

股份評論-藥明生物(02269)

2021年09月23日

充足訂單推動集團未來收入增長 新指引有利集團長遠發展
行業：生物科技
評級：買入

02269.HK, 2269 HK

收市價：HKD 120.50

目標價：HKD 150.00
潛在升幅：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：

集團為世界上領先的開放式生物藥技術平台公司，為生物藥的發現、開發及生產提供端到端解決方案。

基礎分析：

- **集團擁有頂級技術平台 能夠吸引專注於創新的客戶**

國家藥品監督管理局藥品審評中心於7月2日發布《以臨床價值為導向的抗腫瘤藥物臨床研發指導原則》(徵求意見稿)，建議抗腫瘤藥物的研發應聚焦於臨床需要及價值，而指引旨在為病人提供更好的治療選擇，而非選擇可靠性存不確定性的治療，冀改善臨床實驗的成功率。新指引對研發要求有所提升，長遠有利 CRO/CDMO 龍頭之一的集團。

無擬新指引將令集團面對價值較低測試訂單減少，但不太可能對集團的項目管道及盈利增長構成長期威脅及影響。因集團擁有頂級技術平台，包括抗體偶聯藥物、雙特异性及多特异性抗體，造就集團現有 408 個綜合項目中，152 個屬於同類首創，料將來仍能吸引針對新療法的頂級研發項目。故此相信新指引可能會提高集團客戶項目的質量和多樣性，使集團能夠吸引專注於創新的客戶。

- **淨利潤大幅優於市場預期 充足訂單推動集團未來數年的收入增長**

集團早前公布 2021 年上半年業績，其中淨利潤大幅優於市場預期，淨利潤按年增加 1.5 倍至人民幣 18.42 億元，毛利率更按年增加 11.6 個百分點至 52.1% 所致，上升主要歸因於設備使用率提升及營運效率提高。新藥研發過程日漸複雜、耗時且成本更高，加上製藥行業在管理愈加嚴格及競爭愈加激烈的環境下，藥企借用 CRO 執行臨床試驗中的某些工作，可提高新藥臨床試驗的成功率，以降低新藥研發成本和提高利潤。集團為 CRO/CDMO 龍頭之一，其未完成訂單總量持續上升，上半年儲備訂單量增至美金 124.6 億元，按年增加 31.7%，較去年底增加 10.1%，充足的未完成訂單推動集團未來數年的收入增長。

買賣策略：

- **股價整固待變**

技術走勢上，自 8 月中下旬突破下降軌，其後形成橫行區，股價整固待變，投資者可待股價向上突破橫行區頂部(約\$126.5)作買入，目標價為\$150，相當於 2022 年預測市盈率 136 倍，反映其行業龍頭溢價及高增長，若果大成交長期確認跌穿 250 天線則止蝕(約\$104)。

風險提示：訂單流失；國策轉變

招商永隆銀行有限公司

查詢熱線：230 95555
www.cmbwinglungbank.com



業績 (截至 2020 年 06 月 30 日止半年度):

2020 年上半年度，集團營業額上升 1.3 倍至人民幣 44.07 億元，股東應佔溢利增長 1.5 倍至人民幣 18.42 億元。

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%
獲利比率 %							
	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 獲利率	34.1	27.7	32.7	40.8	42.4	40.9	40.3
營業率	26.5	22.0	27.1	35.4	32.3	32.8	33.5
獲利率	15.6	24.9	25.4	30.1	33.4	32.1	32.4
資產報酬率	7.4	8.9	7.5	7.3	9.4	10.6	12.8
股本回報率	11.8	10.5	9.8	10.1	12.6	14.2	16.8
槓桿和覆蓋率							
	12/17	12/18	12/19	12/20			
流動比率	3.8	4.4	3.4	3.2			
速動比率	2.9	3.7	2.7	2.4			
EBIT/利息	11.7	-	43.3	23.0			
總債務/資本	0.0	0.0	0.1	0.1			
總債務/權益	0.0	0.0	0.2	0.2			
有效稅率 %	16.8	14.5	10.3	13.9			

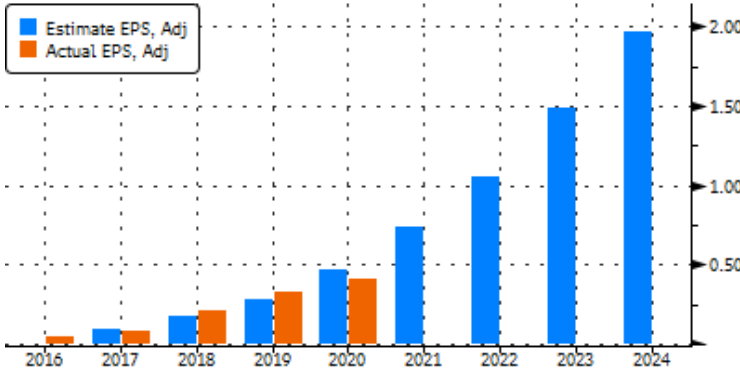
資料來源：彭博 23/09/2021

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

(人民幣百萬元計；資料來源：彭博 23/09/2021)

預測盈利：



資料來源：彭博 23/09/2021

綜合項目的現況：

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 ⁽¹⁾
總計	408		

資料來源：藥明生物(02269)2021年中期業績 23/09/2021

同業市盈率比較：

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
				最小	174,177	16.0%	24.3%		155.7x	183.6x	75.6x	72.0x	59.3x	43.8x	
				最大	533,311	25.7%	51.3%		266.6x	217.6x	139.5x	92.9x	72.4x	54.9x	
				平均	300,183	21.1%	42.2%		211.2x	200.6x	105.9x	83.2x	65.2x	51.2x	
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%				75.6x	72.0x	63.8x	54.9x	
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	

資料來源：彭博 23/09/2021

同業股本回報率比較：

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
				最小	174,177	16.0%	24.3%	12.3%	15.5%	10.6%	11.9%	10.1%	11.0%	11.6%	
				最大	533,311	25.7%	51.3%	20.6%	21.4%	23.8%	17.2%	15.3%	18.0%	20.3%	
				平均	300,183	21.1%	42.2%	16.5%	18.6%	15.1%	14.4%	12.9%	14.7%	16.5%	
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%	

資料來源：彭博 23/09/2021

查詢熱線：230 95555



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			
- 銷貨成本		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		787	772				+ 應收帳款及票據	1,493	2,771			
(研究及開發成本)		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				獲利比率					
+ 投資減少額	0	0				毛利率	41.6%	45.1%	47.9%	46.9%	47.0%
+ 其它投資活動	-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				營業利率	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

股份評級準則：

升跌幅	建議評級	內容
>10%	買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅高於 10%
>5% 至 10%	保守性買入	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 >5-10%
0 至 5%	中性	預測未來 12 個月內股票現價潛在升幅介乎 0-5%
< 0%	減持	預測未來 12 個月內股票現價潛在跌幅高於 0%

風險披露

以上資料僅供參考，並不構成及不應被視為對任何人作出認購或出售的要約。招商永隆銀行有限公司（「本公司」）為招商銀行的全資附屬公司。招商局集團內的公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本資料所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得佣金或其他費用。本資料所載資料乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠及準確之資料來源。然而，本公司並無核實所有資料，亦不表示有關資料對閣下所需用途是否準確或完整，故不應加以依賴。本公司並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本資料所載述的意見、估算及其他資料可予更改或撤回，恕不另行通知。

投資涉及風險。證券價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本資料提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及／或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況（如公民權、稅務限制）、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。

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