



## 药明生物 (2269.HK): 疫情下业务增长超预期, UVL 有望近期解决

公司对近期市场关注的事件进行点评, 要点包括: 1) 今年前四个月新签订单数超预期, 并未明显受 UVL 事件和国内疫情反弹影响; 2) 关于 UVL 的现场检查受疫情影响有短暂拖延, 但有望近期完成; 3) 合作项目新进展影响可控。我们维持对公司“买入”评级和目标价。

- 4M22 新签订单数超公司指引:** 公司于 2022 年前四个月新增 47 个综合项目 (含 2 个 1 亿美金以上大订单), 包括 44 个临床前和 3 个 I 期/II 期“赢得分子”项目, 超过此前全年新增 120 个项目指引的 1/3。而考虑到国内外新签订单节奏, 2H 可能相比 1H 进一步提速, 因此我们认为全年超预期的可能性较大。截至 4 月末, 公司共有 9 个商业化项目, 预计今年将在“跟随分子”策略下新增两个商业化项目 (Amicus 罕见病药 AT-GAA 和一款双抗)。公司另有 5 个以上 III 期/商业化项目在谈判中; 若谈判成功, 我们认为将对股价有较大提振作用。管理层维持全年 45% 的收入和净利润增速的指引。
- 我们预计 UVL 有望近期得到解决:** 公司正和美国商务部讨论现场检查事宜。BIS 在北京的官员原本计划于 4 月上旬对上海和无锡工厂进行现场检查, 但由于疫情防控措施被延误。公司将与 BIS 沟通, 争取先对无锡工厂进行检查, 待上海解除疫情防控措施后再进行上海工厂的检查。我们预计, 两个工厂的检查均有望于年内完成检查。纳入 UVL 的产品中需要重点关注用于 8 个早期项目的超滤膜包, 但公司库存暂时充足, 而且这些项目转移至其他基地生产。今年新增的项目中有 65% 来自欧美, 反映客户需求受 UVL 事件影响较小。
- 近期焦点事件影响可控:** 1) 将新冠中和抗体 sotrovimab 的大中华区权益退回给 Vir, 但双方其他合作照常进行, 对 CDMO 业务没有任何影响; 2) 由于疫情中无法对公司的无锡厂房现场核查, FDA 将 AT-GAA 的 PDUFA 日期延后 90 日, 但该厂房此前已通过 6 次 FDA 检查, 公司预计此次核查将于 2Q/3Q22 完成。
- 财务影响有限, 维持评级和目标价:** 上述事件在业绩端上的影响主要有: 1) 从 Vir 获得 700 万美元收入 (纯利润) 和未来大中华区销售提成; 2) 国内疫情相关防护、物流和人工费用, 共计 300 万美元; 3) 疫情影响项目交付时间, 将有 3,000 万美元收入从 2Q 延期至 3Q。我们维持对公司的财务预测、“买入”评级和 110 港元的目标价。该目标价对应 83x 2022E PE, 低于历史平均约 0.3 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)	119.2	61.9	44.5	30.6	22.7

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 5 月 23 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	110.0
潜在升幅/降幅	95%
目前股价 (港元)	56.3
52 周内股价区间 (港元)	40.3-148.0
总市值 (百万港元)	237,292
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,688

注: 截至 2022 年 5 月 23 日收盘价

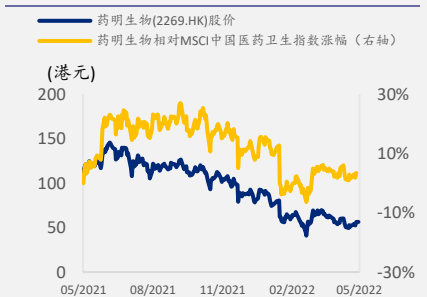
市场预期区间



▲ 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

## 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
毛利润	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
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
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	34	19	14	9	7
每股经营现金流	0.5	0.1	1.4	1.5	2.5
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	119.2	61.9	44.5	30.6	22.7
P/B	6.9	4.6	3.9	3.3	2.8
P/S	1.4	2.5	3.5	5.0	6.7
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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%
<b>盈利增长 (%)</b>					
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%
<b>偿债能力指标</b>					
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
<b>经营效率指标</b>					
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

## ● 国内疫情影响整体可控，生产端运营正常

此轮上海疫情封控未对公司项目交付产生重大影响，公司预计 6 月底可 100%复工复产。公司于 3 月 28 日上海封控前迅速启动 BCP 计划，安排超 600 名员工驻场生产。在员工在岗率仅为 40%+的情况下，生产相比疫情前仍维持近 100%的正常运营、成功率达 100%。因此，CMO 业务并未受到此次上海封控的重大影响。由于 CDO 业务需要在实验室进行，运营规模仅有疫情前的 30%，但随着疫情受控及员工陆续复工复产，管理层预计，团队可在下半年通过更紧密的排班，追上延误的进度。公司目前在全球运营六个开发和生产中心，其中两个在上海（约占总产能的一半左右），可在不同工厂间调配以满足生产需求。

供应链方面，目前公司现有库存充足，不存在原材料短缺的问题。通过高效的物流安排，在上海封控期间，公司也完成了产品交付，并未失去任何一个项目或客户。

图表 2：药明生物 12 个月滚动远期市盈率



资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 5 月 23 日

图表 3: 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		市盈率 (x)			2021-24E 净利润 CAGR	2022E PEG (x)
						远期市盈率 (x)						
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E		
2359 HK	药明康德	95.8	332,372	(10.5)	(29.1)	26.8	61.0	29.5	23.5	18.9	36.0%	0.7
2269 HK	药明生物	56.3	237,292	(1.0)	(39.2)	37.8	92.7	44.5	30.6	22.7	40.3%	0.8
3759 HK	康龙化成	87.7	98,952	(10.8)	(27.1)	27.1	54.6	30.6	23.1	17.2	27.3%	0.8
3347 HK	泰格医药	78.7	86,907	(5.9)	(20.5)	20.0	55.7	21.6	18.0	15.9	17.2%	1.0
6821 HK	凯莱英	149.0	79,830	(26.6)	(53.4)	12.1	17.4	12.2	11.8	10.3	46.1%	0.3
1548 HK	金斯瑞	22.4	47,124	1.8	(35.1)	NA	154.3	NA	NA	159.1	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	57.9	40,698	(1.6)	(11.8)	23.6	42.8	26.1	20.5	17.1	28.4%	0.7
1873 HK	维亚生物	2.5	4,818	(4.2)	(47.1)	9.3	20.4	11.7	7.0	4.7	39.3%	0.2
1521 HK	方达控股	2.9	5,996	35.0	(26.8)	20.8	38.7	24.5	16.7	14.2	25.2%	0.7
<b>市值加权平均</b>						<b>26.1</b>	<b>67.7</b>	<b>29.4</b>	<b>22.3</b>	<b>25.6</b>	<b>33.1%</b>	<b>0.7</b>

\*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 5 月 23 日

图表 4: 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	95.8	买入	176.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	97.5	买入	155.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	87.7	买入	143.0	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	112.0	买入	154.3	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	56.3	买入	110.0	2022 年 3 月 23 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.0	持有	7.7	2021 年 12 月 22 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.6	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	20.8	买入	54.5	2022 年 3 月 29 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	29.8	买入	75.0	2022 年 4 月 28 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	29.1	买入	48.0	2022 年 5 月 17 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.5	买入	13.5	2022 年 3 月 25 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.3	买入	6.9	2022 年 4 月 1 日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	299.7	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 5 月 23 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人士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人士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

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

