

【广发医药&海外】药明生物 (02269.HK)

业绩扎实，订单和产能扩张确保持续高成长

公司评级	买入
当前价格	103.80 港元
合理价值	121.26 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-27

核心观点:

*如非特殊说明，本报告货币为人民币

- **收入增长 57.2%，归母净利润增长 60.8%，业绩符合预期。**公司发布 2019 年财报，收入 39.84 亿元，同比增长 57.2%，其中 IND 前收入 18.08 亿元，增长 24.6%，IND 后收入 21.52 亿元，大增 98.6%；毛利润 16.59 亿元，增长 63.0%，归母净利润 10.14 亿元，增长 60.8%，调整后归母净利润 12.08 亿元，增长 60.8%。业绩扎实，符合预期。
- **项目数和未完成订单增长强劲，全球新占比提高。**公司管线综合项目数增加至 250 个，全年新增高达 59 个，已有 16 个项目进入临床三期，其中 2 个项目已递交中国和美国 BLA 申请。项目中 First-in-Class 数量从 2018 年的 51 个提升至 2019 年的 86 个，占比从 24.9% 提升至 34.4%。截至 2020 年 3 月，未完成订单总额跃升至 79.26 亿美元。WuxiBody™ 双抗平台认可度不断提高，合作项目提高到 20 个，潜在里程碑收入达到 34 亿美元，同比增长 70%，将持续提高盈利能力。
- **产能和人才数量继续扩张，确保未来持续高增长。**2019 年公司 CAPEX 32 亿元，总产能达到 5.2 万升，2020 年预计 CAPEX 45 亿元并规划于 2022 年全球产能达到 28 万升，打造覆盖 5 个国家的全球供应链。公司员工扩张至 5666 人，研发团队 2477 人，为业内规模最大的生物制药研发团队。产能和人才的扩张将为公司持续高增长提供支持。
- **盈利预测与投资建议：**预计 20-21 年收入增速 30.6%/40.7%，归母净利润增速 28.5%/40.9%。为充分反应海外疫情不确定性风险，我们暂时将 2020 年收入增速区间由 40-50% 调整至 30-40%。但必须看到公司管线中 ADC、双抗、First-in-Class 数量和 1 季度未完成订单增长强劲，发展后劲十足，随着疫情平息，业绩具备上修空间。采用 DCF 方法得到公司合理价值为 121.26 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期；新增项目数放缓；海外疫情持续严峻

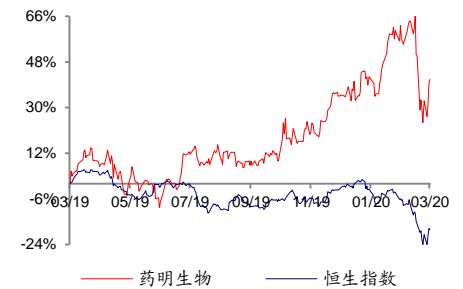
盈利预测:

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,619	2,534	3,984	5,202	7,318
增长率(%)	63.7%	56.6%	57.2%	30.6%	40.7%
EBITDA(百万元)	358	816	1,146	1,711	2,322
归母净利润(百万元)	253	631	1,014	1,302	1,835
增长率(%)	79.0%	149.6%	60.8%	28.5%	40.9%
EPS(元/股)	0.22	0.54	0.83	1.00	1.41
市盈率(P/E)	405.6	174.5	114.4	94.3	66.9
市净率(P/B)	26.8	13.8	9.1	8.7	7.7
EV/EBITDA	299.9	129.8	97.7	70.8	51.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

*本表货币为人民币

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

马步云



SAC 执证号: S0260519080009

SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

相关研究:

【广发医药&海外】药明生物 2019-12-18

(02269.HK): 赋能全球生物

药研发的 CRO/CDMO 龙头

目录索引

一、归母净利润增长 60.8%，业绩符合预期	4
（一）综合项目新增和净增绝对数量增加，单项目平均贡献收入提高	4
（二）未完成订单增长强劲，全球新项目占比提高	5
（三）三驾马车持续驱动，全球份额不断提高	7
（四）客户数量持续增长且具备高粘性	7
（五）产能和人才数量持续扩张，确保未来高增长	8
二、财务分析：盈利能力继续上升，盈利质量高	9
三、收入拆分与盈利预测：有望持续高成长	10
四、估值与投资建议：维持买入评级	12
五、风险提示	14

图表索引

图 1: 药明生物营收增长 (百万元)	4
图 2: 药明生物归母净利润增长 (百万元)	4
图 3: 药明生物 IND 前和 IND 后收入 (百万元)	4
图 4: 药明生物收入结构变化	4
图 5: 药明生物综合项目增加数量及平均贡献收入	5
图 6: 药明生物各阶段综合项目数量	5
图 7: 药明生物未完成服务订单情况 (百万美元)	6
图 8: 药明生物未完成服务订单总额情况 (百万美元)	6
图 9: 药明生物项目构成 (2018 和 2019 年)	6
图 10: 药明生物收入结构变化 (分地区)	7
图 11: 药明生物各地区收入增速情况	7
图 12: 药明生物全球和中国市场份额变化	7
图 13: 全球生物药 CDMO 市场格局 (2019 年)	7
图 14: 药明生物服务客户数量提高至 266 个	8
图 15: 前十大客户平均收入提高显著 (百万元)	8
图 16: 药明生物产能扩张 (万升)	8
图 17: 公司员工数量高速增长 (人)	8
图 18: 药明生物收入增长情况 (百万元)	9
图 19: 药明生物毛利率情况 (百万元)	9
图 20: 药明生物各项成本占比	9
图 21: 药明生物费用率情况	9
图 22: 药明生物归母净利润情况 (百万元)	10
图 23: 药明生物调整后归母净利润情况 (百万元)	10
表 1: 药明生物项目数量和平均项目贡献收入情况 (百万元)	5
表 2: 药明生物未来项目数量假设	10
表 3: 药明生物未来项目数量及收入假设和预测 (百万元)	11
表 4: 药明生物盈利预测关键假设 (百万元)	11
表 5: 药明生物现金流假设 (百万元)	12
表 6: 药明生物 WACC 核心假设	13
表 7: 药明生物的 DCF 估值	13
表 8: 药明生物 DCF 估值敏感性分析	13

一、归母净利润增长 60.8%，业绩符合预期

2019年，药明生物实现收入39.84亿元，同比增长57.2%，毛利16.59亿元，同比增长63.0%，归母净利润10.14亿元，同比增长60.8%，经调整纯利12.05亿元，同比增长60.3%，经调整归母纯利12.08亿元，同比增长60.8%，EPS（基本）0.98元/股，同比增长57.7%。公司业绩扎实，利润符合预期，收入略超我们的预期。

图1：药明生物营收增长（百万元）

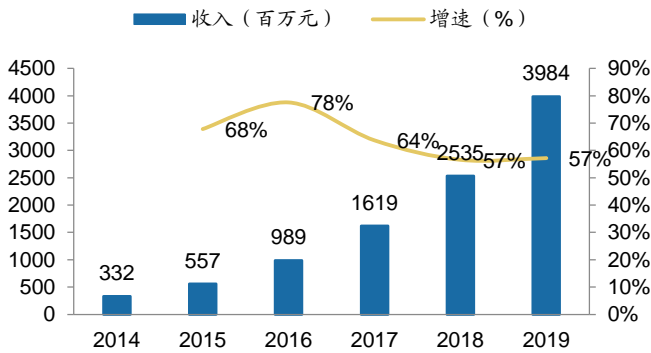
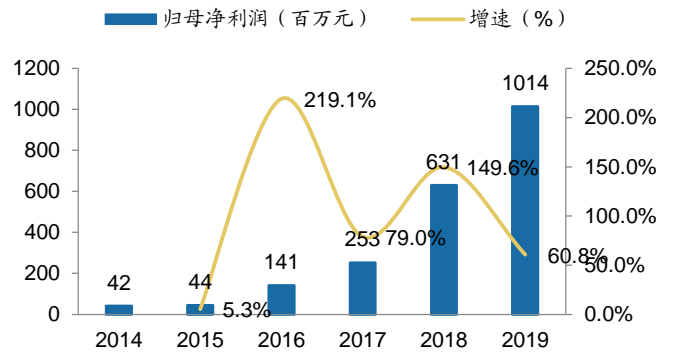


图2：药明生物归母净利润增长（百万元）

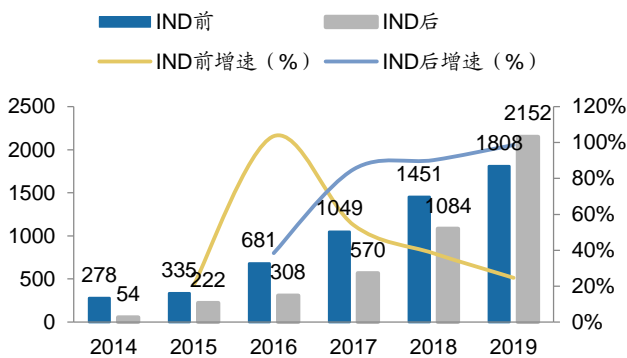


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

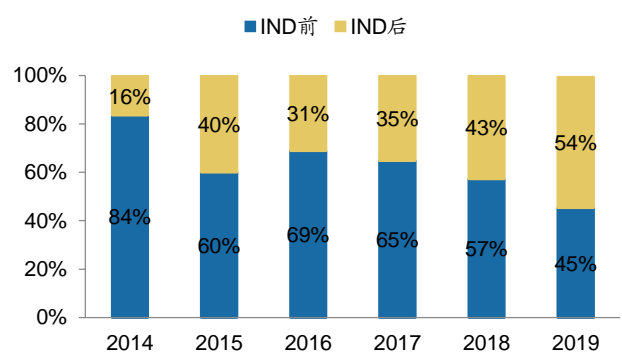
IND后服务收入增速快，占比提高。IND后服务收益大幅增长98.6%至21.52亿元，占比提升至54%。IND前服务收益增长24.6%至18.08亿元。里程碑收入约5510万美元，收入占比约10%

图3：药明生物IND前和IND后收入（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图4：药明生物收入结构变化

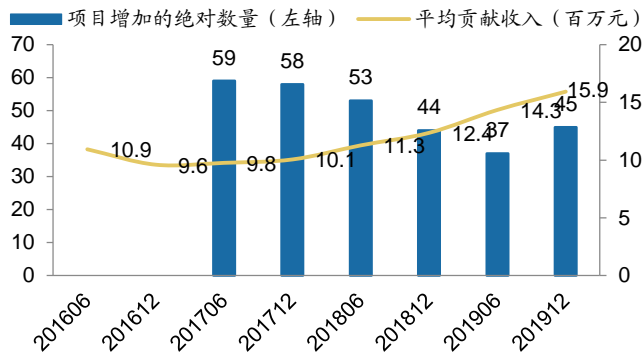


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（一）综合项目新增和净增绝对数量增加，单项目平均贡献收入提高

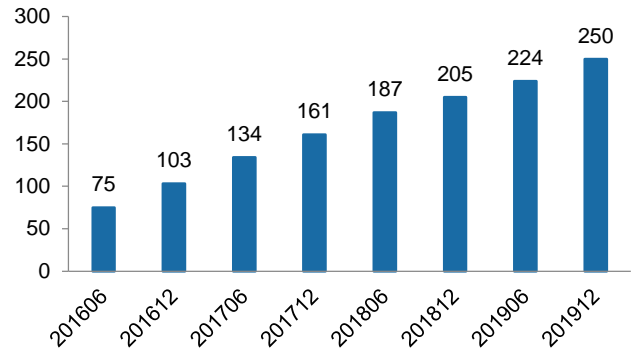
公司综合项目数量增长至250个，新增59个项目（约占全球新增项目数的30%），按年度计算净增45个，约40个项目有望进入商业化。从趋势来看，平均每个项目贡献的收入处于持续上升中，从2016年的10.9百万元上升至2019年的15.9百万元。

图5: 药明生物综合项目增加数量及平均贡献收入



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图6: 药明生物各阶段综合项目数量



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

临床三期数目达到16个, 其中2个项目已递交中国和美国BLA申请, 预计未来业务将取得更多重要进展。

表1: 药明生物项目数量和平均项目贡献收入情况 (百万元)

	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H	2018	2019H1	2019	备注
临床前开发	59	66	92	90	98	97	106	121	新增 59 个, 终止 13 个
早期	14	33	35	62	78	94	102	112	
一期				54	68	75	85	85	上阶段转化 21 个, 终止 1 个
二期				9	26	27	27	27	上阶段转化 3 个
临床三期	2	3	6	8	10	13	15	16	上阶段转化 3 个, 新增 1 个
商业化生产	0	1	1	1	1	1	1	1	
合计	75	103	134	161	187	205	224	250	
贡献收入情况	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H	2018	2019H1	2019	
IND 前	298	681	448	1049	656	1451	815	1808	
IND 前平均收益	10.1	10.3	9.7	11.7	13.4	15.0	15.4	14.9	注: 半年度单个项目平均收益按照 2
IND 后	112	308	206	570	398	1084	792	2152	倍计算为年度收益
IND 后平均收益	14.0	8.3	9.8	8.0	8.9	10.0	13.4	16.7	
单个项目平均收益	10.9	9.6	9.8	10.1	11.3	12.4	14.3	15.8	

数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

(二) 未完成订单增长强劲, 全球新项目占比提高

未完成订单总量于2020年1季度有显著增长, 将持续推动长期成长。2019年公司未完成订单总量为51.02亿美元, 同比增长40%。2020年Q1未完成订单总量激增至79.26亿美元, 其中包括新签生物药及疫苗未完成服务订单。

2019年, 公司未完成服务订单16.86亿美元; 未完成潜在里程碑订单41亿美元, 同比增长70.3%。未完成潜在里程碑订单(技术许可)增长主要为WuxiBody™双抗项目合作激增, 未来里程碑收入的转化将持续提升公司的盈利能力。

将于3年内完成的订单在保持高转化率的基础上于2020年Q1增长明显。

图7: 药明生物未完成服务订单情况 (百万美元)

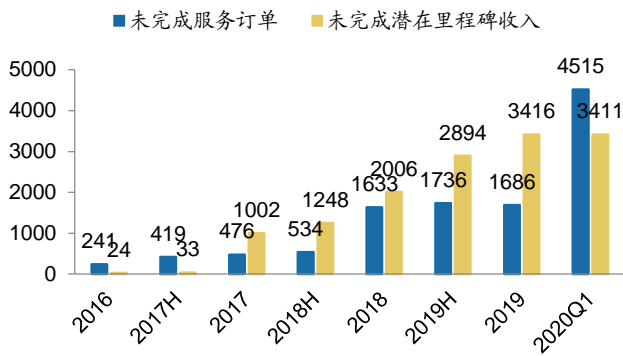
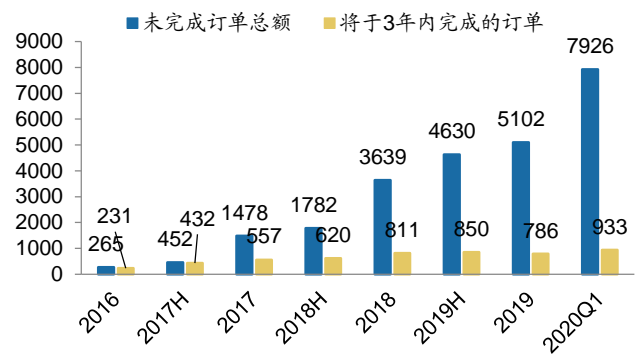


图8: 药明生物未完成服务订单总额情况 (百万美元)

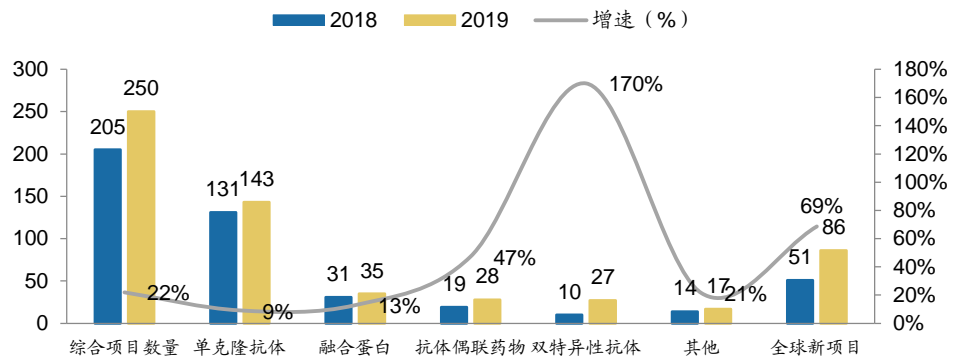


数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

从项目构成来看,全球新数量和占比进一步大幅提高,双抗和ADC项目数增长显著。2019年,药明生物管线中First-in-Class项目数从2018年的51个提升至2019年的86个,占比从24.9%提升至34.4%。抗体偶联药物(ADC)数量从19个增长至28个,双抗数量从10个增长至27个。

图9: 药明生物项目构成 (2018和2019年)



数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

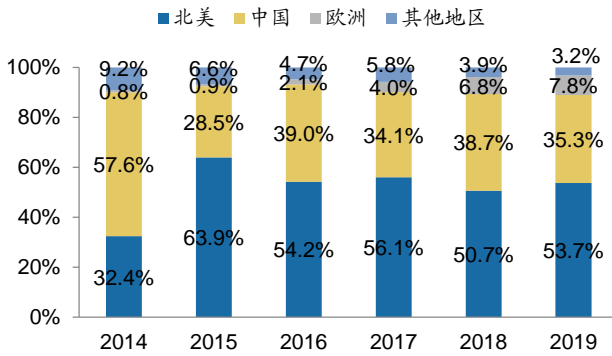
双抗项目: 来自WuxiBody™平台授权许可的项目从2018年12个增加至20个,其中药物发现阶段14个,临床前阶段6个,客户数量从5个增长至7个。**双抗平台亮点:** 具备通用性,减少CMC挑战,缩短6-18个月研发时间,拥有比典型双抗更长的半衰期。**预计2020年有1-2个WuxiBody™项目提交IND申请。**

ADC项目: 药明生物的ADC平台覆盖来自全球超过50个客户,项目数量共计28个,其中临床前15个,临床1期9个,临床2期3个,临床3期1个。**ADC平台亮点:** 药明生物拥有自主知识产权的ADC偶联技术,实现药物抗体比DAR4的优化,避免了载药量不足导致的低疗效和载药量太高导致的毒性,使用合适的药物载量实现安全性和有效性的提高。

（三）三驾马车持续驱动，全球份额不断提高

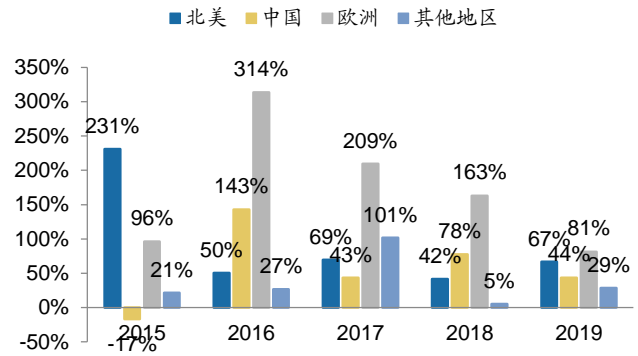
从地区来看，欧洲、美国和中国持续为驱动增长的三驾马车。欧洲过去五年CAGR高达160.4%，主要客户来自瑞士、英国、德国。欧洲市场仍具备很大渗透率提升空间，公司预计投资爱尔兰8亿元，继续拓展于欧洲市场的份额。

图10: 药明生物收入结构变化（分地区）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

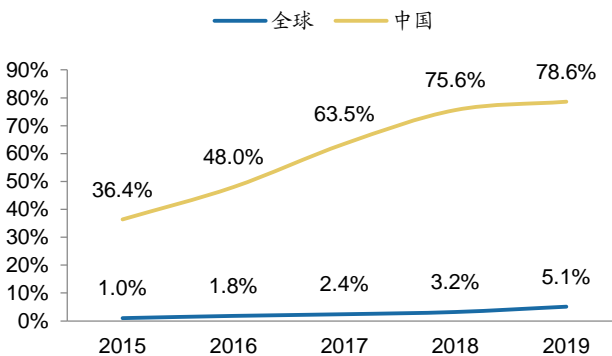
图11: 药明生物各地区收入增速情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

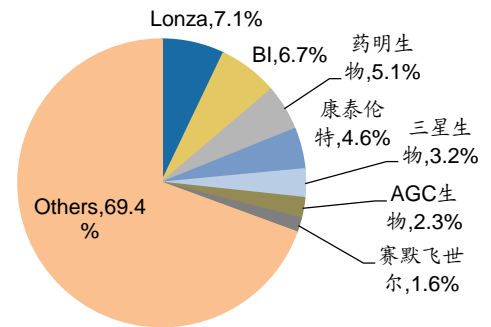
高速的增长带来市场份额的持续提高。随着药明生物收入的高速增长，于全球的市场份额从2015年的1%提高至2019年的5.1%，超过康泰伦特（catalent）和三星生物位居全球第三。

图12: 药明生物全球和中国市场份额变化



数据来源：药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

图13: 全球生物药CDMO市场格局（2019年）

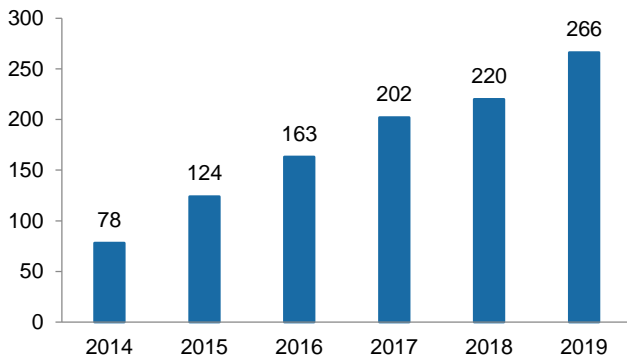


数据来源：药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

（四）客户数量持续增长且具备高粘性

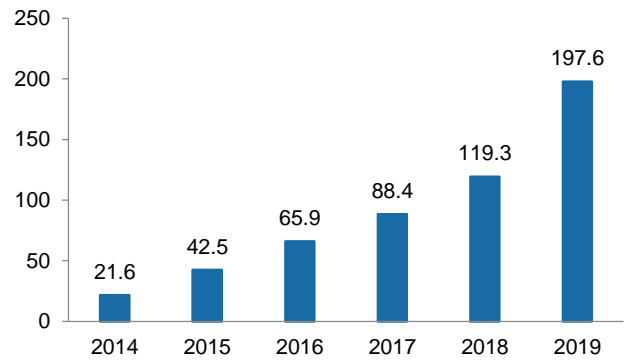
2019年公司服务的客户数量从2018年的220个增加至266个。数量提高的同时，前10大客户平均每年带来的收入从2018年的119.3百万元提高至197.6百万元。平均收益的提高展示出项目顺利向后期推进，平均贡献收入提升，同时获得更多里程碑收入。凭借优秀的过往记录、快速响应能力和优秀的技术平台，公司存量客户新项目续签率超过80%。客户数量和平均单价的提高叠加高粘性，公司成长动力十足。

图14: 药明生物服务客户数量提高至266个



数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

图15: 前十大客户平均收入提高显著 (百万元)



数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

(五) 产能和人才数量持续扩张, 确保未来高增长

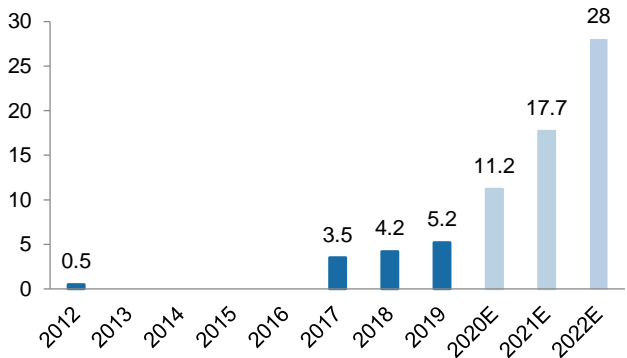
2019年, 公司实际资本开支32亿元, 总产能达到5.2万升, 2020年预计资本开支45亿元。公司规划于2022年全球产能达到28万升, 打造覆盖5个国家的全球供应链。

ADC工厂: 已经投入使用, 助力ARX788临床三期和未来商业化生产。**美国:** 马萨诸塞州新工厂预计2020年Q2开建; 宾夕法尼亚普鲁士王国新建临床生产中心满足不断增长的美国市场需求。**欧洲:** 爱尔兰原液工厂预期2021年起逐步完成。启动首个海外并购拜尔勒沃库森制剂厂巩固全球生产战略。**疫苗工厂:** 预计投资2.4亿美元新建疫苗工厂进入全球疫苗行业。公司于海外投资总额预计将达到70亿。

2019年, 公司员工扩张至5666人, 其中博士学位或同等学位员工457人, 生物药研发团队2477人, 为业内规模最大的生物制药研发团队, 且公司核心员工保留率高达94%。公司预计2020年继续扩招1000员工满足业务的增长。

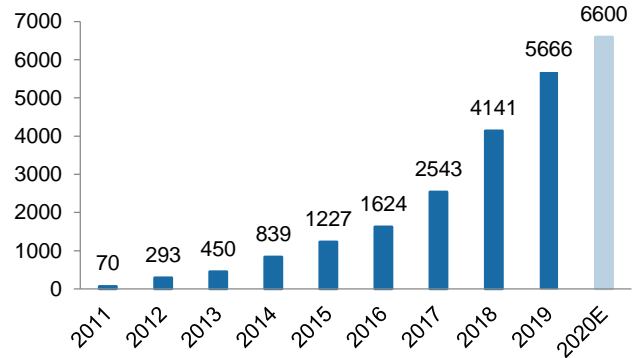
项目支撑产能提升: 每年可支持新药临床试验申请 (IND) 从60个增加至80个, 每年可支持上市申请 (BLA) 从5个提高至7个。

图16: 药明生物产能扩张 (万升)



数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

图17: 公司员工数量高速增长 (人)



数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

二、财务分析：盈利能力继续上升，盈利质量高

毛利率同比上升。2019年公司实现毛利16.59亿元，同比增长63.0%，毛利率41.6%，同比提高1.4pct，调整后毛利率45.6%，同比提高1.5pct，提高主要来自里程碑收入占比的提高和运营效率的提高。成本中直接人工成本降低1.1pct至22%，原材料成本略微提升0.7pct至18.4%。

期间费用率略有上升。公司销售费用率略微提升0.2pct至1.9%，管理费用率略微提升0.2pct至9.2%，财务费用率略有上升，整体期间费用率18.2%，同比提高0.9pct，仍处于历史低位。

图18: 药明生物收入增长情况 (百万元)

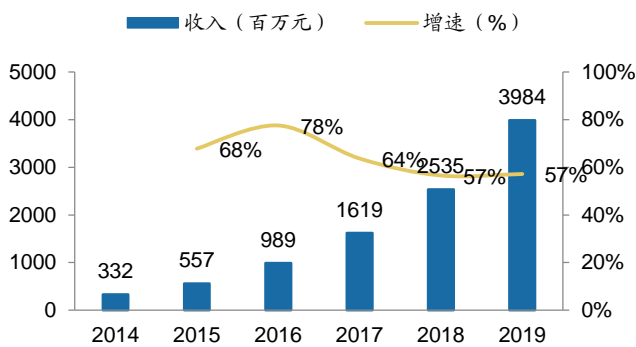
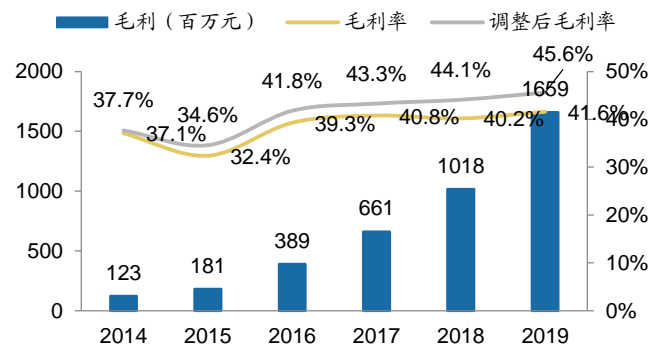


图19: 药明生物毛利率情况 (百万元)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图20: 药明生物各项成本占比

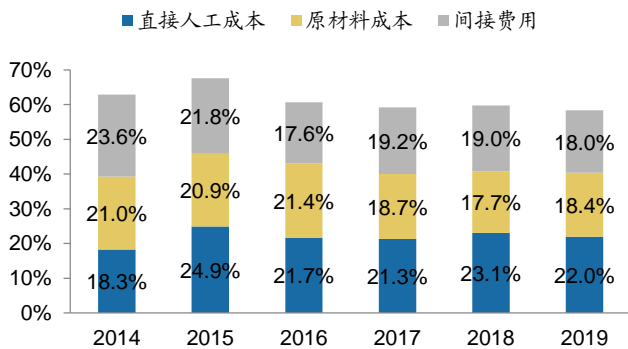
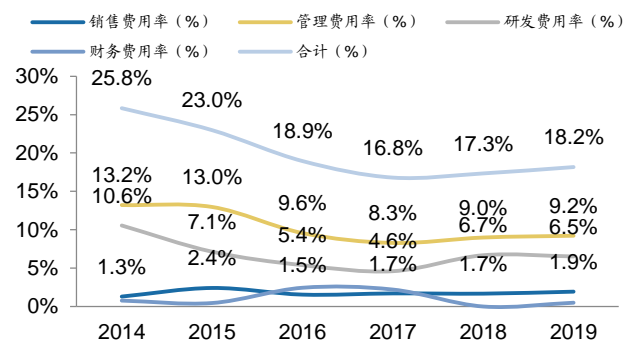


图21: 药明生物费用率情况

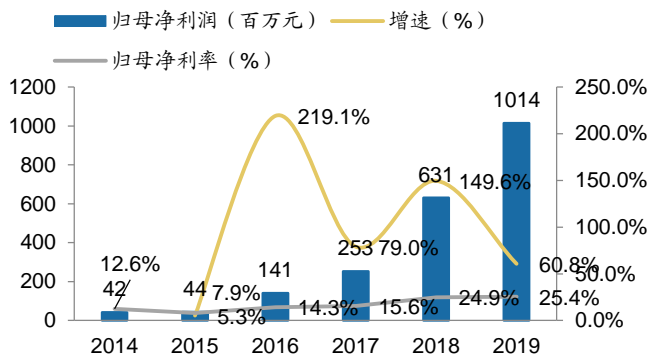


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

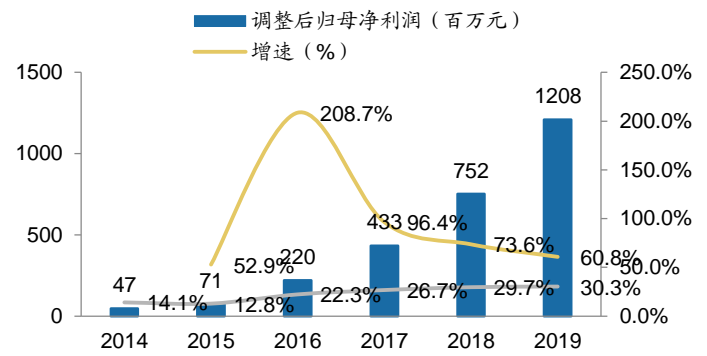
高净利率展示出行业的高壁垒和公司的高盈利能力。得益于毛利率的提高，公司归母净利润提升至25.4%，同比提高0.5pct；调整后归母净利润提升至30.3%，同比提高0.6pct。调整后归母净利润剔除了上市费用、以股份为基础的薪酬开支、外汇影响因素，更能反映公司实质利润率水平。且公司2019年经营性现金流12.1亿元，与调整后净利润匹配，展示出极高的盈利质量。

图22: 药明生物归母净利润情况 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图23: 药明生物调整后归母净利润情况 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

三、收入拆分与盈利预测: 有望持续高成长

近年来药明生物持续高速发展, 收入从2014年的3.32亿元增长至2019年的39.84亿元 (CAGR为64.4%), 归母净利润从0.42亿元增长至10.14亿元 (CAGR约89.1%), 调整后净利润从0.47亿元增长至12.05亿元 (CAGR约91.6%)。

我们预计依托公司强大的尖端技术、优秀的科学人才、庞大的技术团队和高质量的生产体系, 对于全球客户的吸引力将持续上升, 每年新增全球新项目数量可观, 且考虑生物药研发生产粘性高、进入后期之后项目收费将逐步提高, 公司的收入有望持续高速增长。随着更多的全球新项目申报IND和更多的产品申报BLA, 公司的里程碑收入也有望大幅提升, 随之提高公司的利润率水平和盈利能力。

表2: 药明生物未来项目数量假设

	2019A	2020E	2021E	2022E	假设
临床前开发	121	137	154	169	每年新增约 50 个, 退出约 10 个, 大约 20%进入下一阶段
一期	85	81	81	85	每年约有 20%的上一阶段项目进入, 同时有 1/3 项目进入下一阶段
二期	27	46	58	66	每年约有上阶段 1/3 项目进入, 并有约 1/3 项目进入下一阶段
三期	16	21	31	42	主要为上一阶段项目进入
商业化	1	2	3	4	
总数	250	287	327	365	

数据来源: 公司财报、药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

当前中国新冠疫情已有所控制, 但海外疫情仍未看到明显的拐点。基于当前海外疫情发展的不确定性, 为充分反应风险, 我们暂时将公司2020年收入预测增速区间从40-50%调整至30-40%。考虑疫情期间用工成本较高可能带来利润率的略微下降, 利润同比增速略微低于收入增速。

但必须看到的是, 公司管线中ADC、双抗、First-in-Class数量增长强劲且新冠疫情的发酵危中有机。从2019年底到2020年3月底, 仅3个月的时间, 公司未完成服务订

单增加28.3亿美元。由于欧美疫情爆发，2020年3月欧美新客户相关项目需求大增。目前在推进中的8个抗新冠病毒候选药物项目，如能证明初步疗效，预期将在2020年下半年为公司贡献显著收入。且公司目前还拥有9个潜在新冠项目订单。我们预计随着全球疫情的控制及全球复产复工恢复正常，公司将可以消化疫情带来的短暂负面影响，业绩仍具备上修空间。

表3: 药明生物未来项目数量及收入假设和预测 (百万元)

项目数量预测	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
IND 前	66	90	97	121	137	154	169
IND 后	37	71	108	129	150	172	197
早期	33	62	94	112	127	139	151
一期			68	85	81	81	85
二期			26	27	46	58	66
后期	3	8	13	16	21	31	42
商业化	1	1	1	1	2	3	4
总计	103	161	205	250	287	327	365
收入预测	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元人民币)	989	1619	2535	3984	5202	7318	10389
增速 (%)	77.6%	63.7%	56.6%	57.2%	30.6%	40.7%	42.0%
IND 前 (百万元人民币)	681	1049	1451	1808	2045	2481	3385
增速 (%)	103.6%	54.0%	38.3%	24.6%	13.1%	21.4%	36.4%
IND 后 (百万元人民币)	308	570	1084	2152	3157	4837	7004
增速 (%)	38.4%	85.1%	90.2%	98.6%	46.7%	53.2%	44.8%
IND 前平均收入 (百万元人民币)	10.3	11.7	15.0	14.9	14.9	16.1	20.1
增速 (%)		13%	28%	0%	0%	8%	25%
IND 后平均收入 (百万元人民币)	8.3	8.0	10.0	16.7	21.0	28.0	35.6
增速 (%)		-4%	25%	66%	26%	33%	27%

数据来源: 公司财报、药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

费用率情况:

我们预计随着更多的项目申报IND/BLA, 公司的里程碑收入仍有望持续提高, 并带动利润率的稳步提升。

表4: 药明生物盈利预测关键假设 (百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	989	1619	2535	3984	5202	7318	10389
增速 (%)	77.6%	63.7%	56.6%	57.2%	30.6%	40.7%	42.0%
营业成本	600	958	1517	2325	3,069	4,263	5,974
毛利	389	661	1,018	1,659	2,133	3,054	4,415
毛利率 (%)	39.3%	40.8%	40.2%	41.6%	41.0%	41.7%	42.5%

其他收入-经营	8	35	194	180	190	200	220
销售费用	15	28	42	77	94	124	177
销售费用率 (%)	1.5%	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
管理费用	95	134	228	367	473	659	914
管理费用率 (%)	9.6%	8.3%	9.0%	9.2%	9.1%	9.0%	8.8%
研发费用	53	74	169	260	317	446	655
研发费用率 (%)	5.4%	4.6%	6.7%	6.5%	6.1%	6.1%	6.3%
财务费用	24	36	0	20			
除税前溢利	176	304	738	1,127	1,463	2,050	2,915
所得税	35	51	107	116	161	215	306
所得税率 (%)	19.8%	16.8%	14.5%	10.3%	11.0%	10.5%	10.5%
归母净利润	141	253	631	1,014	1,302	1,835	2,609
增速 (%)			149.6%	60.8%	28.5%	40.9%	42.2%
净利率	14.3%	15.6%	24.9%	25.4%	25.0%	25.1%	25.1%
EPS			0.54	0.83	1.00	1.41	2.01
当前股价对应 PE			174.54	114.43	94.28	66.92	47.07

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

汇率：1 港元=0.91 人民币元

综上，预计公司 2020-2022 年营业收入 52.02/73.18/103.89 亿元，同比增长 30.6%/40.7%/42.0%；归母净利润 13.02/18.35/26.09 亿元，同比增长 28.5%/40.9%/42.2%，EPS 为 1.00/1.41/2.01 元/股，当前股价（103.8 港元）对应 PE 94.3/66.9/47.1x。预计随着公司 1 季度新增订单和抗新冠病毒候选药物项目的研发进展，全年业绩仍具备上修空间。

四、估值与投资建议：维持买入评级

我们采用 DCF 方法对公司进行估值：假设 WACC=9.10%，永续增长率=3.0%。我们将基础预测年份从 2019 年调整为 2020 年，终值年份由 2029 年调整为 2030 年，得到公司合理价值为 121.26 港元/股，维持“买入”评级。

表5：药明生物现金流假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	1,463	2,050	2,915	4,023	5,350	7,062	9,181	11,751	14,807	18,005
所得税税率	11.0%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
息前税后利润	1,302	1,835	2,609	3,600	4,788	6,321	8,217	10,518	13,252	16,115
折旧与摊销	248	272	293	330	396	475	571	685	822	986
营运资金的净变动	-575	-12	31	31	32	33	33	34	35	35
资本性投资	-4,500	-1,208	-1,008	-400	-300	-300	-200	-100	-120	-144
FCFF	-3514	888	1924	3628	4996	6624	8735	11273	14153	16006

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表6: 药明生物WACC核心假设

核心假设	
WACC	9.10%
股权成本 (根据 CAPM 模型计算 $K_e=R_f+\beta(R_m-E_f)$)	10.41%
债权成本 (参照公司融资成本)	4.5%
股权 Beta (近 2 年公司收益率相对恒生指数收益率回归计算)	1.2
无风险利率 (参照十年期国债到期收益率)	2.8%
市场风险溢价 (参考恒生指数近十年年均收益率)	6.2%
目标资产负债率	20%
企业所得税税率 (医药高新技术企业所得税率 15%)	15.00%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表7: 药明生物的DCF估值

假设项目	
WACC	9.10%
永续增长率	3.0%
终值 (百万元, 2030 年)	105,914
企业价值 (百万元)	145,758
股票价值 (百万元)	143,452
发行股数 (百万股)	1,298
归属股东的每股净现值 (元)	110.55
归属股东的每股净现值 (港元)	121.26
汇率 (港元/人民币)	0.91

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表8: 药明生物DCF估值敏感性分析

WACC	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
永续 g	人民币元/股							港元/股						
2.4%	141.91	126.31	113.34	102.41	93.09	85.07	78.10	155.66	138.55	124.32	112.34	102.11	93.31	85.67
2.6%	146.74	130.15	116.45	104.96	95.21	86.84	79.59	160.96	142.76	127.73	115.13	104.43	95.25	87.31
2.8%	151.96	134.28	119.77	107.67	97.44	88.70	81.16	166.69	147.29	131.37	118.10	106.88	97.30	89.03
3.0%	157.64	138.73	123.32	110.55	99.81	90.68	82.82	172.91	152.17	135.27	121.26	109.48	99.46	90.84
3.2%	163.83	143.55	127.14	113.63	102.33	92.76	84.56	179.70	157.45	139.46	124.64	112.25	101.75	92.76
3.4%	170.61	148.77	131.25	116.93	105.01	94.97	86.40	187.14	163.18	143.97	128.26	115.19	104.17	94.78
3.6%	178.06	154.45	135.69	120.46	107.87	97.32	88.35	195.31	169.42	148.84	132.13	118.33	106.75	96.91

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

汇率: 1 港元=0.91 人民币元

五、风险提示

- (1) **研发进度不达预期:** 药企的药品研发进度受到审评政策、临床方案设计等多方面因素影响, 药企研发进度低于预期可能影响公司的收入增速和里程碑获取的时间。
- (2) **新增项目数量低于预期:** 随着政策推动下制药产业出清速度加快, 长期来看药企赢利能力的下降可能引起全行业研发投入的减少;
- (3) **中止项目数量上升:** 全球新 (First-in-Class) 药品的研发难度大、成功率低, 此类项目占比的提升可能造成公司整体成功率的下降;
- (4) **行业政策风险:** 公司于全球开展业务, 可能受到各地区法规变化的影响;
- (5) **新冠疫情于全球的蔓延对2020年业绩造成负面影响。**

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
流动资产	3,033	5,745	9,672	6,266	7,966
货币资金	504	4,084	6,205	2,974	3,912
应收及预付	817	1,402	2,061	2,313	3,000
存货	136	227	399	412	537
其他流动资产	1,577	32	1,006	566	516
非流动资产	1,816	3,648	7,930	11,505	12,441
长期股权投资	0	0	31	31	31
固定资产	1,780	2,904	6,338	10,607	11,552
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	0	332	416	399	390
其他长期资产	35	412	1,145	468	468
资产总计	4,849	9,393	17,602	17,771	20,407
流动负债	798	1,319	2,871	2,177	2,978
短期借款	0	0	506	0	0
应付及预收	785	712	1,844	1,514	2,102
其他流动负债	13	607	521	664	875
非流动负债	27	80	1,835	1,395	1,395
长期借款	0	0	1,395	1,395	1,395
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	80	440	0	0
负债合计	825	1,399	4,706	3,572	4,373
股本	0	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	4,024	7,994	12,784	14,087	15,921
归属母公司股东权益	4,024	7,994	12,784	14,087	15,922
少数股东权益	0	0	112	112	112
负债和股东权益	4,849	9,393	17,602	17,771	20,407

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	1,619	2,534	3,984	5,202	7,318
营业成本	-958	-1,517	-2,325	-3,069	-4,263
营业税金及附加	0	0	1	2	3
销售费用	-28	-42	-77	-94	-124
管理费用	-134	-228	-367	-473	-659
研发费用	-74	-169	-260	-317	-446
财务费用	-36	0	-20	0	0
资产减值损失	0	-56	-7	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35	194	180	215	225
营业利润	407	717	1,105	1,463	2,050
营业外收支	-104	21	22	0	0
利润总额	304	738	1,127	1,463	2,050
所得税	-51	-107	-116	-161	-215
净利润	253	630	1,010	1,302	1,835
少数股东损益	0	0	-3	0	0
归属母公司净利润	253	631	1,014	1,302	1,835
EBITDA	358	816	1,146	1,711	2,322
EPS (元)	0.22	0.54	0.83	1.00	1.41

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	354	685	1,210	1,593	2,096
净利润	253	630	1,010	1,302	1,835
折旧摊销	90	79	39	248	272
营运资金变动	-149	-246	467	43	-12
其它	161	222	-306	0	0
投资活动现金流	-2,213	-416	-3,184	-4,457	-1,158
资本支出	-671	-1,830	-3,184	-4,500	-1,208
投资变动	-1,554	1,274	0	191	50
其他	12	140	0	-149	0
筹资活动现金流	2,229	3,207	4,095	139	0
银行借款	-893	0	0	139	0
股权融资	3,573	3,226	3,518	0	0
其他	-451	-19	577	0	0
现金净增加额	370	3,476	2,121	-2,725	938
期初现金余额	169	504	4,084	6,205	2,974
期末现金余额	504	4,084	6,205	2,974	3,912

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	63.68%	56.56%	57.18%	30.58%	40.68%
营业利润增长	72.70%	142.92%	55.38%	27.67%	40.08%
归母净利润增长	79.05%	149.61%	60.77%	28.47%	40.87%
获利能力					
毛利率	40.80%	40.16%	41.64%	42.00%	41.64%
净利率	15.61%	24.88%	25.36%	25.04%	25.07%
ROE	6.28%	7.89%	7.93%	9.25%	11.52%
ROIC	14.53%	17.07%	12.94%	10.63%	13.95%
偿债能力					
资产负债率	17.01%	14.89%	26.74%	20.10%	21.43%
净负债比率	-12.52%	-51.09%	-44.19%	-20.95%	-24.40%
流动比率	3.80	4.36	3.37	2.88	2.67
速动比率	3.63	4.18	3.23	2.69	2.49
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.36	0.30	0.29	0.38
应收账款周转率	3.09	2.97	2.80	2.77	3.36
存货周转率	8.81	8.25	7.32	7.35	8.86
每股指标 (元)					
每股收益	0.22	0.51	0.83	1.00	1.41
每股经营现金流	0.29	0.56	0.99	1.23	1.61
每股净资产	3.28	6.52	10.43	10.86	12.27
估值比率					
P/E	405.62	174.54	114.43	94.28	66.92
P/B	26.84	13.77	9.07	8.72	7.71
EV/EBITDA	299.91	129.80	97.71	70.83	51.79

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。