



# 药明生物 (2269.HK): COVID-19 订单高增长, 产能扩张加速

药明生物于近期更新业务进展, 重申 2021 年盈利增长高于 50% 的指引。COVID-19 相关未完成订单总额超过 10 亿美金, 2023 年计划产能增至 30 万升以上。我们调高目标价至 133.0 港元, 维持买入评级。

- COVID-19 订单增长迅速。**公司正在推进超过 10 项的 COVID-19 中和抗体项目, 已协助申报 7 个 COVID-19 项目的 IND, 占全球 IND 阶段的 COVID-19 单抗项目的 80%。疫苗项目已签订了 1.5 亿美元疫苗原液供应和 0.5-1 亿美元的制剂供应。总体 COVID-19 项目未完成服务订单金额达 7 亿美元, 相较于去年 10 月 5.28 亿美元增长 32.6%, 未完成总订单金额 (含服务与里程碑付款) 超 10 亿美元。
- 2023 年计划产能扩张至 30 万升以上。**目前总产能为 5.4 万升, 由于 COVID-19 项目已在 2020 年末达到 100% 的产能利用率。新增的 MFG5 (9\*4,000 升) 将全部用于 COVID-19 项目, 预计 2021 年下旬投放后产能利用率将迅速达到 100%。2021-23 年产能计划增至 14.0, 23.5 和 30.0 万升, 相较于去年 10 月分别上调 12%, 7% 和 7%。
- “Win the Molecule” 策略成效显著:**“Win the Molecule” 新策略将继续扩张公司的项目储备, 2018 年以来已从竞争对手处赢得 21 个项目, 其中 6 个处于临床 III 期。截止 2020 年 10 月公司凭借效率和质量上的优势获得了 10 个新项目, 其中 6 个项目处于晚期阶段。目前公司共有 312 个项目, 包括 159 个 IND 和 5 个 BLA/MAA。
- 维持买入评级, 目标价升至 133.0 港元。**由于订单持续高增长, 产能扩张相较此前指引更高, 我们提升 2022 年净利润增速至 52%, 并提升目标价至 133.0 港元, 对应 2022E 年 132 倍和 2023E 年 87 倍 PE。公司估值相较行业 2022E/23E 平均 87 倍/82 倍有 52%/6% 溢价, 考虑到公司作为生物药龙头具有稀缺性, 高估值对应高增长性, 因此我们认为该估值溢价合理, 维持买入评级。
- 投资风险:**疫情影响项目延迟或取消; 客户临床试验失败。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	2,534	3,984	5,353	8,789	13,392
总收入同比增速 (%)	57%	57%	34%	64%	52%
股东应占净利	631	1,014	1,533	2,388	3,656
净利润同比增速 (%)	150%	60%	51%	56%	53%
PE (X)	189.5	120.7	262.9	168.8	110.2
ROE (%)	10%	10%	11%	15%	20%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师  
vicky\_zhu@spdbi.com  
(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

2021 年 1 月 20 日

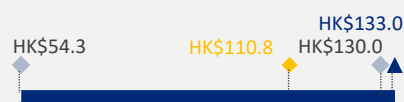
## 评级

## 买入

目标价 (港元)	133.0
潜在升幅/降幅	20%
目前股价 (港元)	110.8
52 周内股价区间 (港元)	28.8-111.1
总市值 (百万港元)	452,592
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,389

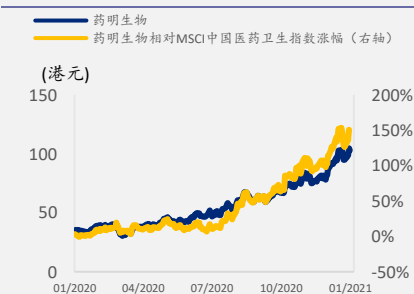
注: 截至 2021 年 1 月 19 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 相关报告:

《2021 年医疗行业展望: 坚持创新, 伺机而动》(2020-12-08)

《药明生物 (2269.HK) 1H20 业绩: 受益新冠项目, 业绩大幅超出预期》(2020-08-19)

## 财务报表分析与预测 - 药明生物

### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,534	3,984	5,353	8,789	13,392
营业成本	-1,517	-2,325	-3,168	-5,026	-7,658
毛利率	40%	42%	41%	43%	43%
销售费用	-42	-77	-117	-174	-265
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-228	-367	-560	-858	-1,307
管理费用率	9%	9%	10%	10%	10%
营业利润	578	955	1,166	2,178	3,318
摊销	132	173	540	759	672
EBITDA	710	1,127	1,706	2,937	3,990
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	302	496	756
其他收益/损失	21	22	244	176	268
其他费用	-56	-10	-66	-22	-33
税前净利润	738	1,127	1,607	2,789	4,270
所得税	-107	-116	-85	-418	-640
有效所得税率%	15%	10%	5%	15%	15%
净利润	630	1,010	1,521	2,370	3,629
少数股东损益	0	3	11	18	27
归母净利润	631	1,014	1,533	2,388	3,656

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,084	6,205	3,183	3,918	4,839
应收款项	1,067	1,737	2,060	4,174	5,472
存货	227	399	472	910	1,280
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	7,046	10,333	12,920
固定资产	2,904	6,338	10,299	11,649	13,387
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	13,241	14,979
资产总计	9,393	17,602	18,936	23,574	27,900
短期借款	0	506	506	506	506
应付账款	712	1,844	1,656	3,924	4,620
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	2,684	4,951	5,648
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	4,519	6,786	7,483
股本	0	0	0	0	0
储备	7,994	12,784	14,317	16,705	20,361
母公司拥有人应占权益	7,994	12,784	14,317	16,705	20,361
少数股东权益	0	112	100	83	56
负债和所有者权益合计	9,393	17,602	18,936	23,574	27,900

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	-246	-596	-584	-285	-971
经营现金流	762	587	1,478	2,845	3,331
购买物业、厂房及设备	-1,341	-3,200	-4,500	-2,109	-2,411
投资现金流	-416	-3,200	-4,500	-2,109	-2,411
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
融资金现金流	3,207	0	0	0	0
现金净流量	3,552	-2,613	-3,022	735	920

### 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	0.4	0.6	0.9
每股净资产	6.6	10.3	3.5	4.1	5.0
每股经营现金流	0.6	0.5	0.4	0.7	0.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	189.5	120.7	262.9	168.8	110.2
P/B	15.0	9.6	28.1	24.1	19.8
P/S	47.2	30.7	75.3	45.9	30.1
EV/EBITDA	168.4	108.5	236.3	137.2	101.0
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	40%	42%	41%	43%	43%
净利润率	25%	25%	29%	27%	27%
净资产收益率	10%	10%	11%	15%	20%
资产回报率	9%	8%	8%	11%	14%
投资资本回报率	8%	8%	7%	10%	13%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	57%	57%	34%	64%	52%
EBIT增长率	36%	65%	22%	87%	52%
净利润增长率	150%	60%	51%	56%	53%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3
流动比率	4.4	3.4	2.6	2.1	2.3
速动比率	4.2	3.2	2.4	1.9	2.1
现金比率	3.1	2.2	1.2	0.8	0.9
<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	0.8	1.1

E=浦银国际预测

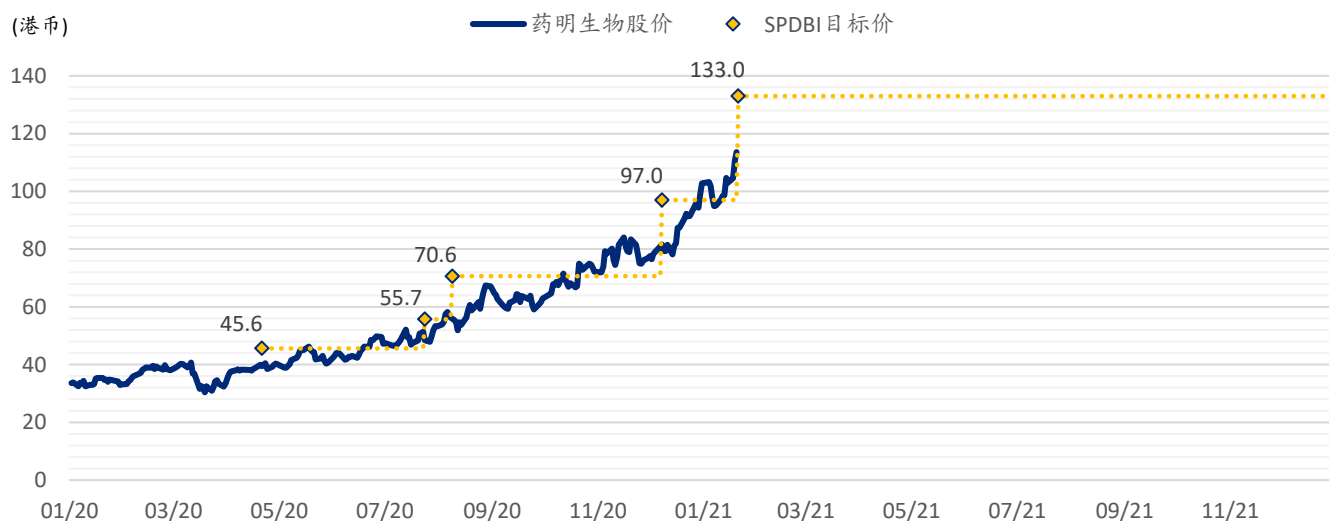
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 药明生物财务预测: 新预测 vs 前预测

人民币百万	2020E			2021E			2022E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	5,353	5,353	-	8,789	8,789	-	13,392	12,726	5%
毛利润	2,185	2,185	-	3,763	3,763	-	5,734	5,472	5%
毛利率	40.8%	40.8%	-	42.8%	42.8%	-	42.8%	43.0%	-0.2pcts
净利润	1,533	1,533	-	2,388	2,388	-	3,656	3,473	5%
净利率	28.6%	28.6%	-	27.2%	27.2%	-	27.3%	27.3%	-

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 药明生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

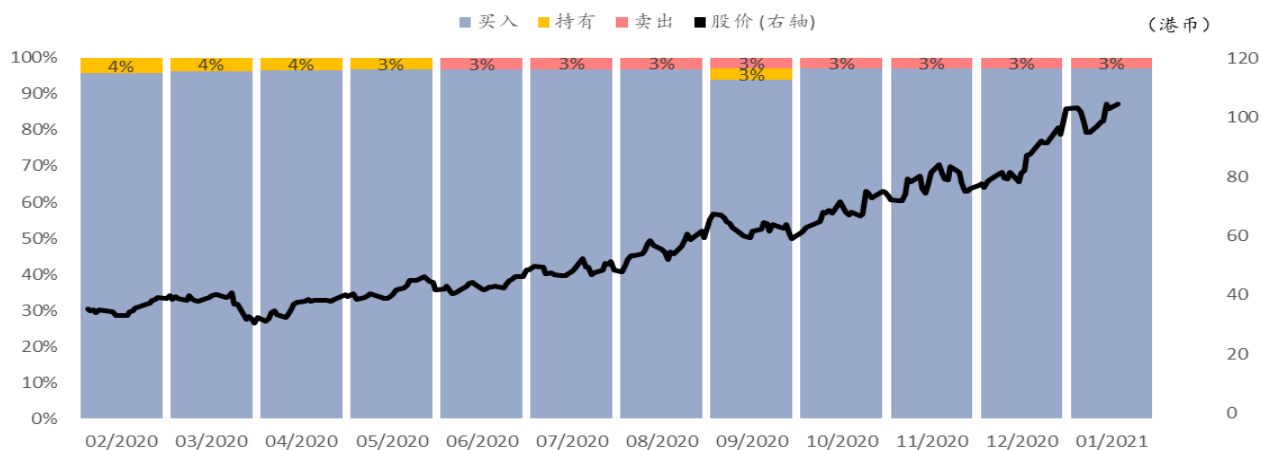
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	行业
2269 HK Equity	药明生物	110.8	买入	133.0	CRO/CDMO
2359 HK Equity	药明康德	170.2	买入	151.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	143.0	买入	135.0	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	23.5	买入	28.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	88.2	买入	122.4	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.2	买入	9.1	生物科技
1952 HK Equity	云鼎新耀	86.7	买入	76.5	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	116.9	买入	86.9	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1373.0	持有	820.1	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 1 月 19 日收盘价

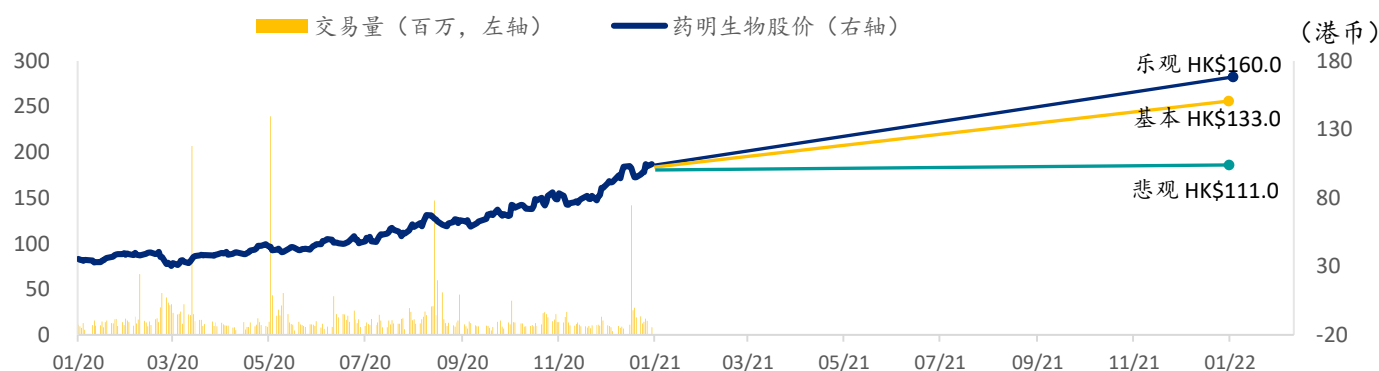
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 药明生物市场普遍预期



注: 股价截至 2021 年 1 月 19 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 药明生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期	悲观情景: 公司增长不及预期
目标价: 160.0 港元	目标价: 111.0 港元
<ul style="list-style-type: none"> <li>新冠疫情带来更多项目, 进展好于预期, 增加更多未完成订单;</li> <li>公司拓展业务进行收并购, 总收入增长好于预期;</li> <li>产能拓展计划进展快于预期, 提前开展生产;</li> <li>新型研发技术平台与更多客户签约, 未完成订单数增加好于预期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新冠疫情恢复快于预期, COVID-19 项目无法持续</li> <li>研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单</li> </ul>

资料来源: 浦银国际

## 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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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经授权的行为。

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。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼