

股份评论-药明生物(02269)

2021年09月23日

充足订单推动集团未来收入增长 新指引有利集团长远发展

行业：生物科技

评级：买入

02269.HK, 2269 HK

收市价：HKD 120.50

目标价：HKD 150.00
潜在升幅：24.5%

股價表現 (HKD)			
價格	120.50	1個月相對表現	6.6%
52週最高	148.00	6個月相對表現	37.9%
52週最低	57.93	52周相對表現	88.8%
52週Beta	1.66	年至今相對表現	17.2%



資料來源：彭博 23/09/2021

公司簡介：

集团为世界上领先的开放式生物药技术平台公司，为生物药的发现、开发及生产提供端到端解决方案。

基础分析：

● 集团拥有顶级技术平台 能够吸引专注于创新的客户

国家药品监督管理局药品审评中心于7月2日发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》(征求意见稿)，建议抗肿瘤药物的研发应聚焦于临床需要及价值，而指引旨在为病人提供更好的治疗选择，而非选择可靠性存不确定性的治疗，冀改善临床实验的成功率。新指引对研发要求有所提升，长远有利 CRO/CDMO 龙头之一的集团。

无拟新指引将令集团面对价值较低测试订单减少，但不太可能对集团的项目管道及盈利增长构成长期威胁及影响。因集团拥有顶级技术平台，包括抗体偶联药物、双特异性及多特异性抗体，造就集团现有 408 个综合项目中，152 个属于同类首创，料将来仍能吸引针对新疗法的顶级研发项目。故此相信新指引可能会提高集团客户项目的质量和多样性，使集团能够吸引专注于创新的客户。

● 净利润大幅优于市场预期 充足订单推动集团未来数年的收入增长

集团早前公布 2021 年上半年业绩，其中净利润大幅优于市场预期，净利润按年增加 1.5 倍至人民币 18.42 亿元，毛利率更按年增加 11.6 个百分点至 52.1% 所致，上升主要归因于设备使用率提升及营运效率提高。新药研发过程日渐复杂、耗时且成本更高，加上制药行业在管理愈加严格及竞争愈加激烈的环境下，药企借用 CRO 执行临床试验中的某些工作，可提高新药临床试验的成功率，以降低新药研发成本和提高利润。集团为 CRO/CDMO 龙头之一，其未完成订单总量持续上升，上半年储备订单量增至美金 124.6 亿元，按年增加 31.7%，较去年底增加 10.1%，充足的未完成订单推动集团未来数年的收入增长。

买卖策略：

● 股价整固待变

技术走势上，自 8 月中下旬突破下降轨，其后形成横行区，股价整固待变，投资者可待股价向上突破横行区顶部(约\$126.5)作买入，目标价为\$150，相当于 2022 年预测市盈率 136 倍，反映其行业龙头溢价及高增长，若果大成交长期确认跌穿 250 天线则止蚀(约\$104)。

风险提示：订单流失；国策转变

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



业绩 (截至 2020 年 06 月 30 日止半年度):

2020 年上半年度, 集团营业额上升 1.3 倍至人民币 44.07 亿元, 股东应占溢利增长 1.5 倍至人民币 18.42 亿元。

估值比率	Fiscal Year						
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
市盈率	1,114.2x	560.3x	354.2x	212.8x	133.3x	94.2x	66.8x
EV/EBIT	93.7x	89.4x	102.1x	175.3x	128.3x	88.5x	60.4x
EV/EBITDA	72.9x	71.1x	84.7x	152.1x	100.6x	70.2x	50.3x
P/S	24.1x	21.0x	27.4x	61.0x	43.6x	29.4x	20.7x
P/B	10.5x	6.8x	8.9x	17.2x	14.5x	12.2x	10.1x
股利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利比率 %							
	12/17	12/18	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E
毛利率	40.8	40.2	41.6	45.1	47.9	46.9	47.0
EBITDA 利润率	34.1	27.7	32.7	40.8	42.4	40.9	40.3
净利率	26.5	22.0	27.1	35.4	32.3	32.8	33.5
资产回报率	15.6	24.9	25.4	30.1	33.4	32.1	32.4
资本回报率	7.4	8.9	7.5	7.3	9.4	10.6	12.8
股本回报率	11.8	10.5	9.8	10.1	12.6	14.2	16.8
杠杆和覆盖率							
	12/17	12/18	12/19	12/20			
流动比率	3.8	4.4	3.4	3.2			
速动比率	2.9	3.7	2.7	2.4			
EBIT/利息	11.7	-	43.3	23.0			
总债务/资本	0.0	0.0	0.1	0.1			
总债务/权益	0.0	0.0	0.2	0.2			
有效税率 %	16.8	14.5	10.3	13.9			

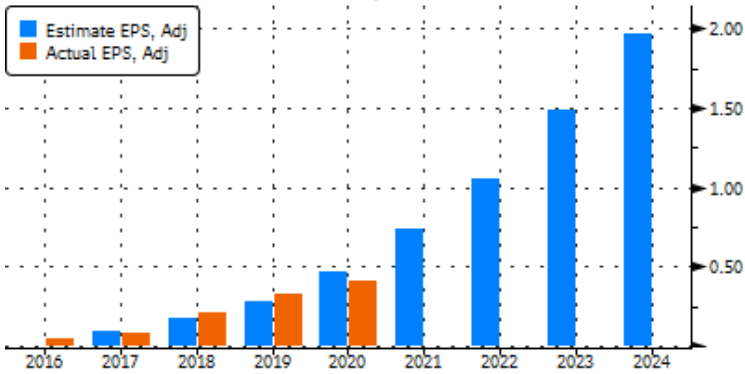
资料来源: 彭博 23/09/2021

財務數字 貨幣: CNY 週期: Fiscal Semi-Annual (FS) 年份選取: 3

損益表摘要	2FS	1FS	T12M	FS1 2021	FS2 2020	FS1 2020
收入	5,864	5,232	8,075	4,407	3,668	1,944
經營溢利	1,861	1,494	3,408	1,964	1,444	546
稅前淨利	2,183	1,920	3,319	2,058	1,261	705
非常項目前收入	-	1,631	2,845	1,883	962	731
淨利潤	1,730	1,507	2,795	1,842	953	736
非常項目前每股收益	0.41	0.26	0.56	0.41	0.15	0.20
每股收益	-	-	0.68	0.44	0.24	0.19
非常項目前稀釋每股收益	-	-	0.47	0.38	0.09	0.19
稀釋每股收益	-	-	0.56	0.42	0.14	0.18
每股股利	-	-	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	-	-	3,829	2,296	1,533	760
股本回報率	-	-	-	11.93	10.13	11.73

(人民币百萬元計; 资料来源: 彭博 23/09/2021)

预测盈利:



资料来源: 彭博 23/09/2021

综合项目的现况:

生物藥開發過程階段	進行中綜合項目數目 ⁽¹⁾	一般持續時間	一般收益 ⁽²⁾
IND前			
— 藥物發現	—	2年	1.5-2.5百萬美元
— 臨床前開發	212	1-2年	5-8百萬美元
IND後			
— 早期(第I及II期)臨床開發	160	3年	4-6百萬美元
— 第I期臨床開發	116		
— 第II期臨床開發	44		
— 後期(第III期)臨床開發	32	3-5年	20-50百萬美元
— 商業化生產	4	每年	50-100百萬美元 ⁽³⁾
總計	408		

资料来源: 药明生物(02269)2021年中期业绩 23/09/2021

同业市盈率比较:

代碼	公司名稱	次產業	貨幣(當地)	定價		表現		評價比率		Price Earnings						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
2269	藥明生物	Life Sciences Tools & Services	HKD	506,267	506,267	5.6%	36.6%	1,238.5x	479.4x	303.3x	241.7x	133.2x	94.1x	66.7x		
2359	藥明康德	Life Sciences Tools & Services	HKD	533,311	533,311	25.7%	51.3%	155.7x	217.6x	139.5x	92.9x	72.4x	54.9x			
3347	泰格醫藥	Life Sciences Tools & Services	HKD	174,177	174,177	21.6%	24.3%	211.2x	200.6x	105.9x	83.2x	65.2x	51.2x			
3759	康龍化成	Life Sciences Tools & Services	HKD	193,062	193,062	16.0%	50.8%	266.6x	183.6x	102.6x	84.6x	59.3x	43.8x			

资料来源: 彭博 23/09/2021

同业股本回报率比较:

代碼	公司名稱	次產業	貨幣(當地)	定價		表現		評價比率		Return on Equity %						
				市值(百萬)	市值(百萬)	1月報酬	6月報酬	日曆化								
				(當地)	(HKD)	(HKD)	(HKD)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
2269	藥明生物	Life Sciences Tools & Services	HKD	506,267	506,267	5.6%	36.6%	11.8%	10.5%	9.8%	10.1%	12.6%	14.2%	16.8%		
2359	藥明康德	Life Sciences Tools & Services	HKD	533,311	533,311	25.7%	51.3%	20.6%	18.8%	10.6%	11.9%	13.3%	15.2%	17.6%		
3347	泰格醫藥	Life Sciences Tools & Services	HKD	174,177	174,177	21.6%	24.3%	16.5%	21.4%	23.8%	17.2%	10.1%	11.0%	11.6%		
3759	康龍化成	Life Sciences Tools & Services	HKD	193,062	193,062	16.0%	50.8%	12.3%	15.5%	10.9%	14.1%	15.3%	18.0%	20.3%		

资料来源: 彭博 23/09/2021

查詢熱線: 230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司



財務數字摘要:

HKD(百萬)	Fiscal Year	預測數字					預測數字							
		12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E			
損益表						資產負債表								
收入		4,519	6,315	11,631	17,262	24,539	流動資產總額	10,819	16,873					
- 銷售成本		2,637	3,465				+ 現金及約當現金項目	6,941	9,941					
毛利		1,882	2,850	5,572	8,103	11,529	+ 短期投資	95	134					
- 銷售、一般及行政開支 (研究及開發成本)		787	772				+ 應收帳款及票據	1,493	2,771					
		295	342				+ 存貨	447	1,288					
							+ 其他流動資產	1,843	2,740					
經營溢利		1,225	2,239	3,760	5,664	8,217	長期資產總額	8,871	17,533					
- 利息費用		22	48				+ 長期投資	471	1,052					
- 匯兌損益		7	103				固定資產總額	8,530	16,694					
- 淨營業外損失(收益)		-82	-124				累計折舊	928	1,405					
稅前淨利		1,278	2,212	4,280	6,032	8,599	+ 固定資產淨額	7,602	15,289					
- 所得稅費用		132	307				+ 其他長期資產	797	1,191					
非常項目前收入		1,146	1,905				流動負債總額	3,212	5,343					
- 非常項目稅後虧損		0	0				+ 應付帳款	208	767					
- 少數股東權益		-4	4				+ 短期借款	596	983					
非常項目前稀釋每股收益		0.29	0.45				+ 其他短期負債	2,408	3,593					
調整後淨利潤*		1,367	1,938	3,883	5,547	7,956	總長期負債	2,053	4,236					
調整後每股收益		0.37	0.46	0.90	1.27	1.79	+ 長期借款	1,858	2,975					
每股股利		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	+ 其他長期借款	194	1,261					
股利支付比%		0.0	0.0	0.00	0.00	0.00	總負債	5,264	9,580					
總流通股數		3,884	4,085				+ 優先股	0	0					
稀釋後在外流通股數		3,997	4,209				+ 少數股權	125	398					
息稅折舊攤銷前盈餘(EBITDA)		1,476	2,580	4,932	7,063	9,894	+ 股本及資本公積	11,477	18,947					
							+ 保留盈利及其他權益	2,823	5,482					
*淨收入不包括非經常性損益和 一次性收費。							股東權益合計	14,425	24,827					
							總負債及權益	19,690	34,406					
							每股帳面價值	3.68	5.98	8.26	9.81	11.88		
							每股有形資產帳面價值	3.51	5.81					

	預測數字					預測數字					
	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E	12/19	12/20	12/21E	12/22E	12/23E	
現金流量						比率分析					
淨利	1,150	1,900	3,691	5,279	7,644	評價比率					
+ 折舊及攤銷	251	341				市盈率	354.2x	212.8x	133.2x	94.1x	66.7x
+ 其他非現金調整數	158	196				EV to EBIT	102.1x	175.3x			
+ 非現金資金變動	-245	-413				EV to EBITDA	84.7x	152.1x	100.5x	70.2x	50.3x
營業活動現金流量	1,314	2,024				價格/營收	27.4x	61.0x	43.5x	29.3x	20.7x
+ 固定資產處分	54	75				價格/帳面價值	8.9x	17.2x	14.5x	12.2x	10.1x
+ 資本支出	-3,642	-6,779	-9,578	-6,700	-5,414	股利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
+ 投資增加	0	0				獲利率					
+ 投資減少	0	0				毛利率	41.6%	45.1%	47.9%	46.9%	47.0%
+ 其他投資活動	-1,510	-1,416				EBITDA獲利率	32.7%	40.8%	42.4%	40.9%	40.3%
投資活動現金流量	-5,098	-8,120				營業率	27.1%	35.4%	32.3%	32.8%	33.5%
+ 支付股利	0	0				獲利率	25.4%	30.1%	33.4%	32.1%	32.4%
+ 短期借款變動						資產報酬率	7.5%	7.3%	9.4%	10.6%	12.8%
+ 長期借款增加	2,325	1,318				股本回報率	9.8%	10.1%	12.6%	14.2%	16.8%
+ 長期借款減少	-184	-394				槓桿及覆蓋率					
+ 股本增加	4,009	6,284				流動比率	3.37	3.16			
+ 股本減少	0	0				速動比率	2.66	2.40			
+ 其他融資活動	40	-111				利息保障率(EBIT/I)	43.25	23.02			
融資活動現金流量	6,190	7,098				總債務/資本	0.15	0.14			
現金淨變動	2,406	1,002				總負債/股東權益	0.17	0.16			
自由現金流量 (CFO-CAPEX)	-2,328	-4,755	-5,016	-526	2,824	其他					
公司自由現金流量	-2,308	-4,714				資產週轉率	0.30	0.24			
權益自由現金流量	-133	-3,756				應收帳款週轉率	3.80	3.06			
每股可用現金流量	-0.63	-1.20				應付帳款週轉率	12.28	9.05			
						存貨週轉率	7.42	4.15			
						有效稅率	10.3%	13.9%			

資料來源：彭博 23/09/2021

查詢熱線：230 95555

www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司

股份评级准则:

涨跌幅	建议评级	内容
>10%	买入	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅高于 10%
>5% 至 10%	保守性买入	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	预测未来 12 个月内股票现价潜在升幅介乎 0-5%
< 0%	减持	预测未来 12 个月内股票现价潜在跌幅高于 0%

风险披露

以上资料仅供参考，并不构成及不应被视为对任何人作出认购或出售的要约。招商永隆银行有限公司（「本公司」）为招商银行的全资附属公司。招商局集团内的公司及 / 或其高级职员、董事、代理人及雇员可能持有不时在本资料所述全部或任何证券或投资的仓位，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券或投资项目。招商局集团内的公司可能会就该等证券提供投资服务、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。招商局集团可能会就因应该等证券或投资专案而提供的服务赚得佣金或其他费用。本资料所载资料乃秉诚提供，并取自于所示日期相信为可靠及准确之资料来源。然而，本公司并无核实所有资料，亦不表示有关资料对阁下所需用途是否准确或完整，故不应加以依赖。本公司并无责任更新资料或改正任何其后显现之错误。本资料所载述的意见、估算及其他资料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投资涉及风险。证券价格可升亦可跌，甚至会变成毫无价值，过往业绩数据并非未来业绩的指标，投资者有机会损失全部投资。本资料提供之任何投资建议并未考虑个别投资者的特定投资目标及 / 或财政资源，因此未必适合所有投资者。投资者应自行运用独立思考能力评估投资此等产品的适合性与涉及之风险，如认为需要，于作出任何认购或购买行动前咨询其法律、财务、税务、会计及其他独立专业顾问，以确保作出适合其本身情况（如公民权、税务限制）、投资目的、财务状况及其他独特需要的投资决定。

Disclaimer

The above information is for reference only and does not constitute and should not be regarded as any offer to purchase or sell. CMB Wing Lung Bank Limited is the wholly-owned subsidiary of China Merchants Bank. Members of China Merchants Group, their senior management, directors, agents and employees may from time to time have a position (on a principal basis or otherwise); or from time to time conduct transactions in all or any of the securities or investment products mentioned herein. Members of China Merchants Group may provide services or act as an underwriter, sponsor or coordinator of any company and affiliates of such company whose securities are mentioned herein. China Merchants Bank Group may derive commission fees or other charges from providing the abovementioned services. The information herein (including any expression of opinion or forecast) is provided in good faith and has been obtained and derived from sources believed to be reliable and accurate at the date indicated. However, we have not verified all the information and we do not represent that it is accurate or complete for your purpose and it should not be relied upon as such. We may not, and have no obligation to, update the information or correct any inaccuracy which subsequently becomes apparent. Opinions, estimates and other information contained herein may be changed or withdrawn without prior notice.

Investment involves risks. The price of securities may go down as well as up, or even become worthless. Past performance is not indicative of future performance. Under certain circumstances an investor may sustain a total loss of their investment. The information may not suit every investor's needs. Therefore, an investor should make an appraisal of the risks involved in investing in these products and should consult his or her own legal, financial, tax, accounting and other independent professional advisors, to ensure that any decision made is suitable with regards to that investor's circumstances (including but not limited to his or her civic rights and tax restrictions), investment purposes, financial positions and any other specific needs.

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com

招商永隆銀行有限公司