



药明生物(2269.HK): 2H21 业绩超预期, 全球运营和产能布局全速前进

公司 2H21 收入和经调整净利润分别增长 60%/47%，高于市场预期。在行业高景气度下，公司领跑行业的服务能力和效率将持续兑现为份额提升和业绩高增速。我们维持对公司的“买入”评级；但是考虑到地缘政治风险加剧和板块估值下行，下调目标价至 110 港元。

- 2H21 整体超预期，2022 年增速指引不变：**全年收入同比增长 83% 至 102.9 亿人民币，归母净利增长 101% 至 33.9 亿（此前盈利预告：98% 以上），经调整净利润增长 93% 至 33.2 亿。2H21 收入增长 60%，经调整净利润增长 47%，高于此前市场预期的 48%/36%。2H21 毛利率同比下滑 4.6pcts 至 43.0%，主因员工数量增加及新投放产能利用率爬坡的影响。我们认为，由于 2022 年仍有 10 万升新产能待投放，毛利率提升空间有限；但随着经营杠杆改善，营业利润率将在未来三年小幅提升。管理层预计 2022 年收入和净利润增长 45%。
- 海外业务反弹迅猛，后期项目持续发力：**2021 年，北美/欧洲收入增长 111%/410%，对总收入的贡献分别升至 51%/22%，主要受益于新冠后的整体业务反弹和新冠药物 CMO 的贡献。临床后期/商业化项目收入增长 293%，占总收入比重升至 48%（2020 年：22%）。新冠项目贡献收入 30 亿（占收入 29%），我们预计 2022/23 年贡献 21 亿/8.4 亿，占比降至 14%/4%，非新冠收入增长 75%/60%。
- UVL 监管沟通中，业务端影响目前可控：**公司正就 UVL 事件与中美商务部积极沟通，之后 BIS 有可能通过其在北京的官员进行检查。成本端，公司坚持采购地域多元化，单个产品在全球有 2-3 家供应商；此次纳入 UVL 只影响 8 个早期项目所需的 4 种耗材的采购，目前这些耗材也有 6-12 个月的库存。收入端，公司纳入 UVL 后的一个月仍在全球签下 11 个订单，与 2021 年水平一致。
- 维持“买入”评级：**考虑到未来毛利率上升空间有限，我们下调 2022-23 年经调整净利润预测 4-8% 至 48.3 亿/70.6 亿人民币，对应 45.9% 2021-23E CAGR。我们维持公司“买入”评级，但考虑到地缘政治风险加剧和板块整体估值中枢下调，我们给予公司 1.8x 2022E PEG 的目标估值（过去三年平均，相比此前采用过去两年平均 2.7x PEG，更好地反映了海外业务不确定性带来的估值下调），得出目标价 110 港元，对应 83x 2022E PE，低于过去三年平均 0.4 个标准差。
- 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: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,612	10,290	14,849	21,177	28,356
同比变动 (%)	40.9%	83.3%	44.3%	42.6%	33.9%
经调整归母净利润	1,722	3,316	4,833	7,064	9,700
同比变动 (%)	42.9%	92.6%	45.7%	46.2%	37.3%
PE (X)	118.6	61.6	44.3	30.5	22.6
ROE (%)	10.1%	12.8%	13.8%	17.1%	19.2%

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

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 3 月 23 日

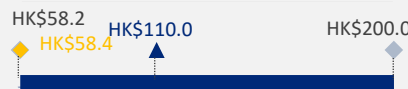
评级

买入

目标价 (港元)	110.0
潜在升幅/降幅	88%
目前股价 (港元)	58.4
52 周内股价区间 (港元)	40.3-148.0
总市值 (百万港元)	269,367
近 3 月日均成交额 (百万港元)	2,102

注：截至 2022 年 3 月 22 日收盘价

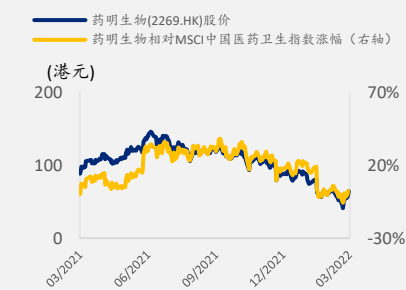
市场预期区间



▲ 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

浦银国际

公司研究

药明生物 (2269.HK) : 2H21 业绩超预期, 全球运营和产能布局全速前进

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,612	10,290	14,849	21,177	28,356
营业成本	-3,079	-5,461	-8,029	-11,239	-14,765
毛利	2,533	4,829	6,820	9,938	13,590
销售费用	-94	-125	-165	-214	-287
管理费用	-511	-876	-1,190	-1,654	-2,187
研发费用	-304	-502	-690	-985	-1,319
经营利润	1,623	3,327	4,775	7,085	9,798
其他收入	220	197	297	424	567
其他收益/损失	283	666	891	1,059	1,134
财务成本	-43	-39	-123	-125	-126
其他费用	-118	-157	-205	-292	-391
税前利润	1,966	3,993	5,634	8,150	10,982
所得税	-273	-485	-684	-989	-1,333
税后利润	1,693	3,509	4,951	7,161	9,649
少数股东损益	4	120	149	215	289
归母净利润	1,689	3,388	4,802	6,946	9,360
经调整归母净利润	1,722	3,316	4,833	7,064	9,700

资产负债表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,096	9,003	8,425	11,393	18,471
应收款项	3,242	4,857	6,830	9,838	12,481
存货	1,084	1,687	2,388	3,316	4,177
其它流动资产	2,783	3,982	4,004	4,028	4,054
流动资产合计	14,204	19,530	21,647	28,575	39,183
固定资产	11,996	18,065	23,043	24,739	26,339
无形资产	392	601	793	971	1,135
其他非流动资产	2,371	5,837	5,837	5,837	5,837
非流动资产合计	14,759	24,503	29,673	31,547	33,311
资产总计	28,964	44,033	51,320	60,122	72,493
短期借款	767	2,122	2,143	2,165	2,186
应付账款	2,729	3,698	5,981	7,567	10,232
关联方借款	665	1,734	1,734	1,734	1,734
其它流动负债	338	702	702	702	702
流动负债合计	4,498	8,256	10,560	12,168	14,854
长期借款	1,838	641	673	706	741
其它长期负债	1,728	2,430	2,430	2,430	2,430
非流动负债合计	3,566	3,071	3,103	3,136	3,172
负债总计	8,064	11,326	13,663	15,304	18,026
股本&储备	20,564	32,279	37,081	44,027	53,387
母公司拥有人应占权益	20,564	32,279	37,081	44,027	53,387
少数股东权益	335	428	576	791	1,080
负债和权益合计	28,964	44,033	51,320	60,122	72,493

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	1,966	3,993	5,634	8,150	10,982
物业、厂房及设备折旧	237	679	1,022	1,304	1,400
摊销	67	30	46	61	75
存货增加	-705	-603	-700	-929	-861
贸易及其他应收项增加	-1,418	-1,615	-1,973	-3,008	-2,643
贸易及其他应付项增加	747	969	2,283	1,586	2,665
其他营运资本变动	1,009	-2,529	-22	-24	-26
其他	-21	-445	-560	-864	-1,206
经营现金流	1,881	478	5,731	6,277	10,386
购买物业、厂房及设备	-6,025	-6,748	-6,000	-3,000	-3,000
购买无形资产	0	-239	-239	-239	-239
其他	-1,192	0	0	0	0
投资现金流	-7,216	-6,987	-6,239	-3,239	-3,239
银行借款净额	870	158	53	55	57
股权募资	5,585	10,814	0	0	0
其他	110	-2,555	-123	-125	-126
融资现金流	6,566	8,417	-70	-70	-69
现金净流量	1,231	1,908	-578	2,968	7,078

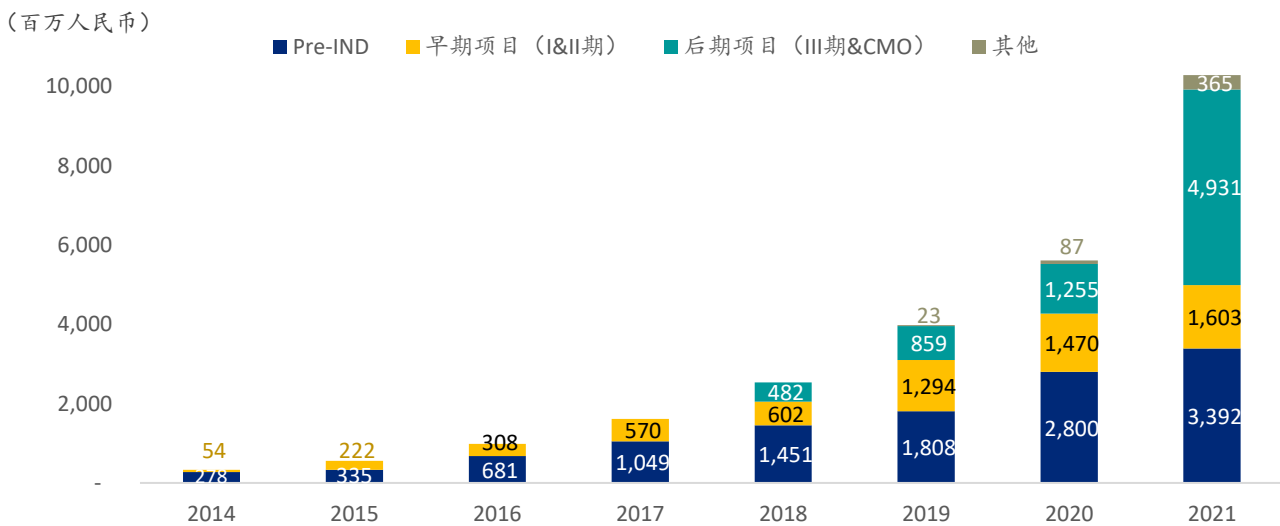
主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (人民币元)					
摊薄每股收益	0.4	0.8	1.1	1.6	2.1
每股净资产	6.9	10.3	12.2	14.3	17.2
每股营收	33	19	14	9	7
每股经营现金流	0.5	0.1	1.4	1.5	2.5
估值 (倍)					
P/E	118.6	61.6	44.3	30.5	22.6
P/B	6.9	4.6	3.9	3.3	2.8
P/S	1.4	2.5	3.5	5.0	6.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	45.1%	46.9%	45.9%	46.9%	47.9%
经营利润率	28.9%	32.3%	32.2%	33.5%	34.6%
经调整归母净利润率	30.7%	32.2%	32.5%	33.4%	34.2%
净资产收益率	10.1%	12.8%	13.8%	17.1%	19.2%
总资产收益率	7.3%	9.6%	10.4%	12.9%	14.6%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	40.9%	83.3%	44.3%	42.6%	33.9%
经营利润增长率	70.0%	104.9%	43.5%	48.4%	38.3%
经调整归母净利润增长率	42.9%	92.6%	45.7%	46.2%	37.3%
偿债能力指标					
负债/权益比	9.0%	6.3%	5.5%	4.8%	4.0%
流动比率	3.2	2.4	2.0	2.3	2.6
现金比率	1.6	1.1	0.8	0.9	1.2
经营效率指标					
应收帐款周转天数	161.9	143.6	143.6	143.6	143.6
应付帐款周转天数	271.0	220.0	220.0	220.0	220.0
存货周转天数	87.9	92.6	92.6	92.6	92.6

● 核心营运指标高速增长，海外版图继续扩张

2021 年全年收入按项目阶段看，IND 前/早期（I&II 期）/后期（III 期 & 商业化生产）项目收入同比分别增长 21%/9%/293%至 34 亿/16 亿/49 亿人民币。IND 后项目（临床早期+后期）收入 2014-21 复合增长率达 98.2%，占 2021 年总收入 63.5%，其中临床后期对总收入贡献 47.9%，相比 2020 年有大幅提升，标志着公司 CRDMO 导流后期项目模式和跟随分子/赢得分子战略的成功。2021 年公司新增 156 个综合项目，包括 138 个内生项目，公司预计后疫情时代每年仍将新增逾 130 个项目。截至 2021 年底，公司共有 9 个商业化项目，包括 4 个新冠相关项目（三个中和抗体和一个腺病毒载体疫苗）。

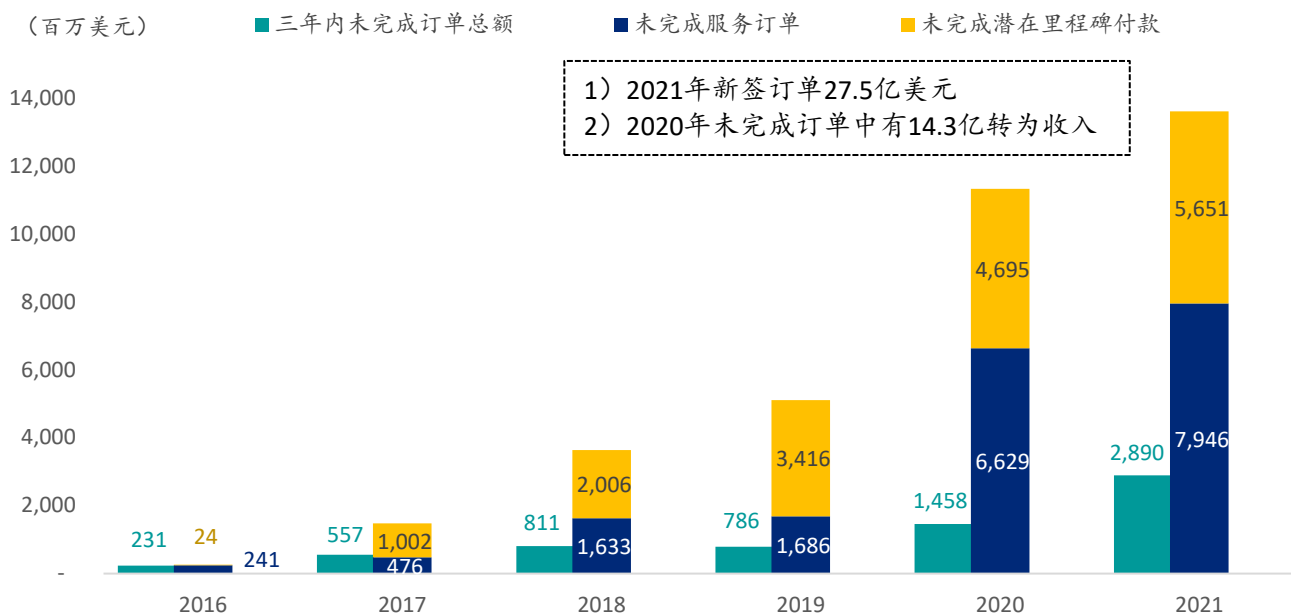
图表 2：药明生物收入按开发阶段划分



资料来源：公司数据，浦银国际

2021 年未完成订单总额同比增长 20%至 136.0 亿美元，其中未完成服务订单 79.5 亿美元，未完成潜在里程碑付款订单 56.5 亿美元。在 2021 年消耗了 14.3 亿美元未完成服务订单的情况下（从未完成订单转化为收入），2021 年仍能保持 20%的同比增长实属不易，主要受益于当年新签 27.5 亿美元的新订单。三年内未完成订单同比增长 98%至 29 亿美元（约合 180-190 亿人民币），未来业绩增长确定性高。

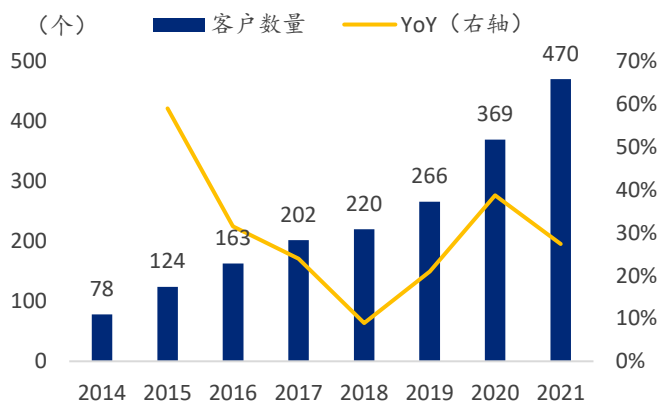
图表 3: 药明生物未完成订单总额



资料来源: 公司数据, 浦银国际

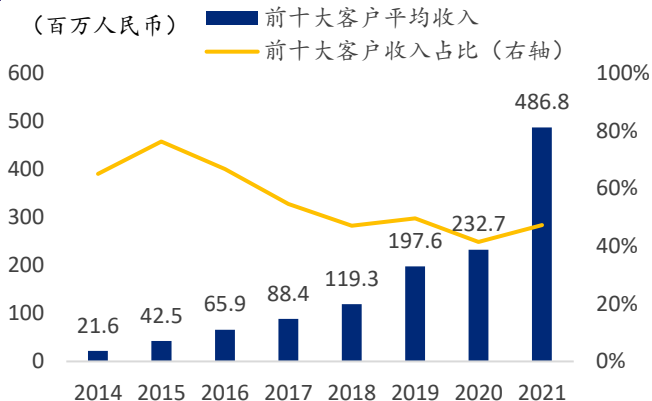
公司客户数稳定增长, 2021 年服务客户数增加至 470 位, 前十大客户平均收入继续稳健增长, 2021 年贡献收入占比达 47.3%, 较 2020 年提升 5.8pcts。在多年服务中小型生物科技公司的成功经验加持下, 药明生物也开始获得跨国大型药企的青睐。2021 年, 来自跨国大型药企的订单贡献了约 40% 的收入, 相比 2020 年的~20% 大幅提升。目前, 全球前 20 大药企均已成为药明生物的客户, 公司的前十大客户中跨国大型药企占了五席。

图表 4: 药明生物客户数量



资料来源: 公司数据, 浦银国际

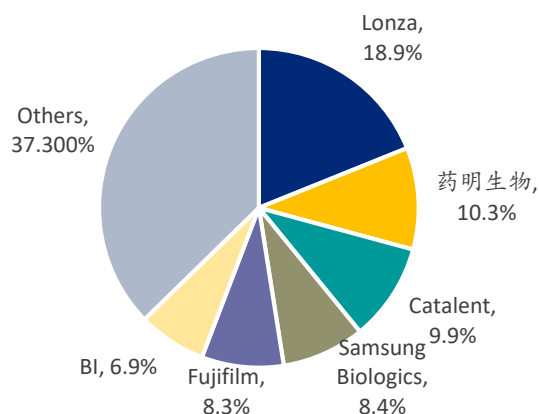
图表 5: 药明生物前十大客户平均收入及占比



资料来源: 公司数据, 浦银国际

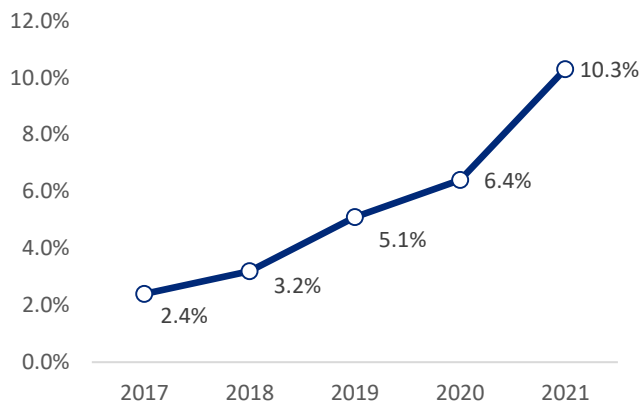
2021 年药明生物在全球生物药外包市场中的份额（按收入计）提升 3.9pcts 至 10.3%，短短四年内从全球排名第十升至第二，仅次于行业龙头 Lonza（18.9%）。全球生物药 CRO 领域行业集中度逐步提高，前十大厂商的总市场份额达 70%左右。我们认为这一趋势将在中长期内持续；随着监管机构和制药公司对产品质量、创新程度和开发速度的要求提升，二三线玩家和新进入者在缺乏技术能力和服务经验的情况下难以对龙头形成实质性挑战，药明生物有望进一步提升其全球市场份额。公司每年新增 130 个项目的目标对应约 40%的增量市场份额。

图表 6：全球生物药外包市场竞争格局（按收入）



资料来源：公司数据、浦银国际

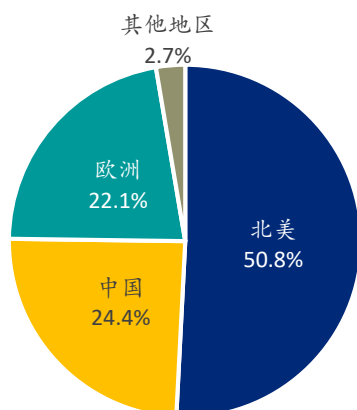
图表 7：药明生物全球生物药外包市场市占率（按收入）



资料来源：公司数据、浦银国际

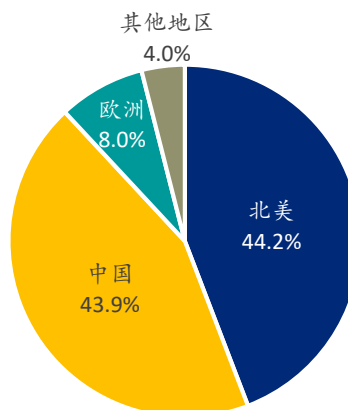
中国区收入短期放缓，长期仍可期：2021 年公司中国区收入同比增长仅 2%，远低于海外增速，占总收入的比重也从 2020 年的 44%下降至 24%。这主要与以下因素有关：1) 中国区在 2020 年疫情爆发期间表现依旧亮眼，录得 75%的收入增长，因而 2021 年的同比基数较高；2) 中国区的商业化项目（如誉衡的 PD-1）仍需时间放量，而欧美区 CMO 业务以新冠中和抗体为主，疫情下放量十分迅速；3) 公司在中国区的市场份额已相当高，继续提升空间有限，而在欧美区仍在快速抢占竞争者份额。中国区的项目数依旧在快速增长，国内创新药研发整体热情不减、政策继续扶持，因此我们对中国区中长期的前景依旧十分看好；预计未来几年保持 40%左右的增速，对总收入的贡献稳定在 25-30%。

图表 8：药明生物 2021 年分地区收入



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 9：药明生物 2020 年分地区收入



资料来源：公司数据、浦银国际

产能投放继续提速，收入转化路径清晰：公司 2021 年资本开支 65 亿元，主要用于欧洲、中国和美国产能投放；2021 年底生物药总产能达 15.4 万升。公司预计 2022 年总资本开支 55 亿，继续用于在新加坡等地的产能建设；位于爱尔兰（MFG 6&7）和石家庄（MFG 8）的共计 10.2 万升产能将于 2H22 投产，预计三年内利用率将爬坡至 80% 以上。2022-25 年，公司将再在欧美和新加坡投资 30 亿美元（近 200 亿人民币）资本开支，最终将在全球形成中国、欧美、新加坡三大独立研发+生产平台，海外产能将占公司总产能的 30% 左右。由于公司的产能扩张计划与在手订单高度相关，新投放产能能够较快转化为收入，管理层预计资本开支在五年后将贡献 1.5-2 倍体量的年收入；我们据此计算，2021 年的 65 亿资本开支可能在五年后贡献 100-130 亿人民币年收入，而海外投资到 2030 年将能贡献 300-400 亿人民币年收入。

● 财务预测及假设变动

- **项目数量：**我们预计 2022/23/24E 项目数量将增至 605/737/853 个，平均每年增加 124 个（公司指引：130 个）；
- **营业收入：**随着综合项目数量不断增加，且往收益更高的临床后期阶段推进，我们预计 2022/23/24E 营业收入同比增长 44.3%/42.6%/33.9%；
- **毛利率：**我们预计 2022/23/24E 毛利率维持在 45-48% 区间；
- **归母净利润及各类费用：**预计经营费用率维持在 13-14% 区间，2022/23/24E 经调整归母净利润分别增长 45.7%/46.2%/37.3%。

图表 10：财务预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
综合项目数量 (个)					
临床前	169	268	358	438	508
I 期	103	119	134	159	179
II 期	32	52	62	72	87
III 期	28	32	40	55	63
商业化	2	9	11	13	16
合计	334	480	605	737	853
IND 前服务					
IND 前服务收入 (人民币百万)	2,800	3,392	4,859	6,487	8,096
YoY	54.8%	21.1%	43.2%	33.5%	24.8%
期末项目总数	169	268	358	438	508
净增加项目数量	48	99	90	80	70
平均项目总数	145	219	313	398	473
项目平均收入 (人民币百万)	19.3	15.5	15.5	16.3	17.1
IND 后服务					
IND 后服务收入	2,725	6,533	9,589	14,248	19,775
YoY	26.6%	139.8%	46.8%	48.6%	38.8%
I 期及 II 期临床开发					
I 期及 II 期临床开发收入	1,470	1,603	1,922	2,348	2,870
YoY	13.7%	9.0%	19.9%	22.2%	22.2%
期末项目总数	135	171	196	231	266
净增加项目数量	23	36	25	35	35
平均项目总数	124	153	184	214	249
项目平均收入 (人民币百万)	11.9	10.5	10.5	11.0	11.5
III 期临床及商业化服务					
III 期临床及商业化	1,255	4,931	7,667	11,900	16,905
YoY	46.1%	293.0%	55.5%	55.2%	42.1%
期末项目总数	30	41	51	68	79
净增加项目数量	13	11	10	17	11
平均项目总数	24	36	46	60	74
项目平均收入 (人民币百万)	53.4	138.9	166.7	200.0	230.0

资料来源：公司数据，浦银国际预测

图表 11: 药明生物 2022E-2024E 财务预测变动

人民币百万	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	14,849	13,912	6.7%	21,177	19,218	10.2%	28,356	NA	NA
毛利润	6,820	7,248	-5.9%	9,938	10,013	-0.7%	13,590	NA	NA
毛利率 (%)	45.9%	52.1%	-6.2	46.9%	52.1%	-5.2	47.9%	NA	NA
经调整归母净利润	4,833	5,228	-7.6%	7,064	7,396	-4.5%	9,700	NA	NA
经调整归母净利率 (%)	32.5%	37.6%	-5.0	33.4%	38.5%	-5.1	34.2%	NA	NA

资料来源: 浦银国际预测

图表 12: 浦银国际预测 vs Bloomberg 一致预期

	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)			
- SPDBI 预测	14,849	21,177	28,356
- Bloomberg 一致预期	14,508	20,095	25,988
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期	2.4%	5.4%	9.1%
毛利率 (%)			
- SPDBI 预测	45.9	46.9	47.9
- Bloomberg 一致预期	46.8	46.9	46.7
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (pcts)	(0.9)	0.0	1.3
EBIT (人民币百万)			
- SPDBI 预测	4,775	7,085	9,798
- Bloomberg 一致预期	4,727	6,712	8,935
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期	1.0%	5.6%	9.7%
归母净利润(人民币百万)			
- SPDBI 预测	4,833	7,064	9,700
- Bloomberg 一致预期	4,548	6,449	8,594
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期	6.3%	9.5%	12.9%
EPS (人民币元)			
- SPDBI 预测	1.07	1.56	2.10
- Bloomberg 一致预期	1.05	1.51	1.99
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期	2.2%	3.1%	5.4%

*正数代表浦银国际预测高于 BBG 一致预期比例, 负数代表浦银国际预测低于 BBG 一致预期比例; 数据截至 2022 年 3 月 22 日

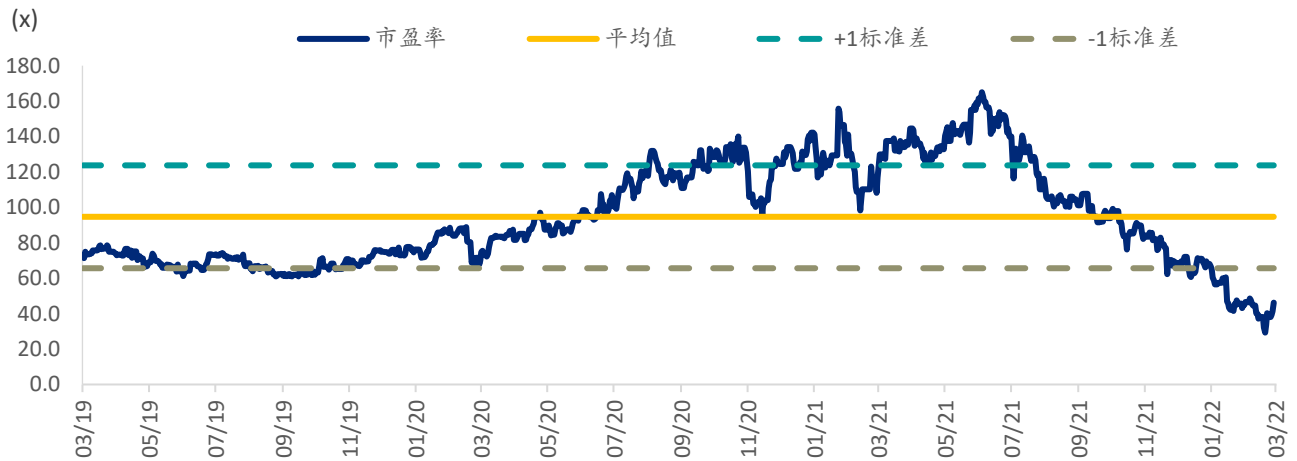
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 估值

我们采用市盈率(PE)对公司进行估值,目标估值倍数 **83x 2022E PE**,对应目标价 **110 港元**。

该目标估值倍数较药明生物过去三年 12 个月滚动远期市盈率低 **0.4 个标准差**。目标估值倍数较过去三年行业平均 (69x) 存在一定溢价,主因对标企业多以化学药 CRO/CDMO 为主,药明生物作为稀缺的生物药 CRO/CDMO,有望享受生物药较化学药研发投入更高速的行业增长红利。考虑到药明生物 PE 长期较其他对标 CRO/CDMO 享有估值溢价,因此给予其高于行业平均的目标估值倍数合理。

图表 13: 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 14: 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	2022E PEG (x)
						现值	3 年均 值	2022E	2023E	2024E		
2359 HK	药明康德	112.2	368,362	6.6	(16.9)	32.2	61.5	48.3	34.4	26.1	42.3%	0.8
2269 HK	药明生物	58.4	245,971	(1.4)	(37.0)	40.3	94.4	61.6	44.3	30.5	43.2%	1.0
3759 HK	康龙化成	82.4	95,838	(7.9)	(31.5)	23.4	56.5	33.5	25.1	19.0	32.8%	0.8
3347 HK	泰格医药	85.0	95,779	0.2	(14.2)	24.2	59.1	25.1	21.3	20.7	8.3%	2.6
6821 HK	凯莱英	224.0	100,651	(12.1)	(42.3)	20.8	24.5	23.1	20.8	20.7	54.6%	0.4
1548 HK	金斯瑞	25.9	54,467	(7.7)	(24.9)	NA	155.7	NA	NA	156.2	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	62.9	46,061	3.7	(4.2)	29.4	46.6	31.3	24.2	NA	20.7%	1.2
1873 HK	维亚生物	3.1	5,999	(1.6)	(34.2)	9.2	21.3	10.1	7.1	NA	48.1%	0.1
1521 HK	方达控股	3.2	6,577	(8.1)	(19.7)	21.2	39.9	22.8	17.1	14.6	35.7%	0.5
市值加权平均						29.4	69.1	41.7	30.8	31.0	36.4%	0.9

*除药明康德、药明生物及康龙化成 E=浦银国际预测外, E=Bloomberg 一致预期;

资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 3 月 22 日

图表 15: 浦银国际目标价: 药明生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 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	112.2	买入	224.0	2022年2月16日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	102.9	买入	198.0	2022年2月16日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	82.4	买入	202.6	2021年8月30日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	104.5	买入	208.5	2021年8月30日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	58.4	买入	110.0	2022年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.0	持有	7.7	2021年12月22日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	21.0	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	21.7	买入	84.4	2021年12月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	50.5	买入	135.0	2022年2月21日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	311.0	买入	890.0	2022年3月3日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.6	买入	25.2	2021年6月28日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.8	买入	9.1	2021年12月30日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	304.6	买入	390.0	2022年2月22日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 3 月 22 日收盘价

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 17: 药明生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 药明生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 140.0 港元
概率 25%

- 每年净增项目数量超过 160 项;
- 毛利率持续提升至 50% 以上;
- 以较低的价格收购厂房, 并迅速投产;
- 新冠项目持续产生收益。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 40.0 港元
概率 15%

- 每年净增项目数量不足 80 项;
- 毛利率无法维持现时水平, 逐步降低至 40% 附近;
- CMO 项目未如预期带来收入, 2022-23 年新增 CMO 项目不到两个。

资料来源: 浦银国际

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。

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

