

【广发医药&海外】药明生物 (02269.HK)

业绩增长强劲，开启商业化生产元年

公司评级	买入
当前价格	71.70 港元
合理价值	101.11 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-19

核心观点:

如无特殊说明，本报告货币单位为人民币

- **公司发布 2022 年中期业绩:** 2022H1 公司实现收入 72.06 亿元 (+63.5%，以下均为同比口径)，其中 IND 前服务收入 26.37 亿元 (+82.1%)、IND 后服务收入 44.36 亿元 (+56.85%)；实现毛利 34.13 亿元 (+48.6%)，毛利率同比下滑 4.7pp 至 47.4%；实现纯利 26.21 亿元 (+39.2%)、纯利率同比下滑 6.3pp 至 36.4%，经调整归母纯利 28.35 亿元 (+60.3%)、经调整归母纯利率同比略微下滑 0.8pp 至 39.3%。
- **项目数与未完成订单增长强劲，开启商业化生产元年。** 截止 22 年 6 月底，综合项目数增加至 534 个，较 21 年底新增 54 个项目。其中，临床 3 期与商业化项目数分别为 29 个、14 个，合计收入约 31.52 亿元 (+63.45%)、占整体收入约 43.8%。公司非新冠业务收入约 49.86 亿元 (+72.6%)、新冠业务约 22.2 亿元 (+46.2%)，非新冠项目数新增 56 个至 499 个。公司未完成订单总额跃升至 184.67 亿美元 (+48%)，未完成服务订单约 128.09 亿美元、未完成潜在里程碑付款订单 56.58 亿美元，三年内未完成订单约 30.49 亿美元 (+36%)。
- **Win-the-Molecule 与大客户战略持续推进，产能全球布局赋能业务伙伴。** 截止 22 年 6 月底，公司已与全球前 20 名主要公司及中国 50 大制药公司中的 43 家开展合作，同时 10+ 个临床 3 期项目正在积极洽谈中，有望获得更多长期商业化订单。2022 年底公司预计 26.2 万升原液产能以及 11 个制剂灌装车间投入运营，目前全球在建产能 13 个。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 49.92/69.05/92.67 亿元，维持对公司合理价值 101.11 港元/股的判断 (1 港元=0.81 人民币)，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度不及预期；新增项目数放缓等。

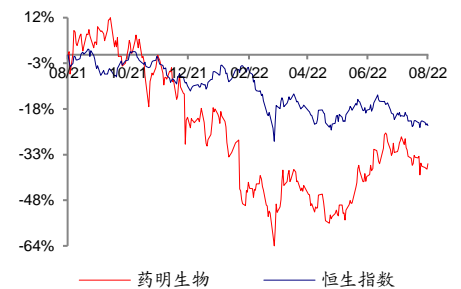
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5612	10290	15250	20763	27771
增长率 (%)	40.90	83.30	48.19	36.15	33.75
EBITDA (百万元)	1810	3655	6082	8048	10563
归母净利润 (百万元)	1689	3388	4992	6905	9267
增长率 (%)	66.59	100.63	47.32	38.32	34.22
EPS (元/股)	0.41	0.80	1.17	1.62	2.17
市盈率 (x)	201.39	94.22	49.61	35.87	26.72
ROE (%)	8.21	10.50	13.39	15.63	17.34
EV/EBITDA (x)	185.43	85.64	39.29	36.21	26.87

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

相对市场表现



分析师:

孔令岩



SAC 执证号: S0260519080001



konglingyan@gf.com.cn

分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

请注意，孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发医药&海外】药明生物 2022-04-12
(02269.HK):迈入商业化元年，在手未完成订单充足

表1: 可比公司估值表

证券简称 (港股)	股价	EPS (元/股)		PE (倍)		预测净利润增速 (%)	
	元/人民币	2021A	2022E	2021A	2022E	2021A	2022E
药明康德	74.32	1.72	2.85	43.21	26.08	72.19	65.42
康龙化成	45.81	2.09	1.82	21.92	25.17	41.68	30.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 *可比公司股价日期为 2022 年 8 月 18 日、盈利预测为 wind 一致预期、1 港元=0.81 人民币

风险提示: 研发进度不及预期; 新增项目数放缓等。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14204	19530	26457	35885	49385
货币资金	7096	9003	11379	17044	24556
应收及预付	3195	3127	5359	6767	9392
存货	1084	1687	2660	3488	4722
其他流动资产	2829	5712	7060	8586	10716
非流动资产	14759	24503	25917	26835	27210
长期股权投资	188	752	1007	1311	1591
固定资产	11996	18065	19112	19619	19613
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1263	3598	3710	3817	3919
其他长期资产	1313	2087	2087	2087	2087
资产总计	28964	44033	52374	62720	76596
流动负债	4498	8256	10925	13716	17687
短期借款	767	2122	1500	1200	800
应付及预收	646	618	1188	1399	1994
其他流动负债	3085	5516	8237	11117	14893
非流动负债	3566	3071	3571	3971	4271
长期借款	1838	641	1141	1541	1841
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1728	2430	2430	2430	2430
负债合计	8064	11326	14495	17686	21958
股本	0	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	20594	35370	40362	47267	56534
归属母公司股东权益	20564	32279	37270	44175	53442
少数股东权益	335	428	609	859	1195
负债和股东权益	28964	44033	52374	62720	76596

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5612	10290	15250	20763	27771
营业成本	3079	5461	8083	10942	14580
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	94	125	183	239	305
管理费用	511	876	1327	1765	2305
研发费用	304	502	717	955	1222
财务费用	-38	-19	-2	-56	-151
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	155	172	2	56	151
营业利润	1506	3174	4941	6862	9359
营业外收支	460	820	937	1269	1554
利润总额	1966	3993	5878	8131	10913
所得税	273	485	705	976	1310
净利润	1693	3509	5173	7155	9603
少数股东损益	4	120	181	250	336
归属母公司净利润	1689	3388	4992	6905	9267
EBITDA	1810	3655	6082	8048	10563
EPS (元)	0.41	0.80	1.17	1.62	2.17

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1881	3431	4283	6461	7884
净利润	1689	3388	4992	6905	9267
折旧摊销	304	482	1141	1186	1204
营运资金变动	-367	-963	-1235	-815	-1676
其它	255	524	-614	-814	-912
投资活动现金流	-7216	-9602	-1646	-748	-118
资本支出	-6025	-6523	-2300	-1800	-1300
投资变动	-1153	-1361	-281	-160	-221
其他	-38	-1718	935	1212	1403
筹资活动现金流	6566	8209	-261	-48	-255
银行借款	821	-147	500	400	300
股权融资	5610	8439	0	0	0
其他	134	-83	-761	-448	-555
现金净增加额	890	1908	2375	5666	7511
期初现金余额	6205	7096	9003	11379	17044
期末现金余额	7096	9003	11379	17044	24556

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	40.90%	83.30%	48.19%	36.15%	33.75%
营业利润增长	58.92%	110.71%	55.69%	38.88%	36.38%
归母净利润增长	66.59%	100.63%	47.32%	38.32%	34.22%
获利能力					
毛利率	45.13%	46.93%	47.00%	47.30%	47.50%
净利率	30.16%	34.10%	33.92%	34.46%	34.58%
ROE	8.21%	10.50%	13.39%	15.63%	17.34%
ROIC	5.83%	7.70%	9.53%	11.01%	12.10%
偿债能力					
资产负债率	27.84%	25.72%	27.68%	28.20%	28.67%
流动比率	3.16	2.37	2.42	2.62	2.79
速动比率	2.71	2.00	1.97	2.15	2.30
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.23	0.29	0.33	0.36
应收账款周转率	2.40	3.29	2.85	3.07	2.96
存货周转率	2.84	3.24	3.04	3.14	3.09
每股指标 (元)					
每股收益	0.41	0.80	1.17	1.62	2.17
每股经营现金流	0.46	0.81	1.00	1.52	1.85
每股净资产	5.12	7.68	8.88	10.56	12.81
估值比率					
P/E	201.39	94.22	49.61	35.87	26.72
P/B	16.27	9.76	6.54	5.50	4.53
EV/EBITDA	185.43	85.64	39.29	36.21	26.87

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

肖鸿德：高级分析师，南加州大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

朱新彦：高级分析师，香港中文大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

李桢桐：高级研究员，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

田鑫：高级研究员，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。