

買入

2023年8月28日

生物藥融資放緩影響新增項目數，但6月已看到歐美融資觸底反彈

➤ **23年中公司經調整歸母利潤0.1%至28.4億元：**2023年中公司實現營業收入84.9億元，同比增17.8%，其中新冠收入約5.3億，-76.2%；非新冠收入79.6億元，+59.7%。23年中公司收入按照地區分佈，北美、中國、歐洲和其他國家的占比分別為46%、21%、30%和3%。由於海外產能大量釋放，23年中公司毛利率同比下降5.5個百分點至41.9%，公司銷售費率、管理費率和研發費率同比增長0.3、0.8和0.2個百分點至1.2%、8.0%和4.0%。23年中公司歸母淨利潤22.7億元，同比下降10.6%。經調整歸母淨利潤為28.4億元，同比增長0.1%，主要調整項為股份薪酬、外匯收益、藥明合聯上市費用和投資公允價值變動。23年H1公司的資本開支為24億元，經營性現金流為27億元，自由現金流為3億元。

➤ **綜合專案數+16.3%至621個：**公司23年中總專案為621個（其中新冠44個，非新冠577個），其中臨床前開發項目數-0.3%至286個，臨床早期項目+32%至269個，臨床三期項目數+52%至44個，商業化項目+57%至22個，外部引入11個項目，其中6個為臨床III期和商業化專案，證明公司在“贏得分子”項目的實力。具體分子形態而言，單抗專案284個，雙抗/多抗105個，ADC110個，融合蛋白67個，其他蛋白34個，疫苗21個。未完成訂單總額+9%至201億美元，其中未完成服務訂單+6%至136億美元，未完成里程碑付款金額+16%至65億美元，三年內未完成訂單+15%至35億美元。公司雇員人數同比+17%至12397人，其中研發團隊科學家人數為4344人。

➤ **海外產能投產影響毛利率，但wbs和產能爬坡將逐漸縮減其降幅：**23年中產能為26.2萬升，預計23和24年資本支出各為50和55億元，26年公司產能將達到58萬升，其中約6成在中國，4成在海外，如新開的愛爾蘭工廠3成收入來自全球雙廠策略，7成收入來自海外贏得分子項目，海外產能爬坡速度好於預期，預計新廠對毛利率的不利影響將逐年減低。同時公司在大力推進WBS精益運營，該部分所帶來的效率改善將部分抵消海外工廠投產所帶來的毛利率影響。

➤ **目標價53.4港元，買入評級：**由於生物藥融資放緩，23年上半年公司臨床前新簽項目數降至35個，但是6月看到歐美融資觸底反彈，全年預計新增80個項目。雖然收入增速放緩，但是非新冠項目收入仍保持高速增長。隨著跟隨/贏得分子發展策略，公司臨床早期、三期和商業化項目未來幾年仍可結出碩果帶來增長。隨著生物藥的發展和外包比例的提升，全球生物藥CDMO行業預計未來仍可保持雙位數增長，我們以10%的折現率和3%的永續增長率為公司估值，得出目標價53.4港元，股價有20.5%的增長空間。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

曲佳宜

852-25321597

Coco.qu@firstshanghai.com.hk

主要資料

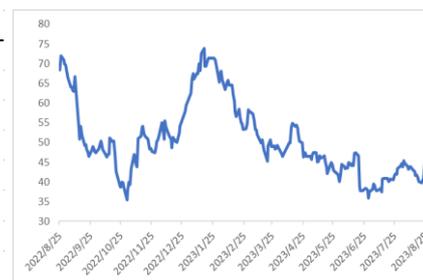
行業	醫藥
股價	44.35 港元
目標價	53.4 港元 (+20.5%)
股票代碼	2269
已發行股本	42.5 億股
總市值	1885 億港元
52 周高/低	77.4 港元/35 港元
每股淨資產	9.6 港元
主要股東	WuXi Biologics Holdings Limited (13.82%)

表：盈利摘要

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,290	15,269	19,380	24,726	31,663
增长	83.3%	48.4%	26.9%	27.6%	28.1%
净利润	3,509	4,550	4,821	6,394	8,347
增长	107.3%	29.7%	6.0%	32.6%	30.6%
净利润率	34.1%	29.8%	24.9%	25.9%	26.4%
每股盈利(人民币元)	0.81	1.06	1.11	1.47	1.92
市盈率@44.35港元	50.9	36.8	35.2	26.6	20.3
每股派息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

百万人民币，财务年度截至12月31日

损益表	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	财务分析	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
营业收入	10,290	15,269	19,380	24,726	31,663	盈利能力					
营业成本	(5,461)	(8,545)	(11,241)	(13,970)	(17,573)	经营利润率 (%)	38.8%	35.1%	29.3%	30.4%	31.0%
毛利润	4,829	6,724	8,140	10,756	14,090	EBITDA 利润率 (%)	36.3%	39.3%	33.7%	34.6%	34.8%
销售费用	(125)	(163)	(233)	(297)	(380)	净利率 (%)	34.1%	29.8%	24.9%	25.9%	26.4%
行政开支	(876)	(1,270)	(1,550)	(1,978)	(2,533)	营运表现					
经营盈利	3,327	5,358	5,672	7,522	9,820	SG&A/收入 (%)	-9.7%	-9.4%	-9.2%	-9.2%	-9.2%
其他收入及收益	197	305	380	380	380	实际税率 (%)	-12.1%	-15.1%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
财务费用	39	64	174	210	269	股息支付率 (%)	-	-	-	-	-
税前盈利	3,993	5,358	5,672	7,522	9,820	应付账款天数	30	31	32	33	33
所得税	485	808	851	1,128	1,473	应收账款天数	98	99	100	101	101
利润总额	3,509	4,550	4,821	6,394	8,347	存货周转天数	50	51	52	53	53
公司权益持有人溢利	3,388	4,420	4,686	6,214	8,114	财务状况					
折旧及摊销	405	642	865	1,030	1,211	负债/权益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	3,732	6,000	6,537	8,552	11,032	收入/总资产	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
每股盈利(元)	0.81	1.06	1.11	1.47	1.92	总资产/股本	10.6	11.9	13.3	15.3	18.0
增长						息税前保障倍数	(103.0)	(83.8)	(32.9)	(36.6)	(37.3)
营业收入 (%)	83.3%	48.4%	26.9%	27.6%	28.1%	净资产收益率	10.7%	12.6%	11.7%	13.5%	15.0%
EBITDA (%)	100.6%	60.8%	9.0%	30.8%	29.0%						
每股收益 (%)	88.4%	30.9%	4.5%	32.6%	30.6%						
资产负债表	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	现金流量表	2021预测	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
现金	9,003	6,395	7,555	10,698	16,485	税前盈利	3,993	5,358	5,672	7,522	9,820
应收账款和票据	4,857	5,610	6,479	7,037	7,658	营运资金变化	(963)	(582)	473	1,220	1,728
存货	1,687	2,281	2,729	3,279	3,950	其他经营现金流	405	642	865	1,030	1,211
其他流动资产	-	-	-	-	-	所得税	(350)	(808)	(851)	(1,128)	(1,473)
总流动资产	19,530	18,470	20,023	24,274	31,353	营运现金流	3,431	5,500	6,160	8,643	11,287
非流动资产						资本开支	(9,602)	(4,287)	(5,000)	(5,500)	(5,500)
固定资产	24,503	31,095	36,030	40,500	44,789	其他投资活动	-	-	-	-	-
无形资产	601	549	549	549	549	其他投资活动	-	-	-	-	-
其他非流动资产	57	59	59	59	59	投资活动现金流	(9,602)	(4,287)	(5,000)	(5,500)	(5,500)
总资产	44,033	49,564	56,053	64,774	76,142	负债变动	969	(429)	880	1,145	1,485
流动负债						股本变动	-	-	-	-	-
短期借款	2,122	1,321	1,321	1,321	1,321	其他融资活动现金流	7,240	(3,392)	(880)	(1,145)	(1,485)
应付账款和其他应付款	3,698	3,269	4,150	5,294	6,779	融资活动现金流	8,209	(3,821)	-	-	-
金融负债	41	426	-	-	-	现金变化	1,908	(2,608)	1,160	3,143	5,787
总流动负债	8,256	9,319	11,109	13,437	16,457	期初持有现金	7,096	9,003	6,395	7,555	10,698
长期借款	641	1,462	1,462	1,462	1,462	期末持有现金	9,003	6,395	7,555	10,698	16,485
其他固定负债	-	-	-	-	-						
总负债	11,326	13,351	15,142	17,469	20,490						
股东权益	32,706	36,213	41,035	47,429	55,776						
负债权益合计	44,033	49,564	56,177	64,898	76,266						

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。