



# 药明生物 (2269.HK)

## 短期受疫情影响，长期向好

部分收入递延至明年，重申买入评级，维持目标价 137 港元。

- 疫情对 2020 年影响较大：**受疫情影响，美国 FDA 现场核查可能会延迟到今年下半年，临床试验和商业化生产的 CMO 业务也在 2020 年上半年大幅受到影响。公司管理层表示大约有 1000 万美元的收入取消，有 1.2-1.3 亿美元的收入将会递延到 2021 年，与 COVID 相关项目带来的收入 8000 万美元收入抵消后，疫情对于 2020 年的净影响为约 391 百万人民币的收入减少。
- 相应也调低 2021 年收入增速：**公司管理层给出 2020 年上半年收入增速指引超过 10%，全年增速超过 30%。我们调低增速预测，以反映疫情负面影响。在疫情冲击和 1.2 亿美元递延收入实现情况下，2021 年收入端能够达到 46% 的增速。若将潜在 27 个抗体项目和 4 个疫苗项目收入计入 2021 年，则收入增速将会更高。
- 全球布局进展迅速：**公司在今年加快了全球布局的速度，通过收购或者租赁的方式加快工厂的投入使用，扩大产能。在 2020 年二季度共完成三项全球扩张的重要交易：收购拜耳位于德国的生物制剂工厂，预计 2020 年四季度获得 GMP 认证；在美国马萨诸塞州完成土地交易，建造第十一厂，预计 2022 年投入运营；完成位于美国新泽西州的第十八厂的 10 年租赁合同签署，预计 2020 年底投入运营。另外，在中国杭州也开始建设溶瘤病毒和微生物发酵的新厂房，预计在 2021 年取得 GMP 认证。
- 重申对公司的买入评级：**我们重申对公司的买入评级，维持目标价 137 港元。整个 CRO 板块今年以来股价走势强劲，反映了市场对于行业在疫情冲击下仍具有稳定增长性的肯定，因此行业市盈率的上行，而我们的目标价不变。尽管我们调低盈利增速以显示疫情的冲击，但公司和 CRO 行业的长期增长仍值得期待，如有短期回调则是买入时机。目标价和现价分别对应 2021 年 74 和 78 倍的市盈率。作为生物药 CDMO 龙头，相比港股 CRO 公司平均市盈率 65.7 倍享有 12.6% 的溢价，2021 年 PEG 处于合理水平。
- 投资风险：**汇率变动；疫情引发制药企业削减研发开支；项目延迟；客户临床试验失败导致项目流失；人力成本持续上升。

### 评级

### 买入

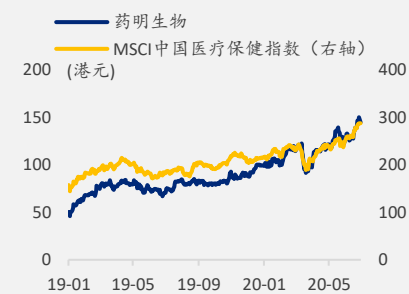
目标价 (港元)	137.0
潜在升幅/降幅	NA
目前股价 (港元)	145.0
52 周内股价区间 (港元)	70.1-150.8
总市值 (十亿港元)	188.4
近 3 月日均成交额 (百万港元)	874.1

### 市场预期区间



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 朱倩岚

医疗分析师

vicky\_zhu@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2020 年 6 月 29 日

## 财务报表分析与预测

### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,534	3,984	5,267	7,689	11,133
营业成本	-1,517	-2,325	-3,145	-4,360	-6,091
毛利率%	40%	42%	40%	43%	45%
销售费用	-42	-77	-102	-149	-215
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-228	-367	-474	-692	-1,002
管理费用率%	9%	9%	9%	9%	9%
营业利润	578	955	1,214	2,002	3,122
摊销	132	173	540	759	588
EBITDA	710	1,127	1,753	2,762	3,710
财务费用	0	-20	-39	-39	-39
财务费用率%	NA	2%	4%	4%	4%
其他收入	194	180	238	347	503
其他收益/损失	21	22	28	42	60
其他费用	-56	-10	-13	-19	-28
税前净利润	738	1,127	1,427	2,333	3,618
所得税	-107	-116	-176	-287	-445
有效所得税率%	15%	10%	12%	12%	12%
净利润	630	1,010	1,252	2,046	3,172
少数股东损益	0	3	4	7	11
归母净利润	631	1,014	1,256	2,053	3,183

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,084	6,205	2,955	3,770	4,517
应收款项	1,067	1,737	1,999	3,455	4,564
存货	227	399	465	734	1,008
其它流动资产	366	1,330	1,330	1,330	1,330
流动资产合计	5,745	9,672	6,750	9,290	11,420
固定资产	2,904	6,338	10,299	11,385	12,801
无形资产	332	416	416	416	416
其他非流动资产	412	1,176	1,176	1,176	1,176
非流动资产合计	3,648	7,930	11,891	12,977	14,393
资产总计	9,393	17,602	18,640	22,266	25,813
短期借款	0	506	506	506	506
应付账款	712	1,844	1,630	3,211	3,584
关联方借款	500	336	336	336	336
其它流动负债	107	185	185	185	185
流动负债合计	1,319	2,871	2,658	4,238	4,612
长期借款	0	1,395	1,395	1,395	1,395
其它长期负债	80	440	440	440	440
非流动负债合计	80	1,835	1,835	1,835	1,835
负债总计	1,399	4,706	4,493	6,073	6,447
股本	0	0	0	0	0
储备	7,994	12,784	14,040	16,093	19,276
母公司拥有人应占权益	7,994	12,784	14,040	16,093	19,276
少数股东权益	0	112	107	100	90
负债和所有者权益合计	9,393	17,602	18,640	22,266	25,813

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	-246	-596	-542	-144	-1,010
经营现金流	762	587	1,249	2,661	2,751
购买物业、厂房及设备	-1,341	-3,200	-4,500	-1,845	-2,004
投资现金流	-416	-3,200	-4,500	-1,845	-2,004
银行借款还款	0	0	0	0	0
股权募资	3,206	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
融资现金流	3,207	0	0	0	0
现金净流量	3,552	-2,613	-3,251	816	747

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益	0.5	0.8	1.0	1.7	2.6
每股净资产	6.6	10.3	11.3	13.0	15.6
每股经营现金流	0.6	0.5	1.0	2.1	2.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	248.2	158.0	127.5	78.0	50.3
P/B	19.6	12.5	11.4	10.0	8.3
P/S	61.8	40.2	30.4	20.8	14.4
EV/EBITDA	220.5	142.1	91.4	58.0	43.2
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40%	42%	40%	43%	45%
净利润率	25%	25%	24%	27%	29%
净资产收益率	10%	10%	9%	14%	18%
资产回报率	9%	8%	7%	10%	13%
投资资本回报率	8%	8%	7%	10%	14%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	57%	57%	32%	46%	45%
EBIT增长率	36%	65%	27%	65%	56%
净利润增长率	150%	60%	24%	63%	55%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2
流动比率	4.4	3.4	2.5	2.2	2.5
速动比率	4.2	3.2	2.4	2.0	2.3
现金比率	3.1	2.2	1.1	0.9	1.0
<b>经营效率指标</b>					
应收帐款周转天数	121.1	128.5	129.5	129.5	131.5
应付帐款周转天数	180.1	200.6	201.6	202.6	203.6
存货周转天数	43.6	49.2	50.2	50.2	52.2
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	1.1	0.9	0.6	0.7	0.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# 药明生物 (2269.HK): 短期受疫情影响, 长期向好

## 疫情影响: 短期负面, 长期正面

### ● 疫情对 2020 年产生负面影响

在 6 月 19 日公司的投资者日活动上, 管理层分享了疫情造成的影响。原本定在 2020 年第一季度的美国 FDA 现场核查, 由于国际旅行的限制, 可能会延迟到 2020 年下半年。因此 CMO 业务收入在 2020 年上半年大幅受到影响。

公司管理层表示大约只有 1000 万美元的收入因为疫情的影响而取消, 大约有 1.2-1.3 亿美元的收入将会递延到明年 2021 年。这 1.2-1.3 亿美元的收入中包括递延的 2000-3000 万美元的里程碑收入, 递延的 2000-3000 万美元为临床试验提供的药物 CMO 业务收入, 和递延的 5000 万美元为商业化生产的 CMO 业务收入。

### ● 疫情相关项目部分抵消负面影响

疫情对于公司的长期发展是积极的, 在增加客户粘性同时, 也为公司带来新的客户和订单。

- 在 2020 年上半年公司签了 50 个新客户, 比去年全年的 46 个新客户多。
- 截止 2020 年 6 月 10 日, 公司已有 11 个疫情相关的抗体项目已经签约, 在 70% 的中标率假设下有合同价值大约为 2400 万美元, 对 2020 年和 2021 年的收入贡献分别为 8000 万美元和至少 1.5 亿美元。
- 如果还在商谈过程中的潜在疫情相关的 27 个抗体项目和 4 个疫苗项目能够有 50% 中标率, 那么 2021 年还将会有 1 亿美元的新增收入。

## 相应调低近两年增速

公司管理层给出 2020 年上半年增速指引为超过 10%，2020 年全年增速为超过 30%。我们调低模型中的增速，以反映疫情对公司 2020 年和 2021 年的增速影响。

疫情对于 2020 年的收入负面和正面的影响分别约为 1.35 亿美元和 8000 万美元，净影响为负 5500 万美元，即收入减少 391 百万人民币。以此倒推，今年如果没有疫情的影响，收入端本该有 40%左右的增速。

我们对于在疫情影响下原本 2021 年收入的不同增速做了情境假设，在疫情冲击下的 2021 年收入增速为 30%的概率较高，因为管理层给出的 2020 年收入增速指引为 30%。这比之前我们的 65%的 2021 年收入增速预测有大幅下降。1.2 亿美元递延收入实现后，2021 年收入端能够达到 46%的增速。如果将潜在 27 个抗体项目和 4 个疫苗项目收入计入，2021 年的收入增速将会更高。

图表 1: 基于不同情境假设下的 2021 年收入增速

疫情影响下的收入增速情境假设	20%	30%	40%	50%
加上 1.2 亿美元收入递延后 (百万元)	7,169	7,695	8,222	8,749
新的收入增速	36%	<b>46%</b>	56%	66%

资料来源: 浦银国际

基于公司未完成订单 (Backlog) 储备和产能扩张计划，我们对于公司的长期增长非常有信心。2020-2022 年，我们对收入的预期分别为 5,267、7,689 和 11,133 百万元，分别与市场有 -1%、0%和 3%的差异。净利润的预期分别为 1,256、2,053 和 3,183 百万元，增速为 24%、63%和 55%，和市场差异为 -11%、0%和 10%。由于净利润增速和收入确认时间、新产能释放和里程碑收入转化为收入的比例相关，因此波动较大。

图表 2: 收入增速对比, SPDBI 预期 vs.市场预期

市场预期	2020E	2021E	2022E
收入	5,342	7,690	10,846
净利润	1,410	2,044	2,906
每股盈利	1.08	1.56	2.24
<b>SPDBI 预期</b>			
收入	5,267	7,689	11,133
净利润	1,256	2,053	3,183
每股盈利	1.01	1.66	2.57
<b>差异</b>			
收入	-1%	0%	3%
净利润	-11%	0%	10%
每股盈利	-6%	6%	15%

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 全球布局进展迅速

公司在今年加快了全球布局的速度，通过收购或者租赁的方式加快工厂的投入使用，扩大产能。在二季度，公司共完成三项全球扩张的重要交易：

- 4月22日，公司完成了对拜耳位于德国勒沃库森一家生物制剂工厂的收购交易，这是公司在欧洲的第二个基地。目前公司已接管该工厂的运营工作、购买相关设备，以及长期租赁该工厂。预计在2020年四季度获得GMP认证后，将提供无菌灌装及冻干制剂服务，年产量高达1000万瓶。
- 5月19日，公司完成与美国马萨诸塞州伍斯特商业发展局（WBDC）的土地交易合同签署，将会建造生物制药临床样品和商业化生产基地（十一厂MFG11），预计2022年投入运营。
- 6月9日，公司完成了一座位于美国新泽西州克兰伯里地区的生物药临床生产厂（十八厂，MFG18）长达10年的租赁合同的签署。该生物药临床生产厂总计安装共6000升一次性生物反应器，集工艺开发、质量控制实验室及配套设施于一体，预计2020年底正式投入运营，是在美国的第三个基地。

另外，公司在中国杭州也开始建设两个新厂房，分别是2\*1000L溶瘤病毒生产平台和300L/2000L的微生物发酵技术平台，都能在2021年取得GMP认证。

图表 3：全球原料药供应链

Site #	DS Capacity	GMP Ready	Location	Comments
MFG1	7,500 L fed-batch/perfusion	2012	Wuxi	Commercial
MFG2	28,000 L fed-batch / 2,000 L perfusion	2017	Wuxi	Commercial
MFG3	5,200 L fed-batch / 1,500 L perfusion	2018	Shanghai	Clinical/Comm
MFG4	10,000 L fed-batch/CFB	2019	Wuxi	Clinical/Comm
MFG5	60,000 L fed-batch	2021	Wuxi	Commercial
MFG6	6,000 L (6 x 1,000 L) perfusion	2021	Ireland	Commercial
MFG7	48,000 L fed-batch	2021	Ireland	Commercial
MFG8	48,000 L fed-batch	2022	Shijiazhuang	Commercial
MFG9	16,000 L fed-batch/CFB	2022	Wuxi	Clinical/Comm
MFG10	4,000 L fed-batch / 500 L Perfusion	2022	Singapore	Clinical/Comm
MFG11	4,000 L fed-batch / 500 L Perfusion	2022	Worcester, MA	Clinical/Comm
MFG12	48,000 L (12 x 4,000 L) fed-batch	2022	Chengdu	Clinical/Comm
MFG13	2x1000 L Viral Manufacturing	2021	Hangzhou	Clinical/Comm
MFG14	300 L/2000L microbial	2021	Hangzhou	Clinical/Comm
MFG18	2,000 L fed-batch	2021	Cranbury, NJ	Clinical

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4：全球制剂生产网络

Facility	DP Capacity (The Max Annual Output)	GMP Ready	Location	Purpose
DP1	Liquid and Lyo (1x5m <sup>2</sup> ) (6 mm Dose)	2013	Wuxi	Commercial
DP2	Liquid and lyo (2x20m <sup>2</sup> ) (10 mm Dose)	Q3 2021	Wuxi	Commercial
DP3	ADC conjugation, Liquid & Lyo (1x5m <sup>2</sup> ) (3 mm Dose)	2019	Wuxi	Clinical
DP4	Vial/PFS (1 mm Dose)	2019	Wuxi	Clinical
DP5	Commercial PFS (17 mm Dose)	Q1 2022	Wuxi	Commercial
DP6	Liquid and lyo (5x32m <sup>2</sup> ) (60 mm Dose)	Q4 2022	Ireland	Commercial
DP7	Liquid and lyo (2x20m <sup>2</sup> ) (10 mm Dose)	Q4 2020	Germany	Commercial
DP8	Liquid vial (1 mm Dose)	Q3 2021	Hangzhou	Clinical
DP9	Liquid vial (5 mm Dose)	Q4 2021	Hangzhou	Commercial

资料来源：公司资料、浦银国际

## 重申买入评级

我们重申对公司的买入评级，维持目标价 137 港元。整个 CRO 板块今年以来股价走势强劲，反映了市场对于行业在疫情冲击下仍具有稳定增长性的肯定，因此行业市盈率的上升，而我们的目标价不变。尽管我们调低盈利增速以显示疫情的冲击，但公司和 CRO 行业的长期增长仍值得期待，如有短期回调则是买入时机。

目标价和现价分别对应 2021 年 74 倍和 78 倍的市盈率。目标价较港股 CRO 公司 2021 年市盈率 65.7 倍的平均水平高 12.6%。2021 年 PEG 水平 1.2 倍，处于合理水平。

图表 5：可比公司估值概要

股份代号	公司名称	29-Jun 股价 (LC)	52周		市值(百 万美元)	自由流 通股%	PE				EPS增速%		PEG	
			高	低			2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2020E	2021E
2269 hk Equity	药明生物	149.4	149.4	70.2	25,102	68.5	158.0	127.5	78.0	50.3	23.9	63.4	5.3	1.2
3759 hk Equity	康龙化成	75.2	75.8	39.5	9,658	91.9	62.2	71.0	53.5	39.9	16.7	32.6	4.2	1.6
2359 hk Equity	药明康德	100.1	101.8	48.1	31,162	88.3	80.8	78.0	59.4	46.4	43.9	31.2	1.8	1.9
							<b>107.5</b>	<b>95.8</b>	<b>65.7</b>	<b>46.9</b>			<b>3.5</b>	<b>1.6</b>

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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,在参与有关报告中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。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券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。

### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼