

## CXO 行业点评:美国生物制造行政令中短期影响有限, 股价波动后估值具吸引力

涉及总投资额仅 28 亿美元: 美国总统拜登于当地时间 9 月 12 日签署了一项强化美国本土生物科技与生物制造行政令, 引发市场对地缘政治风险加剧及国内 CXO 公司海外业务和发展前景的担忧。然而, 此后白宫于 9 月 14 日公布的行政令细则显示, 实际投资仅 28 亿美元, 实际影响或小于预期。重点措施包括:

- 未来 5 年, 将投资 10 亿美元用于国内生物制造相关基础设施和产能的建设, 用于商业和国防相关产品(未明确是否医药相关产品)的生产, 包括重要的化学品; 另投资 2 亿美元用于强化上述基地的安全、5 亿美元用于新型肥料の開発;
- 借助生物技术强化医药、国防相关生物材料供应链, 包括: 1) 投资 4,000 万美元用于 API、抗生素等药物原料生产能力的建设; 2) 2.7 亿美元用于加速研究成果和产品间的转化、国防相关的先进生物原料开发;
- 支持药物生产、环境保护等涉及生物科技/制造领域的创新, 包括通过投资重建美国医药供应链能力, 总投资约 5 亿美元;
- 其他措施, 包括推动生物制品进入市场、培养科学家、监管创新以提高生物科技产品的可及性等, 总投资约 3 亿美元。

并未直接针对中国 CXO, 中短期影响依然有限: 我们认为, 中短期来看, 该行政令对国内 CXO 公司的影响有限, 主因:

- 该行政令并未直接对任何中国公司/行业提出限制措施, 且并未直接限制美国本土企业在海外生产、代工, 只是寻求加强美国本土企业的竞争力。这一点和此前的芯片法案有本质区别。
- 对比药明生物在新加坡建设的 12 万升厂房计划总投资 14 亿美元、海外产能总投资 30 亿美元, 该行政令的投入规模相对有限, 我们认为, 其重心应更偏高端和国防相关生物制品制造。
- 中国 CXO 企业拥有明显的人工成本优势(工程师红利)和服务效率优势(成熟的供应链体系和配套基础设施), 在美国高通胀+医保控费需求的背景下, 美国本土生产的竞争力恐不足, 中美医药外包完全脱钩可能性极低。
- 龙头 CXO 公司已在美国拥有产能或正在建设产能。对于美国本土生物制造来说, 产能建设周期较长, 因此我们预计未来 3 年对国内 CXO 企业的订单不会产生明显竞争。

长期不确定性略有升高, 下调目标价: 我们维持 CXO 药明康德和药明生物的 2022-24E 盈利预测, 并给予港股 1.2x 和 A 股 1.5x 2023E PEG 的目标估值, 高于板块均值(龙头估值溢价)但略低于各自历史均值, 得出药明生物 88 港元、药明康德港股/A 股 118 港元/128 元人民币的目标价。我们下调目标估值主因: 虽然本次行政令的中短期影响有限, 但或许预示着长期地缘政治和行业竞争格局仍存不确定性。对于康龙化成, 我们维持此前盈利预测和 76.2 港元/82.5 元人民币的港股/A 股目标价, 对应 0.9x/1.2x 2023E PEG。我们依旧认为, CXO 是当前医药行业变化的政策、融资、竞争、定价环境中, 成长确定性最强的子板块, 维持三家公司的“买入”评级。

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 9 月 15 日

### 相关报告:

[《康龙化成 \(3759.HK/300759.CH\): 1H22 核心业务强势, 新厂投产完善 CDMO 扩张版图》\(2022-09-06\)](#)

[《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》\(2022-08-18\)](#)

[《药明康德 \(603259.CH/2359.HK\): 2Q22 疫情中业绩显强韧性, 2H 反弹可期》\(2022-07-28\)](#)

[《医疗行业 2022 年中期展望: 波动后性价比已显著, 静待曙光》\(2022-06-01\)](#)



扫码关注浦银国际研究

图表 1: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (美元)	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)			2021-24E 净利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均 值	2022E	2023E	2024E		
<b>港股</b>												
2359 HK	药明康德	69.5	245,271	(22.4)	(45.7)	18.4	59.3	33.1	21.9	17.2	37.1%	0.6
2269 HK	药明生物	50.8	216,662	(22.9)	(41.4)	29.3	90.2	56.4	38.5	26.7	43.1%	0.9
3759 HK	康龙化成	44.1	72,757	(24.2)	(43.6)	18.1	51.3	20.2	19.5	17.6	32.4%	0.6
3347 HK	泰格医药	67.2	87,102	(9.0)	(28.3)	16.4	50.0	19.1	15.6	13.1	17.3%	0.9
6821 HK	凯莱英	92.5	59,377	(22.2)	(59.1)	11.4	17.9	10.4	10.0	9.1	45.4%	0.2
1548 HK	金斯瑞	20.9	44,077	(23.7)	(38.3)	NA	NA	NA	NA	13.1	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	38.2	36,444	(19.4)	(18.8)	20.3	38.3	24.8	18.9	14.8	33.5%	0.6
1873 HK	维亚生物	1.6	3,077	(23.2)	(66.2)	5.3	18.9	7.8	4.7	3.1	39.3%	0.1
1521 HK	方达控股	2.3	4,739	(10.8)	(39.5)	17.4	37.2	21.8	16.0	12.2	21.2%	0.8
<b>市值加权平均</b>						<b>19.7</b>	<b>58.3</b>	<b>32.7</b>	<b>23.2</b>	<b>18.4</b>		<b>0.6</b>
<b>A 股</b>												
603259 CH	药明康德	75.3	217,550	(18.2)	(34.8)	23.9	63.2	43.1	28.4	22.4	37.1%	0.8
300759 CH	康龙化成	57.3	64,534	(23.1)	(38.6)	28.3	64.0	31.4	30.4	27.4	32.4%	0.9
300347 CH	泰格医药	93.3	77,257	(7.7)	(24.8)	25.7	55.1	29.5	24.4	20.2	27.6%	0.9
002821 CH	凯莱英	147.2	52,666	(14.5)	(51.5)	19.3	55.7	19.9	19.1	17.4	75.4%	0.3
603127 CH	昭衍新药	65.6	32,325	(19.4)	(22.1)	34.8	65.8	42.0	32.6	25.1	59.4%	0.5
300363 CH	博腾股份	52.3	28,441	(19.0)	(42.6)	16.9	53.4	16.2	17.1	14.8	92.2%	0.2
688202 CH	美迪西	256.8	22,320	(30.0)	(27.1)	32.8	65.6	45.2	29.5	20.3	98.2%	0.3
300725 CH	药石科技	71.8	14,337	(14.2)	(49.3)	30.3	59.4	39.0	27.7	20.3	19.8%	1.4
603456 CH	九洲药业	37.0	4,428	(12.5)	(32.6)	27.6	44.8	34.5	25.5	19.3	59.9%	0.4
<b>市值加权平均</b>						<b>25.2</b>	<b>60.0</b>	<b>35.5</b>	<b>26.6</b>	<b>21.6</b>		<b>0.7</b>
<b>海外</b>												
207940 KS	Samsung Biologics	828,000	42,364	(10.9)	(9.1)	88.1	101.0	98.8	84.3	71.9	36.7%	2.3
LONN SW	Lonza	499.4	38,687	(12.3)	(34.2)	29.4	37.1	33.1	28.1	23.9	25.2%	1.1
CTLT US	Catalant	91.9	16,532	(17.1)	(28.2)	23.2	31.1	24.1	24.1	20.4	25.5%	0.9
<b>市值加权平均</b>						<b>53.8</b>	<b>63.8</b>	<b>60.1</b>	<b>51.8</b>	<b>44.2</b>		<b>1.6</b>

\*药明康德、药明生物及康龙化成数据基于 SPDBI 预测，其余 E=Bloomberg 一致预期；

资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 9 月 14 日

图表 2: 药明生物 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 药明康德 A 股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 药明康德港股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 康龙化成 A 股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 康龙化成港股 PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 浦银国际目标价: 药明生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 浦银国际目标价: 药明康德 A 股 (603259.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 浦银国际目标价: 药明康德 H 股 (2359.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 浦银国际目标价: 康龙化成 A 股 (300759.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 浦银国际目标价: 康龙化成港股 (3759.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: SPDBI 医疗行业覆盖公司

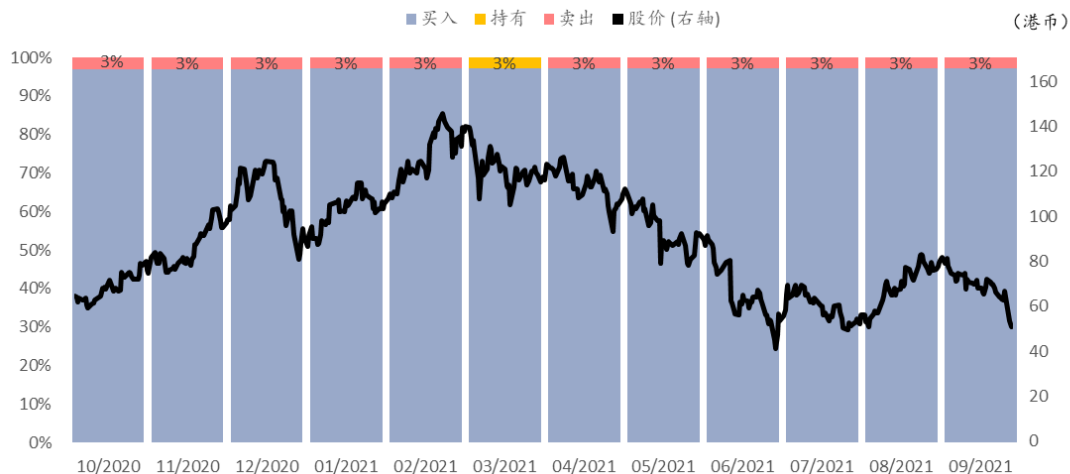
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	69.5	买入	118.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	75.3	买入	128.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	44.1	买入	76.2	2022年9月6日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	57.3	买入	82.5	2022年9月6日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	50.8	买入	88.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.3	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	20.1	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	9.8	买入	25.6	2022年8月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	41.7	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	40.0	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.9	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	154.3	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	96.2	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	97.6	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	28.1	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	24.1	买入	38.0	2022年8月26日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.3	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.2	买入	17.3	2022年8月23日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.4	买入	10.8	2022年7月27日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	19.7	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	36.6	买入	44.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.0	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.2	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	15.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.7	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.3	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.7	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.7	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.9	买入	6.1	2022年8月25日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	304.0	买入	375.0	2022年8月23日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	15.3	买入	23.0	2022年8月16日	ICL

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 9 月 14 日港股收盘价。



# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 13: 药明生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: 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: 102.0 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

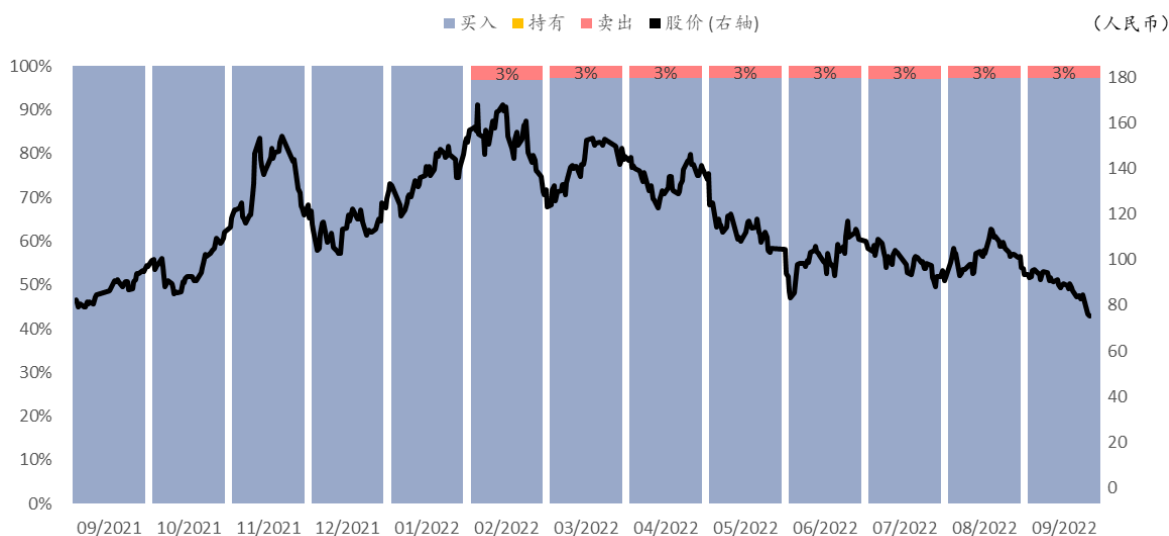
目标价: 40.0 港元

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。

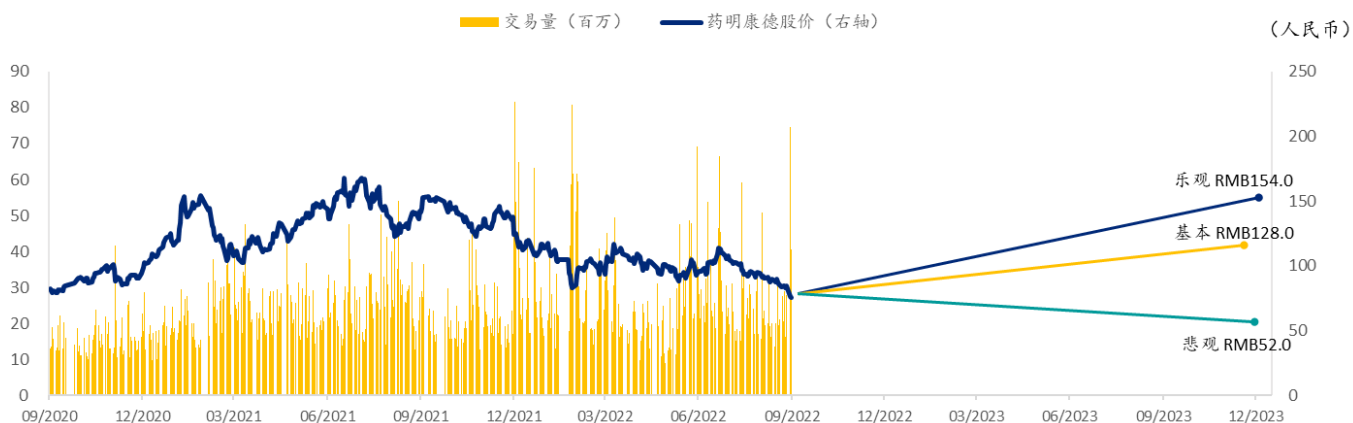
资料来源: 浦银国际

图表 15: 药明康德 A 股 (603259.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 药明康德 A 股 (603259.CH) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司增长好于预期**

目标价: 154.0 人民币

概率: 30%

- WuXi Chemistry 2022 年增速超 150%，2021-24E CAGR 超 60%；
- 新冠项目贡献在未来五年内持续贡献大量收入；
- 客户获得和项目进展好于预期；
- 公司拓展业务进行收并购，收入增长好于预期；
- 新业务带来更多增长动力。

**悲观情景: 公司增长不及预期**

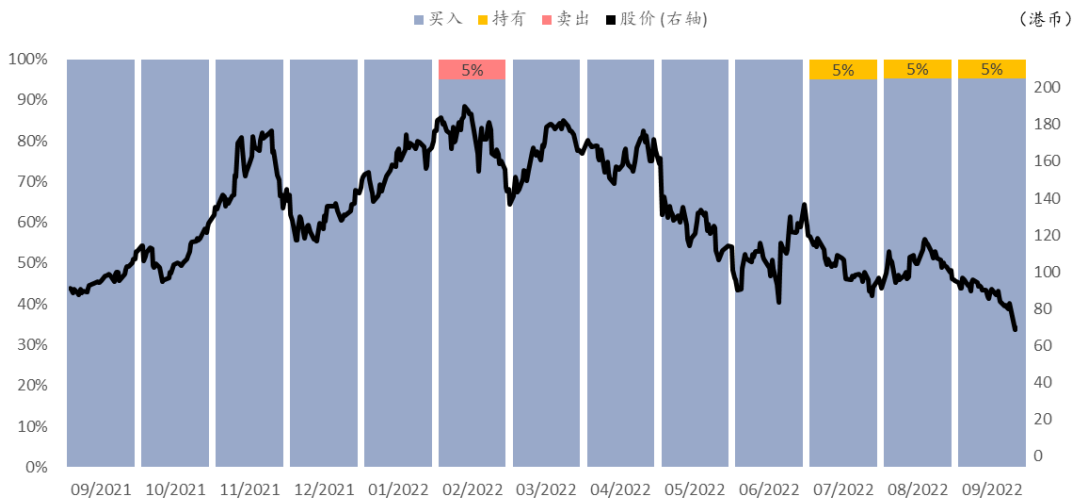
目标价: 52.0 人民币

概率: 20%

- WuXi Chemistry 2022 年增速不及 50%，2021-24E CAGR 不及 30%；
- 新冠项目两年内收入贡献下滑严重；
- 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目，导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期；
- 研发阶段的项目失败，造成客户流失，影响收入和未完成订单。

资料来源: 浦银国际

图表 17: 药明康德 H 股 (2359.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 药明康德 H 股 (2359.HK) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司增长好于预期**

目标价: 150.0 港币

概率: 30%

- 客户获得和项目进展好于预期;
- 公司为拓展业务进行收并购, 使总收入增长好于预期;
- 新业务带来更多增长动力。

**悲观情景: 公司增长不及预期**

目标价: 48.0 港币

概率: 20%

- 新冠肺炎疫情全球化可能导致经济衰退, 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司特别是来自欧美地区的收入不及预期;
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

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(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

周文硕

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

