

药明合联 (02268.HK) ——2023 年年报点评

增持

业绩快速增长，一体化 CRDMO 平台赋能 ADC 生产开发全流程

核心观点

全年业绩快速增长，收入、利润表现喜人。2023 年全年营收 21.24 亿元 (+114.44%)，归母净利润 2.84 亿元 (+82.07%)。加回上市开支及以股份为基础的薪酬开支后的经调整归母净利润为 4.12 亿元，同比增长 112.12%，营收和利润均实现快速增长。

毛利率保持稳健，期间费用整体控制良好。公司 2023 年毛利率 26.35%，与上年基本持平。销售费用率 0.72% (-0.17pp)；管理(含研发)费用率 9.46% (+1.07pp)，主要系上市开支较大所致；财务费用率 0.03% (-0.26pp)；三项费用率合计 10.21% (+0.64pp)，整体期间费用率控制较好。

战略有效引领，项目数和客户数均快速增长。公司采用“赋能、跟随并赢得分子”策略，不仅通过提供产品开发早期阶段的服务与现有客户共同成长，也在生物偶联药物进程中不断赢得新客户。2023 年，公司新增了 128 个发现项目，新增 50 个临床前和临床项目，累计客户数量从 2022 年的 265 名大幅增加至 2023 年的 345 名。由于“赋能”策略的成果，公司共有 36 款 ADC 候选药物从发现阶段进入 CMC 开发阶段；由于“赢得分子”策略的成果，在 143 个进行中的综合项目中，有 47 个项目是由公司客户或其外包服务提供商转让获得。

IND 前项目不断向后推进，看好公司未来收入增长态势。截至 2023 年 12 月 31 日，公司有 67 个正在进行的临床前生物偶联药物项目及 43 个正在进行的 IND 后生物偶联药物项目。随着 IND 前项目推进至 IND 后阶段以及 IND 后项目在临床和商业阶段阶段的进展，预计项目合同价值的平均收益也将增加，收益增势强劲。

风险提示：地缘政治风险；行业竞争加剧风险；行业景气度下行风险。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。

公司为全球布局的 ADC CRDMO 龙头，已建立起全面一体化的一站式 CRDMO 平台，覆盖 ADC CRDMO 服务的全流程，综合能力全球领先。随着公司全球产能的不断扩张及 IND 前项目不断向 IND 后阶段推进，我们认为公司未来 3 年业务将保持较快增长，预计 2024-2026 年归母净利润 6.11/9.72/13.82 亿元，同比增长 115.5%/59.1%/42.2%。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理市值区间为 227.15—265.31 亿港元，合理股价 18.97—22.15 港元，较当前股价有 3%-21%溢价空间。考虑公司的龙头地位和较好的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	990	2,124	3,127	4,614	6,180
(+/-%)	218.3%	114.4%	47.3%	47.5%	33.9%
净利润(百万元)	156	284	611	972	1382
(+/-%)	183.5%	82.1%	115.5%	59.1%	42.2%
每股收益(元)	0.13	0.24	0.51	0.81	1.15
EBIT Margin	16.0%	15.8%	20.5%	23.6%	25.5%
净资产收益率 (ROE)	10.5%	5.2%	10.1%	13.8%	16.4%
市盈率 (PE)	129.9	71.3	33.1	20.8	14.6
EV/EBITDA	115.3	57.8	29.3	19.1	13.9
市净率 (PB)	13.66	3.71	3.33	2.87	2.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	18.14 港元
总市值/流通市值	21725/21725 百万港元
52 周最高价/最低价	34.00/12.08 港元
近 3 个月日均成交额	67.55 百万港元

市场走势

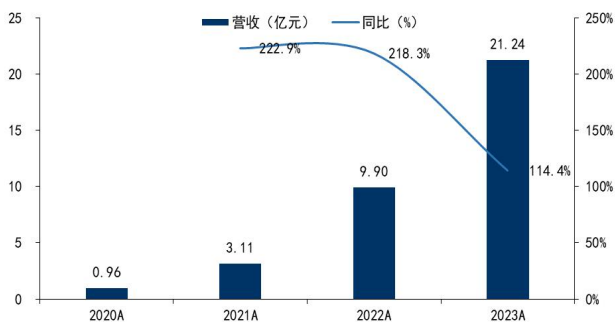


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

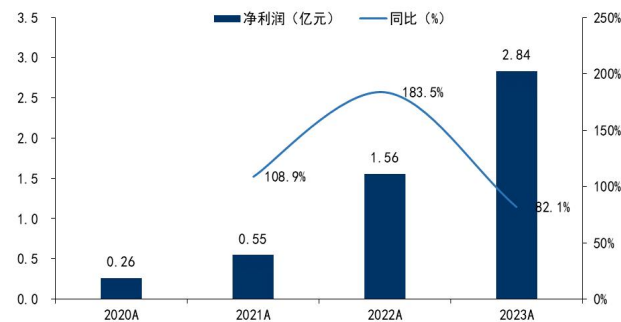
全年业绩快速增长，营收表现喜人。2023 年全年营收 21.24 亿元（+114.44%），归母净利润 2.84 亿元（+82.07%）。加回上市开支及以股份为基础的薪酬开支后的经调整归母净利润为 4.12 亿元，同比增长 112.12%，营收和利润均实现快速增长。

图1: 药明合联主营业务收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

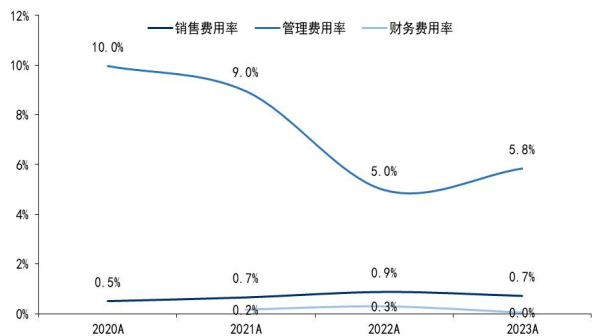
图2: 药明合联净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

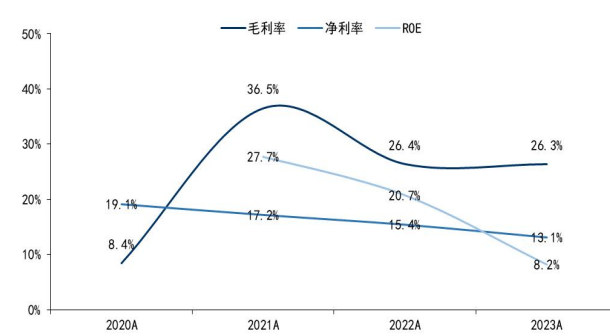
毛利率保持稳健，期间费用整体控制良好。公司 2023 年毛利率 26.35%，与上年基本持平。销售费用率 0.72%（-0.17pp）；管理(含研发)费用率 9.46%（+1.07pp），主要系上市开支较大所致；财务费用率 0.03%（-0.26pp）；三项费用率合计 10.21%（+0.64pp），整体期间费用率控制较好。

图3: 药明合联三费率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

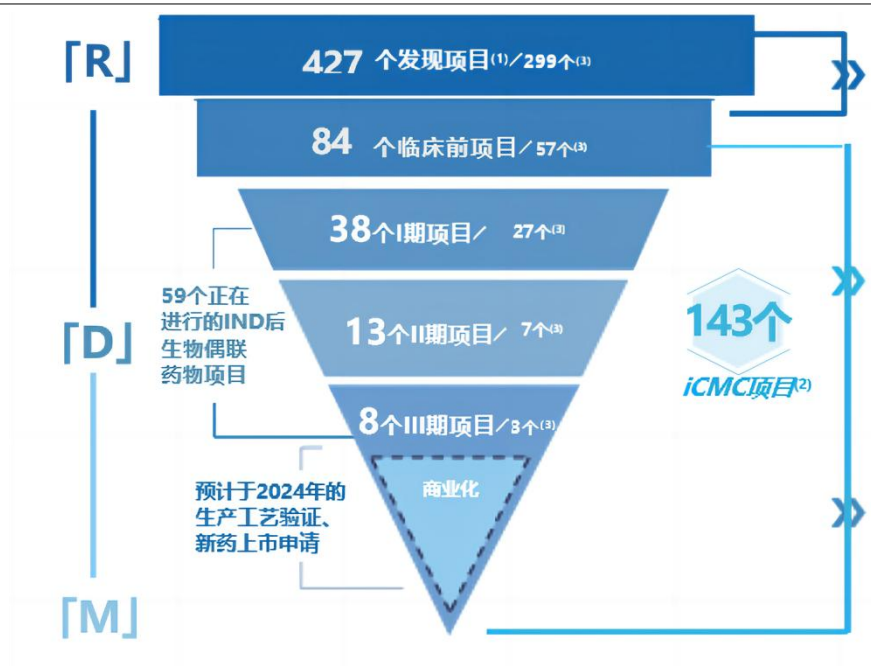
图4: 药明合联毛利率、净利率及 ROE（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

“赋能、跟随并赢得分子”战略有效引领，项目数和客户数均快速增长。公司采用“赋能、跟随并赢得分子”策略，不仅通过提供产品开发早期阶段的服务与现有客户共同成长，也在生物偶联药物进程中不断赢得新客户。2023 年，公司新增了 128 个发现项目，新增 50 个临床前和临床项目，累计客户数量从 2022 年的 265 名大幅增加至 2023 年的 345 名。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已执行发现项目累计共 427 个，进行中的综合项目共 143 个，包括 122 个临床前和临床 I 期项目，21 个临床 II 期和 III 期项目及 5 个 PPQ 项目，上述 5 个 PPQ 项目预计即将提交新药上市申请(BLA)。由于“赋能”策略的成果，公司共有 36 款 ADC 候选药物从发现阶段进入 CMC 开发阶段；由于“赢得分子”策略的成果，在 143 个进行中的综合项目中，有 47 个项目是由公司客户或其外包服务提供商转让获得。

图5: 透过“赋能—跟随—赢得”策略进行的项目数目



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注 1: 指自公司成立以来截至 2023 年 12 月 31 日的累计值;

注 2: 指截至 2023 年 12 月 31 日进行中的综合 CMC 项目;

注 3: 小号数字指截至 2022 年 12 月 31 日的项目数量。

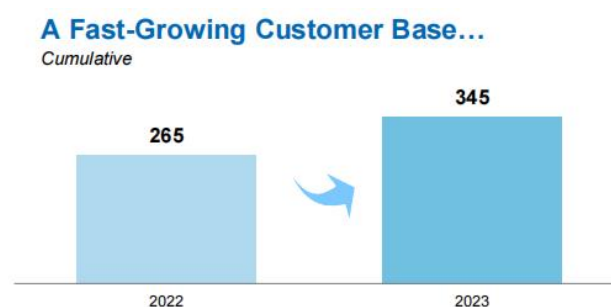
图6: 各阶段进行中的项目数量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 发现阶段的项目数为自公司成立以来的累计值。

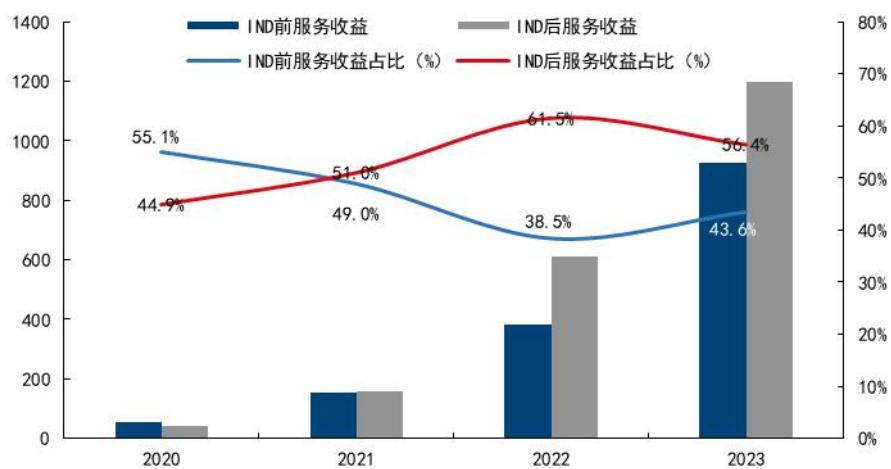
图7: 客户数量大幅增加



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

IND 前项目不断向 IND 后阶段推进, 看好公司未来收入增长态势。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司有 67 个正在进行的临床前生物偶联药物项目及 43 个正在进行的 IND 后生物偶联药物项目。随着 IND 前项目推进至 IND 后阶段以及 IND 后项目在临床和商业化阶段的进展, 预计项目合同价值的平均收益也将增加, 收益增势强劲。

图8: 按项目开发阶段划分的收益明细 (百万元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 项目平均合约价值随着漏斗的深入不断提升

阶段	一般期限范围	一般合约金额范围
临床前	1-2 年	8-11 百万美元
临床 I 期	1-3 年	6-9 百万美元
临床 II 期	2-4 年	8-15 百万美元
临床 III 期	3-5 年	40-70 百万美元

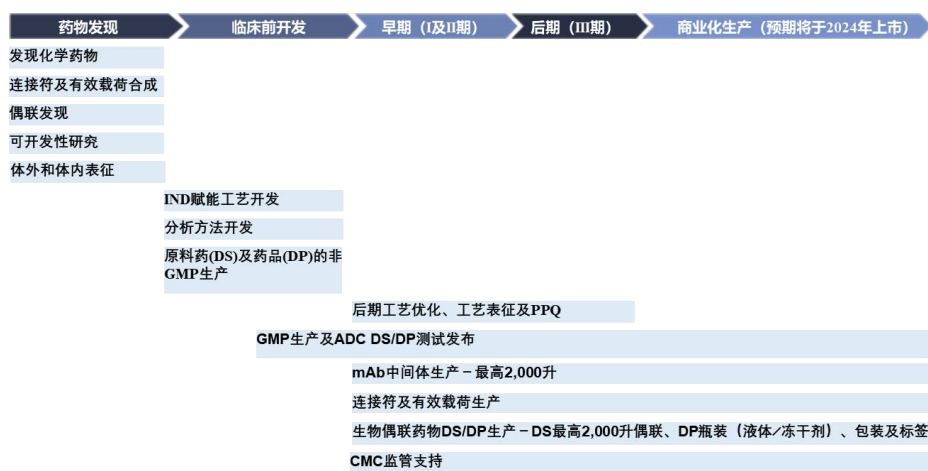
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

药明合联是 ADC CRDMO 龙头企业

一站式 CRDMO，发展高歌猛进

公司专注于全球抗体偶联药物（ADC）及更广泛生物偶联药物的合同研究、开发及制造（CRDMO）。药明合联致力于为全球生物医药公司提供抗体偶联药物的工艺优化、技术转移、中试放大及 GMP 偶联生产和制剂生产服务；同时也可提供细胞毒性化合物和其他高活性化合物药物提供制剂灌装和冻干的中试及 GMP 生产服务。公司已建立起一个全面一体化的一站式 CRDMO 平台，覆盖 ADC CRDMO 服务的全流程，包括药物发现、临床前开发、早期临床试验（I 期及 II 期）、后期（III 期）及将来的商业化生产。

图9：药明合联 ADC/CRDMO 服务流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

十年砥砺前行，持续深耕 ADC 领域。药明合联的发展历史可追溯至 2013 年，当时中国的 ADC 市场处于早期阶段，药明生物技术集团洞识了市场机遇，在生物偶联药物业务部（BCD 业务部）内部开展了 ADC CRDMO 业务。2018 年，随着 ADC 市场的高速发展，药明生物在无锡建立了一个单独及专用的 ADC 设施，以满足客户对 ADC 开发日益增长的需求，并于同年与药明康德旗下的合全药业共同成立了无锡药明合联生物技术有限公司。2020 年 12 月，药明合联正式在开曼群岛注册成立。2021 年 5 月，药明合联与药明生物及合全药业订立股权认购协议，完成后，药明生物及合全药业分别拥有药明合联 60%及 40%股权。同年，药明合联及附属公司就转让无锡药明合联生物技术、BCD 业务部，以及收购有效载荷及连接子业务订立协议，药明合联获得无锡药明合联生物技术的全部股权，并通过无锡药明合联生物技术全资控股上海药明合联生物技术及常州药明合联生物技术。2023 年 11 月 17 日，药明合联完成自药明生物的分拆，于港交所正式上市。

表2：药明合联主要业务里程碑

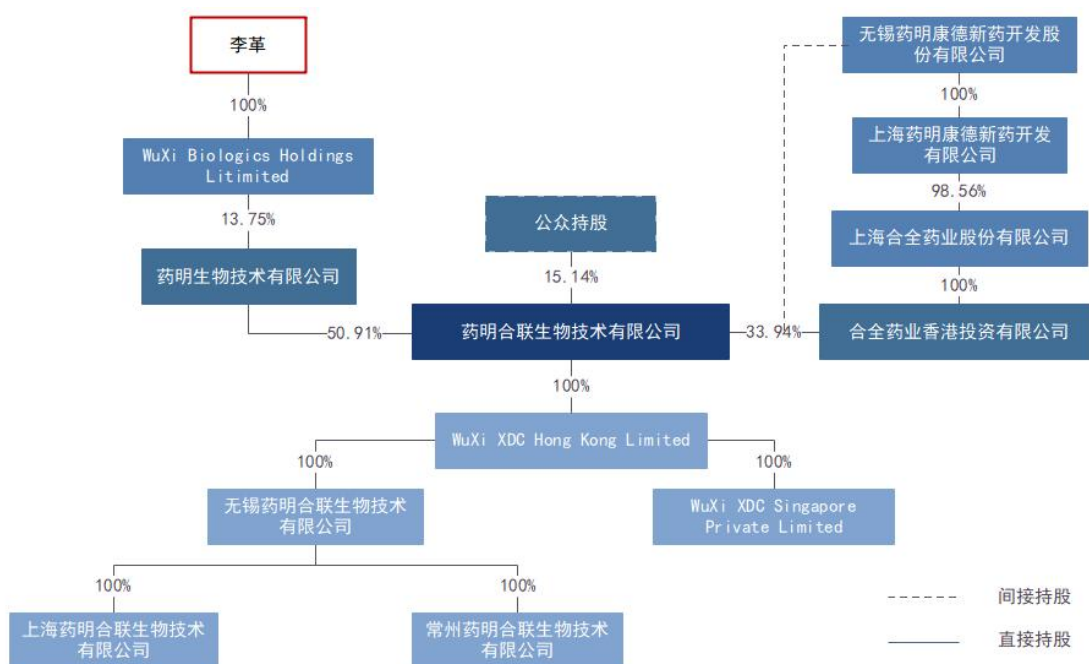
时间	事件
2013 年	签订首份 ADCCMC 合约并在药明生物技术集团 BCD 业务部内部开展 ADC/CRDMO 业务。
2016 年	首次为客户完成国家药监局 IND 申请。
2018 年	在无锡建立一个单独专用的 ADC 设施 DP3。
2019 年 2 月	建立专有 WuXiDAR4 技术平台，丰富偶联技术组合。
2019 年 4 月	与首名欧盟客户瑞士生物技术公司 NBE-Therapeutics（其后由 Boehringer Ingelheim 收购）展开合作，开发及生产 NBE-Therapeutics 的首款 ADC 产品。

2019年8月	无锡的ADC设施DP3开始GMP生产。
2020年2月	取得药品生产许可证。
2020年12月	于开曼群岛注册成立。
2021年5月	与药明生物及合全药业就认购股份订立股权认购协议，完成后，药明生物及合全药业分别拥有60%及40%股权。
2021年7月	就转让BCD业务部及无锡药明联合生物技术，以及收购有效载荷及连接子业务订立协议，据此：1) XDC Hong Kong 获 Biologics Investment 转让无锡药明联合生物技术的全部股权；2) 常州药明联合生物技术收购合全药业的有效载荷及连接子业务（包括有关业务的客户资源、人员及资产）；3) 上海药明联合生物技术获上海生物技术转让余下药明生物技术集团的BCD业务部。
2022年8月	上海设施开始营运，发现及工艺开发容量大幅提升。
2022年11月	成立 XDCS Singapore，是实施「全球双厂生产」策略的重要一步，并在新加坡建立生产基地。
2023年9月	位于无锡的新ADC设施正式投入运营，内部的发现及开发能力以及制造能力增强。
2023年11月17日	于港交所上市。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

药明生物及合全药业为主要股东。公司上市后的股东架构中，药明生物(02269.HK)持股50.91%，合全药业（药明康德间接全资子公司）持股33.94%，公众股东持股15.14%，实际控制人为李革。李革是药明系的创始人，截至2023年6月30日，李革与其他创办人通过 Biologics Holdings 持有药明生物股权约13.75%，持有药明康德总投票权约21.04%。附属子公司中，XDC Hong Kong 由药明联合直接全资拥有，主要从事投资控股，其余子公司主要从事研究、发现、开发及生产等业务。

图10: 药明联合股权架构



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 药明合联子公司情况

实体	成立日期及地点	持股	主要业务
XDCHongKong	2021年6月7日 中国香港	100%	投资控股
无锡药明合联生物技术	2018年3月13日 中国	100%	ADC 原料药及 ADC 药品生产
上海药明合联生物技术	2021年3月31日 中国	100%	ADC 的研究及工艺开发以及抗体的工艺开发及生产
常州药明合联生物技术	2021年7月2日 中国	100%	连接子及有效载荷的发现、工艺开发及生产
XDCSingapore	2022年11月16日 新加坡	100%	(2026年投产后) 原料药及药物项目的发现及开发

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

管理团队经验丰富, 专业能力出类拔萃。药明合联的管理团队较为成熟, 在国内外医药行业拥有丰富经验及多元化专业知识。CEO 李锦才在生物制剂工艺开发、增产及 cGMP 生产方面拥有超过 20 年经验, 其余主要团队成员的从业时间也大都超过 20 年。

表4: 药明合联管理团队经验丰富

姓名	现任职位	个人简历
李锦才	执行董事兼首席执行官	在生物制剂工艺开发、增产及 cGMP 生产方面拥有超过 20 年经验。于 1996 年 7 月获得中国清华大学化学工程与技术学士学位及辅修化学, 并于 2001 年 8 月获得美国马里兰大学巴尔迪默分校化学与生化工程博士学位。自药明合联注册成立起担任董事, 并自 2023 年 6 月起调任执行董事并获委任为公司首席执行官, 主要负责制定集团整体战略规划、业务开发及日常运营。加入药明合联前, 于 2011 年 9 月加入药明生物技术集团并自 2020 年 5 月起担任药明生物技术集团高级副总裁, 带领公司成功通过了公司的首次 FDA 及 EMA 许可前检查, 以及取得了中国的首个 FDA 生物制剂 BLA 批准。在 2021 年和 2022 年间, 带领团队在中国、美国和欧洲累计完成了 40 多项 ADC/生物偶联药物 IND 申报。
张靖伟	执行董事兼首席运营官	在生物技术行业拥有超过 25 年经验。于 1990 年 7 月获得中国南开大学生物医药科学学士学位, 并于 2002 年 5 月获得美国纽约大学斯特恩商学院工商管理硕士学位。自 2023 年 4 月起担任药明合联生物技术有限公司执行董事兼首席运营官, 主要负责管理集团的供应链及运营。加入药明合联前, 于 2019 年 4 月至 2023 年 3 月担任药明生物技术集团全球战略运营高级副总裁, 负责供应链规划、全球采购、仓库管理及环境、健康与安全, 同时亦参与公司业务的供应链运营, 并且曾于美国辉瑞等多个公司担任财务总监等职务, 运营经验丰富。
席晓捷	执行董事、首席财务官兼公司秘书	拥有超过 18 年的美国及中国金融行业从业经验, 包括在多家上市及私有公司从事投资银行和私募股权投资。于 2008 年获得纽约大学斯特恩商学院的工商管理硕士学位, 并于 2002 年获得新泽西州立罗格斯大学理学硕士学位, 主修生物化学和计算机科学, 以及于 1997 年获得武汉大学生物化学学士学位。于 2023 年 6 月起获委任为药明合联生物技术有限公司执行董事, 于 2023 年 5 月起获委任为药明合联生物技术有限公司首席财务官。于 2023 年 11 月 7 日起获委任为药明合联生物技术有限公司公司秘书。加入公司之前, 曾担任 SINC Capital (HK) Limited 的董事, 专注于对中国医疗保健行业的投资, 并于瑞士信贷、摩根士丹利及里昂证券担任投资银行家, 负责执行重大交易。
陈智胜	董事会主席兼非执行董事	在生物技术行业拥有超过 20 年经验。于 1994 年 7 月获得中国清华大学化学工程及技术学士学位, 并于 2000 年 8 月获得美国特拉华大学化学工程博士学位。自药明合联注册成立起担任董事, 并自 2023 年 6 月起调任为非执行董事, 于 2021 年 5 月获委任为董事会主席, 主要负责就集团的业务、战略及企业发展提供全面指导。加入公司前, 自 2011 年 6 月起加入药明生物技术集团并担任多个职位, 包括但不限于自 2014 年 2 月起担任药明生物技术执行董事及自 2016 年 1 月起担任首席执行官。2011 年 6 月至 2016 年 1 月, 陈博士担任无锡药明生物技术股份有限公司 (前称无锡药明康德生物技术有限公司) 高级副总裁, 负责生物制剂开发及生产管理。在此之前, 陈博士亦任职于多家制药公司, 并于 2018 年 11 月获国际制药工程协会 (ISPE) 委任为国际董事会成员。
周伟昌	非执行董事	在生物技术行业拥有约 30 年经验。于 1982 年 7 月获得中国江西工学院有机化学工程学士学位, 并于 1989 年获得德国汉诺威大学自然科学博士学位。自 2020 年 12 月起担任董事, 并自 2023 年 6 月起调任为非执行董事, 主要负责就本集团的企业战略及管治提供指导。于 2012 年 12 月首次加入无锡药明生物技术股份有限公司 (前称无锡药明康德生物技术有限公司) 担任副总裁, 负责管理生物制剂开发及生产职能。周博士亦于药明生物技术担任多个职位, 包括但不限于自 2016 年 5 月起担任其执行董事、自 2016 年 11 月起担任首席技术官及自 2022 年 10 月起担任全球生物制剂开发及运营总裁, 主要负责监督生物制剂的开发及生产。
施明	非执行董事	在财务、业务发展以及运营领域拥有 20 多年的专业知识和管理经验。于上海大学获得国际金融学士学位, 自 2016 年 9 月起成为中国注册会计师协会会员, 并接受 GE 资深财务管理项目 (EFLP) 培训。自 2023 年 6 月起担任非执行董事, 主要负责就本集团的企业战略及管治提供指导。加入公司前, 施女士自 2022 年 1 月起一直担任药明康德的首席财务官, 并于 2021 年 4 月至 2022 年 1 月担任其财务高级副总裁。在此之前, 2005 年 9 月至 2021 年 4 月, 施女士先后担任通用电气不同业务部门的高级管理职位。在其职业生涯早期亦曾在其他跨国公司工作, 包括于 1997 年 7 月至 2002 年 2 月在安永华明会计师事务所任职。
Stewart John Hen	独立非执行董事	在生物制药及生命科学行业拥有超过 20 年深厚及丰富工作经验。于 1989 年 5 月获得美国特拉华大学化学工程学士学位, 1992 年 2 月获得美国麻省理工学院化学工程实务硕士学位, 并于 1996 年 5 月获得美国宾夕法尼亚大学工商管理硕士学位。自公司上市后获委任为独立非执行董事, 主要负责监督董事会并为其提供独立判断。此前, Hen 先生于 1996 年 9 月至 2000 年 5 月担任麦肯锡公司的咨询顾问; 于 2000 年 5 月至 2010 年 8 月担任华平创业投资有限公司的董事总经理; 自 2010 年 10 月起担任 SerradoCapital LLC 的管理合伙人, 主要投资于生物技术、生物制药、CRO 或 CRDMO 性质的公开交易公司。
Ulf Gra	独立非	在治疗性抗体开发行业拥有超过 20 年的经验。于 1988 年 10 月获得德国拜罗伊特大学生物化学学士学位, 1991 年 7 月获

wunder	执行董 事	得生物化学硕士学位，其后于1994年7月获得瑞士巴塞尔大学细胞生物学博士学位。此外亦持有瑞士圣加仑大学商学院的科技创业文凭。自公司上市后获委任为独立非执行董事，主要负责监督董事会并为其提供独立判断。Grawunder 博士是瑞士生命科学领域一名经验丰富的企业家。于2003年9月共同创立4-AntibodyAG（治疗性抗体发现公司），开始其生物技术职业生涯；2012年6月至2021年11月担任瑞士NBE-TherapeuticsAG（开发用于癌症治疗的抗体药物偶联物公司）的创始人兼首席执行官；亦为德国T-CURXGmbH（专注于为癌症患者开发下一代CAR-T细胞疗法）的联合创始人。此外，Grawunder 博士以其对V(D)J重组机制（在免疫系统中产生抗体和T细胞受体多样性的过程）的博士后研究而闻名。
周浩	独立非 执行董 事	于1998年7月获得中国上海外国语大学的学士学位。自公司上市后获委任为独立非执行董事，主要负责监督董事会并为其提供独立判断。周先生于2020年11月至2023年3月曾任安居客（58同城的住房附属公司）的首席战略官。此前，于2011年6月至2020年11月，周先生在58同城担任多个职位。自2007年至2011年，周先生曾担任通用电气（中国）有限公司等多家公司的首席财务官或财务经理。此外，周先生自2016年起担任时代天使科技有限公司、百融云创、美图公司的独立非执行董事。
罗建军	副总裁	在生物制药行业拥有超过30年经验。于1988年7月获得北京化工大学化学工程学士学位，1991年7月取得中国科学院过程工程研究所化学工程硕士学位，并于2002年5月获得加拿大达尔豪斯大学化学工程博士学位。自2023年6月起担任副总裁，主要负责监督集团ADC偶联药物及药品生产。自2020年2月起，罗博士一直担任药明生物技术集团的ADC偶联药物及药品生产副总裁，并于2021年8月担任无锡药明合联生物技术生物偶联药物产品生产副总裁。在此之前，2011年12月至2020年2月，罗博士于药明生物技术集团担任多个职位。加入药明生物技术集团之前，罗博士于多家制药公司或工程研究所担任研究员及工程师。
朱梅英	首席技 术官	在生物科技行业拥有逾28年的药物开发经验。于1987年7月获得中国清华大学化学工程学士学位，1991年12月获得美国伊利诺伊理工学院化学工程硕士学位，并于1999年5月取得美国威斯康辛大学麦迪逊分校化学工程博士学位。自2023年7月起担任首席技术官，主要负责新药物、药物连接子及新型偶联技术的早期发现工作，以及领导ADC药物的CMC开发。加入本公司前，朱博士于2019年9月至2023年7月在山东省烟台市担任荣昌生物制药（烟台）股份有限公司的首席技术官，并且在此之前，朱博士曾在加利福尼亚州、康涅狄格州以及纽约等多个公司担任多个职位，包括首席技术官、工艺开发经理等，是备受推崇的专家及高级人员。

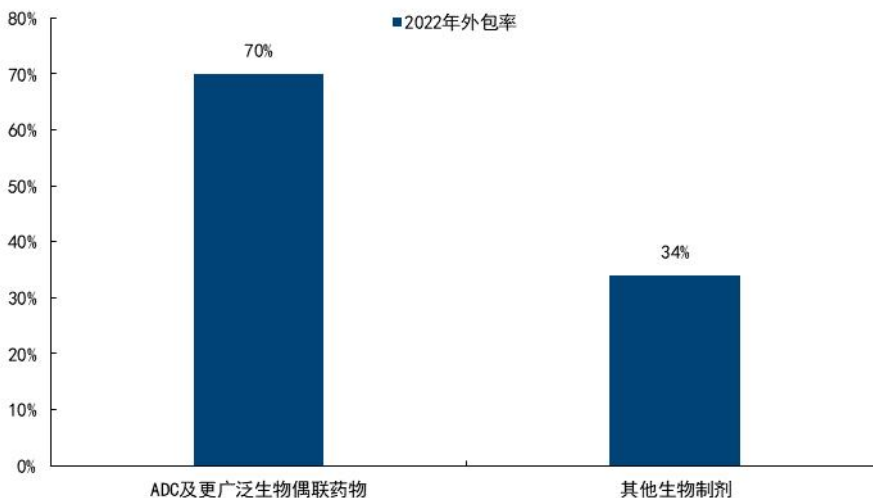
资料来源：同花顺 iFind、公司公告，国信证券经济研究所整理

骨干员工经验丰富，执行能力强。截至2023年12月31日，在公司的1,178名员工中，有53%的员工具有生物学、化学、化学工程及其他相关领域硕士或博士学位，且大部分员工曾在中国或海外的制药或生物技术公司供职，专业知识及行业经验均较为丰富。此外，公司培训体系完善，提供参与ADC及其他生物偶联药物前沿项目的机会，员工留存率较高，截至2023年底，公司员工的保留率高达95.2%。

ADC 外包率高，外包服务商大有可为

ADC 高难度的开发要求造就了高外包率。由于生物偶联药物开发的高复杂性和高技术要求性，大部分制药及生物技术公司依赖外包合作伙伴进行ADC及更广泛生物偶联药物的发现、开发及制造。2022年全球ADC及更广泛生物偶联药物开发的外包率高达约70%，远高于其他生物制剂约34%的外包率。

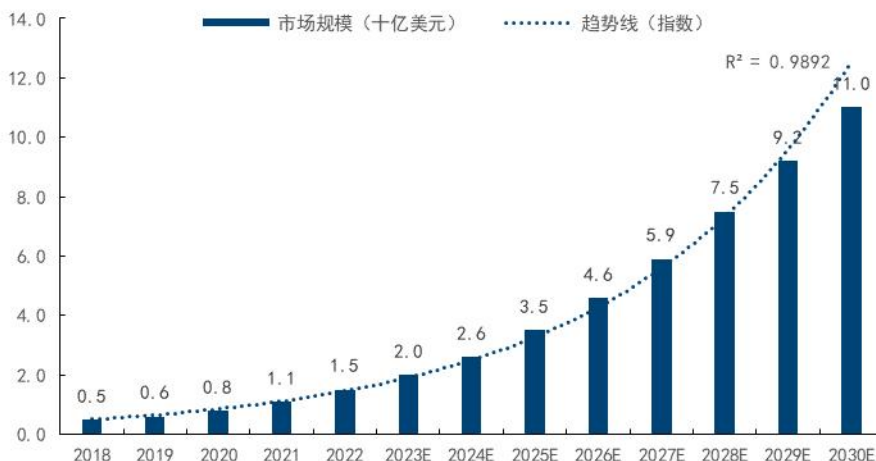
图11: ADC 及更广泛生物偶联药物与其他生物制剂外包率对比 (%)



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场规模呈现出指数式上升态势。2022 年，全球 ADC 及更广泛生物偶联药物的市场规模达到 15 亿美元，2018-2022 年复合年均增长率为 34.5%，而同期整体生物制剂外包服务市场的复合增速仅 21.8%。根据弗若斯特沙利文预测，预计到 2030 年，全球 ADC 及更广泛生物偶联药物的外包服务市场规模将继续扩张至 110 亿美元，2022-2030 年复合年均增长率达 28.4%。

图12: 全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场规模

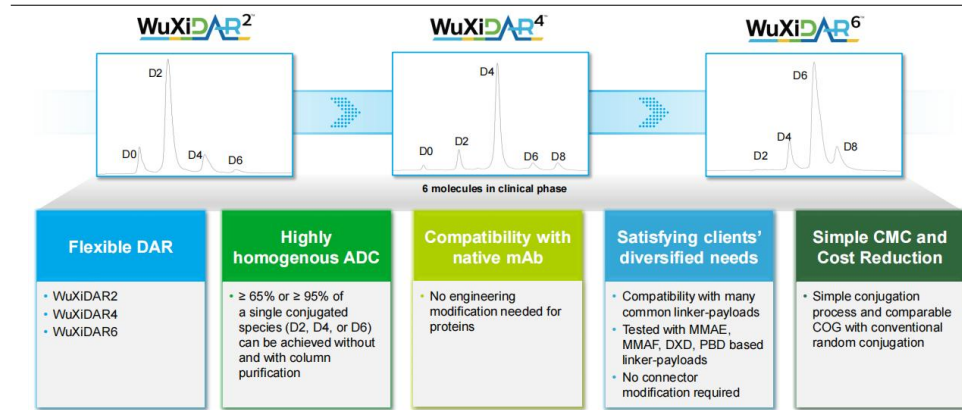


资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

公司竞争优势明显，增长驱动力强劲

顶级技术加持，综合能力全球领先。公司拥有数十项偶联技术、丰富的连接子及有效载荷合成和工艺开发专长、先进的工艺开发专有技术、全面的分析方法以及专用的专业设施，能够涵盖生物偶联药物开发及生产的每个关键步骤，是全球少数几家拥有如此广泛服务能力的 CRDMO 之一。2023 年，公司将自主研发并获得专利的 WuXiDAR4 偶联技术进一步升级为 WuXiDARx™ 技术，大大拓宽了 ADC 药物不同所需 DAR 的可能性，能够制备偶联于链间二硫键残基的具有不同 DAR 值（DAR2，DAR4 与 DAR6）的高同质性 ADC 产品，有效提高了 ADC 药物的均一性，增强了工艺稳定性，降低了药物开发成本。

图13: WuXiDARx™ 技术能够制备具有不同 DAR 值的高同质性 ADC 产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表5: 全球前 10 名生物偶联药物外包服务商能力比较

公司	能力				ADC 专用工艺			位于 1-2 个小时车程内的全方位 ADC 生产设施
	mAb	有效载荷-连接子	偶联	DP (药物产品)	研究	开发	制造	
药明合联	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	有
Lonza	✓	✓	✓	✓		✓	✓	无
MerckMillipore	✓	✓	✓			✓	✓	无
Axplora		✓	✓			✓	✓	无
Abbvie	✓	✓	✓	✓		✓	✓	无
BSPPharma	✓	✓	✓	✓		✓	✓	有
Catalent	✓		✓	✓		✓	✓	无
Piramal		✓	✓	✓	✓	✓	✓	无
FujifilmDiosynth	✓			✓		✓	✓	无
Baxter				✓		✓	✓	无

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

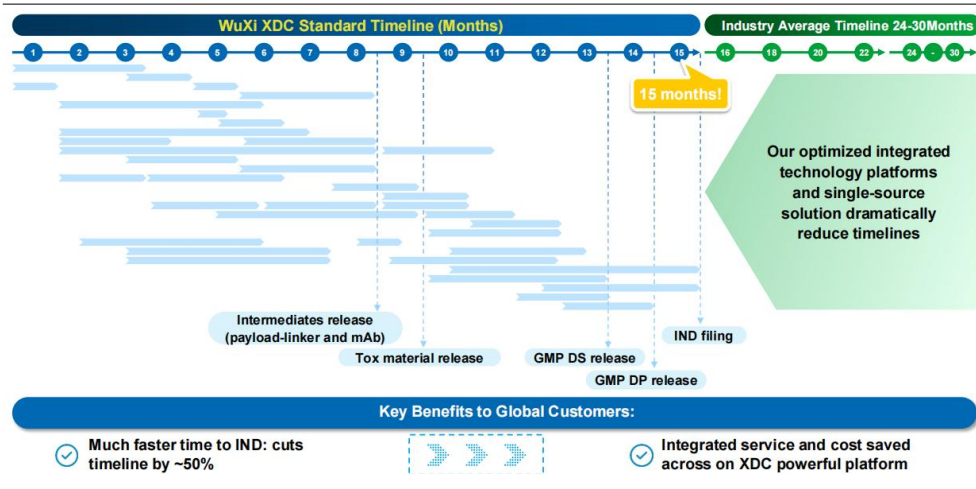
全球产能布局充足, 国内基地毗邻有效缩短项目周期。公司拥有无锡、上海、常州以及新加坡四个基地。其中, 无锡基地自 2023 年 9 月及 12 月启用双功能产线以及千级连接子及有效载荷设施以来, 无锡基地已作为完全整合的「一体式」功能开始运营, 提供全方位服务, 能够实现所有 ADC 成分的生产, 同时, 公司正在扩大无锡基地的产能, XmAb/XBCM2 设施的第二条生产线及 XDP3 目前正在建设中, 预计将分别于 2024 年第四季度和 2025 年第二季度投入运营; 新加坡基地设计建设四条生产线, 目前已经开始建设, 预计将于 2026 年开始进行 GMP 合规运营。此外, 上海、常州及无锡基地的地理位置相临近, 仅需两小时左右的车程, 使得基地之间或内部运输 ADC 成分所需的运输时间大大减少, 能够更好地协调开发及制造运营、管理供应链并确保无缝技术转让及质量保证, 大幅提高整体生产率及效率, 将抗体 DNA 序列到生物偶联药物 IND 申报的时间缩短至约 13 至 15 个月。

表6: 无锡、上海、常州基地产能设计情况

基地	占地面积 (平方米)	产能
无锡	48,067	偶联原料药及抗体中间体生产 ✓ 配备从 5 升到 500 升不等的一次性反应器系统的 XBCM1 设施。 ✓ 双功能 XmAb/XBCM2 设施的设计容量为每批 200 升至 2,000 升单克隆抗体中间体或每批 2,000 升原料药。同样采用双功能设计的第二条生产线目前正在建设中, 预计将于 2024 年第四季度投入运营。
		偶联药品生产 ✓ XDP1 设施设计生产三百万剂液体或冻干剂型的生物偶联药物 (三百万瓶, 一台 5 平方米冻干机及一台 20 平方米冻干机)。 ✓ XDP2 设施设计生产五百万剂液体或冻干剂型的生物偶联制剂 (五百万瓶, 一台 5 平方米冻干机及两台 20 平方米冻干机)。 ✓ XDP3 设施设计生产七百万剂液体或冻干剂型的生物偶联制剂 (七百万瓶, 两台 30 平方米冻干机), 预计将于 2025 年第二季度投入运营。
		连接子及有效载荷 ✓ XPLM1 设施设计为一条公斤级连接子及有效载荷生产线。
上海	8,927	发现实验室 ✓ 生物偶联药物发现及支援功能实验室。 生物偶联药物工艺开发实验室 ✓ 生物偶联工艺开发及分析法开发、ADC 及其他生物偶联药物从实验室规模的样品制备到中试规模生产。
常州	819	连接子及有效载荷 ✓ 实验室采用经过现场检测的密闭设计, 可安全处理被指定为 0EB5 级材料的高效化合物。 ✓ 配备符合 GMP 标准的反应釜, 产能最多每批 150 升, 使本集团能够生产公斤级连接子及有效载荷。 偶联原料药生产 ✓ 双功能 XmAb/XBCM3 设施的设计容量为每批 200 升至 2,000 升单克隆抗体中间体或每批最多 2,000 升生物偶联原料药。 ✓ 每批产能最多 500 升生物偶联原料药的 XBCM4 设施生产线。
新加坡 (在建)	22,000	偶联药品生产 ✓ XDP4 设施设计生产八百万剂液体或冻干剂型的生物偶联药物, 液体或冻干剂型制剂的生产速度为每分钟 200 至 300 瓶 (8 百万瓶, 一台 10 平方米冻干机及两台 30 平方米冻干机)。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

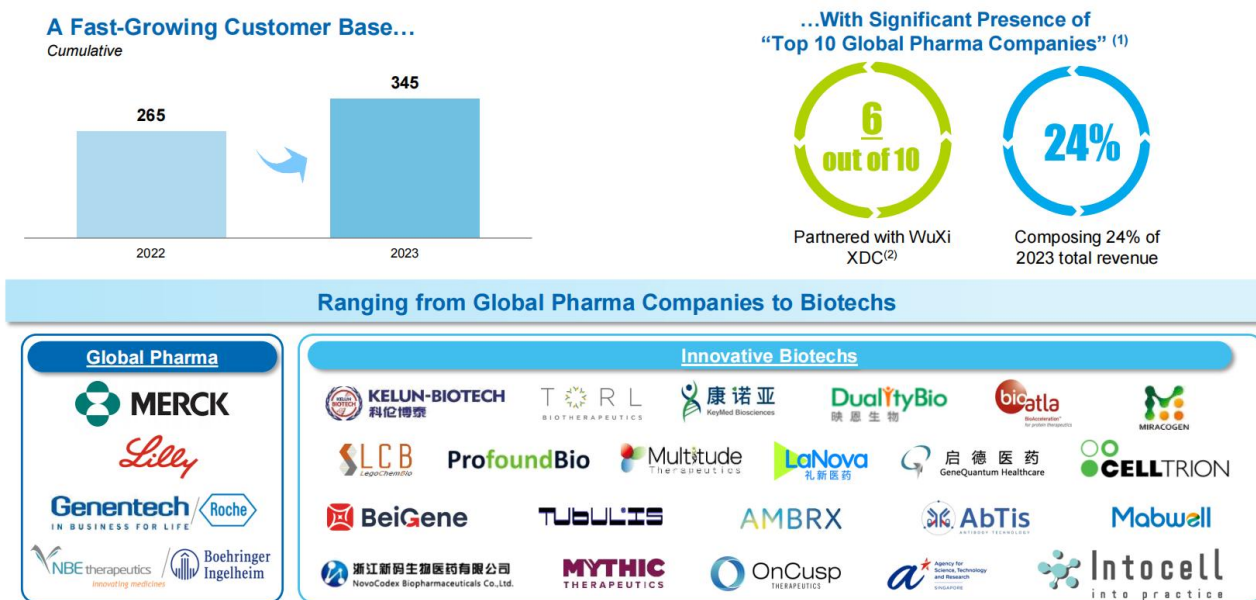
图14: 药明联合可将抗体 DNA 序列到生物偶联药物 IND 申报的时间缩短至 13-15 个月



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优质客户持续积累，在手订单充沛。公司通过深厚的专业知识和研发技术，提供优质、定制及创新的解决方案，已积累多元化、忠诚且快速增长的优质客户群。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已累计为 345 名客户提供服务，其中包括创新生物技术公司及全球制药公司，并且有许多是 ADC 及生物偶联药物领域的领先从业者。在全球排名前十的大制药公司中，有 6 家是公司的客户，约占公司 2023 年总收益的 24%。截至 2023 年底，公司的在手总订单数达 5.79 亿美元，未来将持续转化为收入，推动公司业绩增长。

图15: 公司部分客户概览

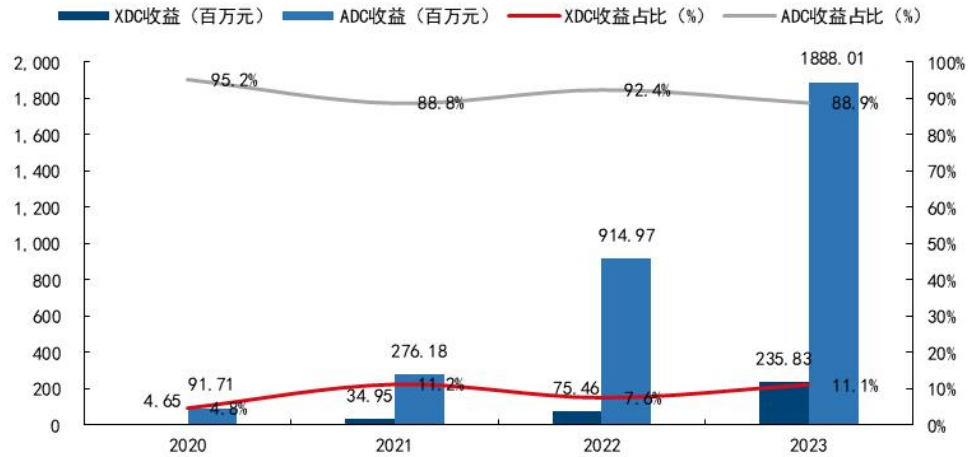


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

XDC 项目储备丰富，收入持续增长。从 2020 年至 2023 年，公司 XDC 类型的项目收益整体呈上升趋势，占总收益的比重从 2020 年的 4.8% 快速提高至 2023 年的

11.1%，2023 年 XDC 项目收益达到 235.83 百万元。截至 2023 年 12 月 31 日，公司有 129 个 ADC 综合项目及 14 个非 ADC 综合项目。

图16: 按项目类型划分的收益情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7: 按项目阶段和类型划分的进行中的项目数量

项目阶段	项目类型	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
发现	ADC	78	148	244	322
	XDC	22	28	55	105
	合计	100	176	299	427
临床前	ADC	24	38	51	77
	XDC	4	7	6	7
	合计	28	45	57	84
临床	ADC	11	13	33	52
	XDC	1	2	4	7
	合计	12	15	37	59

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：发现阶段项目为自公司成立以来的累计值。

未来可期，有望享受全球 XDC 市场发展红利。随着 XDC 领域的持续突破和全球 XDC 市场的不断发展，相信公司能够凭借在 ADC 方面积累的实践经验、跨学科专业知识及行业领先的技术能力，成功将服务延伸至 XDC，在进一步引领 XDCRDMO 的行业发展的同时，享受到全球 XDC 市场发展的红利。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

IND 前服务收入：截至 2023 年 12 月 31 日，公司共有 84 个正在进行的 IND 前项目，共产生 9.27 亿元的项目收入。考虑到全球生物偶联药物市场规模快速扩大且 ADC 外包行业高度景气，未来三年 ADC 外包项目数量将持续增多。公司作为 ADC/CDMO 龙头企业，具备从药物发现到开发及制造阶段的全流程能力，叠加其实施的“全球双厂策略”使得现有产能不断提升，我们认为公司有充足的能力大量承接发现项目并将其推进至临床前阶段。因此，预计 2024-2026 年公司 IND 前项目数分别为 109、137、164 个，同比增长 30.0%、25.0%、20.0%，对应收入分别为 13.86、19.05、24.00 亿元，同比增长 49.5%、37.5%、26.0%。

IND 后服务收入：公司 IND 后服务包括临床阶段服务和商业化阶段服务。截至 2023 年 12 月 31 日，公司有 59 个正在进行的 IND 后项目，并且已有 5 个 PPQ 项目即将提交 BLA。我们认为，受益于“赋能、跟随并赢得分子”策略，公司项目管线将持续流向“漏斗”末端，IND 前项目不断向临床 I 期、II 期、III 期以及商业化阶段推进，并且在此过程中还会不断从外部赢得项目，因此我们预计 IND 后项目的数量将快速增长。考虑到临床 I 期、II 期及 III 期的项目执行周期分别为 1-3 年、2-4 年、3-5 年，平均合约金额分别为 7.5、11.5、55 百万美元，我们认为越靠近漏斗末端的项目数量增速越慢，预计 2024-2026 年临床 I 期、II 期及 III 期项目数量分别为 53/71/93、18/24/33、9/10/12 个，合计产生的临床阶段项目收入分别为 16.92、24.69、33.89 亿元。由于公司有 5 个 PPQ 项目，并且在 2023 上半年已为 2 个项目完成了 BLA 提交前的准备工作，我们预计 2024-2026 年商业化阶段项目的数量分别为 1、2、3 个，对应的收入分别为 0.50、2.40、3.90 亿元。

毛利及毛利率预测：考虑到公司生产线建设不断扩充，自有产能持续提升，尤其是无锡基地的新生产线投产后将满足公司自身抗体中间体、连接子及有效载荷的大部分需求，公司抗体中间体生产的对外依赖程度将有所下降，间接生产成本对毛利率的负面影响有望改善。我们预计 2024-2026 年的毛利率分别为 30.0%、33.0%、34.9%，对应的毛利分别为 9.38、15.23、21.57 亿元。

表8: 药明联合营收项目拆分（百万元、个，百分比除外）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	311.13	990.42	2123.84	3127.46	4614.04	6179.61
yoy	222.9%	218.3%	114.4%	47.3%	47.5%	33.9%
毛利	113.49	261.08	559.56	938.24	1522.63	2156.68
yoy	1304.5%	130.0%	114.3%	67.7%	62.3%	41.6%
毛利率	36.5%	26.4%	26.3%	30.0%	33.0%	34.9%
IND 前项目收入	152.51	381.07	926.77	1385.53	1905.10	2400.43
yoy	187.1%	149.9%	143.2%	49.5%	37.5%	26.0%
项目单价	3.39	6.69	11.03	12.69	13.96	14.65
yoy	78.6%	97.3%	65.0%	15.0%	10.0%	5.0%
项目数量	45	57	84	109	137	164
yoy	60.7%	26.7%	47.4%	30.0%	25.0%	20.0%
IND 后项目收入	158.63	609.35	1197.07	1741.94	2708.94	3779.19
yoy	266.9%	284.1%	96.4%	45.5%	55.5%	39.5%
临床阶段	158.63	609.35	1197.07	1691.94	2468.94	3389.19
yoy	266.9%	284.1%	96.4%	41.3%	45.9%	37.3%
临床 I 期				658.33	961.05	1331.65
yoy				58.8%	46.0%	38.6%

项目单价		12.50	13.50	14.25
	yoy	14.6%	8.0%	5.6%
项目数量		53	71	93
	yoy	38.6%	35.2%	31.3%
临床 II 期		327.60	502.44	718.34
	yoy	55.6%	53.4%	43.0%
项目单价		18.50	20.70	21.70
	yoy	14.3%	11.9%	4.8%
项目数量		18	24	33
	yoy	36.2%	37.1%	36.4%
临床 III 期		706.00	1005.45	1339.20
	yoy	23.4%	42.4%	33.2%
项目单价		80.00	99.00	110.00
	yoy	11.9%	23.8%	11.1%
项目数量		9	10	12
	yoy	10.3%	15.1%	19.9%
商业化阶段		50.00	240.00	390.00
	yoy		380.0%	62.5%
项目单价		50	120.00	130.00
	yoy		140.0%	8.3%
项目数量		1	2	3
	yoy		100.0%	50.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收分别为 31.27/46.14/61.80 亿元，同比+47.3%/+47.5%/+33.9%，毛利率 30.0%/33.0%/34.9%，毛利 9.38/15.23/21.57 亿元，同比+67.7%/+62.3%/+41.6%。

未来 3 年业绩预测

表9: 药明合联未来 3 年盈利预测表（百万元，百分比除外）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	311.13	990.42	2123.84	3127.46	4614.04	6179.61
营业成本	197.64	729.34	1564.28	2189.23	3091.41	4022.93
销售费用	2.03	8.77	15.22	18.76	27.68	37.08
管理费用	27.86	49.21	123.97	162.63	239.93	321.34
研发费用	13.82	33.84	76.87	106.33	156.88	210.11
财务费用	0.49	2.92	0.74	3.13	9.23	12.36
上市开支			53.58	50	30	20
利润总额	66.85	195.80	359.61	718.92	1143.50	1626.47
净利润	54.93	155.73	283.54	611.08	971.97	1382.50
	yoy	108.9%	183.5%	82.1%	115.5%	59.1%
加：						
上市开支			53.58	50	30	20
以股份为基础的薪酬开支	22.16	38.63	75.15	78.91	78.91	78.91
经调整净利润(非国际财务报告准则计量)	77.09	194.36	412.27	739.99	1080.88	1481.41
	yoy	135.2%	152.1%	112.1%	79.5%	46.1%
EPS (元)	0.05	0.13	0.24	0.51	0.81	1.15
ROE	263.1%	10.5%	5.2%	10.1%	13.8%	16.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 6.11/9.72/13.82 亿元，对应增速分别为+115.5%/+59.1%/+42.2%；加回上市开支和以股份为基础的薪酬开支后的经调整净利润为 7.40/10.81/14.81 亿元，对应增速分别为+79.5%/+46.1%/+37.1%。

盈利预测的敏感性分析

乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表10: 盈利预测敏感性分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	990	2,124	3,228	4,916	6,750
(+/-%)	218.3%	114.4%	52.0%	52.3%	37.3%
净利润(百万元)	156	284	622	989	1407
(+/-%)	183.5%	82.1%	119.3%	59.1%	42.2%
每股收益(元)	0.13	0.24	0.52	0.83	1.17
中性预测					
营业收入(百万元)	990	2,124	3,127	4,614	6,180
(+/-%)	218.3%	114.4%	47.3%	47.5%	33.9%
净利润(百万元)	156	284	611	972	1382
(+/-%)	183.5%	82.1%	115.5%	59.1%	42.2%
每股收益(元)	0.13	0.24	0.51	0.81	1.15
悲观预测					
营业收入(百万元)	990	2,124	3,027	4,322	5,642
(+/-%)	218.3%	114.4%	42.5%	42.8%	30.5%
净利润(百万元)	156	284	600	955	1358
(+/-%)	183.5%	82.1%	111.7%	59.1%	42.2%
每股收益(元)	0.13	0.24	0.50	0.80	1.13

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：18.70—23.15 港元

表11：公司盈利预测假设条件（%）

公司	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	218.3%	114.4%	47.3%	47.5%	33.9%	20.0%	20.0%
营业成本/营业收入	73.6%	73.7%	70.0%	67.0%	65.1%	65.00%	64.90%
管理费用（含研发）/营业收入	8.4%	9.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.50%	8.40%
销售费用/销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.55%	0.50%
营业税及附加/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税税率	20.5%	21.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.10%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	0.95
公司股价（元）	18.3	Ke	10.11%
发行在外股数（百万）	1198	E/(D+E)	99.86%
股票市值(E, 百万元)	21916	D/(D+E)	0.14%
债务总额(D, 百万元)	31	WACC	10.10%
Kd	3.50%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 18.70—23.15 港元，对应市值区间为 223.93—277.20 亿港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表13：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港元）

		WACC 变化				
		9.1%	9.6%	10.10%	10.6%	11.1%
永续增长率变化	3.5%	28.00	25.53	23.43	21.64	20.09
	3.0%	26.43	24.25	22.38	20.76	19.35
	2.5%	25.10	23.15	21.46	19.99	18.69
	2.0%	23.95	22.19	20.66	19.31	18.11
	1.5%	22.95	21.35	19.95	18.70	17.59
	1.0%	22.08	20.61	19.31	18.15	17.12
	0.5%	21.31	19.95	18.75	17.66	16.69
	20.66					

资料来源：国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2024-3-30

相对估值：19.24—21.16 港元

鉴于公司在 ADCCRDMO 赛道处于龙头地位，我们选择 CXO 行业龙头药明康德、药明生物、凯莱英和康龙化成作为可比公司。其中：药明康德是创新药 CRDMO 龙头，主要提供一体化、端到端的新药研发和生产服务；药明生物是生物制药 CRDMO 龙头，主要提供一站式的生物药开发、发现和生产；凯莱英是小分子 CDMO 龙头，主要提供药品全生命周期的一站式 CMC 服务和研发生产服务；康龙化成是 CRO 行业龙头，主要提供小分子、大分子和细胞与基因治疗药物的研发生产服务。

考虑到公司成长性较高，我们采取 PEG 法进行估值，预计药明合联 2024-2026 三年归母净利润复合增速为 69.6%，高于可比公司平均值。基于 ADC CRDMO 行业的高增速及公司在行业的领先地位，我们给予公司 2024 年 0.50-0.55 倍 PEG，即相较于 2024 年盈利预测 34.79-38.26 倍 PE，合理市值 230.38—253.41 亿港元。

表14: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/3/30 股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
603259.SH	药明康德	46.18	1,306	3.28	3.18	3.63	4.14	14.1	14.5	12.7	11.2	17.43	1.8	买入
2269.HK	药明生物	14.30	609	0.80	1.52	2.01	1.25	16.5	8.7	6.6	10.6	8.43	0.5	买入
002821.SZ	凯莱英	86.04	310	6.14	5.00	6.39	5.67	14.0	17.2	13.5	15.2	12.98	(6.6)	无
300759.SZ	康龙化成	20.37	329	0.90	1.15	1.44	1.31	22.7	17.7	14.1	15.6	12.75	1.3	无
	平均							16.8	14.5	11.7	13.1		(0.7)	
2268.HK	药明合联	18.30	219	0.24	0.51	0.81	1.15	71.3	33.1	20.8	14.6	5.20	0.5	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：康龙化成、凯莱英、药明生物 26E 为 Wind 一致预期；药明生物、药明合联的股价、总市值币种为港币。

投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。公司为全球布局的 ADC CRDMO 龙头，已建立起全面一体化的一站式 CRDMO 平台，覆盖 ADC CRDMO 服务的全流程，综合能力全球领先。随着公司全球产能的不断扩张及 IND 前项目不断向 IND 后阶段推进，我们认为公司未来 3 年业务将保持较快增长，预计 2024-2026 年归母净利润 6.11/9.72/13.82 亿元，同比增长 115.5%/59.1%/42.2%。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司合理市值区间为 227.15—265.31 亿港元，合理股价 18.97—22.15 港元，较当前股价有 3%-21%溢价空间。考虑公司的龙头地位和较好的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 227.15—265.31 亿港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的 CXO 行业龙头，如药明康德、药明生物、凯莱英和康龙化成等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PEG 作为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 2024 年 0.50-0.55 倍 PEG，即相较于 2024 年盈利预测 34.79-38.26 倍 PE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 47.3%/47.5%/33.9%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 30.0%/33.0%/34.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

公司所处行业风险

公司业务的成功主要依赖与客户（主要为开发及商业化 ADC 及其他生物偶联药物的医药及生物科技公司）所签订服务合约的数量及规模。过往数年内，公司受益于全球 ADC 及更广泛生物偶联药物市场不断增长导致客户对公司服务的需求增加。任何该等趋势的减缓或逆转可能对公司服务的需求造成重大不利影响。特别是，全球 ADC 及更广泛生物偶联药物市场仍处于发展初期，此新型疗法的药理特性及疗效可能须进行进一步临床验证。倘 ADC 及其他生物偶联药物被认为不如其他药物类别可行，客户对公司的 ADC 及其他生物偶联药物的 CRDMO 服务的需求可能下降，这可能对公司的业务、经营业绩及财务状况产生重大不利影响。

竞争加剧风险

全球 ADC 及更广泛的生物偶联药物市场正在蓬勃发展，有利于整个 ADC 及更广泛生物偶联药物的外包服务行业的增长。然而，快速发展的行业可能会吸引大量新

进入者，这可能会大幅加剧业内竞争。该等新进入者可能包括其他行业的成熟外包服务提供商以及新创企业，彼等均可能带来大量财务资源、先进技术或创新业务策略。倘该等新市场进入者提供较低的价格、更先进的技术或更全面的服务能力，公司可能被迫调整自身的定价策略，提升我们的服务能力，从而产生大量费用及开支，而这未必能带来预期回报。此外，业务重点为连接符及有效载荷以及抗体中间体的外包服务提供商可能会与公司就客户于 ADC 及其他生物偶联药物的外包发现、开发及制造的预算展开竞争。倘公司无法与该等新市场进入者有效竞争，公司的业务、经营业绩、财务状况及前景可能会受到不利影响。

客户流失风险

鉴于公司以项目为基础的服务性质，公司的客户并无义务继续与公司进行后续开发阶段。在项目早期阶段（如发现或临床前阶段）使用公司服务的客户未必会在后续开发阶段继续与公司合作。由于公司大多数进行中的项目处于早期阶段，面临较高的试验失败风险，该等项目可能无法进入后续开发阶段，并使公司面临较高的客户流失风险。

技术风险

全球 ADC 及更广泛生物偶联药物行业的技术发展迅速。新 ADC 及其他生物偶联药物的发展有赖于连接符及偶联技术等多项技术的进步、mAb 发现及生产，及能有力对抗肿瘤细胞但副作用有限的新有效载荷的推出。由于行业标准不断转变或由于日益复杂且多样的客户需求的变化或由于竞争对手推出新服务及技术，客户对公司服务的需求可能出现公司未必能够预料的变化。公司无法保证能开发、提升或适应新技术及方法，即便公司向研发投入大量时间及精力后能成功开发新技术或优化现有技术，公司也不能保证产生充足的投资回报。

产能扩张不及预期风险

公司目前依赖于上海、常州及无锡的设施生产生物偶联药物组件、原料药及药品，并计划透过在无锡建立额外设施用于生物偶联药物组件、原料药及药品的临床或商业生产以增加产能，预期将于 2024 年第四季度和 2025 年第二季度完成。公司亦拟于新加坡建立一个生产基地以更好地服务全球客户。然而，公司无法保证扩张计划能在不延期的情况下成功实施或根本不能实施。倘公司扩张计划的任何部分未能或延迟实施，可能导致缺乏生产能力支持公司的增长、市场扩张及客户产品的商业化，进而可能对公司的业务、经营业绩及财务状况造成不利影响。

高级管理层及主要科研人员流失风险

公司的商业成功极为依赖高级管理层的持续服务。流失任何高级管理层或主要科研人员可能对公司的业务及经营产生重大不利影响。倘公司流失任何高级管理层成员或主要科研人员的服务，公司未必能物色、招募及培训合适的合格替代人员，并可能就招聘及培训新人员产生额外开支及花费额外时间，从而可能严重干扰公司的业务及增长。此外，尽管各高级管理层成员及主要科研人员与公司签署不竞争协议，倘他们当中任何人士离任，公司可能无法成功执行该等条款，此可能对公司的业务运营产生不利影响。

知识产权风险

公司主要依赖自身的专有技术、商业秘密及其他知识产权为 ADC 及其他生物偶联药物提供 CRDMO 服务。但由于公司服务的性质，公司通常可以获得客户拥有的大

量专有技术、知识产权甚至商业秘密。公司的客户通常保留与其项目相关的所有知识产权的所有权，包括向公司提供的知识产权及公司提供的服务产生的知识产权，但就公司提供服务所创造或开发衍生自公司自身的知识产权或与公司自费开发的制造工艺有关的知识产权除外。公司大力保护客户的专有及保密数据，包括要求雇员及其他相关第三方签订保密协议，禁止其披露客户的专有数据或技术。然而，该等协议可能无法为客户的商业秘密及专有技术提供有意义的保护，因为相关方可能违反该等协议，而这并非公司所能控制。倘公司未能保护我们或客户所拥有或获第三方许可的知识产权，公司可能承担违约责任，并严重损害公司的声誉。此外，未经授权的第三方可能会获得公司的商业秘密或专有技术，而他人亦可能独立开发类似或同等的商业秘密或专有技术。倘公司的专有数据被泄露予第三方（包括公司的竞争对手），或公司的知识产权被盗用或侵犯，公司的竞争地位可能受到损害，甚至削弱或抹去公司已经形成的任何竞争优势。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	335	4048	4721	5445	6524	营业收入	990	2124	3127	4614	6180
应收款项	506	956	283	417	559	营业成本	729	1564	2189	3091	4023
存货净额	63	47	28	40	53	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	98	149	469	692	927	销售费用	9	15	19	28	37
流动资产合计	1402	5200	5501	6594	8063	管理(含研发)费用	83	201	269	397	531
固定资产	799	1246	1156	1064	972	财务费用	3	1	3	9	12
无形资产及其他	271	270	659	1089	1562	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	12	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	12	12	62	112	其他收入	29	48	(50)	(30)	(35)
资产总计	2496	6735	7335	8816	10715	营业利润	196	391	597	1059	1541
短期借款及交易性金融负债	71	0	31	34	22	营业外净收支	0	(31)	122	85	86
应付款项	494	658	393	525	637	利润总额	196	360	719	1143	1626
其他流动负债	449	622	843	1217	1604	所得税费用	40	76	108	172	244
流动负债合计	1014	1279	1267	1776	2263	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	156	284	611	972	1382
其他长期负债	2	2	2	3	33						
长期负债合计	2	2	2	3	33	现金流量表(百万元)					
负债合计	1016	1281	1269	1779	2295	净利润	156	284	611	972	1382
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1481	5454	6065	7037	8420	折旧摊销	40	65	151	155	158
负债和股东权益总计	2496	6735	7335	8816	10715	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(3)	(1)	(21)	(24)	12
关键财务与估值指标						营运资本变动	(347)	(144)	330	136	140
每股收益	0.13	0.24	0.51	0.81	1.15	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(151)	205	1092	1263	1681
每股净资产	1.24	4.55	5.06	5.88	7.03	资本开支	0	(505)	(450)	(493)	(539)
ROIC	17%	8%	11%	18%	24%	其它投资现金流	(398)	401	0	0	0
ROE	11%	5%	10%	14%	16%	投资活动现金流	(398)	(104)	(450)	(542)	(589)
毛利率	26%	26%	30%	33%	35%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	16%	20%	24%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	25%	27%	28%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	218%	114%	47%	48%	34%	其它融资现金流	857	3612	31	3	(12)
净利润增长率	184%	82%	116%	59%	42%	融资活动现金流	857	3612	31	3	(12)
资产负债率	41%	19%	17%	20%	21%	现金净变动	309	3713	673	724	1080
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	26	335	4048	4721	5445
P/E	129.9	71.3	33.1	20.8	14.6	货币资金的期末余额	335	4048	4721	5445	6524
P/B	13.7	3.7	3.3	2.9	2.4	企业自由现金流	0	(319)	575	723	1100
EV/EBITDA	115.3	57.8	29.3	19.1	13.9	权益自由现金流	0	3293	624	747	1077

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032