

# 业绩持续超预期， 大分子 CDMO 龙头高质量增长

## 事件

### 公司发布 2022 年中报业绩预告

2022 年上半年，公司实现收入 71.0 亿元-71.8 亿元，同比增长 61%-63%；公司实现归母净利润为 24.9 亿元-25.2 亿元，同比增长 35%-37%；经调整股份为基础的薪酬、外汇损益及投资公允价值损益后，公司非国际财务报告准则经调整纯利达到 27.9 亿元-28.3 亿元，同比增长 58%-60%。药明生物 2022 年上半年收入、利润增速均超出市场预期。

其中调整部分，我们预计以股份支付的薪酬比 2021H1 实现增长，达到 2 亿元以上；投资公允价值变动 2021H1 为收益，2022H1 由于创新药行情不佳，为亏损。

## 简评

### 项目高增长，推动公司收入增速持续靓丽

我们预计今年上半年公司收入中仍有一部分新冠相关项目（疫苗、中和抗体），绝对金额有望超过 2021H1；而非新冠项目的收入增速有望比整体增速更快，主要受益于整体项目数量增长。2021 年初，项目数为 334，2022 年初为 480，YOY 44%；2022M1-4，公司新增综合项目 47 个，其中其中 65%新项目来源于欧美市场。其中 44 个项目为临床前，WIN 得临床 I 期项目 1 个、临床 II 期项目 2 个。尽管 2022 年第一季度出现了 UVL、上海疫情封控等挑战，药明生物业务表现仍十分强劲，新增项目数量优于以往同期水平。新增项目高增长持续反映了公司全球竞争力持续凸显，龙头地位稳固。

图表1：药明生物盈利预测

单位/百万	2021	2022	2023	2024
营业总收入	10291	15014	21291	29772
(+/-)(%)	83%	46%	42%	40%
净利润	3388	4752	6570	9056
(+/-)(%)	101%	40%	38%	38%
EPS	0.80	1.11	1.54	2.12
P/E	96.55	57.75	41.77	30.30

资料来源：Wind，中信建投

## 药明生物 (2269.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号：S1440517050001

SFC 中央编号：ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-85130634

SAC 执证编号：S1440520030001

SFC 中央编号：BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 执证编号：S1440521070004

发布日期：2022 年 07 月 20 日

当前股价：79.55 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	18.73/19.61	32.03/32.69	-43.02/-19.01
12 月最高/最低价 (港元)			142.0/40.3
总股本 (万股)			426,352.83
流通 H 股 (万股)			426,352.83
总市值 (亿港元)			3,391.64
流通市值 (亿港元)			3,391.64
近 3 月日均成交量 (万股)			2,355.37
主要股东			
Biologics Holdings			15.03%

### 股价表现



**重点子公司新项目拓展顺利：**药明海德正在服务于 14 家客户的 35 个项目，包括减毒病毒疫苗、腺病毒载体疫苗、病毒样颗粒（VLP）疫苗、重组蛋白疫苗和 mRNA 疫苗等不同技术路线疫苗；药明合联正在赋能 75 个综合项目，并且已经支持客户提交 26 个新药临床试验申请（IND），首个商业化生产项目有望在今年落地。

### 大力发展制剂业务，打造业务新增长点

自 2018 年以来，药明生物制剂业务一直保持高速增长，涵盖单抗、双抗、融合蛋白、抗体偶联药物（ADC）、酶等多种分子类型的数百个成品制剂，团队积累了丰富的项目服务经验。通过集成的高通量和自动化仪器以及强大的技术能力，药明生物完成了超过 50 个高浓度蛋白（100 - 200 mg/mL）类制剂工艺开发，并实现了制剂技术转移 100% 成功。

预计到今年底，药明生物将在中国、美国、德国运营 11 个 GMP 生物制剂生产厂，制剂灌装（西林瓶/预充针）年产能将超过 1 亿剂。制剂服务也将成为公司业务新增长点，助力公司巩固生物制药 CRDMO 领域全球领先地位。

### UVL 对客户影响较小，公司积极配合移出 UVL

至 4 月份，公司与两个大型药企新签两项总价值超过 1 亿美元的生产合同，另有超过 10 个临床后期项目正在洽谈中。此外，公司未完成订单总额增长至 170 亿美元以上，UVL 几乎不影响客户持续选择药明生物。2 月份，药明生物无锡及上海两个子公司被列入 UVL，公司积极尝试与各方沟通交流，有望移出 UVL。

### 新加坡新增产能规划，长期发展乐观

2021 年底，公司产能达到 15.4 万升，预计 2022 年底达到 26.2 万升。其中位于美国新泽西州克兰伯里的临床生产基地生物药原液十八厂（MFG18）和爱尔兰敦多克的商业化生产基地生物药原液六厂和七厂（MFG6, MFG7）预计将在今年内投入 GMP 生产，并且均获得了多个客户预定项目产能。

此前公司规划 2024 年总产能达到 43 万升，7 月 19 日，公司宣布计划未来十年内投资 14 亿美元（约 20 亿新币）在新加坡建设一体化 CRDMO 服务中心，并将在 2026 年为公司新增 12 万升生物制药产能，则公司总产能规划达到 55 万升。

### 赋能效率和平台优势有望助力药明生物未来在行业竞争中持续占优

未来大分子 CDMO 的产业竞争趋势将更加注重增量的比拼（新客户、新订单的获取能力）上，我们认为以药明生物为代表的，具备规模效应的、拥有完善灵活的研发生产体系的龙头 CDMO 公司将持续占优，尤其是能够通过技术赋能，提升客户研发、生产效率的企业将会脱颖而出。我们维持之前对于药明生物的观点：

**赛道好，行业竞争力领先：**生物药 CDMO 赛道高增长高壁垒，是医药外包最好的赛道之一，作为高壁垒行业，未来的竞争将进一步集中在技术、赋能效率、产能布局上，药明生物的技术实力和业务规模行业领先，能够显著提升客户研发效率，可以和全球大分子龙头 CDMO 竞争。

**业绩驱动力充足，竞争壁垒高：**当前公司充足的在手订单储备以及快速拓展的产能可以支撑公司的高增长。公司已经形成了漏斗型的项目储备，综合性项目不断推进可以推动单个订单收入提升并获得更多的里程碑、销售分成。公司在双抗、ADC、疫苗领域也有广泛布局，具有较高的竞争壁垒。

**生产端技术平台优秀，未来有待发力：**公司未来几年在生产端有望实现快速增长，业绩具有较高弹性，全球布局的产能和连续培养技术可以支撑公司的商业化项目高效率的运行。

### 盈利预测与投资评级

我们认为公司行业认可度持续提高，增量优势有望转化为存量优势，带来公司在生物药 CDMO 市场份额上的稳定跃升；同时，公司综合项目管线不断扩容且顺利向前推进，公司所储备的漏斗型项目有望放量，实现长期良性发展。预计公司 2022-2024 年实现收入分别为 150.1 亿元、212.9 亿元、297.7 亿元，对应增速分别为 45.9%、41.8%、39.8%；归母净利润分别为 47.5 亿元、65.7 亿元、90.6 亿元，对应增速分别为 40.2%、38.3%、37.8%，对应 PE 倍数分别为 58 倍、42 倍、30 倍，维持“买入”评级。（1 人民币=1.15 港元）

### 风险提示

疫情向好后市场份额增长不及预期；综合性项目向前推进不及预期；疫苗 CDMO 业绩不及预期；国内创新药研发、审评进度或不及预期；UVL 影响超出市场预期。

## 分析师介绍

**贺菊颖：**中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

**袁清慧：**中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

**阳明春：**北京大学药学院本科，药事管理硕士。2019年加入中信建投研究发展部，主要负责医药外包、创新药、药辅、互联网医疗及医药政策等板块，研究系统、踏实，紧密追踪热点时事。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk