



药明生物(2269.HK)2020 年业绩： 业绩超预期，产能扩张释放增长潜力

药明生物 2020 年业绩超市场预期，归母净利润同比增长 67% 至 16.9 亿。公司综合项目数量与未完成订单增长稳健，管理层暂维持 2021 年增长高于 50% 的业绩指引。我们维持买入评级，目标价 133.0 港元。

- **2020 年业绩超市场预期。**收入同比增长 41% 至 56 亿人民币，分别高于市场和我们的预期 3% 和 5%，主要由于综合项目数量特别是后期项目、COVID 项目增加，以及里程碑收益增长。毛利率提升 3.5pcts 至 45.1%，得益于规模效应和里程碑付款。归母净利润同比增长 67% 至 16.9 亿人民币，分别较市场和我们的预期高 15% 和 10%。经调整归母净利润（剔除股份为基础的薪酬开支 276.4 百万元、汇兑亏损 91.3 百万元、部分投资公允价值增加 344.6 百万元）同比增长 43% 至 17.2 亿人民币。
- **未完成订单增长强劲。**2020 年新增项目 103 项 (vs 2019 年 59 项)，其中综合项目数量从 250 个增至 334 项。公司预计未来每年新增不少于 80 个 IND 项目，较之前每年 60 个的指引明显增加。未完成订单总量增长 122% 至 113 亿美金，其中未完成服务订单同比增长 293% 至 66 亿美金，主要由于疫苗 CMO 长期订单和 COVID 相关项目。三年内未完成订单金额同比增长 86% 至 15 亿美金，截止 2021 年 3 月 15 日增至 22 亿，短期业绩增长强劲可期。里程碑付款 47 亿美金，截止 2021 年 3 月 15 日增至 48 亿美金，未来有望提升利润率。
- **自建与收购并举，产能扩张迅速。**由于订单增长强劲，公司通过自建与收购迅速扩充产能，规划产能由 30 万升提升至 43 万升。目前主要工厂 MFG1-4 已达产，MFG5 的 3.6 万升产能已于 2021 年初投产，将在年内达产，剩余 2.4 万升也计划年内投产。此外，杭州 MFG13、14、20，苏州 MFG21，美国 MFG18 和德国 MFG19 预计都将在年内投产。2021 年公司还将开始 8 个 CMO 项目，将贡献可观收入。
- **维持买入评级，目标价 133.0 港元。**管理层暂维持 2021 年增长高于 50% 的业绩指引，我们对增速预期更加乐观，未来利润率会随着后期项目推进、里程碑付款和 2022 年潜在 Royalties 而提升。目标价对应 2022/23 年 125/82 倍 PE，相较行业有溢价，维持买入评级。
- **投资风险：**疫情影响项目延迟；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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入净额	3,984	5,612	8,789	13,392	20,357
总收入同比增速 (%)	57%	41%	57%	52%	52%
股东应占净利	1,014	1,689	2,388	3,656	5,575
净利润同比增速 (%)	60%	68%	40%	53%	52%
PE (X)	100.6	192.8	140.8	92.0	60.3
ROE (%)	10%	10%	11%	15%	19%

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、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 3 月 26 日

评级

买入

目标价 (港元)	133.0
潜在升幅/降幅	36%
目前股价 (港元)	98.0
52 周内股价区间 (港元)	31.4-128.9
总市值 (百万港元)	412,595
近 3 月日均成交额 (百万港元)	2,397

注：截至 2021 年 3 月 26 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：

《药明生物 (2269.HK)：COVID-19 订单高速增长，产能扩张加速》(2021-01-26)

《2021 年医疗行业展望：坚持创新，伺机而动》(2020-12-08)

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,984	5,612	8,789	13,392	20,357
营业成本	-2,325	-3,079	-5,026	-7,658	-11,641
毛利率	42%	45%	43%	43%	43%
销售费用	-77	-94	-174	-265	-403
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-367	-511	-858	-1,307	-1,987
管理费用率	9%	9%	10%	10%	10%
营业利润	955	1,623	2,178	3,318	5,043
财务费用	-20	-43	-39	-39	-39
财务费用率	2%	4%	4%	4%	0%
其他收入	180	220	496	756	1,150
其他收益/损失	22	283	176	268	407
其他费用	-10	-118	-22	-33	-51
税前净利润	1,127	1,966	2,789	4,270	6,510
所得税	-116	-273	-418	-640	-977
有效所得税率%	10%	14%	15%	15%	15%
净利润	1,010	1,693	2,370	3,629	5,534
少数股东损益	3	-4	18	27	41
归母净利润	1,014	1,689	2,388	3,656	5,575

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,205	7,096	10,400	10,221	13,930
应收款项	1,737	3,242	4,174	7,272	10,127
存货	399	1,084	910	2,213	2,534
其它流动资产	1,330	2,783	1,330	1,330	1,330
流动资产合计	9,672	14,204	16,815	21,036	27,922
固定资产	6,338	11,996	11,649	13,387	15,062
无形资产	416	392	416	416	416
其他非流动资产	1,176	2,371	1,176	1,176	1,176
非流动资产合计	7,930	14,759	13,241	14,979	16,654
资产总计	17,602	28,964	30,056	36,016	44,575
短期借款	506	767	506	506	506
应付账款	1,844	2,729	3,924	6,254	9,280
关联方借款	336	665	336	336	336
其它流动负债	185	338	185	185	185
流动负债合计	2,871	4,498	4,951	7,282	10,308
长期借款	1,395	1,838	1,395	1,395	1,395
其它长期负债	440	1,728	440	440	440
非流动负债合计	1,835	3,566	1,835	1,835	1,835
负债总计	4,706	8,064	6,786	9,117	12,143
股本	0	0	0	0	0
储备	12,784	20,564	22,952	26,608	32,183
母公司拥有人应占权益	12,784	20,564	22,952	26,608	32,183
少数股东权益	112	335	317	291	250
负债和所有者权益合计	17,602	28,964	30,056	36,016	44,575

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	-596	-2,605	1,736	-2,070	-150
经营现金流	587	-372	4,866	2,232	6,152
购买物业、厂房及设备	-3,200	-4,500	-2,109	-2,411	-2,443
投资现金流	-3,200	-4,500	-2,109	-2,411	-2,443
银行借款还款	0	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
融资现金流	0	5,762	548	0	0
现金净流量	-2,613	890	3,305	-179	3,709

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.8	0.4	0.6	0.9	1.4
每股净资产	10.3	5.2	5.6	6.5	7.9
每股经营现金流	0.5	-0.1	1.2	0.5	1.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值 (倍)					
P/E	100.6	192.8	140.8	92.0	60.3
P/B	8.0	15.8	14.6	12.6	10.4
P/S	25.6	58.0	38.2	25.1	16.5
EV/EBITDA	90.5	150.5	114.5	84.2	57.8
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	42%	45%	43%	43%	43%
净利润率	25%	30%	27%	27%	27%
净资产收益率	10%	10%	11%	15%	19%
资产回报率	8%	7%	8%	11%	14%
投资资本回报率	8%	7%	8%	10%	13%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	57%	41%	57%	52%	52%
EBIT增长率	65%	70%	34%	52%	52%
净利润增长率	60%	68%	40%	53%	52%
偿债能力指标					
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
流动比率	3.4	3.2	3.4	2.9	2.7
速动比率	3.2	2.9	3.2	2.6	2.5
现金比率	2.2	1.6	2.1	1.4	1.4
经营效率指标					
应收帐款周转天数	128.5	161.9	154.0	156.0	156.0
应付帐款周转天数	200.6	271.0	241.5	242.5	243.5
存货周转天数	49.2	87.9	72.4	74.4	74.4
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	0.9	0.6	0.7	1.1	1.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 药明生物 (2269.HK) 2020 年业绩

后期项目将带来更多收入

综合项目数由去年同期的 250 个增长 33.6%至 334 个。Pre-IND 临床前项目由去年同期的 121 个增长 39.7%至 169 个，早期 (Phase I 和 Phase II) 临床开发项目数由去年同期的 112 个增长 20.5%至 135 个 (Phase I 项目 103 个、Phase II 项目 32 个)。后期 (Phase III) 项目数由去年同期的 16 个增长 75.0%至 28 个，其中包括 6 个 win-the-molecule 策略下的项目。新增商业化生产项目 1 个。

新冠项目已签约金额超 10 亿美元

公司目前已签约新冠项目 (含抗体、疫苗等) 合同超 10 亿美金，其中仍 9 亿美金合同尚未完成，预计 2021 年新冠抗体和新冠疫苗合计将贡献约 5 亿美元收入。新冠抗体方面，公司目前有 12 个项目，全球市占率超 80%，公司已交付 800 多公斤疫苗抗体，预计年内交付规模将达 1.5 吨。新冠疫苗方面，已签约 2 个项目，合同金额超 2.6 亿美金。公司正在洽谈两个 mRNA 新冠疫苗，年内新冠疫苗项目数有望增至 4 个。新冠项目采用 “take-or-pay” 形式，即使新冠项目失败，损失的仅为后续服务收入，公司仍可获得前期约定收入。

总产能规划提升至 43 万升

由于订单增长迅速，公司通过自建与收购的方式迅速扩张产能。目前公司原液产能约 9 万升，原液的总产能规划由 2020 年 1 月时预计的 30 万升提高至 43 万升，其中 80%将计划用于商业化生产。此外公司计划今年投产的工厂，若未来全部满产，预计每年能为公司带来约 12 亿美元收入。对于在国内新收购的杭州和苏州工厂，目前产能利用率仅为 20%，公司预计明年将可迅速提至 80%。

图表 2：药明生物全球原液产能规划

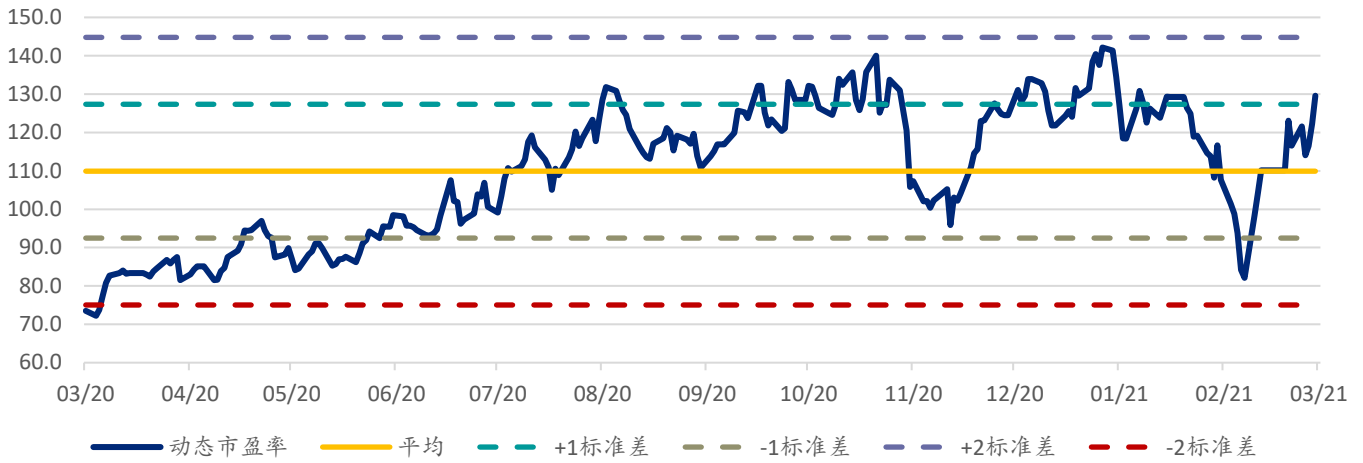
工厂	投放时间	地点	用途	原液产能
MFG1	2012	无锡	商业化	7,500 升流加/灌流
MFG2	2017	无锡	商业化	28,000 升流加/2,000L 灌流
MFG3	2018	上海	临床/商业化	5,200 升流加/1,500L 灌流
MFG4	2019	无锡	临床/商业化	10,000 升流加/高密度流加
MFG5	2021	无锡	商业化	60,000 升流加
MFG6	2022	爱尔兰	商业化	6,000 升灌流
MFG7	2022	爱尔兰	商业化	48,000 升流加
MFG8	2022	石家庄	商业化	48,000 升流加
MFG9	2024	无锡	临床/商业化	96,000 升流加
MFG10	2023	新加坡	临床/商业化	4,500 升流加/500L 灌流
MFG11	2024	Worcester (美国)	临床/商业化	16,000 升流加
MFG12	2023	成都	临床/商业化	48,000 升流加
MFG13	2021	杭州	临床/商业化	2,000 升病毒制备
MFG14	2021	杭州	临床/商业化	2,300 升微生物
MFG17	2023	上海	临床	10,000 升流加
MFG18	2021	Cranbury (美国)	临床	6,000 升流加
MFG19	2021	Wuppertal (德国)	商业化	15,000 升流加/3000L 灌流
MFG20	2021	杭州	商业化	8,000 升流加
MFG21	2021	苏州	临床	7,000 升流加

资料来源：公司资料、浦银国际

估值。CRO 行业从 2019 年起股价一直攀升，尤其在 2021 年 1 月中的动态市盈率已经突破 2 个标准差。而药明生物在过去 1 年中的动态市盈率也已经逼近 2 个标准差，最近有所回落，目前在 1 个标准差徘徊。CRO 行业估值已经回归理性，我们对于 CRO 行业和药明生物长期看好，但 2021 年在市场前景不明朗的情况下，我们提醒投资者仍需谨慎，因势而动。

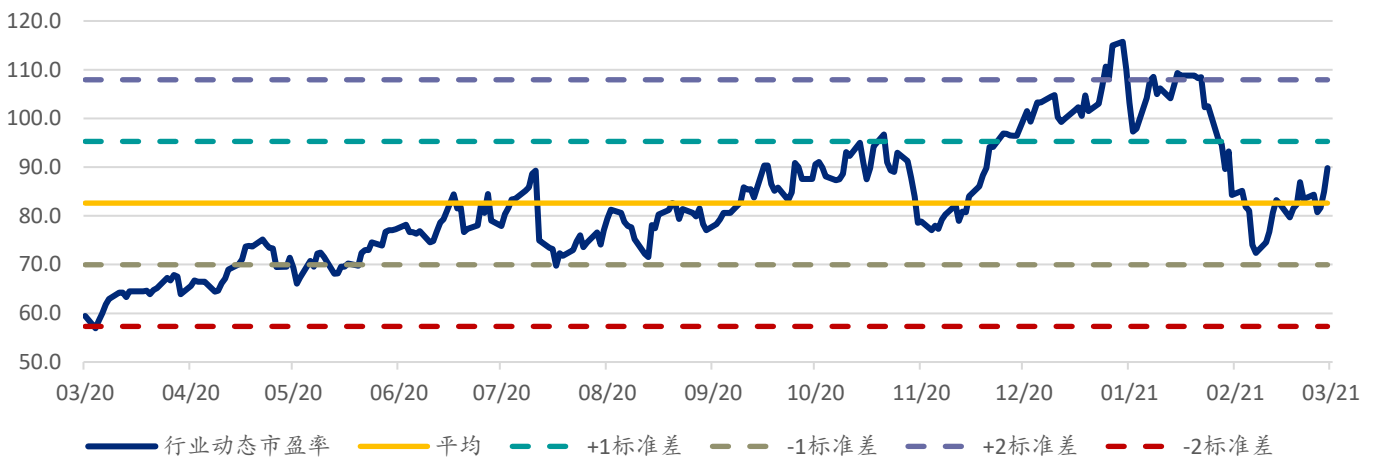
公司目前价格对应 2021/22/23 年 143/101/70 倍市盈率，2021/22 年相较于行业平均市盈率 102 和 76 倍有 41%和 33%的溢价。

图表 3: 药明生物 1 年动态市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: CRO 行业加权平均 1 年动态市盈率



*按每日市值进行加权,成分股为药明生物、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、方达控股

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: CRO 行业估值对比

股份代号	公司名称	26-Mar			52周			PE					EPS增速%			PEG	
		股价(LC)	高	低	市值(百万美元)	自由流通股%	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2020E	2021E	2022E	2021E	2022E	
2269 HK Equity	药明生物	98.0	128.9	31.4	53,104	79.6	107.6	201.3	143.8	101.4	70.1	98.7	6.6	41.8	21.7	2.4	
2359 HK Equity	药明康德	151.9	212.2	65.4	50,608	87.7	80.8	79.1	79.1	61.3	N/A	55.7	27.7	29.0	2.9	2.1	
3347 HK Equity	泰格医药	142.5	199.7	100.0	18,492	94.1	50.2	78.2	78.2	70.5	N/A	70.7	1.9	22.3	41.9	3.2	
6127 HK Equity	昭衍新药	137.4	151.0	128.2	5,873	68.3	54.6	N/A	N/A	N/A	N/A	63.1	26.6	30.7	N/A	N/A	
3759 HK Equity	康龙化成	137.4	178.0	48.0	16,494	91.9	62.2	66.0	66.0	49.8	N/A	62.2	32.3	32.6	2.0	1.5	
1521 HK Equity	方达控股	4.5	7.1	3.1	1,181	27.5	55.6	44.4	44.4	32.0	25.1	(11.8)	44.4	38.5	1.0	0.8	
							83.3	123.5	101.7	76.1	69.1				13.9	2.0	

*药明生物 2020 年数据基于公司已公布数据;截至 2021 年 3 月 26 日收盘价。

E=Bloomberg 预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 浦银国际目标价: 药明生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	151.9	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	137.4	买入	175.8	2021年2月24日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	98.0	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	22.4	买入	28.0	2020年10月13日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	95.7	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.3	买入	11.8	2021年2月2日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	73.2	买入	98.5	2021年3月25日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	100.0	买入	86.9	2020年12月19日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1053.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至3月26日收盘价

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼