



## 药明生物 (2269.HK): FY23 有望延续高增长趋势，中长期业绩能见度提升

FY22 收入/经调整净利润同比增长 48.4%/48.5%，自由现金流首次转正且未来将持续为正。公司重申 FY23 收入 30% 增速、非新冠增速 60% 的指引，并首次预计未来三年收入/经调整净利润 CAGR 达到 30%/26-27%，结合持续增长的未完成订单额，中长期业绩能见度显著提升。我们维持对公司的“买入”评级，并微调目标价至 86 港元。

- 新指引+强劲订单需求提升中长期高增长确定性：**公司继续维持 FY23 收入增长 30% 以上、非新冠核心业务增长 60% 以上的指引，并首次给出 FY23 利润指引和中期展望：1) FY23 毛利率将受到海外生产占比提升的负面影响、但将被持续的运营效率提升部分抵消，预计经调整净利润将增长 26% 以上；2) 随着新冠项目波动影响减小，未来三年收入和经调整净利润 CAGR 将至少达到 30%/26-27%。在 CRDMO 模式和赢得分子战略的加持下，公司在全球融资环境波动中依旧录得强劲的订单增长：FY22 新增 136 个综合项目，超过此前指引的 120 个；未完成订单大增 51% 至 205.7 亿美元，其中 36 亿美元将于未来三年内完成。公司预计 FY23 再通过赢得分子获得 10 个 III 期/商业化项目，其中年初至今已新增 3 个 III 期项目、另有 4 个大药企 III 期项目和 2 个商业化项目预计于 4 月底前签订。
- 海外生产即将迎来快速爬坡期：**目前，公司 17 个商业化项目中仅有 1 个在爱尔兰生产，其余均在国内；但是，持续强劲的订单需求有望驱动海外产能利用率的快速爬坡，如爱尔兰明年将承接 5 个商业化项目生产，后年产能利用率将爬升至 60%，逐步接近国内产能的利用率水平。考虑到海外订单相比国内有 15-20% 的定价上浮空间，长期看海外毛利率有望稳定在 40% 以上，因而对公司整体毛利率的拖累将逐步降低。公司也将继续加码全球生产基地建设，预计 2023 和 2024 每年分别有 60 亿元资本开支，全部来自自有资金。
- 上调目标估值倍数：**我们结合公司最新指引下调了 2023/24E 经调整净利润预测 8%/6% 至 62.9 亿/84.0 亿，并引入 2025 年预测 111.4 亿，对应 31.3% 2022-25E CAGR。我们认为公司的三年指引和未完成订单的强劲增长有效提升了中长期业绩的能见度，因此我们将目标 PEG 倍数从 1.5x 上调至 1.7x（略低于历史平均 1.8x，且明显低于海外 CDMO 龙头的历史平均水平 2.0-3.5x），得到目标价 86 港元。
- 投资风险：**融资环境变化；地缘政治风险；重要项目失败或延迟。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,290	15,269	20,263	26,831	34,691
同比变动 (%)	83.3%	48.4%	32.7%	32.4%	29.3%
经调整归母净利润	3,316	4,925	6,295	8,401	11,140
同比变动 (%)	92.6%	48.5%	27.8%	33.5%	32.6%
PE (X)	57.8	44.0	35.3	26.6	20.0
ROE (%)	12.8%	13.0%	14.8%	16.7%	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

2023 年 3 月 23 日

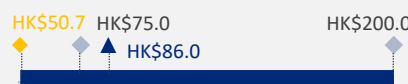
### 评级

买入

目标价 (港元)	86.00
潜在升幅/降幅	70%
目前股价 (港元)	50.70
52 周内股价区间 (港元)	35.00-87.00
总市值 (百万港元)	214,394
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,679

注: 截至 2023 年 3 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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,290	15,269	20,263	26,831	34,691
营业成本	-5,461	-8,545	-11,550	-15,159	-19,254
毛利润	4,829	6,724	8,713	11,671	15,438
销售费用	-125	-163	-196	-246	-301
管理费用	-876	-1,270	-1,665	-2,177	-2,781
研发费用	-502	-683	-886	-1,146	-1,447
经营利润	3,327	4,609	5,967	8,102	10,909
其他收入	197	305	405	537	694
其他收益/损失	666	767	811	832	867
财务成本	-39	-64	-128	-130	-133
其他费用	-157	-259	-284	-349	-416
税前利润	3,993	5,358	6,771	8,991	11,921
所得税	-485	-808	-1,021	-1,356	-1,798
税后利润	3,509	4,550	5,750	7,636	10,124
少数股东损益	120	130	164	218	288
归母净利润	3,388	4,420	5,586	7,418	9,835
经调整归母净利润	3,316	4,925	6,295	8,401	11,140

### 资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,003	6,395	7,456	10,155	13,891
应收款项	4,857	5,610	6,048	7,184	9,924
存货	1,687	2,281	3,083	3,957	4,985
其它流动资产	3,982	4,183	4,186	4,189	4,192
流动资产合计	19,530	18,470	20,773	25,485	32,991
固定资产	18,065	24,171	28,803	33,172	37,295
无形资产	601	549	506	467	431
其他非流动资产	5,837	6,375	6,375	6,375	6,375
非流动资产合计	24,503	31,095	35,684	40,015	44,101
资产总计	44,033	49,564	56,457	65,500	77,092
短期借款	2,122	1,321	1,335	1,348	1,361
应付账款	3,698	3,269	4,325	5,642	7,017
关联方借款	1,734	3,379	3,379	3,379	3,379
其它流动负债	702	1,349	1,349	1,349	1,349
流动负债合计	8,256	9,319	10,388	11,718	13,107
长期借款	641	1,462	1,535	1,611	1,692
其它长期负债	2,430	2,571	2,571	2,571	2,571
非流动负债合计	3,071	4,033	4,106	4,183	4,263
负债总计	11,326	13,351	14,494	15,901	17,370
股本&储备	32,279	35,047	40,634	48,052	57,887
母公司拥有人应占权益	32,279	35,047	40,634	48,052	57,887
少数股东权益	428	1,166	1,329	1,547	1,835
负债和权益合计	44,033	49,564	56,457	65,500	77,092

### 现金流量表

(百万人民币)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	3,993	5,358	6,771	8,991	11,921
物业、厂房及设备折旧	405	1,022	1,368	1,630	1,878
摊销	77	46	42	39	36
存货增加	-783	-594	-802	-874	-1,027
贸易及其他应收项增加	-1,330	-753	-438	-1,136	-2,740
贸易及其他应付项增加	742	-429	1,056	1,317	1,375
其他营运资本变动	58	1,693	-3	-3	-3
其他	270	-743	-893	-1,226	-1,665
经营现金流	3,431	5,601	7,102	8,739	9,774
购买物业、厂房及设备	-6,508	-5,500	-6,000	-6,000	-6,000
购买无形资产	0	0	0	0	0
其他	-3,094	0	0	0	0
投资现金流	-9,602	-5,500	-6,000	-6,000	-6,000
银行借款净额	-53	21	86	90	94
股权募资	10,978	0	0	0	0
其他	-2,715	-2,730	-128	-130	-133
融资现金流	8,209	-2,709	-42	-40	-38
现金净流量	2,039	-2,608	1,060	2,699	3,736

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
摊薄每股收益	0.8	1.0	1.3	1.7	2.2
每股净资产	10.3	11.7	13.4	15.5	18.2
每股营收	18	12	9	7	5
每股经营现金流	0.8	1.3	1.7	2.1	2.3
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	57.8	44.0	35.3	26.6	20.0
P/B	4.3	3.8	3.3	2.9	2.4
P/S	2.5	3.7	4.8	6.3	8.2
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	46.9%	44.0%	43.0%	43.5%	44.5%
经营利润率	32.3%	30.2%	29.4%	30.2%	31.4%
经调整归母净利润率	32.2%	32.3%	31.1%	31.3%	32.1%
净资产收益率	12.8%	13.0%	14.8%	16.7%	18.6%
总资产收益率	9.6%	9.7%	10.8%	12.5%	14.2%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	83.3%	48.4%	32.7%	32.4%	29.3%
经营利润增长率	104.9%	38.5%	29.5%	35.8%	34.6%
经调整归母净利润增长率	92.6%	48.5%	27.8%	33.5%	32.6%
<b>偿债能力指标</b>					
负债/权益比	6.3%	5.6%	5.1%	4.5%	4.0%
流动比率	2.4	2.0	2.0	2.2	2.5
现金比率	1.1	0.7	0.7	0.9	1.1
<b>经营效率指标</b>					
应收帐款周转天数	143.6	125.1	105.0	90.0	90.0
应付帐款周转天数	214.8	148.8	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	92.6	84.8	84.8	84.8	84.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 药明生物财务预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	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	20,263	20,481	-1.1%	26,831	26,702	0.5%	34,691	-	-
毛利润	8,713	9,319	-6.5%	11,671	12,149	-3.9%	15,438	-	-
毛利率 (%)	43.0%	45.5%	-2.5pcts	43.5%	45.5%	-2.0 pcts	44.5%	-	-
经调整归母净利润	6,295	6,859	-8.2%	8,401	8,941	-6.0%	11,140	-	-
经调整归母净利润率 (%)	31.1%	33.5%	-2.4pcts	31.3%	33.5%	-2.2 pcts	32.1%	-	-

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

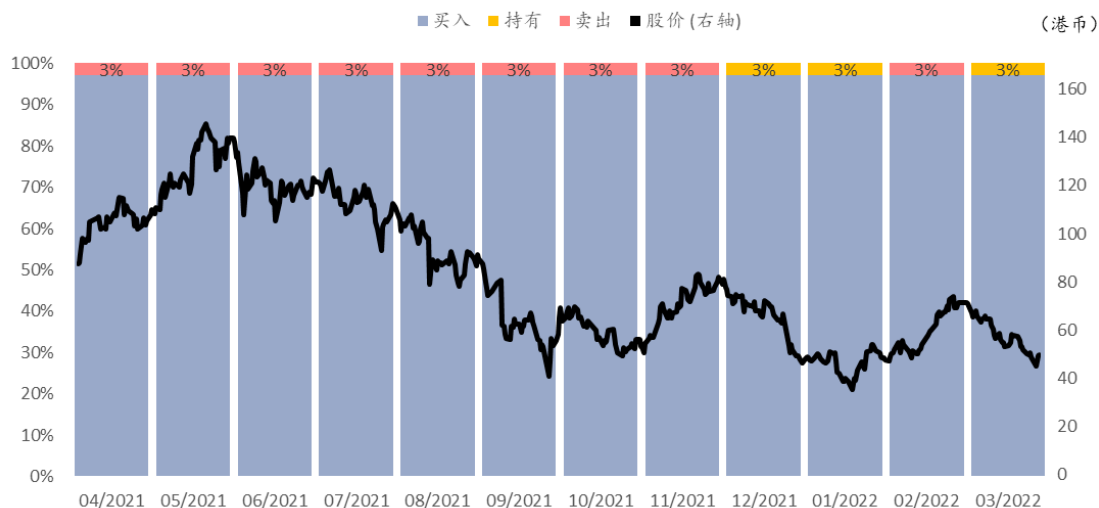
图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	82.0	买入	122.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	80.3	买入	123.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	41.1	买入	76.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	58.3	持有	81.0	2023年2月13日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	50.7	买入	86.0	2023年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.2	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	21.1	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	15.8	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	47.9	买入	65.0	2023年2月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.8	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	30.6	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.8	买入	13.5	2023年2月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	215.7	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	133.3	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	135.5	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.0	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	42.2	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.4	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.3	买入	14.7	2023年2月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	14.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.1	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.6	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	57.0	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.6	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	23.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.7	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	3.1	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.4	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.4	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.1	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	311.9	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	28.7	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	11.6	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	9.5	买入	14.0	2023年1月30日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.5	买入	4.0	2023年3月1日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 3 月 23 日收盘价

# 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: 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;

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 项目未如预期增长

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(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

