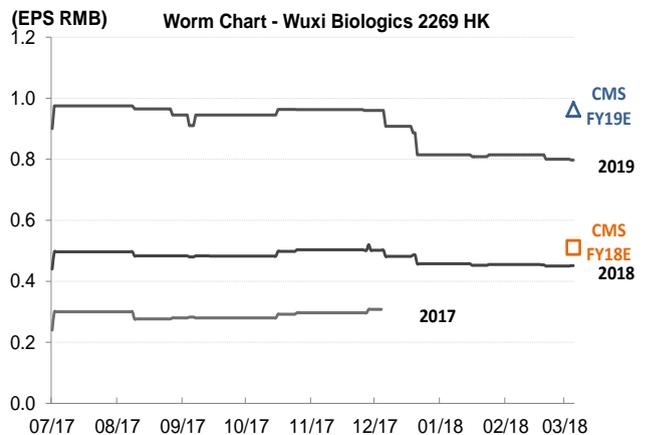
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 市盈率区间



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

图6: 市场共识趋势



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
非流动资产	756	1,155	1,816	3,811	6,057
物业、厂房及设备	754	1,153	1,780	3,775	6,021
递延税项资产	2	2	7	7	7
流动资产	601	830	3,034	2,213	3,022
库存	50	79	136	224	417
应收账款	190	294	314	491	916
预付款和其他应收帐款	93	132	300	300	300
进行中的服务工程	101	123	202	318	593
现金和现金等价物合计	167	202	1,440	238	154
总资产	1,357	1,985	4,849	6,023	9,078
流动负债	1,202	801	798	1,034	1,575
贸易和账单应付款项	271	105	137	227	422
客户预付款	27	132	255	400	746
其他应付帐款	428	321	393	393	393
应付所得税	20	9	13	13	13
短期银行债务	-	39	-	-	-
非流动负债	9	914	27	327	1,627
递延政府补助	9	13	20	20	20
递延税项负债	-	6	7	7	7
长期银行贷款	-	866	-	300	1,600
融资租赁债务	-	30	-	-	-
股东资金	146	270	4,024	4,663	5,877
少数股东权益	-	-	-	-	-
负债和权益合计	1,357	1,985	4,849	6,023	9,078

现金流量表

人民币百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	104	53	334	680	1,257
税前利润	65	176	304	613	1,216
流动资金变动前营业利润	151	336	518	952	1,896
净流动资金变化	(40)	(206)	(98)	(146)	(352)
已付所得税	(4)	(47)	(51)	(126)	(240)
已付利息	(3)	(30)	(36)	-	(48)
投资活动现金流	(336)	(421)	(1,364)	(2,182)	(2,641)
购买物业、厂房及设备	(334)	(429)	(671)	(2,205)	(2,646)
已收到的期权费	-	27	-	-	-
已抵押银行存款净变动	(8)	(24)	-	-	-
收取利息	-	0	9	23	5
其他	6	5	(702)	-	-
筹资活动现金流	380	362	2,280	300	1,300
IPO 收益净额	-	-	3,368	-	-
派息	(18)	-	-	-	-
收益/偿还银行贷款	(4)	905	(905)	300	1,300
关联方垫款/偿还关联方款项	402	(542)	(183)	-	-
其他	-	(1)	-	-	-
期初现金	6	158	169	1,419	217
汇兑差额	4	16	-	-	-
期末现金	158	169	1,419	217	133

利润表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
合并收入	557	989	1,619	2,542	4,743
产品销售成本	(376)	(600)	(958)	(1,585)	(2,949)
毛利	181	389	661	957	1,795
(+/-) 其他收入/开支	7	7	26	41	76
(-) 销售、一般及行政费用合计	(86)	(110)	(162)	(236)	(408)
行政开支	(72)	(95)	(134)	(198)	(346)
销售及分销成本	(13)	(15)	(28)	(38)	(62)
(-) 研发费用	(40)	(53)	(74)	(112)	(204)
经调整 EBITDA	146	374	638	1,012	1,896
折旧摊销合计	(57)	(93)	(123)	(210)	(400)
股权激励	(27)	(48)	(65)	(153)	(237)
EBIT	62	233	450	650	1,259
(+/-) 财务费用净额	4	(22)	(52)	(37)	(43)
(+/-) 联营合营公司收益	-	-	-	-	-
(+/-) 其他收入/开支	(1)	(3)	(11)	-	-
(-) 上市费用	-	(32)	(16)	-	-
税前利润	65	176	304	613	1,216
(-) 税项	(21)	(35)	(51)	(126)	(240)
净利润	45	141	253	486	976
(+/-) 少数股东权益	-	-	-	-	-
股东应占净利润	45	141	253	486	976
调整后净利润	71	221	408	639	1,213
全面摊薄每股盈利(人民币)	-	0.21	0.36	0.51	0.96
全面摊薄每股盈利(港元)	-	0.25	0.42	0.63	1.19

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率(%)					
合并收入	68%	78%	64%	57%	87%
毛利	47%	115%	70%	45%	87%
调整后净利润	53%	209%	85%	57%	90%
获利能力(%)					
毛利率(%)	32.4%	39.3%	40.8%	37.7%	37.8%
调整后净利润率(%)	12.8%	22.3%	25.2%	25.1%	25.6%
ROE(年末)	27.6%	105.9%	19.0%	14.7%	23.0%
ROA	7.2%	13.2%	11.9%	11.8%	16.1%
营运能力					
库存周转日数	40	39	41	41	40
应收账款周转日数	67	60	57	53	50
应付账款周转日数	202	114	46	42	40
现金周转日数	(95)	(15)	52	53	49
偿债能力					
自由现金流(人民币百万元)	(230)	(376)	(337)	(1,525)	(1,389)
资产负债率(%)	197.6	338.6	-51.7	-12.4	13.7

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828