

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

药明生物 (2269 HK)

22年上半年业绩表现靚眼; 在紧缩周期中更具韧性

- 22年上半年经调整净利润同比增长60%至28.35亿元人民币, 增速达到公司盈喜预告58-60%区间的上端, 符合我们的预测
- 公司将22财年收入/盈利增长指引由同比增长45%微升至47%, 更接近我们同比增长49%的预测
- 我们将基于贴现现金流的目标价下调至118港元。维持增持评级, 看好其在生物CXO领域的领先地位和优秀的过往业绩

22年上半年业务增长势头仍然强劲

公司在22年上半年收入同比增长64%至约72亿元人民币, 主要来自: 1) 持续的综合项目数增长(22年上半年增加59个新项目); 2) 22年上半年未完成订单总额达到185亿美元(同比增长48%, 环比增长36%), 其中包括潜在里程碑付款57亿美元和未完成服务订单128亿美元。三年内未完成订单同比增长36%至30亿美元, 为未来12-18个月的业绩增长奠定良好基础。总体毛利率下降4.8个百分点至47.4%, 主要由于22年二季度疫情扰动和持续扩招员工(22年上半年新增729位员工至1.06万人)导致剔出新收入贡献的平均人效降低。公司预计下半年毛利率将保持平稳。但长期略有压力, 主要是收入结构的变化, 因为海外产能将逐渐释放(海外基地毛利率约为30%, 而国内约为50%)。因此我们预测23/24财年的总体毛利率在略低的44-45%区间内, 主要反映通胀压力和融资环境趋紧导致海外产能或将面临供需关系的不确定性。经营性现金流同比增长83%至15亿元人民币, 公司有望实现其自由现金流目标(22年实现盈亏平衡, 23年转正)。

22年下半年至2023年非新冠收入增长强劲

22年上半年非新冠收入同比增长73%至约50亿元人民币。公司预计强劲的非新冠收入(22财年指引总收入同比增长47%, 其中非新冠收入同比增长65%)将抵消新冠相关收入的下降(22年下半年/23年分别为10亿/10亿元人民币, 而22年上半年为约20亿元人民币)。我们认为公司将有望在23年实现约50-60%的非新冠收入同比增长, 基于1)强劲的非新冠项目数增长(增加56个, 而21年上半年增加54个); 2)对新分子的CXO需求增长(例如ADC项目同比增长58%, 双抗同比增长42%), 且较传统分子类型相比, 新分子类型的平均项目服务价格高出约50%-100%。尽管如此, 我们仍对2024-2025年的CXO总体需求保持谨慎, 主要由于全球健康产业融资额年初至今下降约40-45%。

维持增持评级, 基于贴现现金流的目标价下调至118港元

我们维持对22财年的预测, 但将23财年利润下调5%, 以反映通胀环境或导致毛利率承压。我们还将基于贴现现金流的目标价下调至118港元, 以反映融资趋紧将传导至创新药企对CXO的需求。投资风险: 增速不及预期、生物科技融资遇冷、地缘政治风险。

百万人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
销售收入	3,984	5,612	10,290	15,307	20,778
同比变化	57%	41%	83%	49%	36%
调整后净利润	1,208	1,708	3,344	4,878	6,282
同比变化	85%	41%	96%	46%	29%
经调稀释后每股收益(港元)	0.3	0.5	0.9	1.3	1.7
调整后市盈率(倍)	214.2	159.2	79.3	55.3	43.0
市净率(倍)	21.1	13.7	8.4	7.3	6.2

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测, 基于2022年8月18日收盘价

张皓渊, CFA +852 3189 6354
haydenzhang@cmschina.com.hk
代方琦, CFA +852 3189 6126
warrendai@cmschina.com.hk

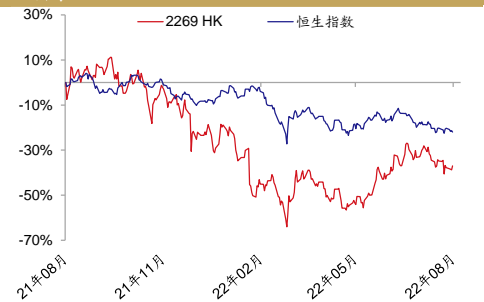
最新变动

22年上半年业绩更新, 目标价更新

增持

前次评级	增持
股价(2022年8月18日)	71.7港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	118港元(+65%)
前次目标价	171港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
2269 HK	(7.5)	14.6	(37.0)
恒生指数	(4.3)	(18.8)	(21.9)

资料来源: 彭博

行业: 医药医疗

恒生指数(2022年8月18日)	19,764
国企指数(2022年8月18日)	6,700

重要数据

52周股价区间(港元)	40.3-127.3
公司市值(百万港元)	305,760
日均成交额(百万港元)	1,566
每股净资产(港元)	11.5

主要股东

创始人与管理层	20.7%
Capital Group	6.8%
贝莱德	5.9%
自由流通股	66.6%

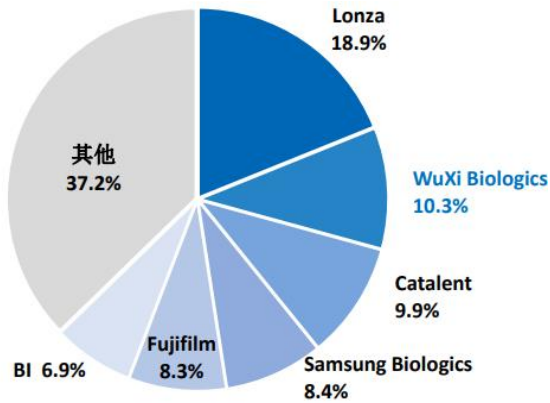
资料来源: 彭博

相关报告

1. 药明生物(2269 HK) - 业务增长势头强劲, 紧缩环境中更具韧性(增持)(2022/06/16)
2. 药明生物(2269 HK) - 公司在Omicron疫情中表现出韧性(增持)(2022/05/23)
3. 药明生物(2269 HK) - 2022年延续增长强势(增持)(2022/03/23)
4. 药明生物(2269 HK) - 列入“未经核实名单”对公司业务影响有限(增持)(2022/02/09)

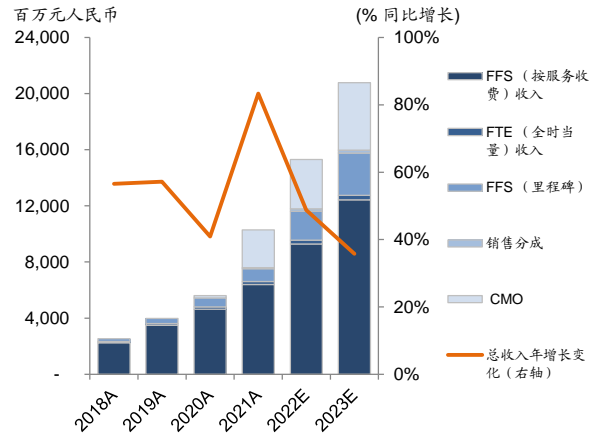
重点图表

图1: 2021年按收入分类的全球生物制品外包服务市场份额



资料来源: 弗若斯特沙利文

图2: 收入明细和预测



资料来源: 公司资料

图3: 全球产能布局



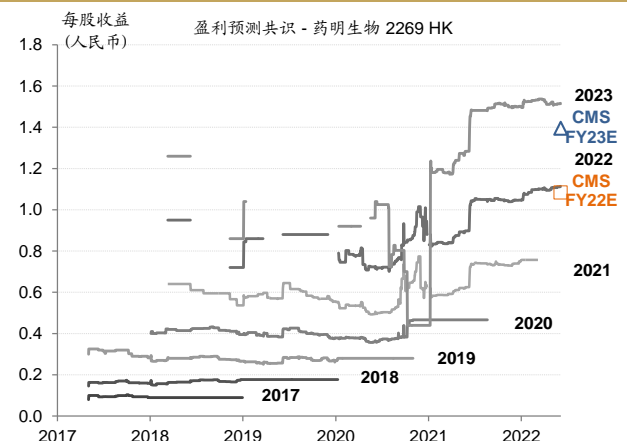
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 市盈率区间



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

图5: 市场一致预测



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

百万人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
非流动资产	7,930	14,759	24,503	28,955	34,165
物业、厂房及设备	6,338	11,996	18,065	22,572	27,830
递延税资产	36	80	221	221	221
贷款应收账款	458	874	1,690	1,690	1,690
无形资产	416	392	601	547	497
押金与预付款	45	49	57	57	57
商誉	185	185	1,530	1,530	1,530
其他	452	1,182	2,338	2,338	2,338
流动资产	9,672	14,204	19,530	20,823	23,092
库存	399	1,084	1,687	1,778	2,344
应收账款	1,335	2,333	3,124	4,403	5,693
预缴款项和应收账款	402	918	1,747	1,747	1,747
进行中服务项目	324	416	1,138	1,138	1,138
其他	0	3	9	9	9
金融资产	574	553	1,455	1,455	1,455
受限制现金	432	1,801	1,366	1,366	1,366
现金和现金等价物合计	6,205	7,096	9,003	8,926	9,340
总资产	17,602	28,964	44,033	49,779	57,257
流动负债	2,871	4,498	8,256	8,967	9,960
应付账款及票据	186	646	1,734	2,445	3,438
预收款项	-	-	-	-	-
其他应付款	2,037	2,834	3,842	3,842	3,842
应付税款	142	251	558	558	558
短期银行债务	506	767	2,122	2,122	2,122
非流动负债	1,835	3,566	3,071	3,071	3,071
递延政府补贴	149	214	224	224	224
长期应付款	-	660	653	653	653
递延税负债	25	188	124	124	124
长期银行贷款	1,395	1,838	641	641	641
融资租赁债务	266	667	1,429	1,429	1,429
股东资金	12,896	20,899	32,706	37,741	44,225
少数股东权益	112	335	428	584	787
负债及股东权益合计	17,602	28,964	44,033	49,779	57,257

现金流量表

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,208	1,881	3,400	5,319	6,811
税前盈利	1,127	1,966	3,993	4,955	6,330
流动资金变动前营业利润	1,502	2,385	4,831	6,720	8,612
净经营资本费用	(216)	(367)	(907)	(659)	(862)
已付所得税	(78)	(94)	(485)	(687)	(884)
已付利息	-	(43)	(39)	(55)	(55)
投资活动现金流	(4,494)	(7,216)	(6,442)	(5,396)	(6,397)
购买物业、厂房及设备	(3,211)	(6,025)	(6,500)	(5,500)	(6,500)
已收购股权费用	-	-	-	-	-
抵押银行存款净额	(406)	(1,494)	-	-	-
利息收入	54	79	58	104	103
其他	(929)	225	-	-	-
融资活动现金流	5,413	6,566	4,950	-	-
发行新股	3,575	5,610	10,899	-	-
净银行借款	1,910	870	-	-	-
收购少数股权	-	-	-	-	-
其他	(72)	85	(5,949)	-	-
期初现金	4,084	6,206	7,096	9,003	8,926
外汇变动影响	2,127	1,231	1,908	(77)	414
期末现金	6,206	7,096	9,003	8,926	9,340

利润表

百万人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
销售收入	3,984	5,612	10,290	15,307	20,778
销售成本	(2,325)	(3,079)	(5,461)	(8,114)	(11,410)
毛利	1,659	2,533	4,829	7,193	9,368
(+/-) 其他收入/开支	102	138	138	152	167
(-) 销售及行政开支合计	(444)	(606)	(1,001)	(1,515)	(2,057)
行政开支	(367)	(511)	(876)	(1,301)	(1,766)
销售与配送成本	(77)	(94)	(125)	(214)	(291)
(-) 研发支出	(260)	(304)	(502)	(765)	(1,039)
经调整 EBITDA	1,582	2,121	3,928	6,877	8,769
折旧及摊销合计	(315)	(400)	(582)	(994)	(1,241)
股权激励	(204)	(276)	(532)	(765)	(1,039)
EBIT	1,057	1,762	3,465	5,064	6,439
(+/-) 净财务收入	38	(53)	(14)	48	48
(+/-) 合营及联营盈利	(3)	3	-	-	-
(+/-) 其他收益/亏损	8	228	542	(157)	(157)
(-) 上市费用	-	-	-	-	-
税前利润	1,127	1,966	3,993	4,955	6,330
(-) 税项	(116)	(273)	(485)	(687)	(884)
净利润	1,010	1,693	3,509	4,269	5,446
(+/-) 少数股东权益	(3)	4	120	156	203
股东应占净利润	1,014	1,689	3,388	4,113	5,243
调整后净利润	1,208	1,708	3,344	4,878	6,282
经调摊薄每股收益 (人民币)	0.30	0.41	0.76	1.08	1.40
经调摊薄每股收益 (港元)	0.33	0.45	0.90	1.30	1.67

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率					
合并收入	57%	41%	83%	49%	36%
毛利	63%	53%	91%	49%	30%
调整后净利润	85%	41%	96%	46%	29%
获利能力					
毛利率	42%	45%	47%	47%	45%
调整后净利率	30%	30%	32%	32%	30%
ROE	12%	10%	13%	14%	16%
ROA	9%	7%	9%	10%	12%
营运能力					
库存周转日数	49	88	93	78	66
应收账款周转日数	96	119	97	90	89
应付账款周转日数	32	49	80	94	94
现金周转日数	113	158	110	74	61
偿债能力					
自由现金流 (百万人民币)	(2,003)	(4,144)	(3,100)	(181)	311
净负债率 (%)	(37)	(30)	(23)	(20)	(18)

资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828