



医药

药明生物 (2269)

评级: 增持

当前价格 (港元): 125.50

2020.05.25

多重引擎助力，外包服务全球赋能**——药明生物首次覆盖报告**

| | | |
|---|-------------------|------------------------|
|  | 丁丹(分析师) | 张祝源(分析师) |
|  | 0755-23976735 | 021-38674623 |
|  | dingdan@gtjas.com | Zhangzhuyuan@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880514030001 | S0880519090001 |

交易数据

| | |
|---------------|--------------|
| 52周内股价区间 (港元) | 78.10-138.80 |
| 当前股本 (百万股) | 1301 |
| 当前市值 (百万港元) | 16326 |

本报告导读:

生物药 CDMO 行业高景气，公司为行业龙头，处战略实施兑现期，同时积极开展疫苗 CDMO 等新兴业务，盈利能力有望进一步提升。

摘要:

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司在全球生物药 CDMO 行业处于领先地位，订单结构健康，公司战略布局深远，未来有望赋能全球生物药产业。预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.09/1.58/2.14 元。参考行业可比公司估值，给予 2020 年目标 PE 123.6X，对应目标价 150.5 港币。首次覆盖，给予增持评级。
- **生物药 CDMO 为医药行业增速最快的细分领域之一。**生物药在过去 20 年蓬勃发展，2012-2019 年常年占据全球前十大畅销药中 7-8 个席位。2019 年美国 FDA 药品审评和研究中心 (CDER) 共批准 48 个创新药，其中 11 个为生物药。受益于生物药蓬勃发展，生物药 CDMO 市场也随之崛起，弗若斯特沙利文预计 2018-2022 年全球市场年复合增速达到 16.8%，中国市场增速达到 19.5%。2019 年，药明生物占全球份额为 5.1%，全球排名第三；中国市场份额 78.6%，遥遥领先，未来凭借“跟随药物分子发展阶段扩大业务”和“全球双厂生产”战略，有望进一步提高市占比。
- **公司目前正处于迭代蜕变阶段，未来有望成为全球生物药赋能平台。**1) 积极扩大产能，实现全球供应链，预计到 2022 年，公司产能将超 28 万升，地域跨越北美、欧洲、中国、东南亚等国家地区；2) 疫苗和新型药物范式业务备受期待，公司为全球第一家疫苗商业化 CMO 公司，开创疫苗行业全新合作模式，助力公司持续高速增长；3) 投资生物药和上下游公司，深化全产业链布局，助力降低抗体研发生产成本，有望以此扩大业务。药明生物在品牌、产品类别、产品质量、工艺、生产成本、供应链等竞争要素方面积累的优势有望逐渐加大，形成以最低的成本生产出质量最好的产品的核心竞争力。
- **催化剂:** 商业化生产订单落地，全球产业链布局推进。
- **风险提示:** 关键客户流失的风险；政策变化的风险；新冠疫情影响超预期；外汇波动的风险。

| 财务摘要 (百万人民币) | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 989 | 1619 | 2534 | 3984 | 5537 | 7998 | 10789 |
| (+/-)% | NA | 63.7% | 56.6% | 57.2% | 39.0% | 44.5% | 34.9% |
| 毛利润 | 389 | 661 | 1018 | 1,659 | 2,353 | 3,479 | 4,801 |
| 净利润 | 141 | 253 | 631 | 1,014 | 1,417 | 2,058 | 2,787 |
| (+/-)% | NA | 79.0% | 149.6% | 60.8% | 39.8% | 45.2% | 35.4% |
| PE | 1,157 | 646 | 259 | 161 | 115 | 79 | 59 |
| PB | 639.7 | 43.0 | 21.6 | 12.8 | 11.5 | 10.0 | 8.6 |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

| | |
|--|----|
| 1. 全球领先，国内第一的生物药赋能平台 | 3 |
| 1.1. 公司成长快速稳健，十年成为佼佼者 | 3 |
| 1.2. 股权结构清晰，核心管理层背景深厚 | 4 |
| 1.3. 营收和利润快速增长，费率支出合理稳定 | 5 |
| 2. 生物药 CDMO 成为越来越多公司的选择 | 6 |
| 2.1. 生物药优势明显，市场规模增速为化药的近两倍 | 6 |
| 2.1.1. 全球生物药使用率逐年增加 | 6 |
| 2.1.2. 全球生物类药品研发热度持续 | 7 |
| 2.1.3. 生物药未来仍为极具前景的药物类别 | 7 |
| 2.1.4. 双抗和 ADC 有望成为接力单抗的生力军 | 8 |
| 2.2. 政策利好促使大型生物药 CDMO 崛起 | 9 |
| 2.2.1. 生物药 CDMO 加速生物药研发 | 10 |
| 2.2.2. 生物药产能布局成为 CDMO 公司核心竞争力 | 10 |
| 2.2.3. 生物药生产需求大，公司错位竞争 | 11 |
| 3. 第一家疫苗商业化 CMO，开创行业新模式 | 12 |
| 3.1. 提供全球化疫苗研发生产服务，提供新增长引擎 | 12 |
| 3.1.1. 积极布局疫苗 CDMO 业务 | 12 |
| 3.2. 疫苗行业稳步增长，产能紧平衡催生疫苗 CMO | 13 |
| 3.2.1. 疫苗行业市场规模近 400 亿美元，寡头垄断 | 13 |
| 3.2.2. 疫苗研发生产壁垒高，可提供 CMO 的外包公司有限 | 14 |
| 4. 竞争优势明显，份额不断扩大 | 14 |
| 4.1. 公司具有比药明康德上市早期更优的表现 | 14 |
| 4.2. 服务项目灵活，技术领先 | 15 |
| 4.3. 公司客户多元化增长，业务发展强劲 | 17 |
| 4.3.1. 客户和订单数量快速增长，多元化趋势明显 | 17 |
| 4.3.2. 强劲的临床后期项目增长印证公司成功的战略 | 19 |
| 4.3.3. 产能和人员快速扩张，满足不断增长的项目需求 | 19 |
| 4.3.4. “全球双厂生产”战略助力全球业务快速扩展 | 20 |
| 4.3.5. 打造生物药联盟，深化全产业链布局 | 21 |
| 4.4. 先进技术平台，同行业领先 | 22 |
| 4.4.1. 紧跟生物药发展方向，打造国际领先的技术平台 | 22 |
| 4.4.2. WuXibody™ 双抗技术平台有望引领下一轮生物药的发展 | 22 |
| 4.4.3. WuXiUP 连续生产平台高效产出，为颠覆性技术 | 23 |
| 4.4.4. WuXia 细胞系平台稳定高产 | 23 |
| 4.4.5. ADC 技术平台，满足生物药创新发展 | 23 |
| 4.5. 联合营+投资，保持领域内前沿地位 | 24 |
| 4.6. 新冠疫情突发，公司危中有机 | 24 |
| 5. 首次覆盖，给予增持评级 | 25 |
| 6. 风险提示 | 28 |
| 6.1. 关键客户流失或将影响整体运营的风险 | 28 |
| 6.2. 政策变化致业务开展困难的风险 | 28 |
| 6.3. 全球新冠疫情影响订单及产能的风险 | 28 |
| 6.4. 外汇波动的风险 | 28 |

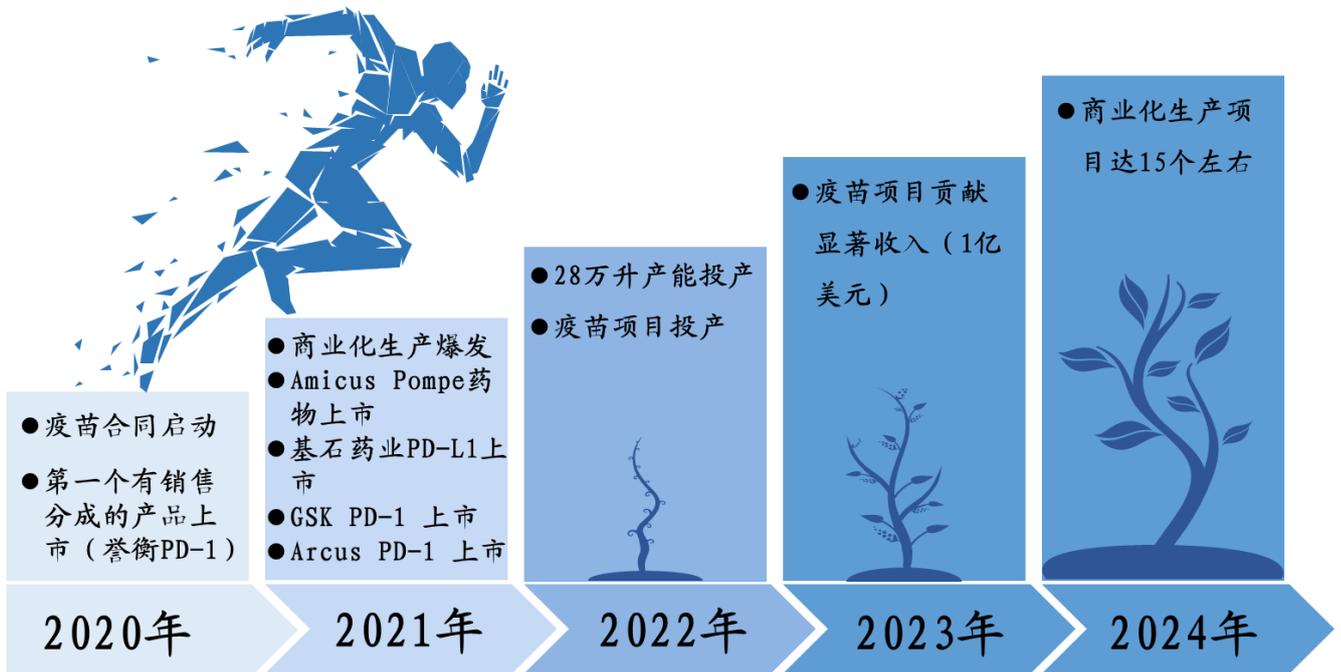
1. 全球领先，国内第一的生物药赋能平台

药明生物过去经历10年时间迅速迭代成长为全球行业领导者。2019年，全球份额排名第三（5.1%），中国份额占据第一（78.6%）。

核心竞争策略是领先 Lonza、Samsung Biologics 等竞争对手 3-5 年时间接触客户，并依靠生物药的高粘性与客户维持合作：1) 实施“跟随药物分子发展阶段扩大业务”战略，提供涵盖生物药全产业链的服务，项目从一个概念诞生到最后商业化生产都可在公司完成。从最初研发阶段的几百万美元的项目逐渐发展成后期商业化生产的上亿美元的项目，这种深度绑定模式带动公司收益迅猛增长。2) 遵循“全球双厂生产”战略，在北美、欧洲、中国、新加坡等地布局，实现全球供应，降低风险。

与市场认为公司商业模式为单纯收取服务费不同，我们认为公司未来有望成为生物药赋能平台。公司目前正处于迭代蜕变阶段：1) 自上而下打通产业链，赋能上游原材料和耗材供应商，牵头成立抗体生产原材料及装备国产化联盟，助力降低抗体研发生产成本，有望以此扩大国内业务；2) 横向扩张，赋能疫苗和新型药物范式的药物研发生产，已成为全球第一家疫苗商业化 CMO 公司，开创疫苗行业全新合作模式。

图 1 多重业务有望助力飞速增长

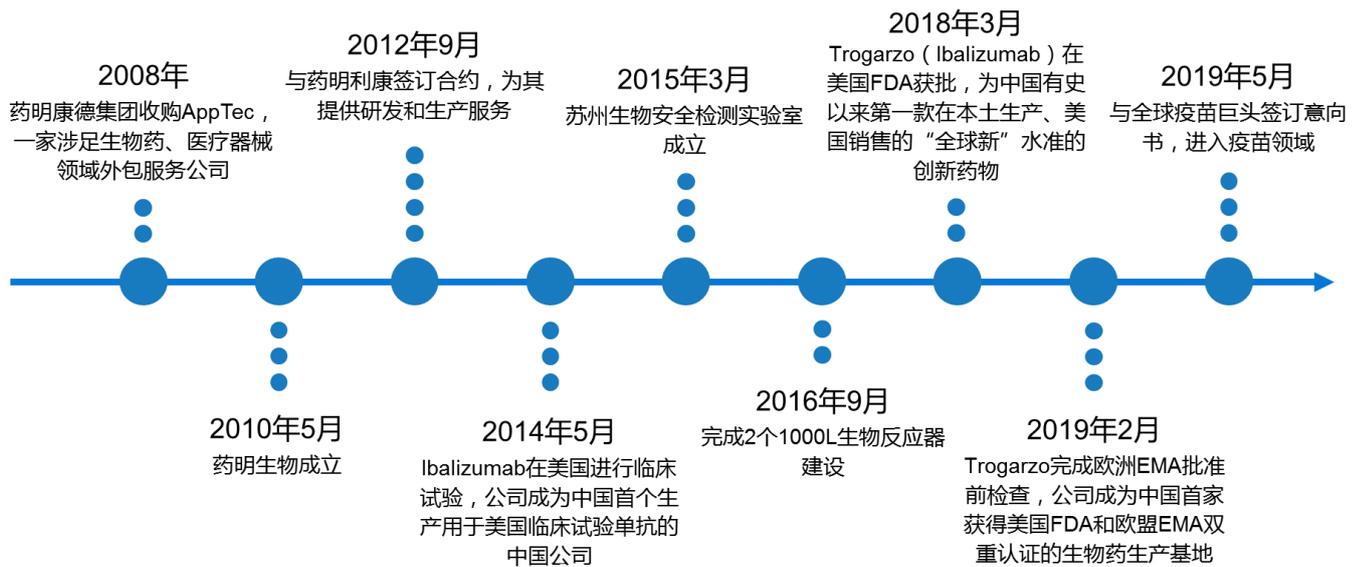


数据来源：国泰君安证券研究

1.1. 公司成长快速稳健，十年成为佼佼者

药明生物在集团生态网络下成立，受益于资金、人才、技术等要素，历经十年已成长为全球生物药 CDMO 领域领导者。

图 2 公司成长快速稳健

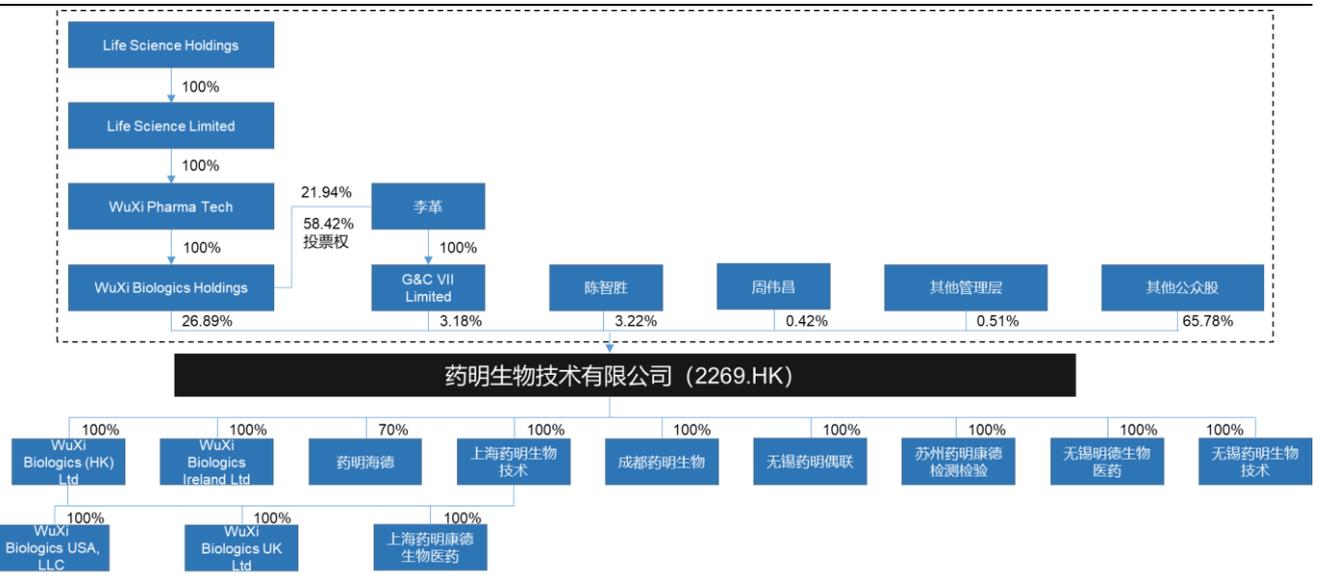


数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

1.2. 股权结构清晰, 核心管理层背景深厚

公司股权结构清晰, 公司控制人 Ge Li(李革) 董事长和核心管理层陈智胜、周伟昌等累计持有公司约 33.71% 的股份。

图 3 公司股权结构清晰



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

公司核心人员任职合理, 拥有丰富的相关专业能及经历。

图 4 公司核心成员背景厚实，实力雄厚

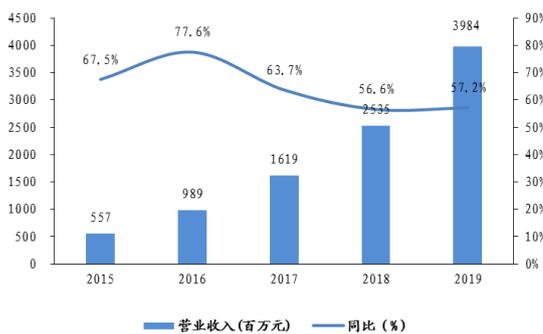
| 成员 | 职位 | 专业背景 |
|-----|------------------|---|
| 李革 | 董事会主席 | 科学家、企业家；于2000年创立药明康德。哥伦比亚大学有机化学博士。"2018 SAPA杰出成就奖"、"2018纪念改革开放四十年医药产业风云人物"、"2016年度美国华人生物医药科技协会杰出成就奖"、"2015 SCRIP 'Executive of the Year' 年度大奖"、"2015年度全球生物制药25位最有影响力风云人物"、"2009中国医药60年•60人"、"2008福布斯25位最著名美籍华裔企业家"以及"2007安永企业家奖"等荣誉获得者。 |
| 陈智胜 | 执行董事、首席执行官 | 拥有近20年中美生物医药工艺开发和放大、生产及质量管理经验，曾任上海康岱生物CEO、上海赛金生物COO、礼来高级工程师顾问，以及在默克担任要职，ISPE董事会首位亚洲成员，美国特拉华大学博士，清华大学学士。 |
| 周伟昌 | 执行董事、执行副总裁、首席技术官 | 25年以上细胞培养工艺开发和生物制品开发和生产的管理经验，曾在健赞、PDL、默克的产品开发部担任高级总监或副总裁，2013年被选为“美国化学学会终身会员”，汉诺威莱布尼兹大学博士。 |
| 顾继杰 | 首席科学官、执行副总裁 | 拥有20年以上生物药物研发经验，曾任职于艾伯维、雅培及哈佛大学，专业期刊mAbs和Antibody Therapeutics编委，北京协和医学院博士，哈佛医学院和哈佛公共卫生学院博士后。 |
| 董健 | 高级副总裁，全球生产 | 拥有25年以上中美生物制药生产与质量管理和工艺开发经验，曾任联合生物及联合赛尔副总经理、赛金生物生产副总和质量副总、礼来高级工艺工程师、深圳康泰副总工程师，美国韦伯斯特大学工商管理硕士。 |
| 卢邵华 | 首席财务官、执行副总裁 | 20年以上丰富的财务管理、资本市场、投资并购、上市企业管理经验，曾在学大教育、文思海辉、惠普、谷歌等公司担任财务管理工作。美国加州金门大学工商管理硕士。 |

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.3. 营收和利润快速增长，费率支出合理稳定

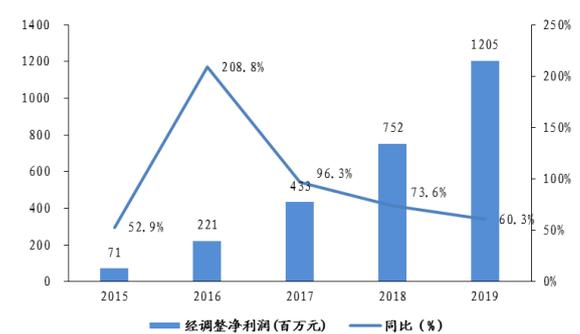
2015年到2019年，公司营业收入从5.57亿元增长至39.84亿元，年复合增速达48.2%，2019年较2018年同期增长57.2%。2015年至2019年经调整净利率稳步提升。

图 5 公司收入高速增长



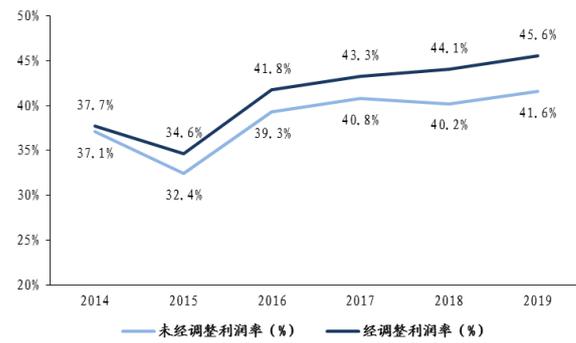
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 6 经调整利润高速增长



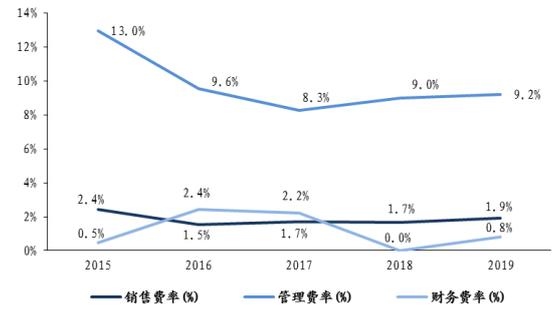
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7 经调整利润率和未经调整利润率稳速增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8 三费率维持稳定



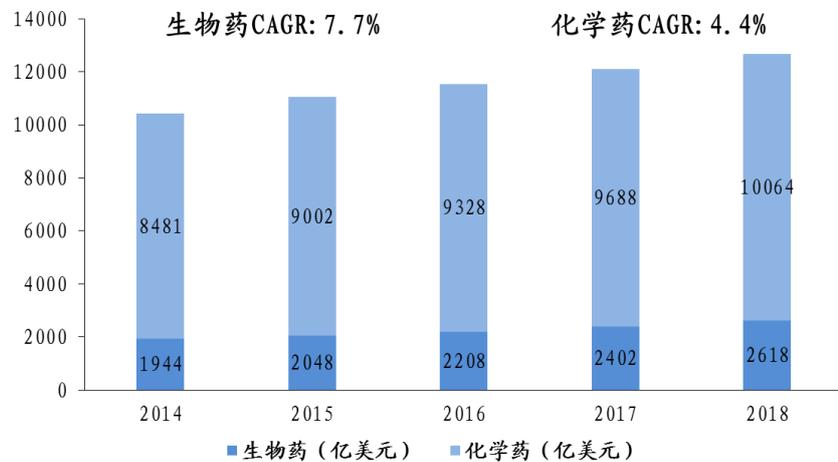
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 生物药 CDMO 成为越来越多公司的选择

2.1. 生物药优势明显, 市场规模增速为化药的近两倍

生物药相对于小分子化药, 具有一定高效性、高安全性, 有望用于治愈癌症、逆转免疫类疾病、改变罕见疾病患者的生活质量等新的医药健康领域。在欧美等发达国家广泛推广, 在新兴国家如中国、印度和巴西蓬勃发展, 其全球年复合增长为化药的近两倍。

图 9 生物药市场年复合增速为化药的近两倍

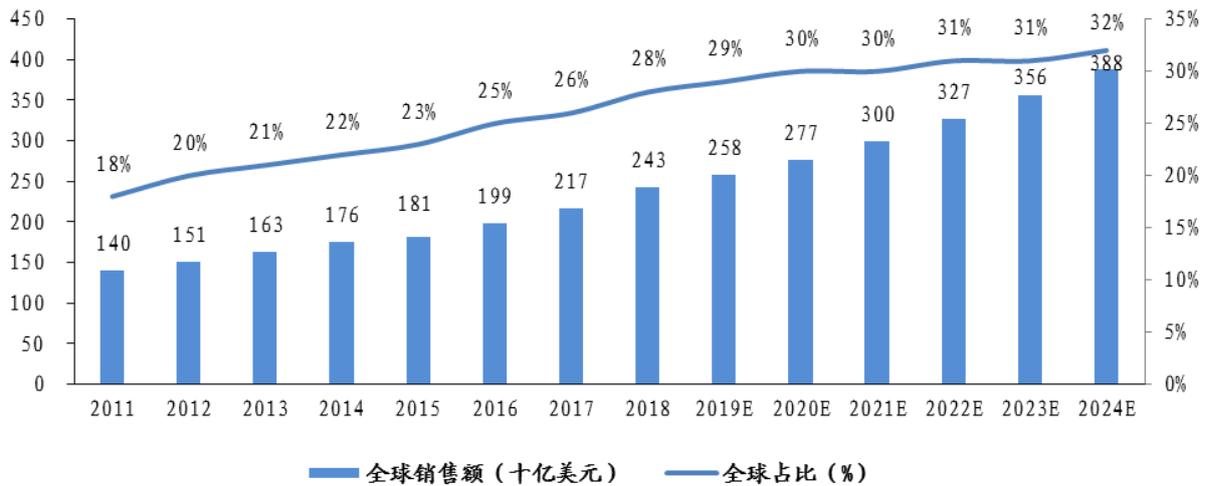


数据来源: 弗若斯特沙利文, 国泰君安证券研究

2.1.1. 全球生物药使用率逐年增加

Evaluate Pharma 统计显示过去几年全球生物药销售额持续增长, 2018 年达到 2430 亿美元, 占到药物总销售的 28%, 预计未来几年将继续保持高于整体药品市场的增速, 到 2024 年销售额有望达到 3880 亿美元, 占比达到 32%。

图 10 全球生物药销售占比逐年增加

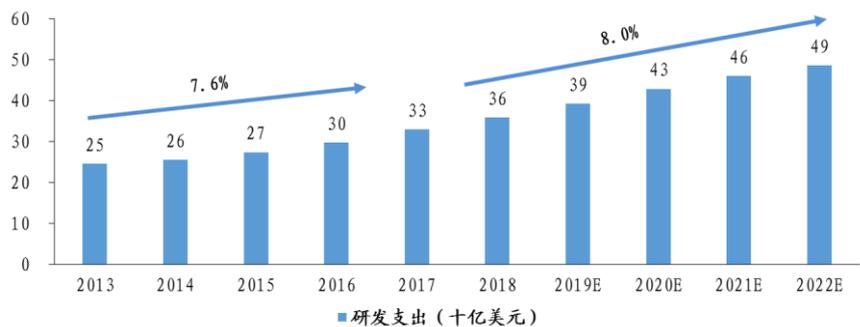


数据来源: Evaluate Pharma, 国泰君安证券研究

2.1.2. 全球生物类药品研发热度持续

全球针对生物药的研发支出不断增加,弗若斯特沙利文统计显示 2013 年到 2017 年的年复合增长率为 7.6%, 预计 2017 到 2022 年将会达到 8%, 而 2022 年的总研发投入将达到 486 亿美元左右。

图 11 全球生物药研发支出稳步增长



数据来源: 弗若斯特沙利文, 国泰君安证券研究

2.1.3. 生物药未来仍为极具前景的药物类别

进入 21 世纪后,伴随着单抗药物的崛起,畅销生物大分子药物频出,2012-2019 年常年占据全球前十大畅销药中 7-8 个席位。2019 年,美国 FDA 药品审评和研究中心 (CDER) 共批准 48 个创新药,其中 11 个为生物药,充分展现了生物药在全球药物市场的强劲增长势头。

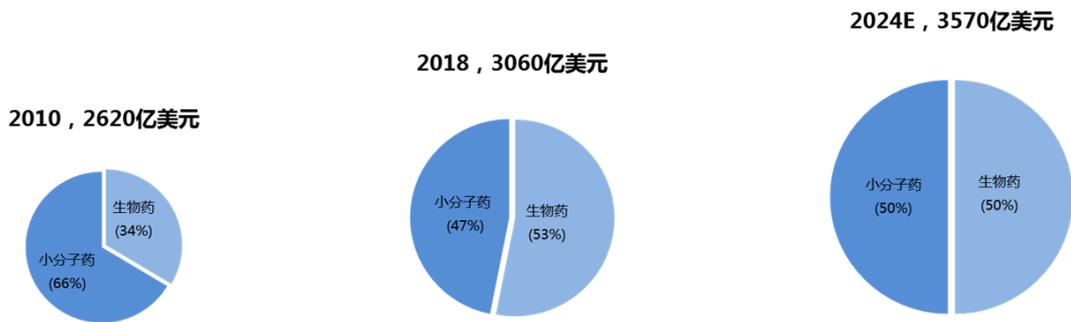
图 12 生物药占据前十畅销药主要席位

| 排名 | 2006 | 2008 | 2010 | 2012 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----|-------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|---------------------------|---------------------------|------------------|------------------|------------------|
| 1 | Lipitor 立普妥 | Lipitor 立普妥 | Lipitor 立普妥 | Humira 修美乐 | Humira 修美乐 | Humira 修美乐 | Humira 修美乐 | Humira 修美乐 | Humira 修美乐 | Humira 修美乐 |
| 2 | Advair 舒利迭 | Plavix 氯吡格雷 | Plavix 氯吡格雷 | Remicade 类克 | Sovaldi 索非布韦 | Harvoni 哈维尼 | Enbrel 恩利 | Enbrel 恩利 | Eliquis 艾乐妥 | Keytruda 可瑞达 |
| 3 | Plavix 氯吡格雷 | Advair 舒利迭 | Remicade 类克 | Enbrel 恩利 | Remicade 类克 | Enbrel 恩利 | Harvoni 哈维尼 | Remicade 类克 | Revlimid 来那度胺 | Revlimid 来那度胺 |
| 4 | Enbrel 恩利 | Enbrel 恩利 | Advair 舒利迭 | Abilify 阿立哌唑 | Enbrel 恩利 | Remicade 类克 | Remicade 类克 | Rituxan 美罗华 | Keytruda 可瑞达 | Imbruvica 亿珂 |
| 5 | Remicade 类克 | Remicade 类克 | Enbrel 恩利 | Advair 舒利迭 | Lantus 来得时 | Rituxan 美罗华 | Rituxan 美罗华 | Revlimid 来那度胺 | Enbrel 恩利 | Opdivo 纳武单抗 |
| 6 | Zyprexa 再普乐 | Diovan 代文 | Abilify 阿立哌唑 | Rituxan 美罗华 | Rituxan 美罗华 | Lantus 来得时 | Revlimid 来那度胺 | Avastin 安维汀 | Herceptin 赫赛汀 | Avastin 安维汀 |
| 7 | Diovan 代文 | Rituxan 美罗华 | Humira 修美乐 | Crestor 瑞舒伐他汀 | Avastin 安维汀 | Avastin 安维汀 | Avastin 安维汀 | Herceptin 赫赛汀 | Avastin 安维汀 | Eliquis 艾乐妥 |
| 8 | Risperdal 维思通 | Nexium 埃索美拉唑 | Avastin 安维汀 | Lantus 来得时 | Advair 舒利迭 | Herceptin 赫赛汀 | Herceptin 赫赛汀 | Xarelto 拜瑞妥 | Rituxan 美罗华 | Eylea 阿柏西普 |
| 9 | Aranesp 阿法达贝泊汀 | Abilify 阿立哌唑 | Diovan 代文 | Herceptin 赫赛汀 | Herceptin 赫赛汀 | Prevnar 13 肺炎球菌13价结合疫苗 | Lantus 来得时 | Eylea 阿柏西普 | Opdivo 纳武利尤单抗 | Enbrel 恩利 |
| 10 | Rituxan 美罗华 | Avastin 安维汀 | Rituxan 美罗华 | Avastin 安维汀 | Crestor 瑞舒伐他汀 | Januvia 捷诺维 | Prevnar 13 肺炎球菌13价结合疫苗 | Opdivo 纳武单抗 | Eylea 阿柏西普 | Rituxan 美罗华 |

数据来源：医药魔方，国泰君安证券研究

全球前 100 大药物中生物药销售金额不断提升，从 2010 年的 880 亿美元（34%）上升到 2018 年的 1620 亿美元（53%），Evaluate Pharma 预计未来到 2024 年将会保持在 50%，约 1780 亿美元。

图 13 未来 4 年，前 100 大畅销药中生物药销售金额占比维持在 50%



数据来源：Evaluate Pharma，国泰君安证券研究

2.1.4. 双抗和 ADC 有望成为接力单抗的生力军

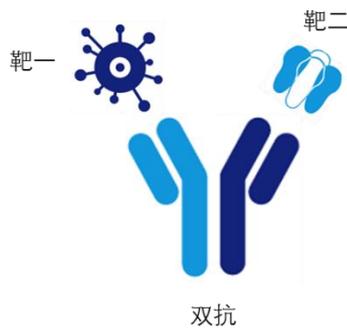
未来生物药的市场将是不断升级的生物药的市场，紧随单抗之后的双特异性抗体和抗体偶联药物将得到快速发展，有望成为未来几年最具潜力的生物药发展方向。

双特异性抗体（BsAb，双抗）拥有两个不同的特异性抗原结合位点，能同时特异性靶向两个抗原或一个抗原的两个不同表位。具有特异性高、稳定性好、毒副作用少等优点，具有较大的治疗前景。自 2014 年双特异性抗体 Blinatumomab 上市取得良好疗效以来，全球制药企业积极布局

双抗研发管线，双特异性抗体进入快速增长阶段，全球商业化临床研究阶段的双特异性抗体数量目前已经超过 85 个。

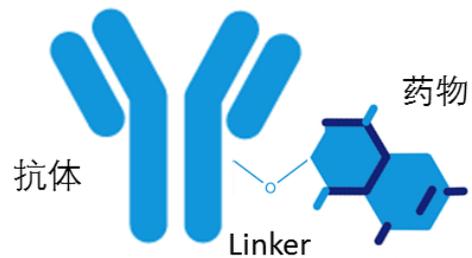
抗体偶联药物 (ADC) 是由特异性靶向的单抗通过连接子与具有肿瘤杀伤作用的小分子化药偶联所得的肿瘤靶向治疗药物。近 5 年 ADC 研究热度快速增长，2025 年全球 ADC 市场规模有望达到 99.3 亿美元，复合年增长率达 25.9%。目前全球获批上市的 ADC 已有 7 款，其中针对一线治疗耐药的乳腺癌患者的 ADC，Kadcyla 2019 年销售额达 14.32 亿美元，同比增长 43%。仅 2019 年，FDA 就加速批准了 3 款 ADC，同时有大量在研 ADC 药物储备，未来市场巨大，潜力有待进一步释放。

图 14 双抗结构示意图



数据来源：国泰君安证券研究

图 15 ADC 结构示意图



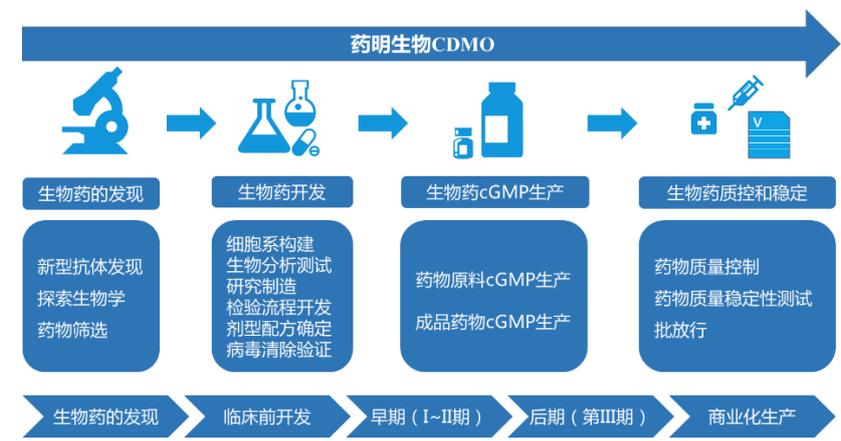
数据来源：国泰君安证券研究

2.2. 政策利好促使大型生物药 CDMO 崛起

生物药 CDMO: 生物药合同开发生产外包服务组织, 提供包括药物发现、毒性检测、原料生产、工艺优化、商业生产上市等综合服务。

- 过去，以海外 Lonza、BI 为代表的垂直一体化大型生物药 CDMO 以其各方的优势发展最快，成为生物药公司药物研发和生产外包首选，极大加快了生物药的研发进程。
- 未来，以药明生物为代表的依托质量、速度、技术的端到端赋能平台有极大发展潜力。生物药结构复杂，生产工艺要求高、耗时长、失败风险大，新兴的中小型生物药研发公司缺乏从药物发现到生产上市的完整配套，CDMO 公司在生物药市场兴起背景下得到快速发展。

图 16 公司 CDMO 提供生物研发生产一体化服务

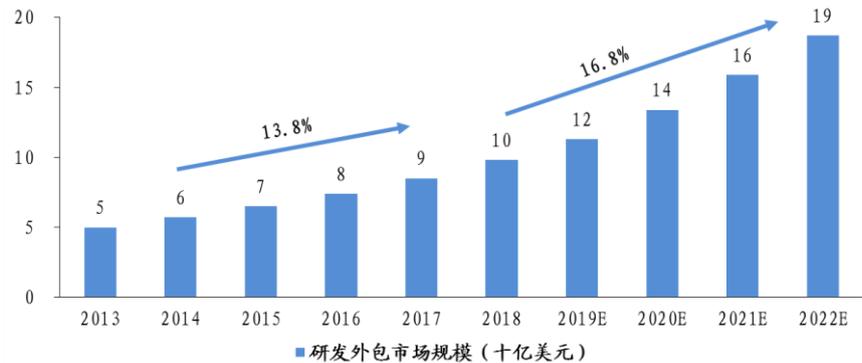


数据来源：国泰君安证券研究

2.2.1. 生物药 CDMO 加速生物药研发

得益于生物药复杂的生产流程和对制造工艺的严格要求，生物药外包市场增长强劲，2013 年到 2017 年的年复合增长率高达 13.8%，弗若斯特沙利文预计 2018 年到 2022 年的年复合增长率将达到 16.8%，总计 189 亿美元。中国生物药外包市场 2013 至 2017 年的年复合增长率为 21.4%，预计 2018 至 2022 年的年复合增长率为 19.5%。生物药外包市场行业增速将达到生物药增速的近两倍。

图 17 生物药研发外包市场近两倍于生物药市场的增速

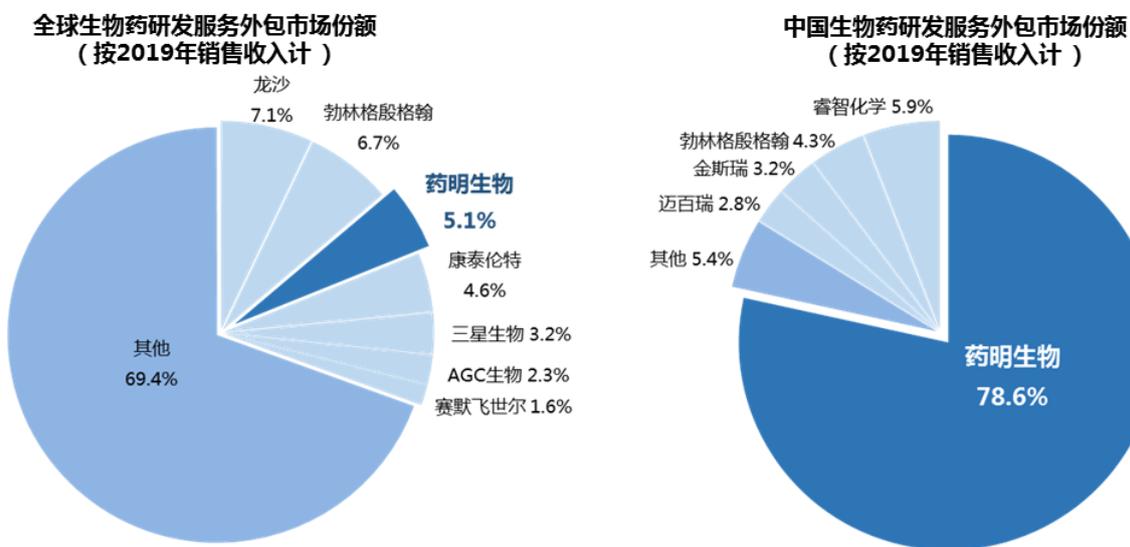


数据来源：弗若斯特沙利文，国泰君安证券研究

2.2.2. 生物药产能布局成为 CDMO 公司核心竞争力

随着许多生物药研发管线从前期研发过渡到后期阶段，产能建设的意义日趋重大。在生物药迅速发展的大背景下，全球制药企业都积极扩大产能，BioProcess International 杂志数据显示，2018 年全球生物制药产能已达 1650 万升，Sanofi、Genentech 等生物药巨头名列前茅。但为了缩短时间，增加运营灵活性，越来越多公司倾向生产外包，因此 CDMO 公司也抓紧时机，进行扩产能布局。

图 18 公司处于 CDMO 市场领先地位



数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料（未包含细胞及基因治疗），国泰君安证券研究

为应对全球对产能的巨大需求，并避免地缘政治风险，药明生物于 2018 年推出“全球双厂战略”，在中国、爱尔兰、新加坡、美国四国积极布局全球供应链网络。按照收入计算市场份额，2019 年公司占全球生物药研发服务外包市场份额 5.1%，排名全球第三，占中国生物药研发服务外包市场份额 78.6%，排名第一。按产能计算，公司以其 4.2 万升的现有产能占据中国生物药 CDMO 市场接近 50% 的份额，随着公司临床项目不断增加、潜在客户的需求，预计到 2022 年生物制药生产基地总产能将超 28 万升，占据未来国内 CDMO 的主要市场。

图 19 公司占据国内生物药 CDMO 的主要份额 (升)

2018年中国CDMO市场总规模/升



数据来源：药融圈，国泰君安证券研究

2.2.3. 生物药生产需求大，公司错位竞争

扩大产能不是单纯扩大生产规模，为应对市场的多样性，产能设计也至关重要。韩国新锐 Samsung Biologics 目前产能 36.2 万升，在产能设计上都是 10000L 以上的大规模不锈钢反应器。Lonza 目前产能 26.1 万升，主要也是大规模不锈钢反应器为主，但于 2018 年投资 2000L 一次性反应器，用于支持灵活性更高的临床样品的生产。

区别于这两家 CDMO 龙头企业，药明生物同时兼顾大品种与中小品种的产能需求。在产能设计上以 2000L 一次性反应器为主，再通过“组合”多个一次性反应器达到 20000L 传统不锈钢反应器的产量，用一次性生物反应技术实现不同规模灵活生产。

图 20 和核心竞争对手相比, 公司产能可支持灵活性要求更高的项目

| CDMO公司 | 现有产能/升 | 规划产能/升 |
|---|--|--|
| SAMSUNG BIOLOGICS | 362000 • 均为不锈钢反应器 • 一厂: 5000L*6 • 二厂: 15000L*10 • CMP: 1000L*2 • 三厂: 15000L*12 | |
| Lonza | 261000 • 美国Portsmouth厂: 5000L*3, 12500L*4 • 西班牙Porrino厂: 10000L • 英国Slough厂: 1000L*5一次性反应器 • 新加坡Tuas厂: 20000L*4 • 美国Hayward厂: 1000L&2000L一次性反应器 | |
| WuXi Biologics Global Solution Provider | 52000 • 均为一次性反应器 • 大部分为2000L | 226000 • 均为一次性反应器 • 以2000L为主, 最大有4000L |

数据来源: 药融圈, 国泰君安证券研究

3. 第一家疫苗商业化 CMO, 开创行业新模式

药明生物成立子公司药明海德提供疫苗 CDMO 服务, 成为全球第一家疫苗 CDMO 公司, 并成功与大型制药公司签定长达 20 年的疫苗外包服务重大项目, 总金额预计超过 30 亿美元。

3.1. 提供全球化疫苗研发生产服务, 提供新增长引擎

3.1.1. 积极布局疫苗 CDMO 业务

2018 年 7 月 18 日, 药明生物与海利生物成立合资企业, 药明海德。其中药明生物出资 3.5 亿元, 占合资公司 70% 股份。药明海德主要从事人用疫苗 (包括癌症疫苗) CDMO 业务, 提供人用疫苗从概念到商业化生产全过程的发现、开发及生产端到端服务及解决方案平台。

药明海德稳步推进疫苗 CDMO 业务, 于爱尔兰建设集原液及制剂生产和质量控制实验室于一体的综合疫苗生产基地, 预计 2022 年投产。

图 21 疫苗 CDMO 业务稳步推进



数据来源: 药融圈, 国泰君安证券研究

3.2. 疫苗行业稳步增长，产能紧平衡催生疫苗 CMO

3.2.1. 疫苗行业市场规模近 400 亿美元，寡头垄断

受益于全球日益增长的疫苗需求、政策的支持等，全球疫苗行业市场稳步增速，2018 年全球市场规模达 494 亿美元。根据 Evaluate Pharma 估测，全球疫苗市场仍由四大“巨头”（GSK、默沙东、辉瑞、赛诺菲）垄断，且短期内不会有太大改变。九大类疫苗（肺炎疫苗系列、百白破疫苗系列、HPV 疫苗系列、流感疫苗系列、麻腮风水痘疫苗系列、脑膜炎疫苗系列、轮状病毒系列）仍为疫苗收入主体。

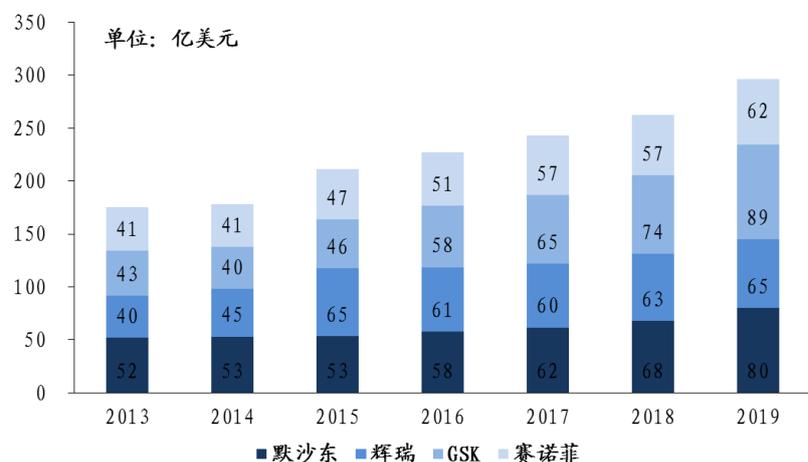
新型疫苗疗效好，回报高，全球畅销前 10 大疫苗皆为新型疫苗，是未来疫苗行业的发展趋势，也将成为疫苗制造公司的核心竞争力。目前新型疫苗的研发生产服务需求大，但由于其技术壁垒高，能独立研发生产新型疫苗的公司仍为疫苗行业的四巨头。通过与第三方服务合作的模式，共享资源，降低成本，或将缓解大型疫苗制造公司的研发生产压力，赋能小型疫苗制造公司，进行新型疫苗研发生产。

图 22 全球销售量全 10 疫苗皆为新型疫苗

| 排名 | 疫苗 | 公司 | 2018年销售额 (亿美元) | 增速 | 2019年销售额 (亿美元) | 增速 |
|----|---|-----|----------------|-------|----------------|-------|
| 1 | Prevnar 13 (13价肺炎结合疫苗) | 辉瑞 | 58.02 | 4% | 58.47 | 1% |
| 2 | Gardasil (四价HPV疫苗)/Gardasil 9 (九价HPV疫苗) | 默沙东 | 31.51 | 37% | 37.37 | 19% |
| 3 | ProQuad/M-M-R- II/Varivax (麻腮风水痘疫苗系列) | 默沙东 | 17.98 | 7% | 22.75 | 27% |
| 4 | Shingrix (带状疱疹重组疫苗) | GSK | 9.88 | >100% | 22.51 | >100% |
| 5 | Pentacel/Pentaxim/imovax/Hexaxim (百白破+脊灰+Hib/乙肝) | 赛诺菲 | 19.41 | -4% | 21.10 | 9% |
| 6 | Influenza vaccine (三/四价流感疫苗系列) | 赛诺菲 | 18.96 | 8% | 20.50 | 8% |
| 7 | Havrix/Engerix/Twinrix (肝炎疫苗系列) | GSK | 10.18 | 17% | 10.87 | 7% |
| 8 | Pneumovax 23 (23价肺炎多糖疫苗) | 默沙东 | 9.07 | 10% | 9.26 | -5% |
| 9 | Infanrix/Pediarix (百白破+脊灰+乙肝/Hib) | GSK | 8.57 | -8% | 9.12 | 6% |
| 10 | Bexsero (B型脑膜炎疫苗) | GSK | 7.38 | 5% | 8.44 | 6% |

数据来源：默沙东，辉瑞，GSK，赛诺菲，国泰君安证券研究

图 23 全球疫苗市场前四企业销售额近 300 亿美元



数据来源：Evaluate Pharma，国泰君安证券研究

3.2.2. 疫苗研发生产壁垒高，可提供 CMO 的外包公司有限

疫苗研发花费高，耗时长。一般情况下，一个疫苗从概念到上市通常需要数亿美元，耗费 10 年左右的时间。由于疫苗是起预防性作用，其安全性要求比一般药品高，给研发和临床试验带来困难，疫苗的上市审核时间也高于其他药物。

新型疫苗供不应求。近年多次出现重磅疫苗上市后，需求远超疫苗公司规划，造成供应短缺的情况。疫苗产能跟不上市场需求，即使是大型制药公司仍会面临诸多问题从而产生供应短缺的问题。比如，默沙东的九价 HPV 疫苗多次出现脱销，中国市场一苗难求。为解决这一问题，疫苗公司有很强的外包动力。

而目前可以提供疫苗商业化 CMO 能力的只有药明海德、Lonza，考虑到疫苗行业生产工艺的高壁垒，预计未来 CMO 竞争格局也较好。

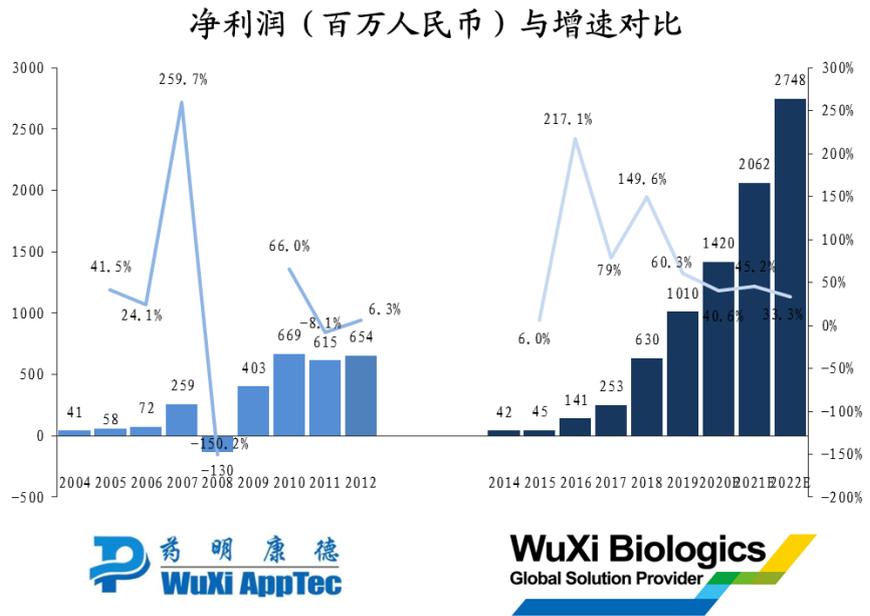
4. 竞争优势明显，份额不断扩大

4.1. 公司具有比药明康德上市早期更优的表现

药明康德以全球化学药物研发和 CDMO、临床 CRO、细胞疗法及基因疗法为主，药明生物以生物药大分子和疫苗 CDMO 为主，两大公司独立运营，无竞争关系。

两家公司市场定位、业务领域不同，但相比于药明康德在全球 CRO/CDMO 市场的地位，药明生物在全球生物药 CDMO 市场领先地位更加突出。两家公司成立 6 年后上市，2007 年药明康德于纽交所上市，药明生物 2017 年在香港上市，两大公司上市早期表现，药明生物表现更优。对比两大公司上市前 3 年至上市后 5 年的净利润，药明康德在上市后 5 年内两度出现负增长，2004-09 年复合增长率为 57.9%；药明生物维持稳步增长，增速迅猛，2014-19 年复合增长率为 88.9%。

图 24 拥有比药明康德上市早期更优的表现



数据来源：药明康德，国泰君安证券研究。注：药明生物未来净利润预测取自 Bloomberg 一致预期。

4.2. 服务项目灵活，技术领先

在全球生物药领先的大型 CDMO 中，药明生物提供最全的“跟随药物分子发展阶段扩大业务”的外包服务。

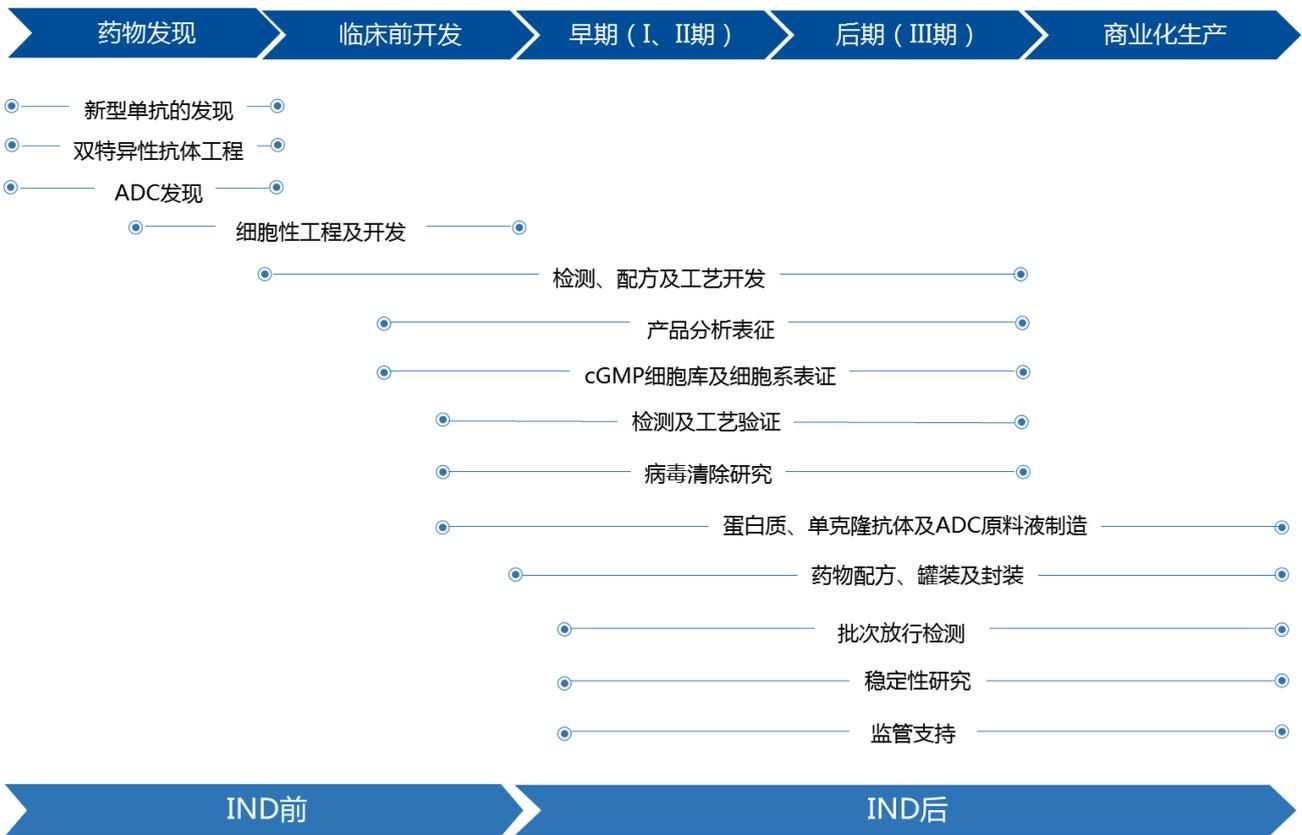
图 25 公司 CDMO 服务覆盖范围优于其他国际生物药 CDMO 巨头

| 外包服务 | 药物发现 | | 临床前开发 | | | | | 临床后试验/商业化 | | |
|----------------------|---------|---------------|-------|--------|-------|------------|------------|-----------|--------|------------|
| | 新型单抗的发现 | 新发现的生物制剂/药的筛选 | 细胞系构建 | 生物分析测试 | 研究性生产 | 评估/配方/工艺开发 | 细胞系建库/表征确立 | 病毒清除研究 | cGMP制造 | 批次释放/确定性测试 |
| 药明生物 | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Lonza | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Boehringer Ingelheim | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Patheon | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| Catalent | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| CMC | | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ |
| Samsung Biologics | | | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ |

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

公司的商业模式细分到药物开发每个环节，任何客户可以从任意阶段开始他们的项目，极大的满足不同客户对药物开发不同阶段的需求。

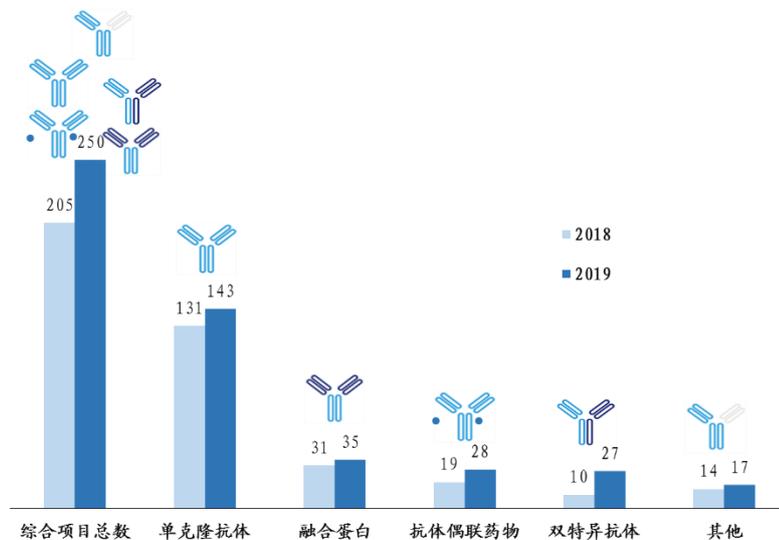
图 26 公司提供 IND 前和 IND 后的所有服务



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

公司拥有领先的技术研发管线，具有开发多种先进生物类药如单抗、融合蛋白、双特异性抗体和抗体偶联药物等的的能力。目前，公司项目逐渐向双特异性抗体和 ADC 转移，符合生物药创新发展趋势。

图 27 公司项目以单抗为主，双抗和 ADC 项目增速可观



数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究

药明生物在双抗、ADC 研发生产上具有独特优势。基于自主知识产权的

WuXiBody™ 双特异性抗体平台，缩短双抗研发周期至 6-8 个月。自 2018 年 9 月推出平台，药明生物相继与 iMab、BRII、Oxford 等十几个公司签下合作项目，授权许可项目已达 20 个以上，其中至少 6 个项目已进入临床前阶段。按每个项目 0.5-1 亿美金的里程碑收入，以及 3-5% 的销售提成，未来这些项目将会给药明生物带来可观收益。

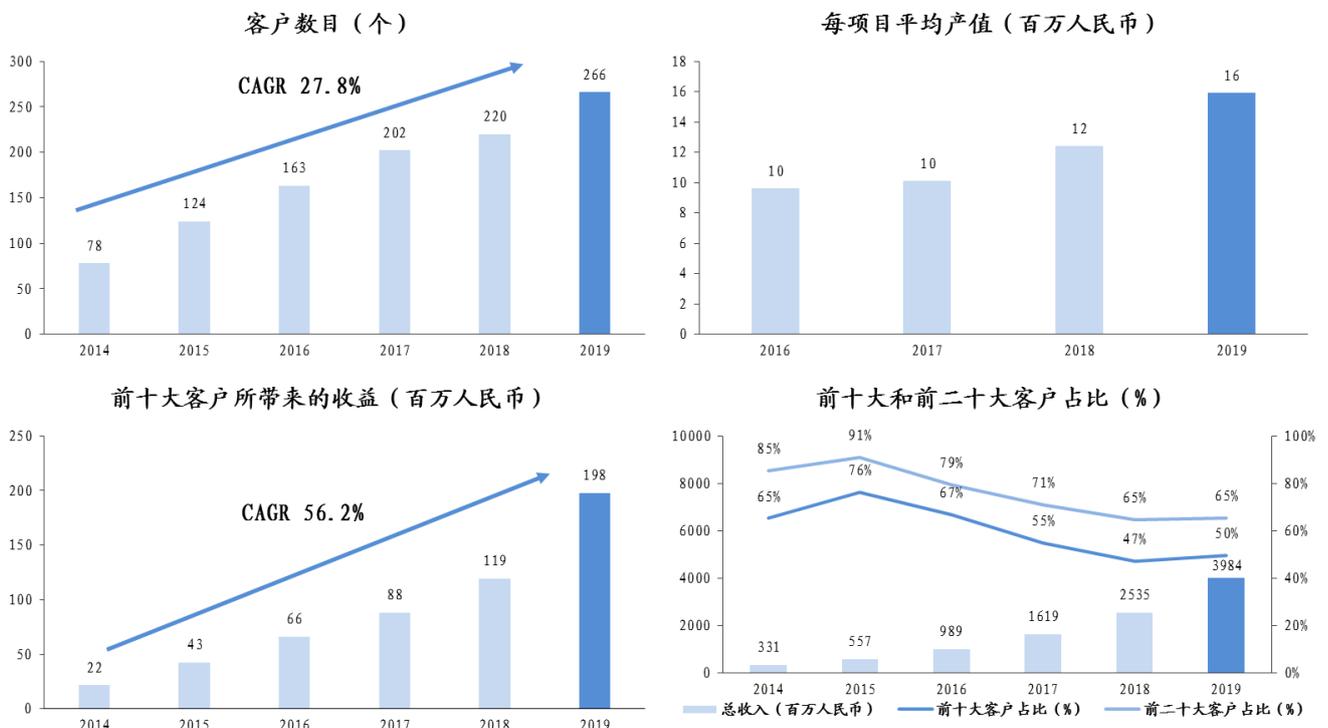
2019 年 10 月正式将 ADC 原液和制剂厂 (DP3) 投入 GMP 商业化生产，偶联原液年产能可达 100 千克，灌装冻干制剂年产能可达 50 万瓶。与新码生物签订首个商业化生产战略合作项目。截至 2019 年年底，共有 28 个 ADCs 项目，其中 13 个项目申报 IND，1 个临床 III 期项目。拥有自主知识产权的 ADC 技术引领公司成为全球为数不多的抗体偶联药物一体化研发生产中心，做到从抗体、活性小分子、抗体偶联药物原液到制剂的一站式服务，极大简化了 ADC 的研发生产过程。

4.3. 公司客户多元化增长，业务发展强劲

4.3.1. 客户和订单数量快速增长，多元化趋势明显

公司“跟随药物分子发展阶段扩大业务”的服务模式满足单个研究者、研究机构以及制药公司对药物开发任何阶段的服务需求，极大的扩大了客服群体，其过去几年服务的客户数以 27.8% 的年复合率增长，2019 年总客户数为 266 个。来源于前十大和前二十大客户的收益占比有下降的趋势，可见药明生物客户逐渐多元化的趋势，降低了未来客户过于集中的风险。

图 28 客户数量快速增长，单项目收入稳步增长



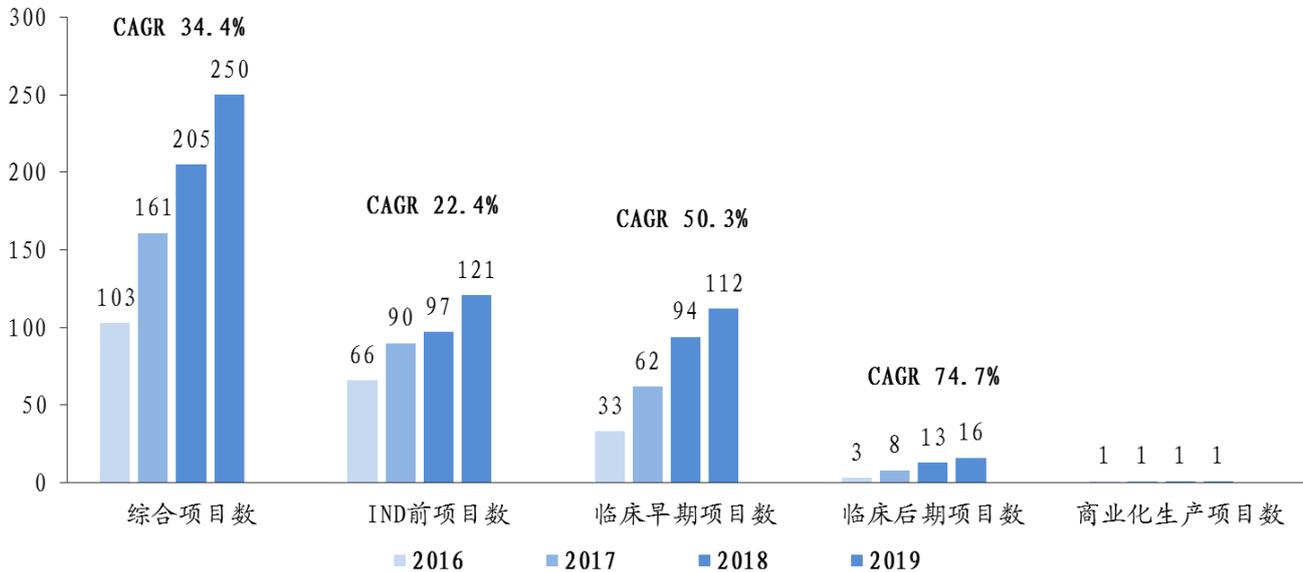
数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究

公司综合项目在过去几年以年复合率 34.4% 的速度快速增长，目前达到

250 个，其中临床早期和临床后期综合项目数增长尤为强劲，分别达到年复合率 50.3%和 74.7%，“跟随药物分子发展阶段扩大业务”战略逐步落地。

图 29 综合项目增长快速，尤其是临床阶段项目快速增长

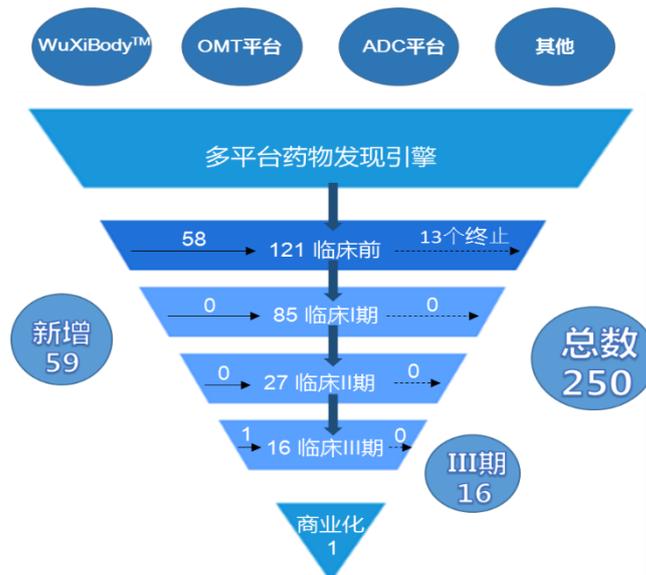
持续增长的综合项目数及阶段分析



数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究

2019 年业务增长显著，公司总项目 250 个，其中临床前 121 个（新进的 58 个，终止 13 个），临床 II 期 27 个，临床 III 期 16 个（新进 1 个），其中 2 个项目递交 BLA 申请，商业化 1 个。

图 30 2019 年综合项目保持高速增长，结构健康

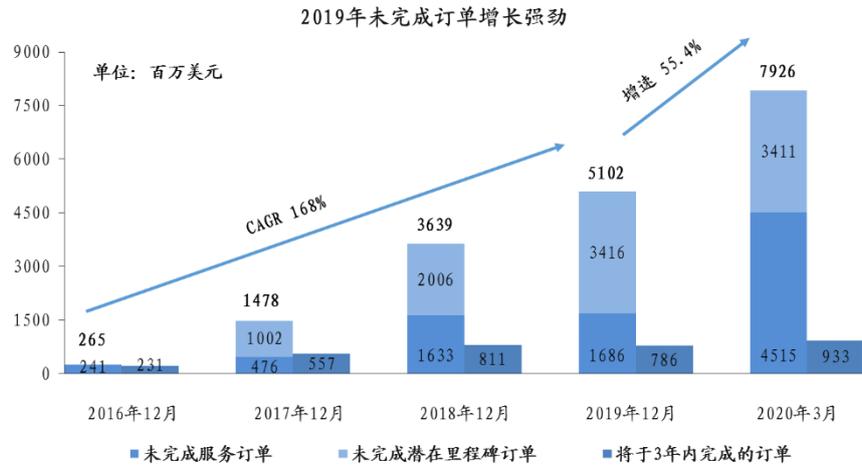


数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究

截止 2019 年底，未完成订单总额高达 51 亿美元，2016 至 2019 年年复

合增长率达 168%，增长主要源于未完成的潜在里程碑订单。2020 年 3 月由于新订单签约，单季度实现 55.4% 的增速。

图 31 未完成项目订单增长强劲

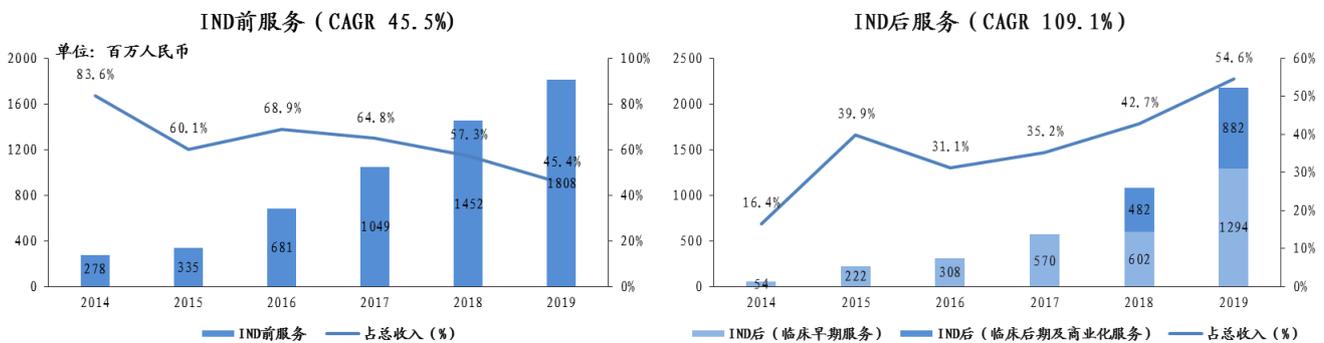


数据来源：国泰君安证券研究

4.3.2. 强劲的临床后期项目增长印证公司成功的战略

从总收益上看，药明生物自 2014-2019 年的收益以年复合率 64.4% 的速度保持增长，其中 IND 后服务性收益增速达到 109.1%，业务营运模式成功。

图 32 IND 后服务增长强劲

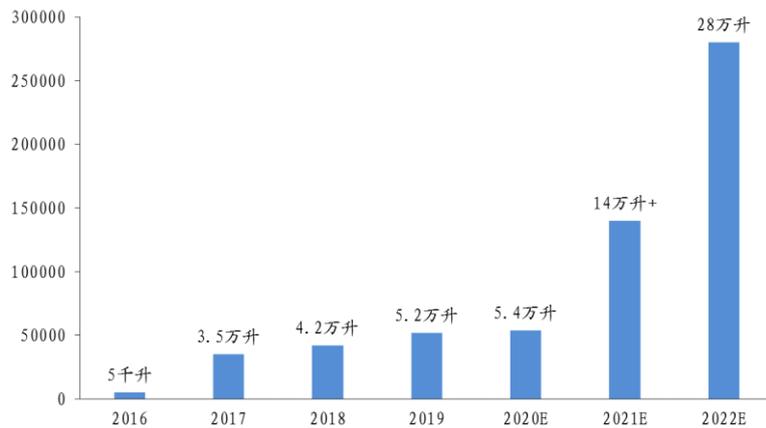


数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究

4.3.3. 产能和人员快速扩张，满足不断增长的项目需求

药明生物在项目不断增加的同时，将逐年按照计划扩大产能规模，2022 年预计可达 28 万升的生物药产能。

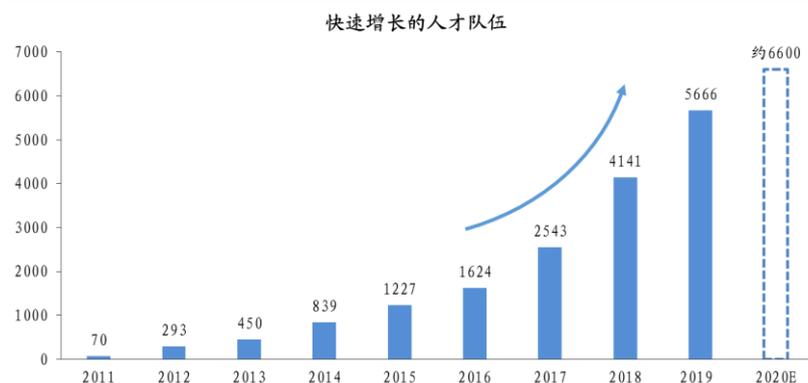
图 33 公司产能按需扩增，2022 年有望达 28 万升



数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究

药明生物在业内拥有最大的生物药研发团队之一，目前有 5666 人，预计到 2020 年底，将会再招纳千人左右达到 6600 人，为订单完成提供保障。

图 34 人才队伍增长快速为订单完成提供保障



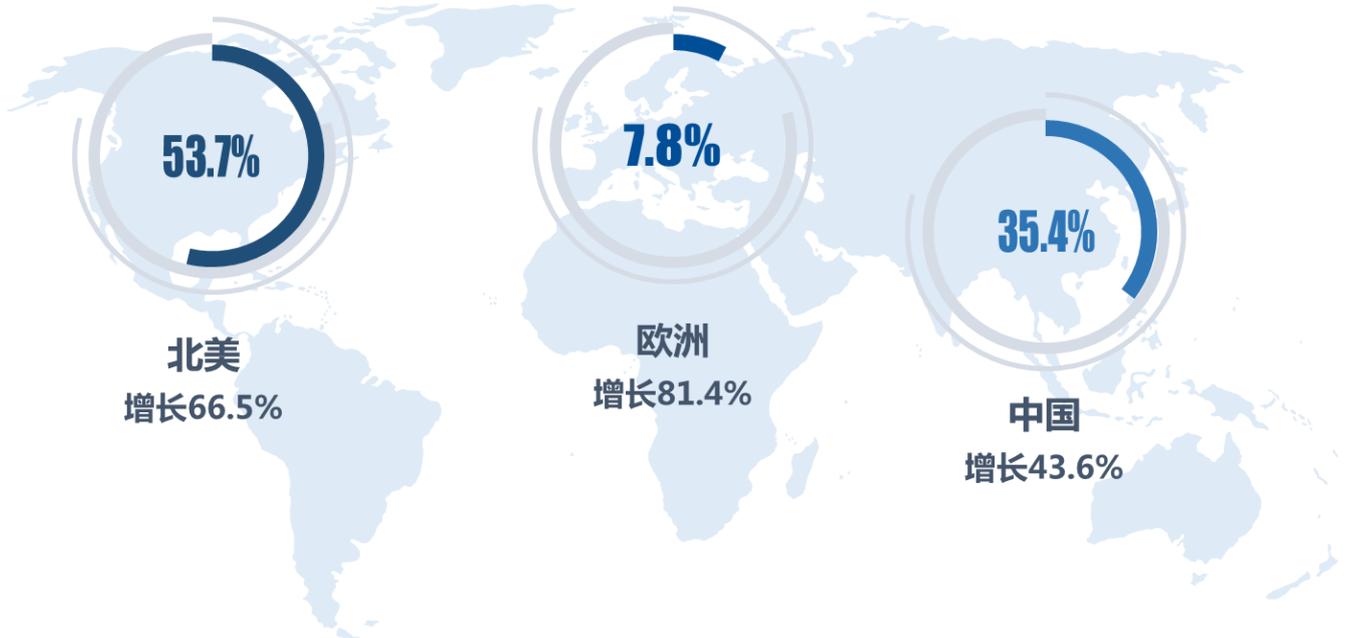
数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究

4.3.4. “全球双厂生产” 战略助力全球业务快速扩展

2019 公司总收益达 39.84 亿元，比 2018 年同比增长 57.2%，其中来自北美营收同比增长 66.5%，来自中国营收同比增长 43.6%，来自欧洲营收同比增长 81.4%。药明生物在 2018 年宣布“全球双厂生产”战略，打造覆盖 5 个国家的全球供应网络。

此战略旨在让合作伙伴在全球包括中国、欧洲、美国任意两个生产基地进行商业化生产。在扩大产能的同时保证签约产品全球供应，同时避免在不同供应商之间进行技术转移的风险，保障全球业务快速增长。

图 35 全球业务快速增长，目前北美地区最核心



数据来源：公司 2019 年年报业绩会演示材料，国泰君安证券研究。备注：图中为 2019 年各地区收入占比和增速。

借助此战略，公司成功签约两个独家商业化生产合同。其中已宣布的为与 Amicus 公司针对 ATB200 项目达成独家商业化生产战略合作。公司将通过覆盖三个地区的全球商业化生产供应链网络，由两个原液和制剂基地为 Amicus 公司提供生产服务。

为进一步推进此战略，药明生物于 2020 年 1 月 16 日发布公告，宣布收购拜耳公司位于德国利华古逊的一家生物药生产厂，作为拜耳公司的辅助生产服务商继续为其提供科跃奇（重组抗血友病因子）。考虑到欧洲市场增速远超中国和美国，德国的工厂将作为药明生物扩产能计划的一部分，提供欧洲制剂供应，补充待建的爱尔兰原液工厂，积极服务欧洲市场。2020 年 5 月 19 日宣布签署在美国马萨诸塞州建立生物制药临床样品和商业化生产基地的土地交易合同，预计 2022 年投入运营，新厂将进一步助力欧洲、北美业务增长。

4.3.5. 打造生物药联盟，深化全产业链布局

药明生物积极投资国内生物药生产原材料公司，2017 年药明生物与多个提供国产抗体生产原材料及装备国产公司成立“抗体生产原材料及装备国产化联盟”。

2019 年 4 月以 500 万美元收购多宁生物，国内无血清培养基、一次性产品及生物反应器领域的主要供应商之一；

同年 10 月公司以 3 亿元人民币收购国产蛋白纯化填料主要供应商之一，博格隆。

进一步深化公司全产业链布局，有望打破国际一次性生物技术产品垄断，降低抗体研发生产成本，赋能更多国内中小型抗体生产公司，研发生产出更多国产化抗体。

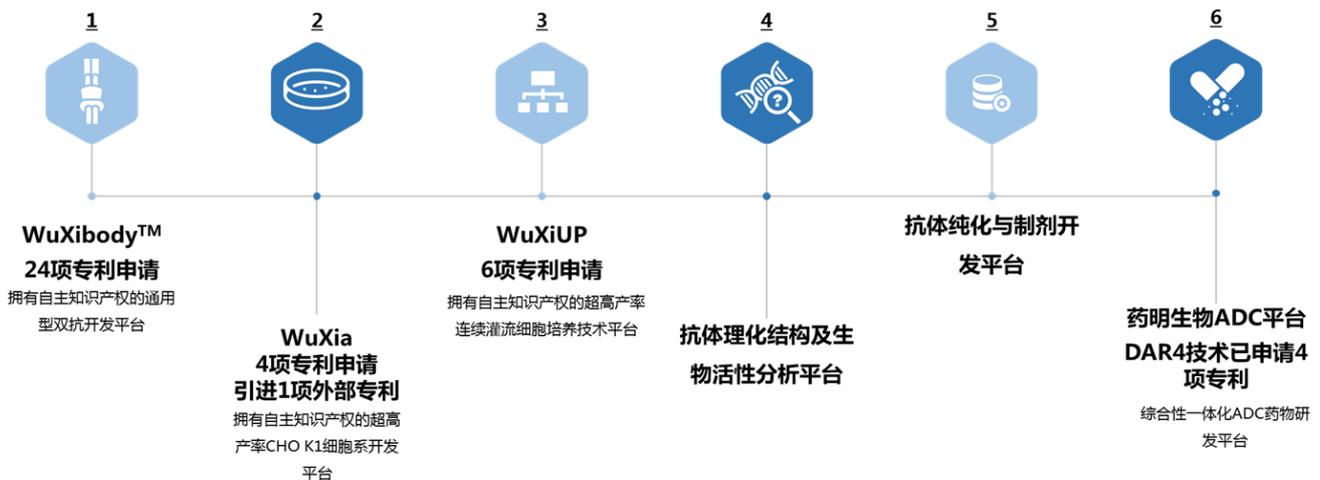
4.4. 先进技术平台，同行业领先

公司拥有全球领先的双抗技术平台 (WuXibody™)、细胞系平台 (WuXia) 和连续生产平台 (WuXiUP), ADC 平台, 可提供高质量高速度的生物药研发服务。

4.4.1. 紧跟生物药发展方向，打造国际领先的技术平台

为满足合作伙伴对双抗及 ADC 研发生产的需求, 具有自主知识产权的通用型双抗开发平台, 目前已有 24 项专利申请, ADC 平台 DAR4 技术也已申请 4 项专利, 生物药研发生产技术处于国际领先地位。

图 36 数十项专利申请，技术全球领先

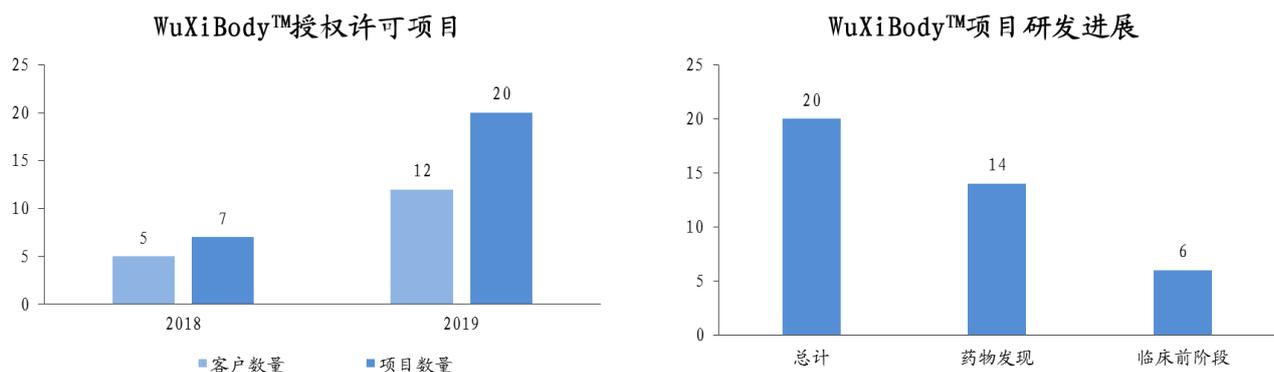


数据来源: 公司 2019 年年报业绩会演示材料, 国泰君安证券研究

4.4.2. WuXibody™ 双抗技术平台有望引领下一轮生物药的发展

双抗技术平台自 2018 年底以来以其高质量、高速度、高灵活性等特征受到欧美市场关注, 截至 2019 年底, 已授权许可的项目达 20 个, 6 个项目已进入临床前阶段, 2020 年预计有 1-2 个项目递交 IND 申请。预计未来将会是药明生物最具潜力的大分子研发平台。

图 37 WuXibody™ 双抗技术平台后期承载项目数可观



数据来源: 公司 2019 年年报业绩会演示材料, 国泰君安证券研究

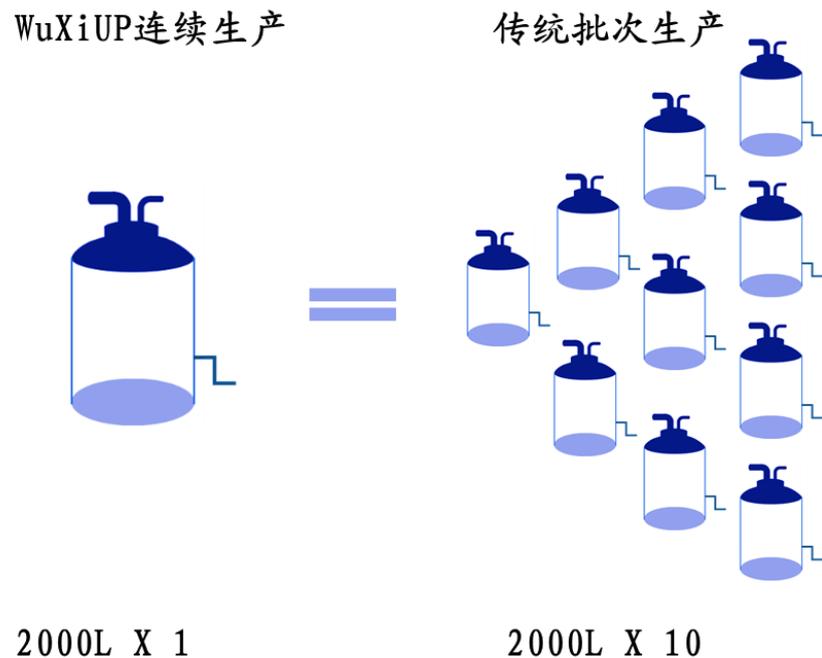
4.4.3. WuXiUP 连续生产平台高效产出，为颠覆性技术

WuXiUP 连续生产平台较传统不锈钢批次生产工艺具有更大的可塑性、更强的扩容性、更低的成本和更高的效益，2000L 一次性反应器可制造相当于同样容量的传统反应器 10 个批次的生产量。

同时该工艺具有高细胞密度、高产量、高纯化收率以及培养时间适中(约 3 周)的特点，适用于绝大多数生物药分子，并已在 19 个项目上得到验证，平均产量可提高约 6.4 倍。

目前该工艺已放大至 150 升临床生产规模，生产成本可降低 40%-50%。

图 38 WuXiUP 连续生产产量可为传统批次的 10 倍



数据来源：国泰君安证券研究

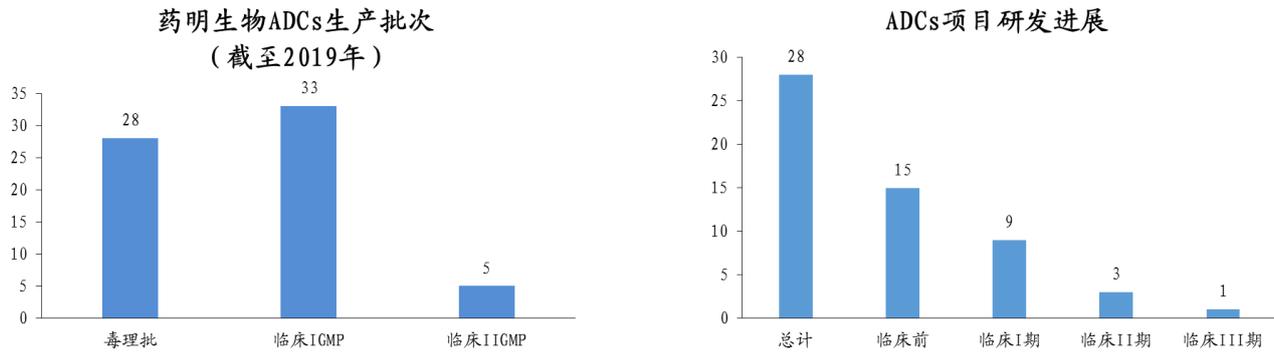
4.4.4. WuXia 细胞系平台稳定高产

WuXia 细胞系平台是全球产量最高的平台之一，特有的 CHO-K1 细胞系开发技术实现在 12 周内交付高表达量的克隆，平均 mAb 产量 2.5-3.5 g/L，最高可达 8 g/L。从 DNA 到申报 IND 的相关 CMC 工作，行业平均水平为 18-24 个月，药明生物以 WuXia 细胞系平台为基础大大缩短周期，目前所有项目由 DNA 到 IND 仅需 12 个月。2018 年 12 月公司宣布仅 7 个月就完成了黄热病毒治疗单抗的临床前 CMC 研究工作，刷新业界记录。为抗击疫情，公司的新冠病毒项目进一步优化进度，有望实现 6 个月交付。

4.4.5. ADC 技术平台，满足生物药创新发展

ADC 平台采用国际领先的 DAR4 技术，实现在一个抗体中加入 4 个偶联药物，既避免药物载量不足导致疗效不佳，也避免过高药物载量导致的毒性增加。目前公司 ADCs 项目已覆盖全球 50 多个客户，如 Ambrx、BioAtla 和 Silverback Therapeutics，其中有 13 个项目申报 IND，1 个临床 III 期项目。

图 39 ADCs 项目稳步增长



数据来源: 公司 2019 年年报业绩会演示材料, 国泰君安证券研究

4.5. 联合营+投资, 保持领域内前沿地位

公司为扩大市场, 保持领域内前沿地位, 成立如多宁生物等产业链上下游联合营企业并对多个生物创新药公司进行投资。

表 1: 药明生物联合营+投资公司

| 公司名称 | 主营业务 |
|--------------------------------|--|
| 上海多宁生物技术有限公司 | 无血清培养基和一次性产品的销售、制剂生产及服务 |
| 博格隆(上海)生物技术有限公司 | 蛋白纯化填料 |
| 平湖优谱生物技术有限公司 | 分离介质及相关配套设备的生产、销售 |
| I-Mab | 聚焦于肿瘤免疫和自身免疫疾病领域的新药研发 |
| Privus Biologics, LLC | 优化、制造及开发用于含有一种或多种作为活性成分的特定抗体领域的药物 |
| Tysana Pte. Ltd. | 致力于与寨卡 EV71 病毒和黄热病相关的单克隆抗体传染病药物研究、开发和商业化交付优化生物治疗予性命受威胁的人士的业务, 并建立大型而多元化的管道, 有望影响癌症、传染病及罕见病 |
| Inhibrx, Inc. | |
| CANBridge Pharmaceuticals Inc. | 开发、销售或营销用于治疗或预防肿瘤或罕见疾病适应症的药物 |
| Virtuoso Therapeutics, Inc. | 肿瘤抗体和治疗的研发 |
| BB Pureos Bioventures, LP | 主要于私人创新药物开发公司进行风险投资, 专注于下一代生物药及药物剂型 |

数据来源: 国泰君安证券研究

4.6. 新冠疫情突发, 公司危中有机

全球新冠疫情短期内影响公司业务, 预计中国区的延迟复工影响 5% 以内的年度收入增速, 原定于 2020 年第 1 季度开展的 FDA 批准前检查被推迟, 商业化生产收入将延后。但在公司启动的业务连续性计划 (BCP) 保障下, 公司在危机中寻见发展契机。

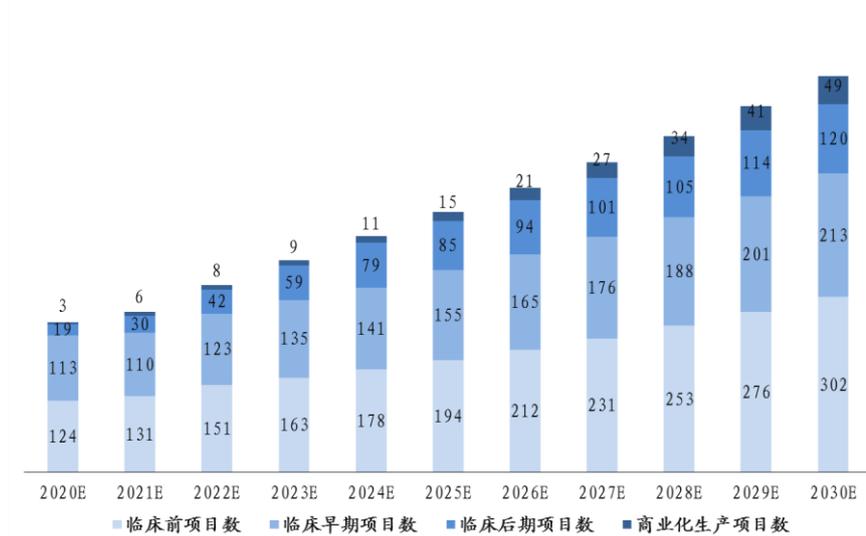
海外现处疫情爆发期, 产业链可能加速向中国区转移。截至 2020 年 3 月底, 有 8 个 COVID-19 研发项目, 7 个在谈项目, 若有相关药物被证明有效, 将在 2020 年下半年贡献较多收入。公司约 65% 收入来自海外, 其中多数来自海外 Biotech, 而目前 biotech 客户中多数公司有可供运营一年以上的现金, 部分有两年以上的现金, 目前来看风险可控, 但仍需关注海外 biotech 融资及制药行业研发投入变化。

5. 首次覆盖，给予增持评级

盈利预测的关键假设:

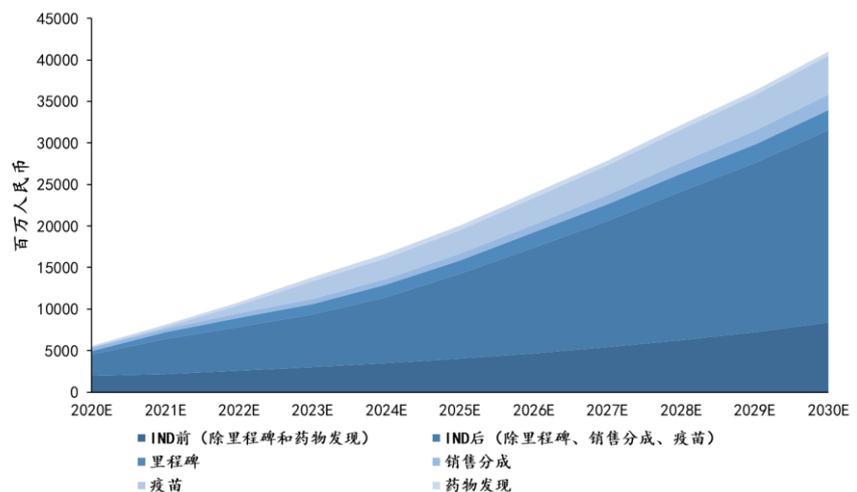
- 1) 全球新冠疫情爆发对公司产能及订单仅造成短期影响。假设 2020 年综合项目数: 临床前/临床早期/临床后期/商业化生产项目数分别为 124/113/19/3。2021、2022 年由于 2020 年累积订单需求释放, 2021 年新增项目数为 131/110/30/6, 2022 年为 151/123/42/8。
- 2) 假设公司各项业务同步发展, 收入稳步提升。其中疫苗订单顺利执行, 疫苗 CMO 布局日趋完善, 公司疫苗 CMO 业务 2022-23 年进入爆发期, 贡献显著收入。
- 3) 受益于公司不断提升的技术平台, 以及逐步完善的全球双厂供应链, 毛利率逐步提升, 2020-2022 年毛利率假设为 42.5%、43.5%、44.5%。

图 40 公司综合项目数有望维持稳步增长



数据来源: 国泰君安证券研究

图 41 IND 后项目收入将成为未来收入增长主要动力



数据来源: 国泰君安证券研究

表 2 收入合计 (百万人民币)

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| IND 前收入 | 1451 | 1808 | 2276 | 2810 | 3351 |
| 增速 (%) | 38.3% | 24.6% | 25.9% | 23.4% | 19.3% |
| 毛利率 (%) | | | 44.0% | 44.5% | 45.0% |
| IND 后收入 | 1084 | 2175 | 3260 | 5189 | 7438 |
| 增速 (%) | 90.2% | 100.8% | 49.9% | 59.2% | 43.3% |
| 毛利率 (%) | | | 41.5% | 43.0% | 44.3% |
| 收入合计 | 2535 | 3984 | 5537 | 7998 | 10789 |
| 增速 (%) | 56.6% | 57.2% | 39.0% | 44.5% | 34.9% |
| 毛利率 (%) | 40.2% | 41.6% | 42.5% | 43.5% | 44.5% |

数据来源: 国泰君安证券研究

估值与投资建议

估值方法 1: 相对估值

按照假设, 预测 2020-2022 年公司净利润分别为 14.17、20.58、27.87 亿元, 对应 EPS 分别为 1.09、1.58、2.14 元, 增速分别为 39.8%、45.2%、35.4%。

药明康德、康龙化成、成都先导作为同行业可比公司, 其 2020 年平均 PE 估值为 88.3X, 考虑药明生物作为生物药 CDMO 公司的龙头, 生物药项目粘性大, 给予 40% 估值溢价, 即药明生物 2020 年 PE 123.6X, 对应合理估值为 134.7 元, 合 150.5 港币。

表 3 可比公司估值比较

| 公司名称 | 代码 | 股价 (元) | EPS | | | PE | | |
|------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 药明康德 | 603259.SH | 105.65 | 1.56 | 2.09 | 2.69 | 67.7 | 50.6 | 39.3 |
| 康龙化成 | 300759.SZ | 61.66 | 0.99 | 1.33 | 1.76 | 62.3 | 46.4 | 35.0 |
| 成都先导 | 688222.SH | 41.85 | 0.31 | 0.44 | 0.70 | 135.0 | 95.1 | 59.8 |
| 平均值 | | | | | | 88.3 | 64.0 | 44.7 |

数据来源: 国泰君安证券研究, 注: 盈利预测采用 wind 一致预测, 最新收盘价取自 2020 年 5 月 22 日, 港币: 人民币汇率 = 0.895:1。

估值方法 2: 绝对估值

采用现金流贴现方式对公司进行估值。根据假设 FCFF 估值法下公司的合理估值为 155.0 港币。

表 4 绝对估值预测 (百万人民币)

| | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 5537 | 7998 | 10789 | 13811 | 16599 | 19925 | 23749 | 27621 | 31831 | 35899 | 40547 |
| 主营业务成本 | 3184 | 4519 | 5988 | 7582 | 9013 | 10760 | 12824 | 14915 | 17188 | 19386 | 21895 |
| 毛利率 | 42.5% | 43.5% | 44.5% | 45.1% | 45.7% | 46.3% | 46.9% | 47.0% | 47.0% | 47.0% | 47.0% |
| EBIT | 1780 | 2532 | 3382 | 4671 | 5613 | 6756 | 8100 | 9366 | 10718 | 12024 | 13516 |
| -所得税 | 249 | 362 | 489 | 683 | 824 | 987 | 1165 | 1346 | 1542 | 1732 | 1949 |
| 所得税税率 | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| +折旧与摊销 | 726 | 953 | 1073 | 1303 | 1453 | 1603 | 1753 | 1903 | 2053 | 2173 | 2273 |
| -CAPEX | 4500 | 2800 | 2300 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 1200 | 1000 | 1000 |
| -营运资金净变动 | 610 | 400 | 734 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| FCFF | -2853 | -78 | 932 | 3192 | 4142 | 5264 | 6556 | 7783 | 9381 | 10811 | 12180 |
| PV (FCFF) | -2853 | -72 | 809 | 2583 | 3124 | 3701 | 4295 | 4752 | 5338 | 5733 | 6019 |
| 预测期净现值 | 33431 | | | | | | | | | | |
| 永续期价值 | 144098 | | | | | | | | | | |
| 企业价值 | 177529 | | | | | | | | | | |
| +净现金 | 4439 | | | | | | | | | | |
| -有息债务 | 1900 | | | | | | | | | | |
| 股权价值 | 180068 | | | | | | | | | | |
| (百万人民币) | | | | | | | | | | | |
| 股权价值 | 201193 | | | | | | | | | | |
| (百万港币) | | | | | | | | | | | |
| 股本 | 1298 | | | | | | | | | | |
| 股价 (港币) | 155.0 | | | | | | | | | | |

数据来源: 国泰君安证券研究

表 5 绝对估值假设

| | |
|--------------|-------|
| 无风险利率 | 2.55% |
| 市场预期报酬率 | 7.43% |
| 无杠杆 β | 0.95 |
| 股本成本 | 7.75% |
| 权益比例 | 88.0% |
| 债务成本 | 4.77% |
| 有息负债比例 | 12.0% |
| 有杠杆 β | 1.06 |
| 税率 | 15% |
| WACC | 7.30% |
| 永续增长率 (10年后) | 3.00% |

数据来源: 国泰君安证券研究, 注: 港币: 人民币汇率=0.895:1。

综合两种估值方法, 根据谨慎性原则, 选择两种估值法中的较低估值, 给予公司目标价 150.5 港币。首次覆盖, 给予增持评级。

6. 风险提示

6.1. 关键客户流失或将影响整体运营的风险

公司提供一体化开放式服务，业务涵盖生物药研发生产的各个环节，前期收入集中于少数客户，目前逐渐改善。但若在开发过程中出现如开发失败、管线延误等对公司声誉有损的事故，失去关键客户，有可能对整个公司的运营产生影响。

6.2. 政策变化致业务开展困难的风险

公司在全球范围内开展业务，各地区政策的变化可能影响客户对研发生产新药的投入力度。公司在全球不同地区的生产工厂也可能因当地政策的改变而难以开展业务。

6.3. 全球新冠疫情影响订单及产能的风险

公司订单多来自海外，由于全球新冠疫情的影响，公司可能较难获得新订单，发展新客户可能受影响。后续产能也可能受疫情态势影响。

6.4. 外汇波动的风险

公司在中国经营，但超过 60% 的订单来自海外，因此服务成本、运营成本等以人民币衡量，而公司收入以美元为主，如果汇率出现大的波动，可能存在因为汇兑导致的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|--------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 地址 | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编 | 200041 | 518026 | 100032 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 83939888 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |