



## 药明生物(2269.HK): 全年增速指引上调, 未来三年 CMO 业务有望迎爆发式增长

公司 1H22 收入和经调整净利润分别增长 63.5%/60.3%，略高于此前盈喜预计增速区间上限(63%/60%)。公司上调 2022 年收入及净利增速指引至 47% 以上，其中非新冠项目收入预计增长 65%，新冠项目收入预计与去年持平，将贡献约 30 亿人民币收入。我们维持对公司的“买入”评级；上调 2022-24E 盈利预测、上调目标价至 116 港元。

- 1H22 增长强劲，公司上调 2022 年增速指引：**1H22 收入同比增长 63.5% 至 72 亿元人民币，其中新冠/非新冠项目收入分别增长 46.2%/72.6% 至 22 亿/50 亿。经调整归母净利润增长 60.3%。1H22 经调整毛利率同比下滑 2.3pcts 至 53.4%；在项目数量高增长、新冠大订单的推动下，1H21 的毛利率达到历史高位，1H22 虽有同比回落，但仍高于 2021 全年水平。由于 2H22 公司有 10.8 万升新产能待投放，我们预计 2H22 毛利率或小幅下滑至 44-45%。公司将 2022 年全年收入与净利增速指引从 45% 上调至 47% 以上，其中非新冠增速预计为 65% 以上、新冠贡献 30 亿收入（与去年大致持平）。
- 跟随分子+赢得分子齐发力，中长期成长确定性高：**公司 1H22 新签 59 个订单（非新冠订单 56 个 vs. 1H21 54 个），全年指引维持在 120 个，此后跟随分子战略将持续导流后期大订单；期末在手订单额达 185 亿美元，相比年初再增 36%。公司上调 2025 年 CMO 订单数量指引至 30 个左右（vs. 目前 14 个），赢得分子战略将成为重要来源。公司正和五家跨国大药企商谈十个临床三期项目。
- 无锡工厂受 UVL 影响基本结束，上海工厂检查受疫情影响：**无锡工厂的相关检查已完结，过去两周已有 2 个美国供应商获得美国商务部批准对该厂出口产品。上海工厂将在当地疫情进一步稳定后接受美国商务部官员检查。1H22 北美区收入增速依旧达到 78%，新订单一半以上来自北美，反映海外订单需求并未受 UVL 事件影响。
- 上调目标价：**虽然未来利润率将短期承压，但考虑到公司有望在跟随+赢得分子战略下获得更多后期/CMO 大订单，我们略微上调 2022-24 年经调整净利润预测 0.2-2.6% 至 49.6 亿/71.7 亿/97.2 亿元。我们维持公司“买入”评级，并给予公司 63.1x 的目标估值（低于过去三年平均 0.5 个标准差），得出目标价 116 港元，对应 1.6x 2023E PEG，仍明显低于海外 CDMO 龙头的历史平均水平（2-3.5x）。
- 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	15,066	21,518	29,105
同比变动 (%)	40.9%	83.3%	46.4%	42.8%	35.3%
经调整归母净利润	1,722	3,316	4,960	7,167	9,720
同比变动 (%)	42.9%	92.6%	49.5%	44.5%	35.6%
PE (X)	145.7	75.7	56.6	40.0	29.5
ROE (%)	10.1%	12.8%	13.5%	16.3%	18.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、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 8 月 18 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	116.0
潜在升幅/降幅	62%
目前股价 (港元)	71.7
52 周内股价区间(港元)	40.3-127.3
总市值 (百万港元)	305,760
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,586

注: 截至 2022 年 8 月 18 日收盘价

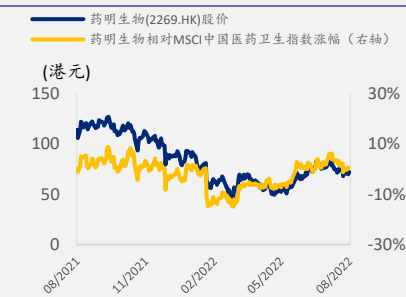
### 市场预期区间



▲ 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	15,066	21,518	29,105
营业成本	-3,079	-5,461	-8,151	-11,684	-15,717
毛利润	2,533	4,829	6,915	9,834	13,388
销售费用	-94	-125	-151	-194	-262
管理费用	-511	-876	-1,205	-1,657	-2,183
研发费用	-304	-502	-753	-1,054	-1,397
经营利润	1,623	3,327	4,806	6,929	9,546
其他收入	220	197	301	430	582
其他收益/损失	283	666	678	753	815
财务成本	-43	-39	-123	-125	-126
其他费用	-118	-157	-208	-275	-343
税前利润	1,966	3,993	5,454	7,712	10,474
所得税	-273	-485	-662	-936	-1,271
税后利润	1,693	3,509	4,792	6,776	9,203
少数股东损益	4	120	144	203	276
归母净利润	1,689	3,388	4,649	6,573	8,927
经调整归母净利润	1,722	3,316	4,960	7,167	9,720

### 资产负债表

(百万人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,096	9,003	8,181	10,979	17,427
应收款项	3,242	4,857	7,001	9,935	12,973
存货	1,084	1,687	2,449	3,481	4,496
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	21,635	28,422	38,950
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	51,308	59,969	72,260
短期借款	767	2,122	2,143	2,165	2,186
应付账款	2,729	3,698	6,128	7,957	10,989
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	10,707	12,558	15,611
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	13,810	15,694	18,783
股本&储备	20,564	32,279	36,927	43,500	52,427
母公司拥有人应占权益	20,564	32,279	36,927	43,500	52,427
少数股东权益	335	428	571	775	1,051
负债和权益合计	28,964	44,033	51,308	59,969	72,260

### 现金流量表

(百万人民币)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
除税前溢利	1,966	3,993	5,454	7,712	10,474
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	-762	-1,031	-1,015
贸易及其他应收项增加	-1,418	-1,615	-2,144	-2,934	-3,038
贸易及其他应付项增加	747	969	2,430	1,829	3,032
其他营运资本变动	1,009	-2,529	-22	-24	-26
其他	-21	-445	-538	-811	-1,145
经营现金流	1,881	478	5,487	6,106	9,757
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	-822	2,798	6,448

### 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	1.0	1.5	2.0
每股净资产	6.9	10.3	12.0	14.1	16.9
每股营收	41	24	16	12	9
每股经营现金流	0.5	0.1	1.3	1.4	2.3
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	145.7	75.7	56.6	40.0	29.5
P/B	8.5	5.6	4.8	4.1	3.4
P/S	1.4	2.5	3.5	5.0	6.8
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	45.1%	46.9%	45.9%	45.7%	46.0%
经营利润率	28.9%	32.3%	31.9%	32.2%	32.8%
经调整归母净利润率	30.7%	32.2%	32.9%	33.3%	33.4%
净资产收益率	10.1%	12.8%	13.5%	16.3%	18.6%
总资产收益率	7.3%	9.6%	10.1%	12.2%	13.9%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	40.9%	83.3%	46.4%	42.8%	35.3%
经营利润增长率	70.0%	104.9%	44.5%	44.2%	37.8%
经调整归母净利润增长率	42.9%	92.6%	49.5%	44.5%	35.6%
<b>偿债能力指标</b>					
负债/权益比	9.0%	6.3%	5.5%	4.8%	4.1%
流动比率	3.2	2.4	2.0	2.3	2.5
现金比率	1.6	1.1	0.8	0.9	1.1
<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

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 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	15,066	14,849	1.5%	21,518	21,177	1.6%	29,105	28,356	2.6%
毛利润	6,915	6,820	1.4%	9,834	9,938	-1.0%	13,388	13,590	-1.5%
毛利率 (%)	45.9%	45.9%	-	45.7%	46.9%	-1.2pcts	46.0%	47.9%	-1.9pcts
经调整归母净利润	4,960	4,833	2.6%	7,167	7,064	1.5%	9,720	9,700	0.2%
经调整归母净利率 (%)	32.9%	32.5%	0.4pcts	33.3%	33.4%	-0.1pcts	33.4%	34.2%	-0.8pcts

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 药明生物 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 浦银国际目标价: 药明生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

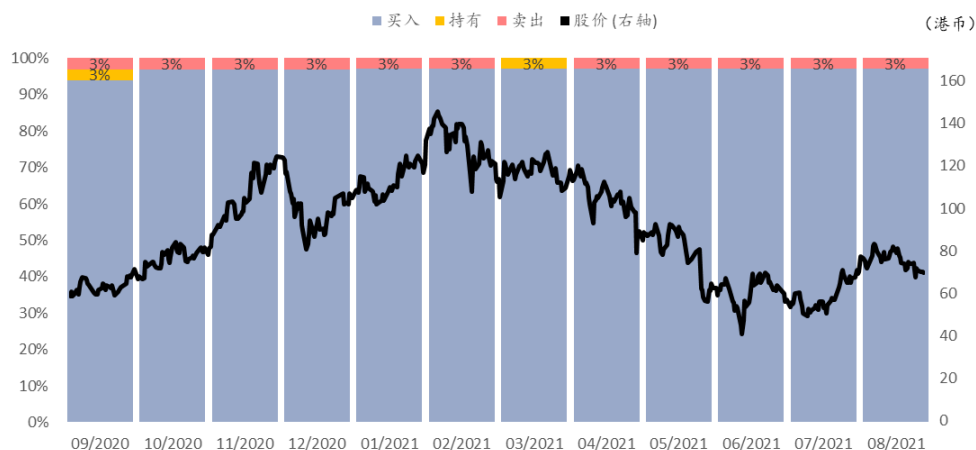
图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	92.7	买入	176.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	91.9	买入	155.0	2022年4月26日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	57.9	买入	143.0	2022年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	74.5	买入	154.3	2022年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	69.8	买入	116.0	2022年8月18日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.6	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.9	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	13.2	买入	25.6	2022年8月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	51.2	买入	75.0	2022年4月28日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	35.6	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.0	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	179.8	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	113.4	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	108.9	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.0	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	22.1	买入	36.0	2022年7月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	6.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.6	买入	16.5	2022年7月27日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.0	买入	10.8	2022年7月27日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	21.1	买入	40.0	2022年8月11日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.2	买入	25.7	2022年8月11日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	30.4	买入	44.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.9	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.0	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	15.6	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.6	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	3.0	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.0	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	3.1	买入	6.1	2022年7月27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	300.5	买入	390.0	2022年2月22日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	18.1	买入	23.0	2022年8月16日	ICL

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2022年8月18日港股收盘价。

# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 药明生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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: 148.0 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: 42.0 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(云康集团 2325.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

#### 周文頌

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 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

