

香港股市 | 医药

药明合联生物技术（2268 HK）

公司简介

- (一) 公司成立于2013年，是一家专注于全球抗体偶联药物（ADC）等的CXO服务（合同研究、开发及制造组织）公司。据弗若斯特沙利文数据，按2022年收益计算，公司是全球第二大ADC等生物偶联药物CXO服务提供商。从2020年至2022年，公司按收入计算的全球市场份额分别为1.8%、4.6%以及9.8%，市场份额提升迅速。
- (二) 截至2023年6月底，公司总共拥有460个项目，其中发现阶段、临床前、I期临床、II期、III期阶段项目分别有350个、67个、27个、11个与5个，另外已协助两个预计将于2023年提交上市申请（BLA）的项目完成上市前的过程验证。我们认为随着更多项目向收费较高的后期临床阶段推进，公司收入与利润率均有望提升。
- (三) 公司2023年上半年收入同比增加200.2%至约9.9亿元（人民币，下同），股东净利润同比增加80.3%至约1.8亿元。公司未完成订单从2022年底的3.2亿美元增加到2023年6月底的4.1亿美元，因此预计全年收入将维持较快增长。
- (四) 近年来收费较高的临床后（IND后）项目数量的增加，IND后服务占公司收入比例从2020年的44.9%提升至62.6%，IND后业务的发展有利于提升利润率。

行业前景

ADC 药物是通过化学键将具有生物活性的细胞毒药物连接到单克隆抗体上，单克隆抗体作为载体将细胞毒药物靶向运输到目标细胞中发挥作用的一类药物。ADC药物利用抗体与肿瘤特异性抗原结合，将有效载荷输送到目标癌细胞，然后释放有效载荷导致癌细胞死亡。由于兼具小分子药物与抗体药物的优点，ADC等生物偶联物正在成为医药行业广为关注的新领域。据弗若斯特沙利文数据，2022年全球ADC药物市场规模为79亿美元，预计2030年将达到647亿美元，2022年至2030年的复合年增长率为30.0%。ADC等生物偶联药物的开发需要拥有在生物药和小分子药物方面的一系列跨学科能力，而大多数生物制药公司不具备相关能力。根据弗若斯特沙利文报告，生物偶联药物开发的外包率已达约70%，远高于整体生物制剂的34%的外包率。而2022年全球ADC外包服务市场规模为15亿美元，预计2030年将达到110亿美元，复合年增长率为28.4%。

公司经营

公司营业收入于2020-22年从9,635.3万元飞增至9.9亿元，2020-22年CAGR为220.6%。股东净利润从2,629.9万元增加到1.6亿元，CAGR为143.3%。2023年上半年营业收入同比增加201.6%至约9.9亿元，已超越2022年全年水平，股东净利润同比增加80.3%至1.8亿元，因此预计全年业绩将快速增加。公司2023年上半年收入中，来自ADC药物与非ADC药物收入占比分别为94.4%与5.6%。公司早年以中国业务收入为主，近年来大力拓展欧美市场，海外业务收入占比已经从2020年的28.7%提升至64.1%。随着后期临床业务的发展，公司毛利率从2020年的8.4%提升至2023年上半年的23.1%，股东净利率虽然2022年下滑，但是2023年上半年已从去年同期的15.7%回升至17.8%。

中泰评分

综合得分：(100分为满)

申购 70

行业前景	15
公司经营	15
估值水平	10
稳价人往绩	15
市场氛围	15

注：各项满分为20分，综合得分满分为100分。

招股概要

公开发售价：	19.90 - 20.60 港元
每股股数：	500 股
每股费用：	10,403.88 元
公司市值：	234.51 - 242.76 亿港元
保荐人：	摩根士丹利、高盛、摩根大通
主要股东：	药明生物技术（2269 HK）
总发行股数：	178.4 百万股
公开发售：	17.8 百万股
国际发售：	160.6 百万股
截止认购日：	2023 年 11 月 10 日
分配结果日：	2023 年 11 月 16 日
正式上市日：	2023 年 11 月 17 日

来源：公司资料。

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）
+852 23591854
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

稳价人往绩

本次稳价人为摩根士丹利亚洲有限公司，2023 年初至今总共担任 8 家公司保荐人，其中担任稳价人的公司有 6 家，首日表现 5 涨 1 跌。

估值

我们选取五家香港上市的中大型 CXO 企业作为同业比较。公司招股价对应的 2022 年市盈率与市销率均高于可比公司，但是公司 2023 年上半年收入同比增加 201.6%，预计 2023/24E PER 有望接近可比公司。

图表 1：同业比较

股票名称	年结	市值 (百万港元)	总收入 (百万人民币)	总收入增长 (%)	毛利率 (%)	净利润增长 (%)	净利润率 (%)	ROA FY0	ROE FY1	历史市盈率 (倍)	历史市销率 (倍)
药明合联 (2268 HK)	12/2022	24276~23,451.1	990,423	218.3	26.4	183.5	15.7	6.2	10.5	140.1~145.0	22.0~22.8
药明康德(2359 HK)	12/2022	287,623	45,826	71.8	36.9	72.9	22.4	13.8	19.7	28.4	6.7
药明生物(2269 HK)	12/2022	207,760	17,779	48.4	44.0	30.5	29.0	8.3	11.5	45.7	11.5
泰格医药(3347 HK)	12/2022	63,094	8,251	35.9	39.6	(30.3)	28.3	8.0	11.3	45.2	12.9
昭衍新药 (6127 HK)	12/2022	21,188	2,641	49.5	47.7	92.7	47.4	11.4	14.0	10.1	4.8
凯莱英 (6821 HK)	12/2022	60,686	11,912	120.9	47.2	208.8	32.3	14.8	17.2	5.3	16.4

来源：彭博，中泰国际研究部

市场氛围

港股医药行业 10 月股价表现跑赢恒生指数，主因：1）从恒瑞医药（600276 CH）、迈瑞医疗（300760 CH）等药品与器械板块龙头企业的三季报看，反腐行动对优质龙头企业经营影响有限，预计未来经营环境将回暖。2）全球 GLP-1 受体激动剂供不应求，导致部分糖尿病药物生产商股价上涨。

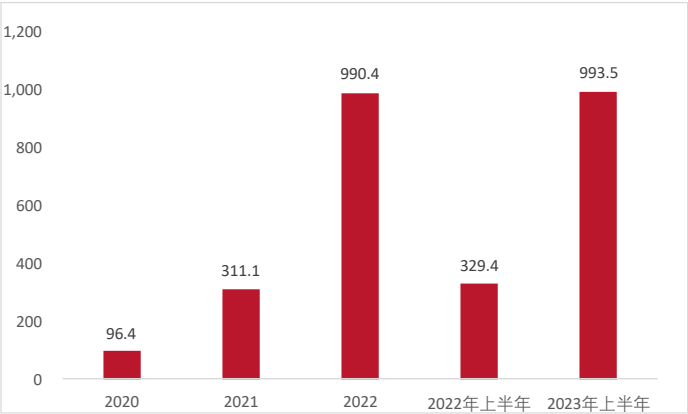
申购建议

由于 9 月后医药行业学术推广会议已逐步恢复召开，我们认为反腐行动带来的负面情绪有望舒缓。由于 ADC 药物兼具小分子药物杀伤力与抗体药物靶向性，因此市场需求与研发外包需求均将增加，我们认为公司作为行业龙头将受益。虽然公司历史市盈率较高，但是考虑到上半年收入的快速增长，我们认为 2023/24E PER 有望接近可比公司。医药行业近期投资气氛好转，建议申购。

风险提示

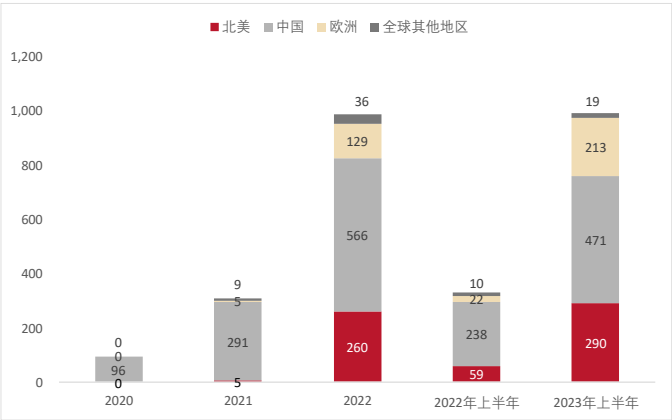
（1）如药企减少研发支出，公司收入可能受影响；2）新药研发进展可能不顺利；3）公司与客户合作关系可能发生超预期变化

图表 2：公司收入（年结：12 月 31 日，百万人民币）



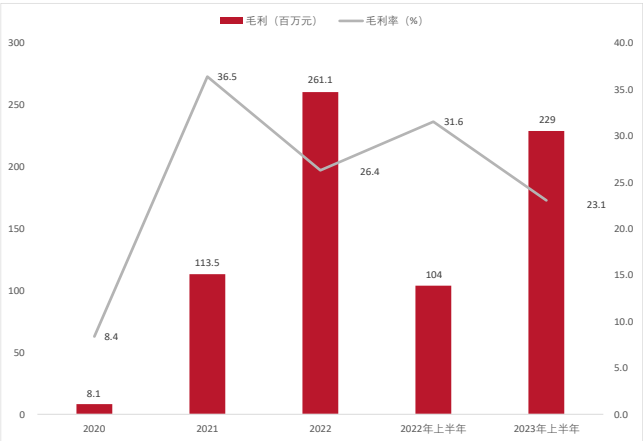
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：2023 年收入地区分布（年结：12 月 31 日，百万人民币）



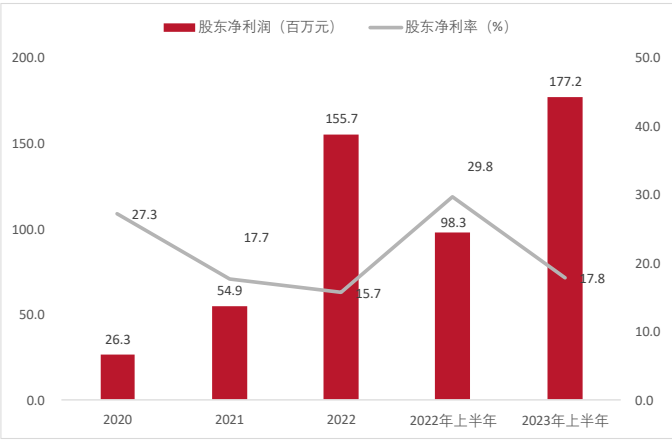
来源：公司资料，中泰证券研究部

图表 4：毛利及毛利率



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 5：股东净利润与股东净利率



来源：公司资料，中泰证券研究部

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1. 行业前景评分：1-20 分，20 分为最高分
- 2. 公司经营评分：1-20 分，20 分为最高分
- 3. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
- 4. 稳价人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
- 5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = （行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分）之总和

积极申购：综合评分总得分 >= 80 分

申购：70 分<= 综合评分总得分<80 分

中性：60 分<= 综合评分总得分<70 分

不申购：综合评分总得分< 60 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805