

药明生物 (2269.HK)

浦银国际启航 2022 企业日纪要

1月13日,我们邀请药明生物管理层来参加我们的浦银企业日。根据管理层的介绍,公司在2021年取得了振奋人心的业务进展,在“跟随分子”和“赢得分子”战略下新增156个综合项目、并将6个项目推入商业化阶段,同时深耕全球首创、长期客户黏性极强的CRDMO服务模式。未来两年内,公司将继续加速CMO转型和盈利兑现、拓展海外市场全产业链布局。我们维持对公司的“买入”评级和155.0港元的目标价。

- 2021 全年经营数据亮眼:** 管理层介绍,公司2021年新增156个综合项目(此前公司指引120个;2020年新增103个),其中非新冠项目新增143个。138个新增项目来自内生增长,其余18个来自苏桥生物收购。年末综合项目总数达480个(包括182个潜在全球首创药),其中商业化项目9个,临床III期32个,疫苗9个(包括两个mRNA疫苗项目)。目前公司新冠项目超20个(包括3个疫苗项目),其中有3款中和抗体已显示对Omicron有效。
- 2022 年指引不变, Omicron 可能带来额外增量:** 管理层暂维持2022年收入及经调整净利润增速45%左右增长目标;其中新冠项目预计贡献3亿美金(约合20亿人民币)收入,但并未包括Omicron带来的潜在增量,因而我们认为收入超预期可能性较大。截至目前,公司已完成2022年目标订单签约的70%,进度远快于往年同期。
- CRDMO 一站式服务模式全速推进:**
 - “M”:** 公司公布部分CMO项目管线,含七款潜在blockbuster(重磅)药物(产品销售峰值预计在10-20亿美金)和五款潜在mega blockbuster(超级重磅)药物(产品销售峰值预计在20亿美金以上),以上项目若成功上市,有望带来每年>20亿美元的CMO收入。公司预计2022年2-4个商业化项目落地,并计划2025年CMO项目数量将由目前的9个增至>20个。
 - “D”:** 管理层指出,公司“跟随分子”和“赢得分子”战略持续发力,2021年战略下共赢得18个综合项目,其中7个为临床III期或CMO项目。
 - “R”:** 公司表示,主要技术路径和平台布局完善,可快速赋能产品早期开发(DNA至IND仅需4.5个月vs.传统情况需12-18个月,每年可赋能150个IND项目),从而帮助公司更早期地和客户接触合作、在药物发现阶段介入产品研发、极大提升客户黏性。“R”端签订的项目未来还可能获得可观的里程碑付款和产品销售提成。

丁政宁

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2022年1月18日

评级

买入

目标价(港元)	155.0
潜在升幅/降幅	68%
目前股价(港元)	92.3
52周内股价区间(港元)	72.1-148.0
总市值(百万港元)	393,193
近3月日均成交额(百万港元)	2,009

注:截至2022年1月14日收盘价

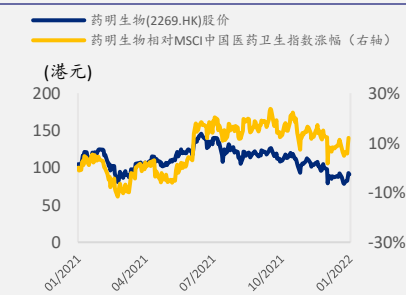
市场预期区间



▲ 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



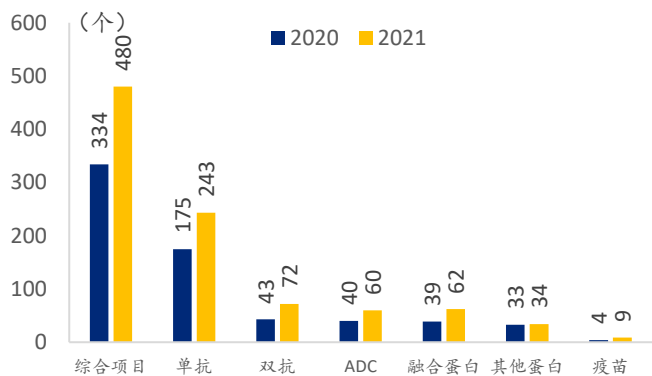
资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

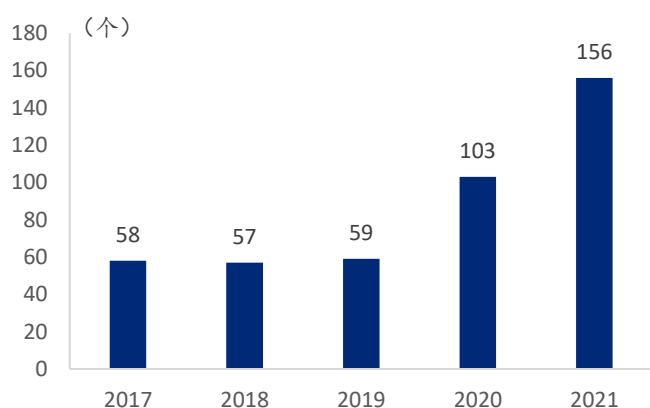
- **经营性现金流预计 2022 年首次转正，助力未来产能扩张：**公司预计：1) 2022 年经营性现金流转正，2023 年及未来经营现金流可支撑 30 万升国内产能或 10 万升海外产能建设；2) 2022 年年底前投产 25 万升原液产能，2024 年增至 43 万升；3) 到 2022 年底，欧洲和美国累计资本开支 15 亿美元（每年可支撑约 10 亿美元收入的订单），中国 9 亿美元。此外，公司已成功将一次性生产反应技术应用商业化生产，6 个月内已生产一吨以上新冠中和抗体（2,000-12,000L 规模）。通过横向扩展和 WuXiUP，一次性生物反应器（2,000 -4,000L）的生产成本较不锈钢反应器（12,000L）低 10-30%。
- **海外业务受 Omicron 及地缘政治风险影响有限，团队不断壮大：**尽管近期 Omicron 在海外新增病例数快速上升，但管理层表示海外运营维持正常，未出现停工情况。全球上游原材料供应链维持供应紧张，且有涨价情形出现，但公司每年通过涨价 3-5% 抵消原材料成本价格及员工成本上涨影响，预期毛利率不会遭受明显冲击。公司强调自身赋能平台属性，主要帮助海外药企进行工艺开发及生产，并非直接药物的销售方，且前线人员在与客户接触时，未发现海外客户对于地缘政治担忧加剧的情况，总体地缘政治风险可控。公司继续扩张海外业务团队，预计到年底将从目前的 1,000 人增加至 1,500 人。
- **维持“买入”评级；2022 年板块首选标的：**公司股价近期出现较大波动，目前估值基本已处于历史底部（见图表 6）：基于 Bloomberg 的一致盈利预测，2022E PE 为 72x，低于历史平均约 1.6 个标准差。我们维持对公司的“买入”评级和 155 港元目标价。我们重申，药明生物为 2022 年医疗板块的首选标之一，看好其：1) 领先行业的技术和服务能力；2) 疫情持续下较高的短期业绩超预期的可能性；3) CRDMO 模式下中长期业绩的确定性。
- **投资风险：**疫情导致项目延迟；重要项目临床开发失败。

图表 1:各类型综合项目分布



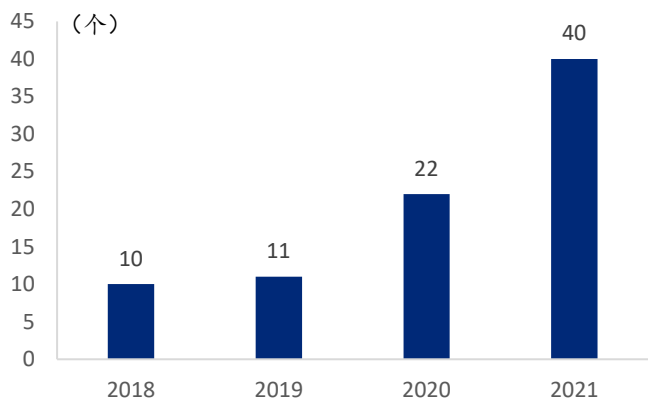
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 2:新增综合项目数量



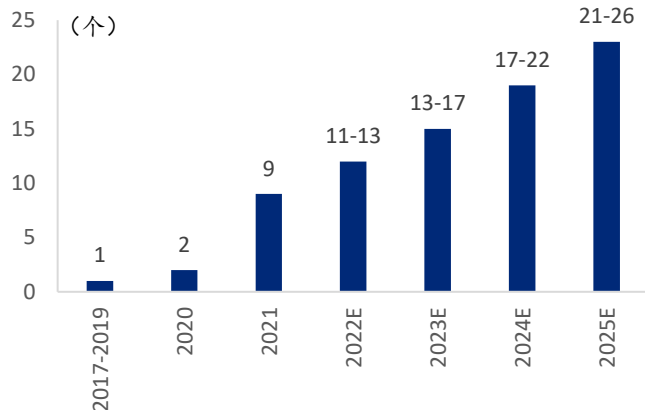
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: “赢得分子” 战略下累计项目数



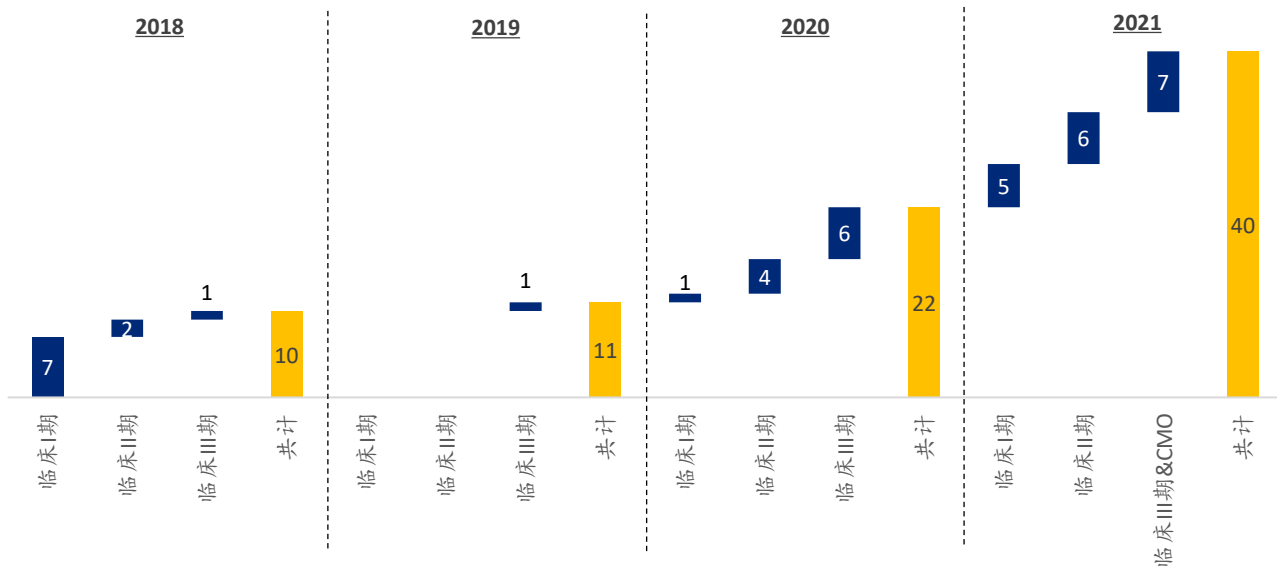
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4:商业化项目数量



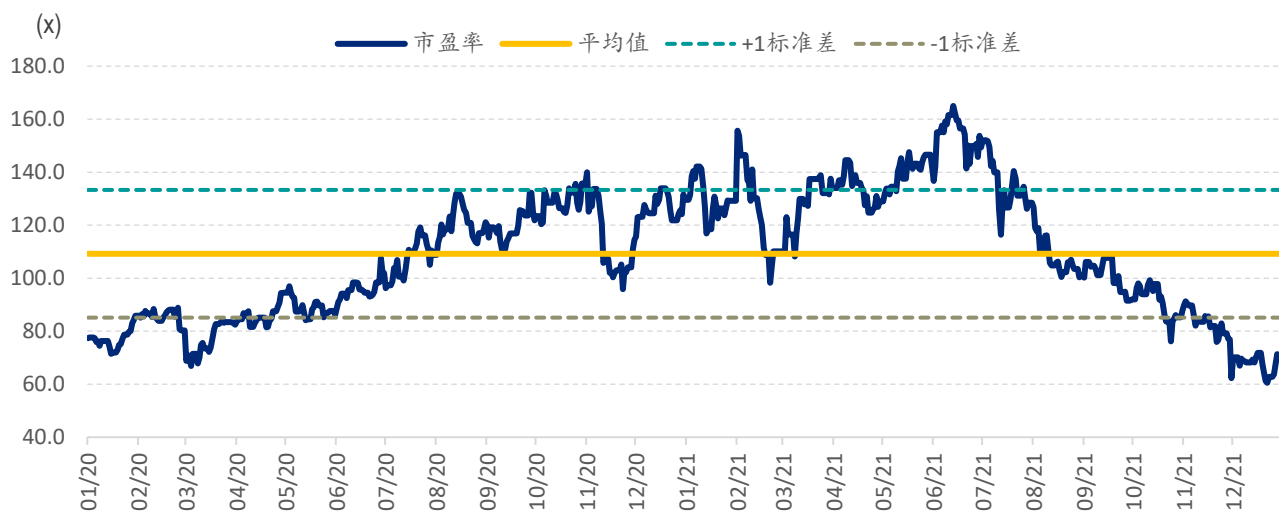
E=公司预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: “赢得分子” 战略下共有 15 个临床 III 期及 CMO 项目从外部转入药明生物



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 药明生物 12 个月滚动远期市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 港股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率 (x)		市盈率 (x)			2021-23E 净 利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均值	2021E	2022E	2023E		
2359 HK	药明康德	133.6	410,422	(17.3)	(1.0)	53.9	61.6	69.1	54.6	40.2	31.8%	1.7
2269 HK	药明生物	92.3	393,193	(5.8)	(0.3)	70.7	95.7	102.7	72.0	49.8	43.2%	1.7
3759 HK	康龙化成	120.0	123,750	(17.7)	(0.2)	38.3	58.9	54.1	38.8	28.8	38.7%	1.0
3347 HK	泰格医药	95.5	124,987	(20.5)	(3.5)	26.8	63.9	29.6	27.0	22.5	18.2%	1.5
6821 HK	凯莱英	289.2	110,479	(18.5)	(9.6)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1548 HK	金斯瑞	32.0	67,249	(17.8)	(7.2)	NA	133.0	NA	NA	NA	-40.6%	NA
6127 HK	昭衍新药	62.5	43,697	(28.2)	(4.9)	30.9	52.8	41.0	31.3	24.0	23.9%	1.3
1873 HK	维亚生物	4.3	8,379	(17.2)	(8.1)	13.6	22.1	20.8	13.8	9.7	48.1%	0.3
1521 HK	方达控股	4.2	8,534	(2.6)	5.3	29.4	41.1	44.5	29.7	23.2	37.1%	0.8
市值加权平均						46.3	69.7	63.1	47.0	33.9		1.3

E=Bloomberg 一致预期;

资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 1 月 14 日

图表 8: 浦银国际目标价: 药明生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	133.6	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	114.0	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	120.0	买入	202.6	2021年8月30日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	133.1	买入	208.5	2021年8月30日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	92.3	买入	155.0	2021年8月24日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.9	持有	7.7	2021年12月22日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	27.7	买入	40.7	2021年11月17日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.1	买入	9.5	2021年5月13日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	36.3	买入	84.4	2021年12月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	69.6	买入	145.0	2021年8月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	402.0	买入	974.0	2021年12月10日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	5.3	买入	25.2	2021年6月28日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	6.2	买入	9.1	2021年12月30日	制药

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 1 月 14 日收盘价

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

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

