

药明康德 (603259 CH)

地缘政治扰动有限，业绩企稳复苏

美国众议院在当地时间2024年9月9日投票通过了《生物安全法案》（法案编号H.R.8333）。我们在9月12日发布报告，认为即使法案通过，可能仅影响极少部分政府资助的项目，公司的美国业务有望维持基本稳健。此外，我们认为药明康德相比印度和欧美的化学药CDMO公司积累了显著的产能优势，预计海外同行中期内不太可能承接中国化学药CDMO行业的产能。基于公司快速增长的在手订单，特别是多肽业务的强劲增长趋势，以及美联储降息趋势下医药融资的恢复，我们认为公司盈利有望复苏。

■ **生物安全法案预计影响有限。**我们认为，众议院版本的议案限制美国政府机构以及接受美国政府补贴或者贷款的实体从相关中国公司采购商品或者服务，这大概率对药明康德的业务影响范围有限，并且议案内具有允许现有合同执行至2032年的“祖父条款”。虽然法案在众议院获得通过，但其中49%的民主党议员未投赞成票，包括36%的反对票，因此我们预计生物安全法案在民主党主导的参议院将面临更大的阻力。同时，参议院和众议院在年内剩余的投票窗口期很短，单独立法有一定概率无法完成。

■ **预计海外同行中期内无法承接中国化学药CDMO行业的产能。**我们整理了30家位于欧洲、美国和印度的从事API和化学药CDMO业务的公司情况，发现这些公司在收入体量和产能投入上显著落后于药明康德。印度专门从事API和化学药CDMO的公司大多提供大宗和特色原料药，对于创新药领域的涉足相对有限。与药明康德相比，印度相关企业的研发团队规模很小。欧洲的制药工业基础较好，区域内有众多历史悠久的化学药CDMO公司。但欧洲的化学药CDMO企业偏重制剂业务。同时，他们的主要分布在中欧和西欧地区，导致人工成本高于药明康德。

■ **公司业务有望企稳复苏。**药明康德管理层富有前瞻性地布局了多肽研发和生产业务。随着近几年司美格鲁肽和替尔泊肽等多肽类药物在代谢类疾病领域展现出重磅销售潜力，药明康德的多肽业务也随之快速增长，成为公司最重要的增长引擎。我们预计美联储进入利率下降通道后，医疗健康融资额将恢复增长，驱动全球早期医药研发需求的改善，药明康德早期业务也有望复苏。公司1H24的在手订单相比2023年底增长22.4%，复苏趋势已现。

■ **维持买入评级。**上调药明康德目标价至67.72元（WACC：9.42%，永续增长率：2.0%），以反映法案的不确定性降低以及在手订单增长带来的业绩复苏。我们预计公司在2024E/25E/26E收入同比增长-4.4%/+10.9%/+13.2%，经调整non-IFRS净利润同比变化-8.4%/+11.5%/+14.4%。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	39,355	40,341	38,558	42,745	48,404
同比增长(%)	71.8	2.5	(4.4)	10.9	13.2
调整后净利润(百万人民币)	9,399	10,854	9,947	11,089	12,691
同比增长(%)	83.2	15.5	(8.4)	11.5	14.4
调整后每股收益(人民币)	3.21	3.70	3.42	3.81	4.36
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	3.31	3.65	4.05
调整后市盈率(倍)	15.7	13.6	14.7	13.2	11.5

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	67.72 人民币
(此前目标价)	61.89 人民币
潜在升幅	34.8%
当前股价	50.22 人民币

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	146,237.0
3月平均流通量(百万人民币)	2,561.8
52周内股价高/低(百万人民币)	90.88/36.87
总股本(百万)	2911.9

资料来源：FactSet

股东结构

李革及其一致行动人	20.4%
香港投资者	16.8%

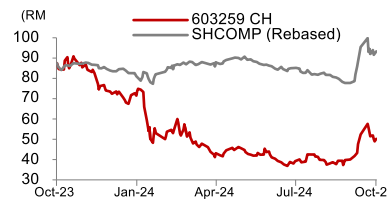
资料来源：公司财报

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	25.5%	4.5%
3-月	27.7%	16.6%
6-月	15.6%	9.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

目录

生物安全法预计影响有限.....	3
印度化药 CDMO 产业基础落后，发展仍需较长周期.....	5
印度市场的 API 和 CDMO 公司数量多但体量小.....	5
印度公司产能投入规模显著低于药明康德.....	7
印度基础设施基础薄弱.....	10
欧美 CDMO 公司偏重制剂业务，扩产缓慢.....	13
欧美 CDMO 公司偏重制剂业务.....	13
欧美公司的扩产节奏缓慢.....	15
公司业务有望企稳复苏.....	19
多肽业务成强劲增长引擎.....	19
拓张全球 CDMO 产能布局.....	19
美国降息预计将带动全球早期研发需求复苏.....	20
公司订单强劲增长，复苏趋势已现.....	21
维持药明康德买入评级，目标价 67.72 元人民币.....	23

生物安全法预计影响有限

美国当地时间2024年9月19日，美国参议院军事委员会在其官网公开了参议院2025国防预算法案（NDAA）草案，此次参议院版本NDAA纳入93项修正案，其中不含生物安全法案（S.3558）。此前，6月份的众议院版本NDAA草案也不包含生物安全法案（H.R.8333）。尽管后续两院还将对NDAA的具体内容再做讨论修改，期间不排除还会增加内容，但是我们认为生物安全法案通过2025 NDAA夹带的立法路径概率不大。最终NDAA的内容或将于今年年底确定。

除了NDAA，生物安全法案还有独立立法路径。美国众议院在当地时间9月9日投票通过了生物安全法案（H.R.8333）。我们认为，众议院版本的议案限制美国政府机构以及接受美国政府补贴或者贷款的实体从相关中国公司采购商品或者服务，大概率对药明康德的业务影响范围有限，并且议案内具有允许现有合同执行至2032年的“祖父条款”。

虽然众议院生物安全法案获得通过，但是其中49%的民主党议员未投赞成票，包括36%的反对票。投反对票的议员中包括多位有影响力的民主党议员，包括马塞诸萨州资深议员/众议院规则委员会高级成员（ranking member）Jim McGovern、众议院少数党领袖Hakeem Jeffries、众议院能源和商务委员会高级成员Frank Pallone和众议院拨款委员会高级成员Rosa DeLauro。因此我们预计生物安全法案单独立法在民主党主导的参议院将面临更大的阻力。

图1:《生物安全法案》重要时间点



资料来源：美国政府网站，招银国际环球市场

同时，参议院和众议院在年内剩余的投票窗口期很短。如果生物安全法案在今年内未能完成立法，该法案将失效。美国国会每两年更换一次，称为一个“国会任期”，每个国会任期由两个会议年组成。如果在某个国会任期结束时，某法案尚未完成立法程序（包括在众议院和参议院的通过以及总统的签署），那么该法案就会失效。如果法案在国会任期结束

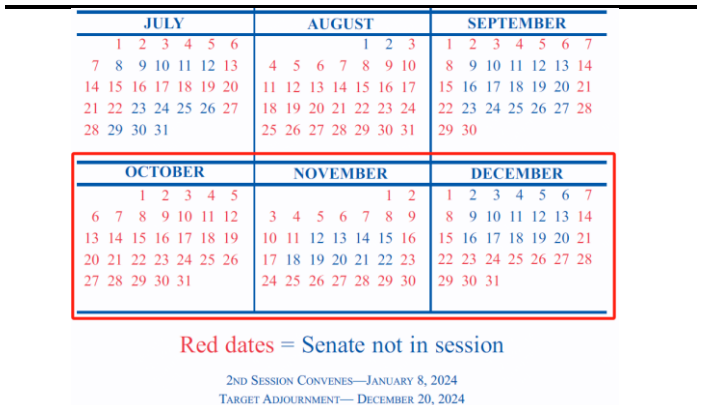
时未被通过，而议员仍希望推动该议题，他们必须新的国会任期重新提交法案，并重新开始整个立法过程。

图 2: 美国众议院议程表



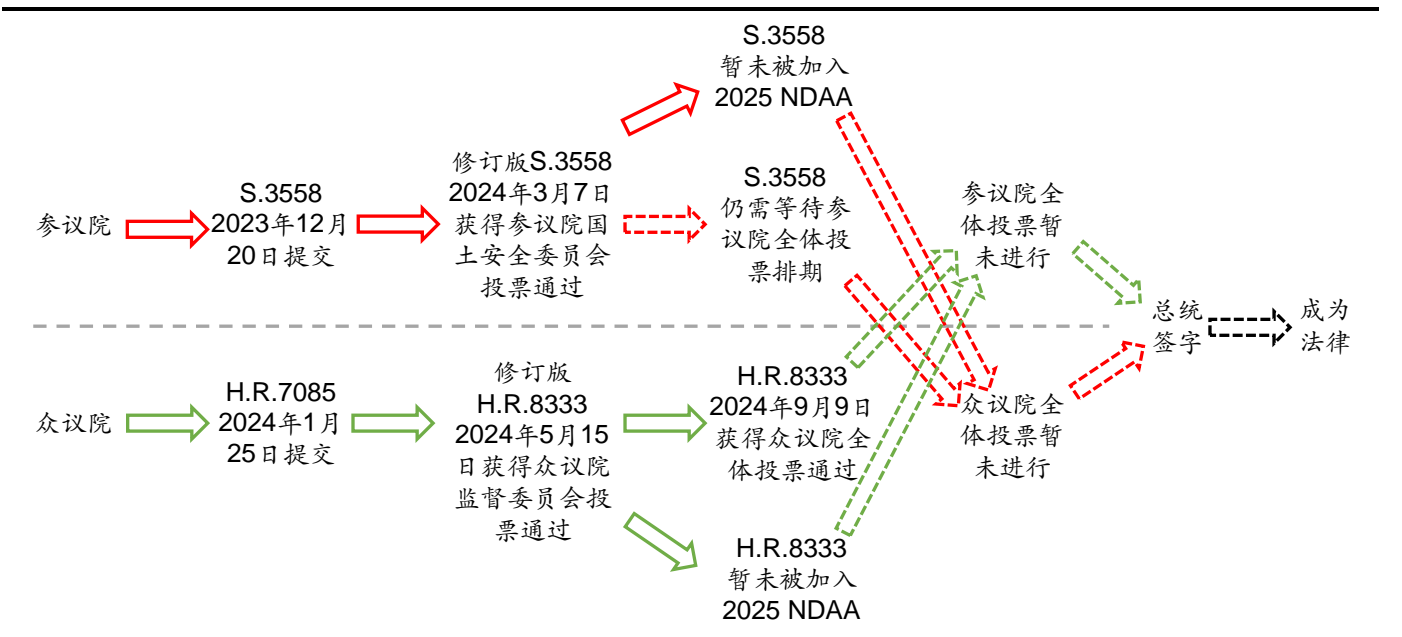
资料来源: 美国众议院官网, 招银国际环球市场
注: 没有标黄的日期为休会期。

图 3: 美国参议院议程表



资料来源: 美国参议院官网, 招银国际环球市场
注: 红色标注的日期为休会期。

图 4: 美国参众两院生物安全法案的单独立法路径示意图 (草案能否最终成为法律仍不确定)



资料来源: 美国政府网站, 招银国际环球市场
注: 实线箭头表示已推进的进度, 虚线箭头表示未推进的进度。

印度化药 CDMO 产业基础落后，发展仍需较长周期

印度市场的 API 和 CDMO 公司数量多但体量小

印度作为全球重要的医药工业区域，拥有众多参与国际医药研发和生产的公司。印度从事 API 和化学药 CDMO 的公司分为两类，一类为制药公司旗下发展的对外生产和销售 API 或者提供 CDMO 服务的业务板块，另一类为专门从事 API 和化学药 CDMO 的公司。

印度的大型制药企业的 API 或者 CDMO 业务技术壁垒低，并非其核心业务。印度大型制药公司普遍提供 API 或者化学药 CDMO 服务，该类业务主要聚焦在大宗原料药（例如抗生素、氨基酸类、维生素类、激素类等）和特色原料药领域（例如心血管类、抗病毒类、中枢神经类、抗肿瘤类、肝素类、造影剂类等），这与药明康德的创新药原料药研发和生产服务在技术难度上存在明显差异。此外，API 或者化学药 CDMO 业务在印度制药公司的总收入占比普遍不高，在单位数到 30% 左右；且 API 或化药 CDMO 收入体量较小，大多数年收入不超过 5 亿美元。药明康德的化学业务在 2023 年的收入体量为 41 亿美元，存在显著的规模优势。在产能布局方面，印度制药公司的 API 产能几乎全部位于印度本土，少数公司在欧美区域有产能布局。

印度专门从事 API 和化学药 CDMO 的公司也大多聚焦于大宗原料药和特色原料药，对于创新药领域的涉足有限，其研发和生产设施也几乎全部位于印度境内。与药明康德相比，印度相关企业的研发团队规模很小。作为全球最大 API 生产商之一，印度 Divi's Lab 的定制合成业务服务全球前 20 大药企中的 15 个，但其仅有约 500 名研发人员聚焦于创新药工艺流程开发。Syngene 是印度本土聚焦于创新生物药和化学药的 CDMO 公司，其科学家队伍超过 5,600 人，是印度本土 CDMO 企业中研发团队规模较大的公司。Syngene 的客户基础相对较弱。截至 2024 年 6 月，Syngene 的活跃客户数超过 400 家（vs 药明康德截至 24 年 6 月：2,477 家），Syngene 服务全球前 20 大药企中的 14 个（vs 药明康德服务全部全球前 20 大药企）。截至 2024 年 6 月拥有 3.8 万员工，其中约 82% 为研发人员（截至 2023 年底），我们估计药明康德的研发人员超过 3 万名，是 Divi's Lab 的数十倍，Syngene 研发员工数的约 5-6 倍。

图 5: 涉及 API 和化学药 C(D)MO 业务的主要印度公司名单

公司	业务	相关收入 (百万美元)	相关收入类 型	相关收 入占比	产能布局
涉及 API 和 CDMO 业务的制药公司					
Biocon	生物类似药业务贡献 58% 的收入，CDMO 业务通过 Syngene（拥有 55% 股权）贡献 23% 的收入，仿制药业务贡献 19% 的收入。仿制药 API 业务有超过 30 年历史，以特色原料药为主，也在开拓高活性 API 和多肽 API。	762	仿制药 API+CDMO	41.6%	API: 印度 5 处设施
Aurobindo Pharma	主要收入来自销售仿制药，API 业务占收入的 14.6%，其中 10.2% 是酰胺类 API（大宗原料药）。	514	仿制药 API	14.6%	API&中间体: 印度 13 处设施
Dr. Reddy's	主要收入来自销售仿制药，制药服务和活性原料（PSAI）业务占收入的 10.7%，提供 API 和中间体，包括大宗和特色原料药。PSAI 板块内也包括做创新药 CRDMO 业务的 Aurigene，涉及生物药和化学药。	361	仿制药 API	10.7%	API: 印度 6 处设施， 美国 1 处设施，英国 1 处设施
Jubilant Life Sciences	45% 的收入来自放射性药物的销售，33% 的收入来自 CDMO 相关业务，其中 CDMO 无菌灌装占 16.7%，	268	CDMO	33.0%	API CDMO: 印度 1 处设施

	CDMO 业务 16.3% (其中包括药物发现和 API 业务, API 包括大宗和特色原料药)。				
Sun Pharmaceutical	主要收入来自销售仿制药, API 业务占收入的 4.0%, 提供大宗和特色原料药, 同时提供针对创新药的定制研发生产 (CRAMS) 服务。	233	仿制药 API	4.0%	API: 14 处设施分布于印度、匈牙利、美国、以色列和澳大利亚
IPCA Laboratories	主要收入来自销售仿制药, API 和中间体业务占收入的 20.4%, 提供大宗和特色原料药。联营公司 Krebs Biochemicals 从事 CMO 业务, 收入未披露。	151	仿制药 API	20.4%	API 和中间体: 印度 12 处设施, 美国 1 处设施, 英国 1 处设施
Alembic Pharmaceuticals	主要收入来自销售仿制药, API 业务占收入的 20.0%, 提供大宗和特色原料药。	151	仿制药 API	20.0%	API: 印度 3 处设施
Granules India	主要收入来自销售仿制药, API 业务占收入的 21.9%, 提供大宗和特色原料药。	120	仿制药 API	21.9%	API: 印度 5 处设施
Cipla Limited	主要收入来自销售仿制药, API 业务占收入的 3.1%, 提供大宗和特色原料药。正在探索多肽和长效注射剂的 CDMO 业务。	94	仿制药 API	3.1%	API: 印度 3 处设施
Torrent Pharmaceuticals	主要收入来自销售仿制药, 其中品牌仿制药占收入的 72%, 非品牌仿制药占收入的 24%。同时涉及 CMO 业务, 占收入的 6.4%	64	仿制药 API	6.4%	API: 印度 3 处设施
主要从事 API 和 CDMO 业务的公司					
Divi's Laboratories	全部业务为生产和销售 API, 包括仿制药 API 和为创新型 MNC 客户提供的定制合成服务 (即 API 和中间体 CMO 业务)。是全球 10 种仿制药 API 的最大生产商。	991	仿制药 API+CDMO	100%	印度 3 处设施
Laurus Labs	主要收入来自仿制药 API 和仿制药口服制剂业务, 其中仿制药 API 占收入的 50.3%, CDMO 合成业务占收入的 18.2%, 也提供生物药 CDMO 服务 (包括疫苗、CGT 和生物药)。	439	仿制药 API+CDMO	71.7%	API - 印度 7 处设施 CDMO - 印度 6 处设施 注: 部分 API 和 CDMO 业务共用 1 处设施
Syngene	生物药和化学药 CDMO	433	CDMO	100%	印度 3 处设施
Akums Drugs & Pharmaceutical	化学药 CDMO 业务贡献 78% 的收入, 主要做制剂业务。API 业务贡献 5% 的收入, 提供大宗和特色原料药。	422	CDMO+仿制药 API	83%	CDMO - 印度 10 处设施 API - 印度 3 处设施
Neuland Laboratories	化学药 CDMO 占收入的 49%, 仿制药 API 生产服务占收入的 46%, 提供大宗和特色原料药。	180	仿制药 API+CDMO	95%	印度 3 处设施
Aragen Life Sciences	专注于生物药和化学药创新药 CDMO 服务, 化学药提供从 R&D 至商业化生产服务, 生物药仅提供 R&D 服务。CDMO 业务占收入的 80%。	161	CDMO	80%	印度 5 处设施, 美国 1 处设施。
Solara Active Pharma Sciences	专注于 API 生产, 提供大宗和特色原料药, 也提供创新药外包研发生产服务 (CRAMS), 收入拆分未披露。	157	仿制药 API+CDMO	100%	印度 6 处设施
Suven Pharmaceuticals	化学药 CDMO	135	CDMO	100.0%	印度 3 处设施
Hikal	医药板块为主要收入来源, 占收入的 62%, 提供 CDMO、仿制药 API 和中间体、食品添加剂服务, 其中 CDMO 占医药板块收入的 35%。	133	仿制药 API+CDMO	61.6%	印度 5 处设施
Concord Biotech	API 业务贡献 81% 的收入, 提供生物发酵和化学合成 API 服务, API 主要为大宗原料药。正在发展 CDMO 业务。	100	仿制药 API	81.4%	印度 2 处设施
Piramal Pharma Solution	专注于化学药 CDMO, 通过联营公司资从事生物药 CDMO 业务。	未披露			印度 9 处设施, 英国 2 处设施, 美国 3 处设施, 加拿大 1 处设施

资料来源: 公司网站, 招银国际环球市场

注: USD:INR = 82.5。收入数据均截至 2024 年 3 月的财年。

印度公司产能投入规模显著低于药明康德

我们整理了 10 家印度专门从事 API 和化学药 CDMO 公司的数据，发现这些公司在收入体量、产能投入、研发投入和员工队伍上与药明康德均有显著差距，仅在员工成本上具备优势。

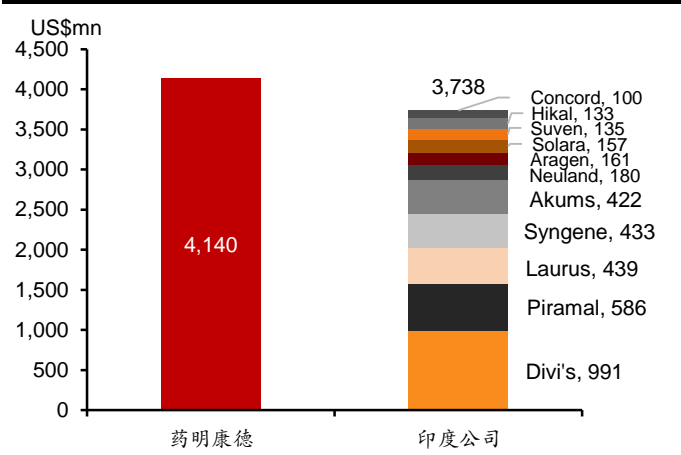
在收入体量上，2023 年药明康德化学板块收入为 41.4 亿美元，10 家印度对标公司的 API 和 CDMO 业务收入合计为 31.5 亿美元，相当于药明康德收入的 76%，收入体量上存在巨大差距。药明康德的化学业务增长趋势穿越整个新冠疫情，2019-2023 年收入 CAGR 为 41.3%，同期 10 家印度公司的平均 CAGR 为 6.5%，其中 Divi's Lab 和 Syngene 的 CAGR 分别为 5.7% 和 9.9%，药明康德在收入体量更大的情况下取得了更快的收入增速。

高效的产能扩张以及技术的持续更新迭代是药明康德获得收入高增长的动力。药明康德能够紧跟全球医药创新趋势，及时抓住业务机会，最好的例证便是药明康德在新冠期间承接了大量的新冠商业化订单以及多肽业务实现了持续高速增长。药明康德的 capex 和 R&D 费用支出远高于 10 家印度公司的总和。2023 年 10 家印度公司的 capex 费用和 R&D 费用合计分别相当于药明康德的 53% 和 39%。过去 5 年（2018-2023 年）药明康德累计 capex 投入分别是 Divi's 和 Syngene 的 7.3 倍和 12.3 倍，累计 R&D 投入是 Syngene 的 20.4 倍。因此，我们认为药明康德在产能和技术上相比于印度公司具有巨大优势。值得注意的是，印度公司正在增加对产能的投资，Divi's Lab 管理层在其 24 财年业绩电话会上表示 25 财年公司的 capex 支出将增长约 50% 至 150 亿印度卢比（约合 1.8 亿美元），而 Syngene 计划在 25 年将 capex 支出提高约 9% 至约 6,000 万美元。

在员工队伍方面，药明康德的员工产出效率更高，但员工成本也更高。截至 2023 年底药明康德的员工总数超过 4.1 万人，其中研发人员占比高达 82%。印度 10 家公司的合计员工人数接近 6.3 万人，研发人员占比平均为 26%，其中 Syngene 和 Divi's Lab 的研发人员数量分别为 5,656 和约 600 人，占其总员工人数的 69% 和 3%。在单员工产出方面，药明康德大幅领先所有 10 家印度公司，药明康德 2023 年的人效为 13.9 万美元，印度 10 家公司的平均人效为 7.1 万美元，其中 Divi's Lab 和 Syngene 的人效分别为 5.7 万美元和 5.3 万美元。

在员工成本方面，基于公司财报数据，药明康德 2023 年的人均工资为 4.0 万美元/年，而 10 家印度公司的平均值为 1.2 万美元。此外，药明康德的每单位工资带来的收入为 3.4 美元，显著低于印度公司的平均值 6.4 美元，显示出印度公司在员工成本方面的优势。但专注于创新药 CDMO 业务的 Syngene 的此项指标为 4.0 美元，与药明康德接近。虽然印度公司在人力成本方面相比药明康德有显著优势，但随着印度公司开拓更具价值的创新药 CDMO 领域，对员工的能力要求会随之提高，员工成本也必然会增加。我们观察到一些印度公司 2019-23 的人均工资 CAGR 快于药明康德。更重要的是，国际客户选择 CDMO 合作伙伴的标准包括合规、质量、速度和价格等综合因素。

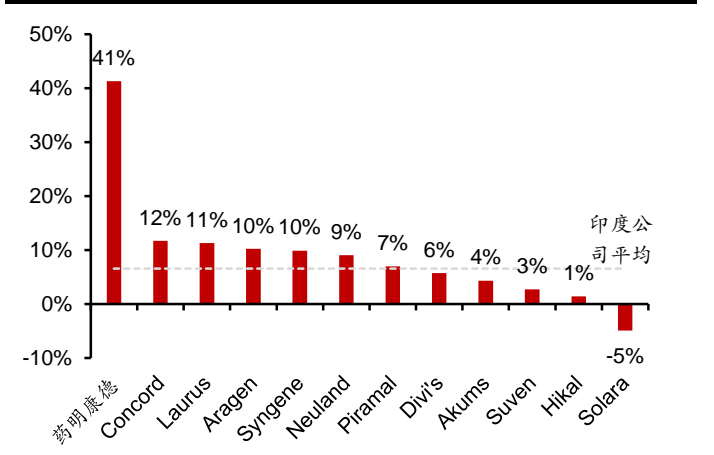
图 6: 药明康德和印度公司 2023 年收入比较



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

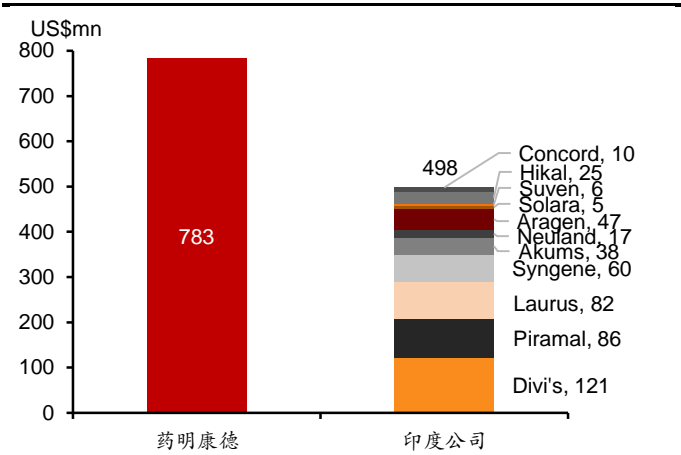
注: 图中收入分别指: 药明康德为其化学板块收入, Laurus/ Neuland/ Hikal 为其仿制药 API+CDMO 收入, Piramal/ Aragen 为其 CDMO 收入, 其余公司为其总收入。药明康德的 2023 年指截至 2023 年 12 月的财年, 印度公司的 2023 年指截至 2024 年 3 月的财年, 下同。

图 7: 药明康德和印度公司 2019-23 年收入 CAGR 比较



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

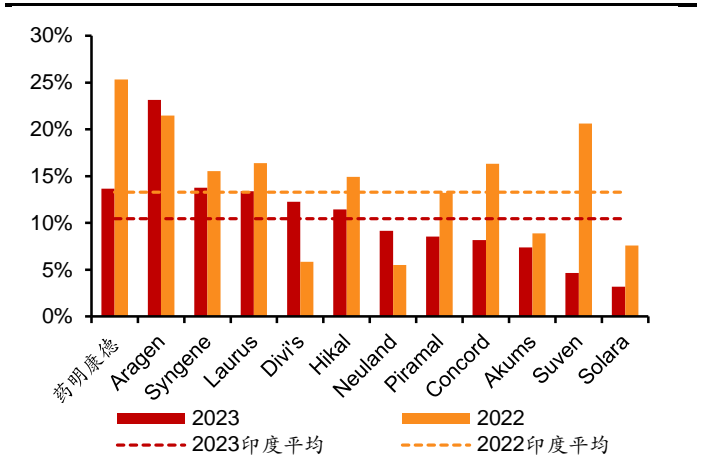
图 8: 药明康德和印度公司 2023 年 capex 比较



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 指各家公司整体业务的 capex。

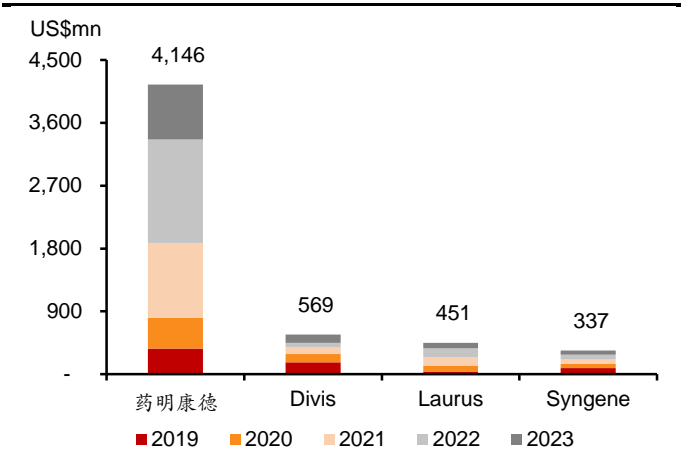
图 9: 药明康德和印度公司 2023 年 capex 占比比较



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 指各家公司总 capex 投入占总收入的比重。

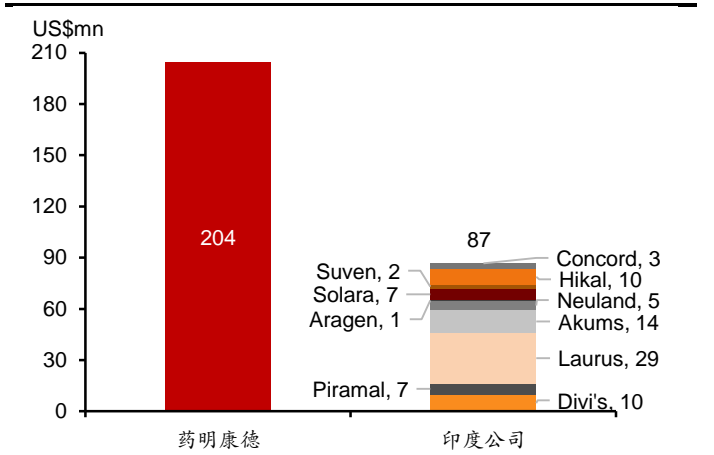
图 10: 药明康德和主要印度公司 5 年累计 capex 比较



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 指各家公司整体业务的 capex。

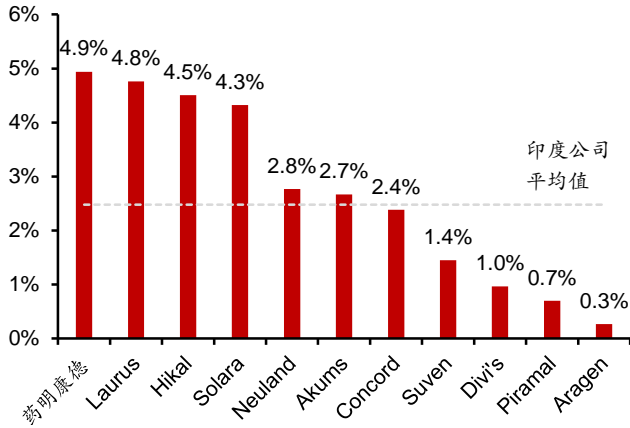
图 11: 药明康德和印度公司 2023 年 R&D 费用比较



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

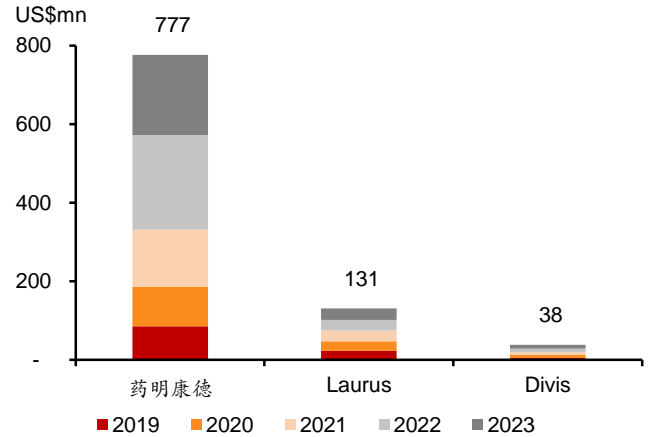
注: 指各家公司整体业务的 R&D 费用。

图 12: 药明康德和印度公司 R&D 费用率



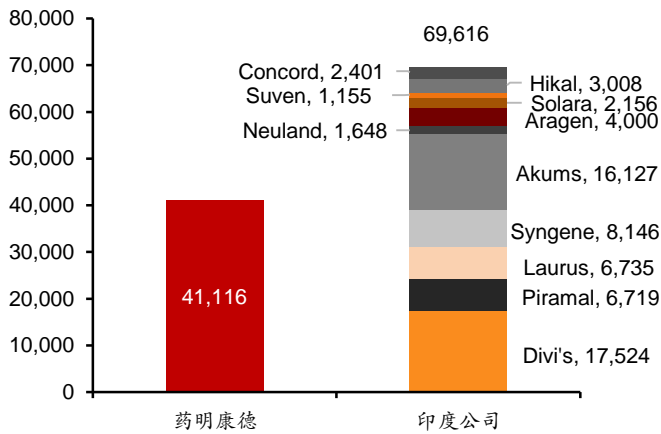
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各公司 R&D 费用占总收入的比重。

图 13: 药明康德和重点印度公司 5 年累计 R&D 费用



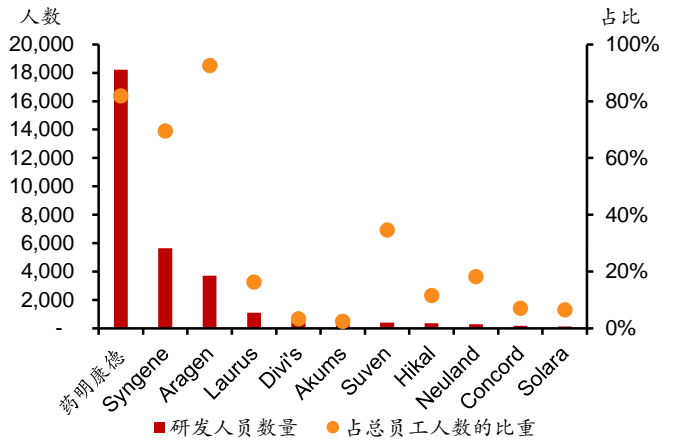
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司整体业务的 R&D 费用。

图 14: 药明康德和印度公司 2023 年员工人数比较



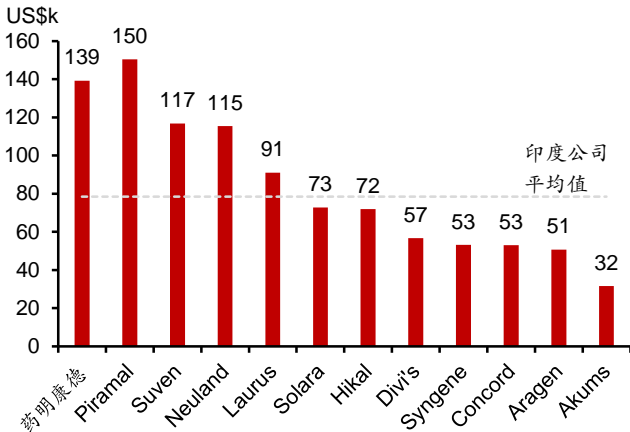
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工数量。

图 15: 药明康德和印度公司 2023 年研发人员人数比较



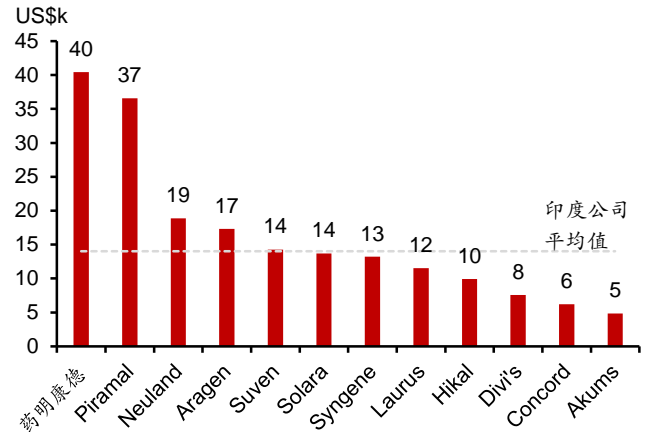
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部研发人员数量。

图 16: 药明康德和印度公司 2023 年人效比较



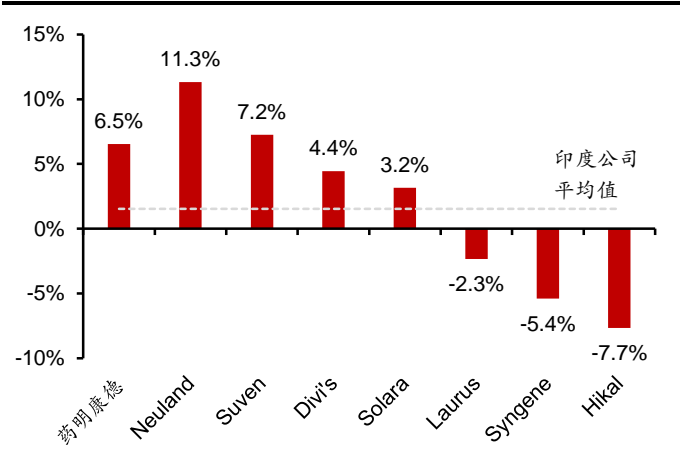
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的整体业务人效。人效为平均每员工创造的收入。

图 17: 药明康德和印度公司 2023 年员工工资比较



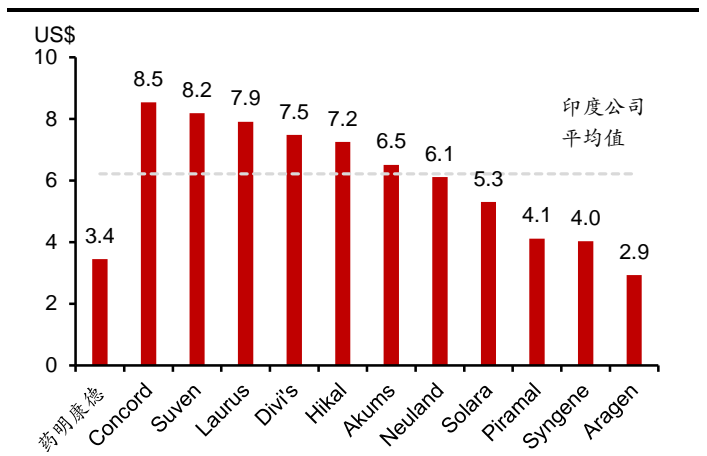
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工工资, 包括支付的现金和股权, 下同。

图 18: 药明康德和印度公司 2019-23 年人均工资 CAGR



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工工资。

图 19: 药明康德和印度公司 2023 年每单位工资产生的收入比较



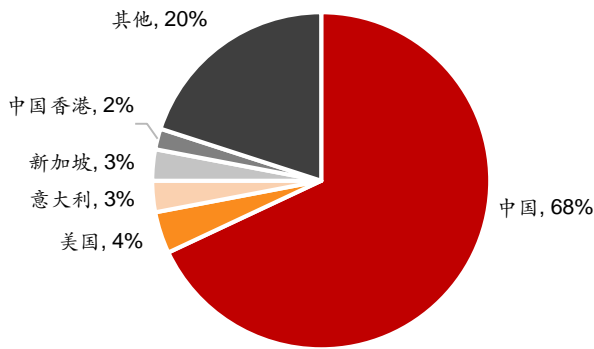
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工工资。

印度基础设施基础薄弱

由于中国的规模优势和研发投入带来的生产成本优势, 印度医药行业长期依赖从中国进口 API 来生产制剂产品。根据印度工业联合会 (Confederation of Indian Industry) 和 KPMG 联合发布的数据, 中国占印度进口原料药的比重超过 60%, 从 2012 财年的 62% 提升至 2019 财年的 68%。同时, 根据中国医药保健品进出口协会的数据, 2019 财年 70% 的印度进口原料药来自中国。为了提高国家原料药供应的稳定性, 印度政府在 2020 年 3 月推出了名为生产关联激励计划 (Production Linked Incentive/ PLI Schemes), 首批确认进入该计划 (PLI 1.0) 的三个领域之一便是关键起始物料、中间体和活性药物成分 (API), 2020 年 9 月推出的第二批 (PLI 2.0) 产业名单中继续包括了药物生产。

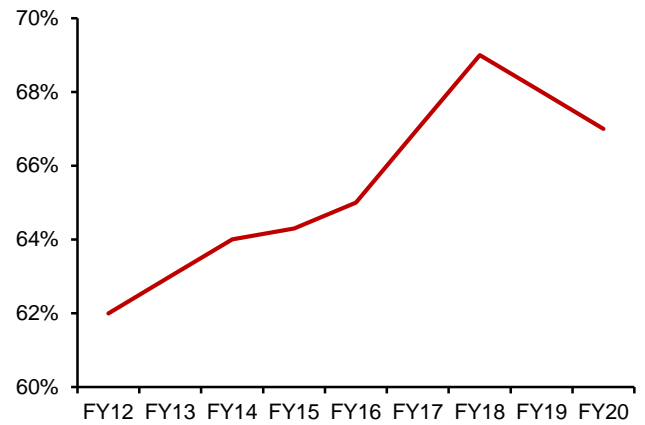
根据 PLI 1.0 的规划, 印度政府目标提高 41 种关键大宗药物的国内产能, 计划投入 694 亿卢比 (约合 8.3 亿美元) 资金, 针对 34 种大宗药物设立 51 个项目。截至 2023 年 1 月, 已启动其中的 22 个项目、投入 202 亿卢比 (约合 2.4 亿美元)、雇佣 1,900 名员工。PLI 2.0 针对药物生产环节选择了 55 申请公司, 计划投入资金 1,500 亿卢比 (约合 17.9 亿美元)。

图 20: 印度对中国 API 的依赖度 (2019 财年)



资料来源: 印度工业联合会, KPMG, 招银国际环球市场
注: FY19 指 2018 年 4 月至 2019 年 3 月的财年。

图 21: 印度对中国 API 的依赖度的变化趋势



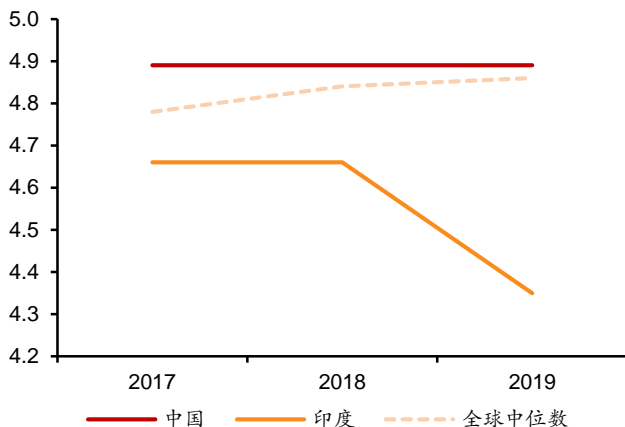
资料来源: 印度工业联合会, KPMG, 招银国际环球市场
注: FY20 基于 2019 年 4 月至 2019 年 12 月的进口数据。

印度水、电等基础设施较薄弱, 提升仍需较长周期。在供电方面, 根据《世界能源统计年鉴》, 中国 2023 年总发电量为 9.46 万亿千瓦时, 印度 2023 年的总发电量为 1.96 万亿千瓦时, 中国是印度的 4.8 倍。基于巨大的发电量差异, 中印的供电质量也有很大的差异, 根据 Electrifying economies: World Map: Reliability and Access 发布的数据, 中国几乎全境均拥有稳定的电力供应, 而印度几乎全境的电力供应不稳定或者没有电力供应。

在供水方面, 中国的供水稳定性高于印度, 也高于世界平均水平。根据世界银行数据, 2019 年中国的供水稳定性评分为 4.89, 印度为 4.35, 全球中位数为 4.86。作为对比, 发达国家中的德国评分为 6.1, 美国为 6.16。

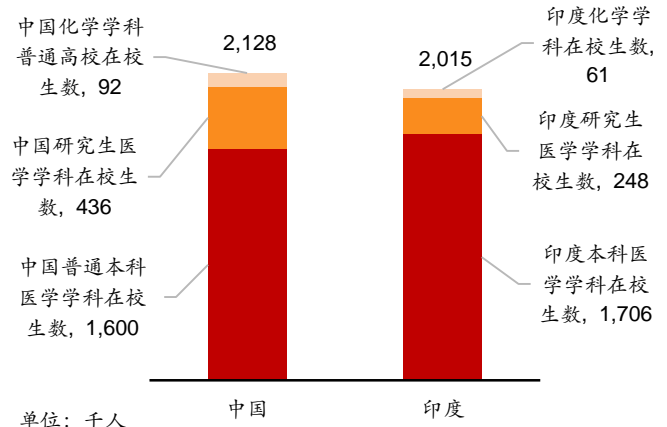
作为全球两个人口最多的国家, 中国和印度均有充足的劳动力资源; 配合持续普及的教育资源, 两个国家均享受工程师红利。根据两国教育部门的数据, 中国和印度学习医学和化学的人数均超过两百万人, 为医药工业的发展提供丰富的人才。

图 22: 中国和印度的供水稳定性比较



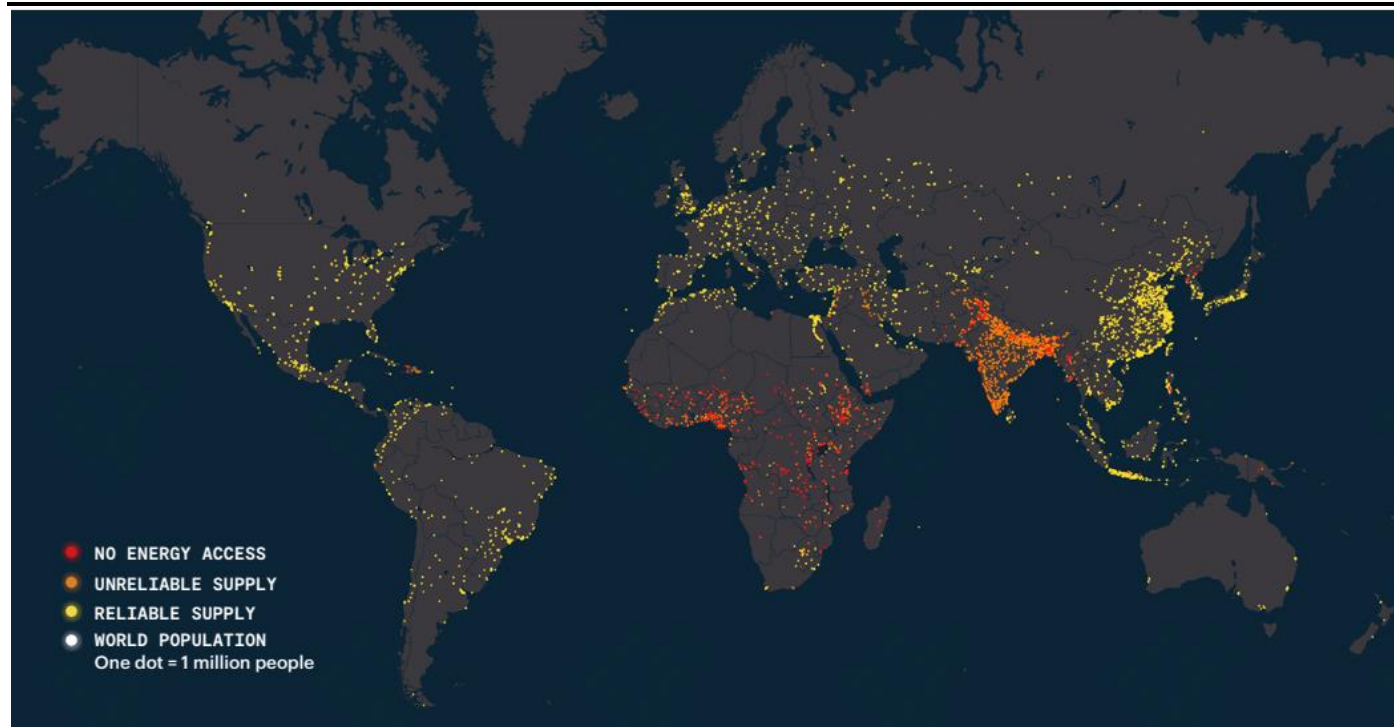
资料来源: 世界银行, 招银国际环球市场

图 23: 中国和印度的医药行业工程师供给 (2022 年)



资料来源: 中国和印度教育部, 招银国际环球市场

图 24: 全球供电可靠性情况 (reliability of power system)



资料来源: Electrifying economies: World Map: Reliability and Access, 招银国际环球市场

欧美 CDMO 公司偏重制剂业务，扩产缓慢

欧美 CDMO 公司偏重制剂业务

欧洲是制药工业的传统大本营，区域内有众多全球知名的化学药 CDMO 公司。由于全球医药研发企业也主要集中在欧美区域，欧洲的化学药 CDMO 与全球知名药企多已建立起长期合作关系，在全球药物研发和生产领域扮演重要的角色。但从业务规模来看，欧洲的化学药 CDMO 公司明显小于药明康德。总部位于美国的 Catalent 2023 年制药和消费医疗板块 (pharma and consumer health) 收入为 24.3 亿美元。瑞士的老牌化学药 CDMO 公司 Siegfried 的 2023 年收入约 14.2 亿美元，服务超过 500 个全球客户。瑞士的龙头 CDMO 公司 Lonza 在 2023 年小分子 CDMO 收入约 10.0 亿美元。对比之下，药明康德的化学业务 2023 年收入约 41.4 亿美元，服务接近 2,500 个全球客户 (截至 1H24)。

欧洲的化学药 CDMO 企业主要偏重于制剂业务。Catalent 的制药和消费医疗板块提供多种类型的制剂开发和生产服务，总部位于卢森堡的 Fareva 在 2023 年制剂业务收入 12 亿欧元 (约 13.0 亿美元，占总收入的 55%)，Siegfried 的 2023 年制剂业务收入 4.1 亿瑞士法郎 (约 4.6 亿美元，占总收入的 32%)。药明康德 CDMO 业务以 API 生产为主，公司在常州、泰兴拥有大规模 API 工厂，正在扩建泰兴 API 的产能以及新建新加坡的 API 工厂。由于欧美客户本土化生产制剂的偏好，大多数制剂 CDMO 产能也分布于欧美区域。药明康德为了更好的满足客户的需求，也正在美国和瑞士扩建其制剂产能。

同时，欧洲的化学药 CDMO 产能主要分布在发达的中欧和西欧地区，比如德国、法国、瑞士、瑞典、西班牙和意大利，海外产能布局以美国为主，少数在中国有生产设施。这导致这些公司的人工成本较高，明显高于包括中国和印度在内的亚洲竞争对手。我们认为，尽管药明康德在加大海外产能扩建，但其 API 产能仍将主要位于中国，将持续受益于显著的成本优势。

图 25: 欧美化药 C(D)MO 公司产能分布情况

公司	总部	上市/非上市	业务	产能地点	相关收入 (百万美元)	货币	相关收入类型	相关收入占比	财报年份
Catalent	美国	上市 (Novo Holdings 已宣布并购)	化学药贡献 55% 的收入，主要提供制剂服务，生物药贡献 45% 的收入。	美国 9 处、加拿大 2 处、英国 4 处、德国 2 处、意大利 2 处、瑞士 1 处、法国 1 处、日本 2 处。	2,431	美元	制药和消费医疗板块收入	55%	2023
Recipharm	瑞典	曾经上市，已被私有化 (21 亿美元估值)	主要做化学药 CDMO，以制剂服务为主。也提供生药、RNA 和细胞疗法服务。	绝大多数设施 (14 处) 在欧洲，其中 2 处为 API 设施，其余为制剂设施。以色列 1 处设施、印度 1 处设施，均提供开发服务。	1,321	欧元	总收入	100%	2023
Siegfried	瑞士	上市	主要做化学药 CDMO，提供仿制药和创新药 API 以及制剂服务，也提供病毒载体生产服务。制剂收入占总收入的 32%。	API: 主要在欧洲 (瑞士 3 处、德国 1 处、法国 1 处)，美国 2 处、中国 1 处。 制剂: 主要在欧洲 (西班牙 2	1,272	瑞士法郎	总收入	100%	2023

				处、德国 1 处、马耳他 1 处)， 美国 1 处。						
Fareva	卢森堡	非上市	主要提供化学药的 API 和制剂服务，也提供生物药制剂服务。制剂业务收入 12 亿欧元，占总收入的 55%。也提供化妆品、工业品生产服务。	API: 德国 1 处，法国 2 处。 制剂: 绝大部分在欧洲 (法国 10 处、意大利 2 处、奥地利 1 处、德国 1 处)，美国 1 处、哥伦比亚 1 处。	1,200	欧元	制剂收入	55%		
Seqens	法国	非上市	提供化学药 CDMO、化妆品和个人健康用品服务，其中 CDMO 涉及研发、API 和制剂服务。	CDMO 生产设施: 绝大多数在欧洲 (英国 3 处、法国 10 处、德国 1 处、芬兰 1 处)，以色列 1 处、印度 1 处、中国 2 处、泰国 1 处	1,100	欧元	总收入	100%		
Delpharm	法国	非上市	化学药 CDMO，提供研发、API 和制剂服务，制剂为核心业务。	制剂: 绝大多数在欧洲 (法国 10 处、意大利 3 处、荷兰 2 处、波兰 1 处)，加拿大 2 处。	1,000	欧元	总收入	100%		
Almac Group	英国	非上市	创新药化学药 CDMO，提供药物研发、API 和制剂服务。也涉及多肽生产和生物药检测服务。	生产和研发设施遍及全球，主要集中在欧洲，北美洲、南美洲、亚洲均有设施，也布局澳大利亚和南非。	958	欧元	总收入	100%	2023	
Lonza	瑞士	上市	生物药贡献 55% 的收入，CGT 贡献 10% 的收入，化学药贡献 13% 的收入，提供 API 和制剂服务，其中 API 占多数份额。	API: 瑞士 2 处设施 (瑞士 Visp 为其最大的生产设施)，美国 3 处设施，中国 1 处设施。 制剂: 美国 2 处。	901	瑞士法郎	化学药板块收入	9%	2023	
Corden Pharma	瑞士	非上市	提供化学药、多肽和寡核苷酸的 API 和制剂服务。	API: 主要在欧洲 (瑞士 1 处、意大利 1 处、法国 1 处、德国 1 处)，美国 1 处。 制剂: 全部在欧洲 (瑞士 1 处、意大利 1 处、法国 1 处、德国 1 处)	900	欧元	总收入	100%	2023	
Aenova	德国	非上市	化学药 CDMO，提供开发和制剂服务，以制剂服务为主。	绝大多数在欧洲 (德国 7 处、瑞士 2 处、意大利 2 处、爱尔兰 1 处、罗马尼亚 1 处)，美国 1 处。	856	欧元	总收入	100%	2023	
Bachem	瑞士	上市	多肽和寡核苷酸 CDMO，主要做创新药研发和生产，也提供仿制药 API 商业化生产服务。	瑞士 2 处、美国 2 处、英国 1 处。	577	瑞士法郎	总收入	100%	2023	
Cambrex (Permira)	美国	非上市，2019 年被 PE 收购 (24 亿美元)	化学药 CDMO，主要提供从 IND 至商业化的开发、API 服务，也提供制剂服务。API 包含仿制药 API 生产。	API: 美国 4 处、德国 1 处、瑞典 1 处、意大利 1 处、爱沙尼亚 1 处。制剂: 美国 1 处。	515	美元	总收入	100%	2018	
Evotec	德国	上市	主要为化学药 CDMO，提供从药物发现到商业化生产服务，也提供生物药和细胞疗法服务。	化学药 CDMO 设施均在欧洲 (德国、意大利、法国、英国)。	515	欧元	CDMO	66%	2023	
Dottikon Exclusive Synthesis	瑞士	上市	化学药 CDMO，超过 75% 的收入来自 API。	瑞士 1 处	326	瑞士法郎	总收入	100%	2023	
Polypeptide	瑞士	上市	多肽 CDMO，提供创新药和仿制药 API 服务，也提供寡核苷酸服务。定制研发服务贡献 48% 的收入，商业化生产贡献 42% 的收入，仿制药和化妆品贡献 10% 的收入。	瑞典 1 处、比利时 1 处、法国 1 处、美国 2 处、印度 1 处。	320	欧元	总收入	100%	2023	
Patheon (Thermo Fisher)	荷兰/美国	上市	业务涵盖生物药、CGT 和化学药，其中化学药提	API: 德国 1 处、匈牙利 1 处、爱尔兰 1 处、美国 1 处。口服片	未披露					

			供 API 和制剂服务。制剂业务在全球有领先的竞争力。	剂：美国 5 处、法国 1 处。软胶囊：美国 1 处、荷兰 1 处。无菌灌装：意大利 2 处、英国 1 处、美国 1 处。	
SAFC (Millipore Sigma/Merck KGaA)	德国	上市	提供生物药和化学药 CDMO 服务，化学药包括 API 和制剂业务。	API：德国 1 处、瑞士 1 处、美国 2 处。	未披露
Curia	美国	非上市	提供覆盖化学药、仿制药 API 和生物药的 CDMO 服务，也提供无菌灌装服务。	总计 17 处生产商设施：美国 6 处、西班牙 2 处、意大利 2 处、法国 2 处、德国 1 处、英国 1 处、印度 1 处。	未披露
Amatsi Group (Eurofins)	卢森堡	上市	提供生物药和化学药 CDMO 服务，化学服务包括 API 和制剂，也提供细胞基因疗法服务。	绝大多数设施在欧洲：法国 5 处、荷兰 2 处、比利时 1 处、美国 1 处、加拿大 1 处	未披露
Pfizer CenterOne	美国	上市	提供覆盖创新药化学药、生物药、CGT 的 CDMO 服务，创新药化学药服务包括 API 和制剂业务，也提供仿制药 API 服务。	API：美国 3 处（包括 1 处 ADC 毒素），瑞典 1 处。制剂：美国 3 处，德国/爱尔兰/意大利/西班牙/比利时各 1 处，澳大利亚 1 处，日本 1 处	未披露

资料来源：公司网站，公司财报，招银国际环球市场

注：收入如未加特殊注明，均指公司总收入。

欧美公司的扩产节奏缓慢

我们整理了 15 家欧美从事化学药 CDMO 公司的数据，我们发现这些公司在收入体量、产能投入、研发投入和员工成本方面与药明康德均有显著差距。

在收入体量上，2023 年药明康德化学板块收入 41.4 亿美元，15 家欧美对标公司 CDMO 业务收入最高的为 Catalent 的 24.3 亿美元，相当于药明康德收入的 59%。有多个欧美同行的相关收入体量介于 10-15 亿美元之间，也具备较大的竞争力。药明康德的化学业务在新冠疫情期间快速增长，2019-2023 收入 CAGR 为 41%。同期欧美 10 家同行公司的平均收入增长 CAGR 为 12%，其中 Catalent 和 Siegfried 分别为 4% 和 14%，专注于多肽 CDMO 的 Bachem 为 19%。药明康德在收入体量更大的情况下取得了更快的收入增速。

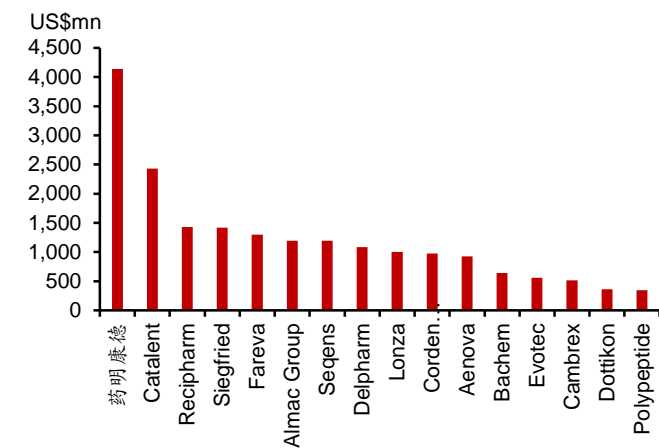
药明康德在产能和技术上持续不断的大规模投入是其获得收入高增长的基础。药明康德的 capex 和 R&D 费用支出远高于欧美同行。在 15 家欧美公司中，可获得数据的 8 家公司的 2023 年 capex 费用合计相当于药明康德的 165% (vs 2022 年的 75%)，R&D 费用合计相当于药明康德的 110% (包括 Lonza 的整体 R&D 投入)。过去 5 年 (2019-2023 年)，药明康德累计 R&D 投入是 Siegfried 的 3.7 倍。同期药明康德的累计 capex 投入分别是 Lonza 和 Siegfried 的 6.6 倍和 8.1 倍。因此我们认为药明康德在产能储备上相比于欧美公司具有显著优势。值得注意的是，欧美公司对于化学药 CDMO 产能的投入偏谨慎，Lonza 在 2023 将其小分子业务的 capex 支出减少了 14%，并计划在 2028 年将全公司的 capex 投入占收入的比重降低至 18% (vs 2023 年的 25%)。考虑到 Lonza 的业务重心在生物药领域，预计 Lonza 未来几年在小分子业务的 capex 投入将较为有限。Siegfried 预计 2024 年的 capex 投入将增加，中期的 capex 费用占收入比例将维持在低双位数 (low teens, vs 2023 年的 10%)，表明其 capex 投入可能不会有较大的增长。专注于多肽的 Bachem 由于面临

多肽药物的需求爆发，2023 年 capex 投入增长了 103%，管理层预计 2024 年 capex 将至少增长 20%。多肽领域也是药明康德重点投入的领域，公司的产能扩建极其迅速。

截至 23 年底药明康德的员工总数超过 4.1 万人，欧美公司中专注于化学药 CDMO 业务的 Recipharm 和 Siegfried 的员工总数分别为 0.74 万人和 0.37 万人。在单员工产出方面，欧美公司基于定价优势以及产品组合差异（例如更多制剂业务），平均员工创收（人效）均高于药明康德，药明康德 2023 年的人效为 13.9 万美元，欧美公司的平均人效为 27.3 万美元，其中 Recipharm 和 Siegfried 的人效分别为 19.3 万美元和 38.4 万美元。我们认为，这也显示药明康德的平均人效仍有较大提升空间。

在员工成本方面，2023 年药明康德的人均工资为 4.0 万美元/年，而可获得数据的 8 家欧洲公司的平均值为 10.8 万美元/年。基于更低的人工成本，药明康德的每单位工资带来的收入为 3.4 美元，高于这 8 家欧美公司的平均值 2.8 美元，其中 Recipharm 和 Siegfried 分别为 3.0 美元和 3.2 美元。同时，我们注意到部分欧美同行的人均工资在快速增长，这可能与高通胀率有关，其中 Recipharm 和 Lonza 在 2019-23 的人均工资增速 CAGR 分别是 11.8% 和 9.8%，高于药明康德的 6.5%，这将更加凸显药明康德在员工成本端相比于欧美同行的优势。如果再考虑到人民币汇率的变动，药明康德的成本优势更加凸显。国际客户考察 CDMO 合作伙伴的标准包括合规、质量、速度和价格等综合因素。我们认为药明康德在合规和交付质量上可媲美欧美企业，依靠更高的交付效率和更低的成本，将持续在国际市场提升竞争力。

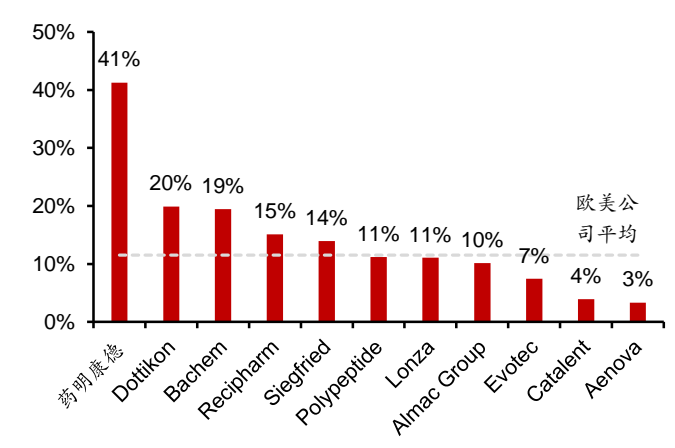
图 26: 药明康德和欧美公司 2023 年相关收入规模



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

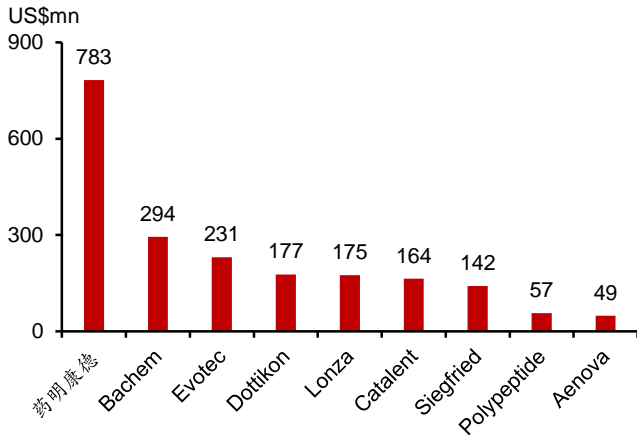
注: 图中收入分别指: 药明康德为其化学板块收入, Catalent 为其制药和消费医疗板块收入, Lonza 为其化学药板块收入, 其余公司均为总收入。Catalent 指截至 2024 年 6 月的财年收入, Dottikon 指截至 2024 年 3 月的财年收入, 其余公司均指截至 2023 年 12 月的财年收入, 下同。

图 27: 药明康德和欧美公司 2019-23 年相关收入 CAGR



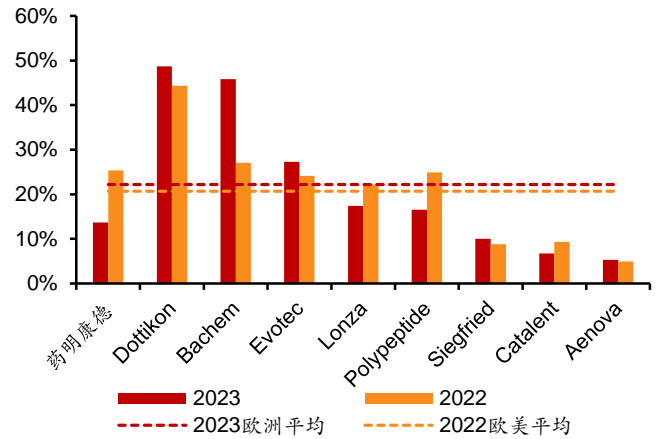
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 28: 药明康德和欧美公司 2023 年 capex 规模



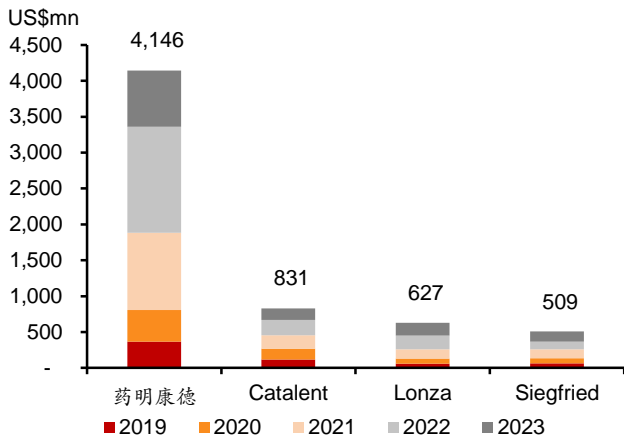
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 图中 capex 投入分别指: Catalent 为其制药和消费医疗板块 capex 投入, Lonza 为其化学药板块 capex 投入, 其余公司均为总 capex 投入, 下同。

图 29: 药明康德和欧美公司 2023 年 capex 占收入比例



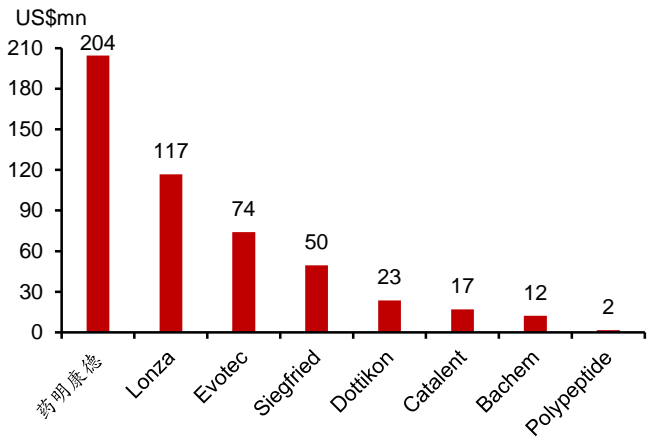
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各公司总 capex 投入占总收入的比重。

图 30: 药明康德和重点欧美公司 5 年累计 capex



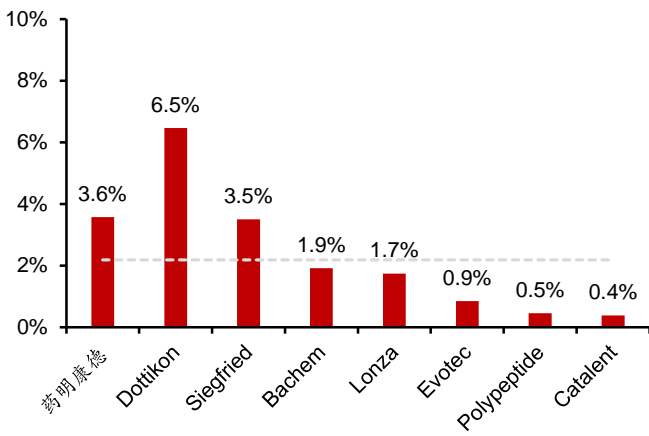
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

图 31: 药明康德和欧美公司 2023 年 R&D 费用



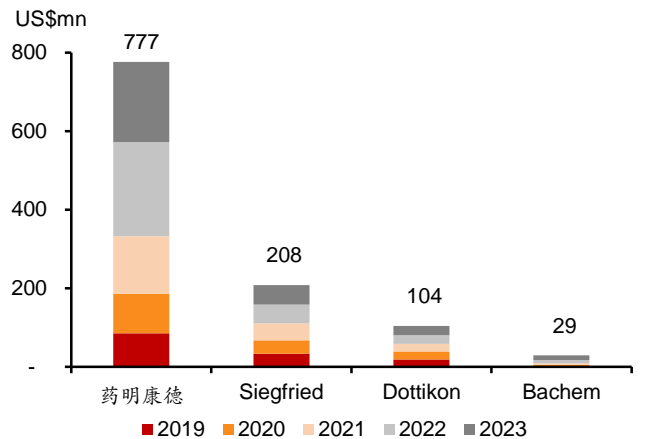
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司整体业务的 R&D 费用, 下同。

图 32: 药明康德和欧美公司 R&D 费用占收入比例



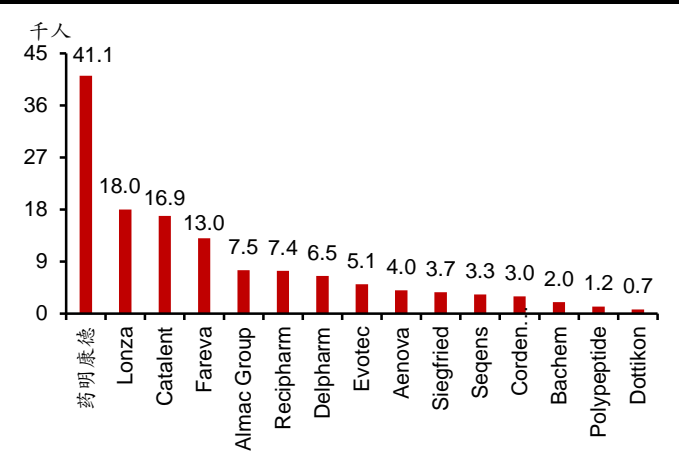
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各公司 R&D 费用占总收入的比重。

图 33: 药明康德和重点欧美公司 5 年累计 R&D 费用



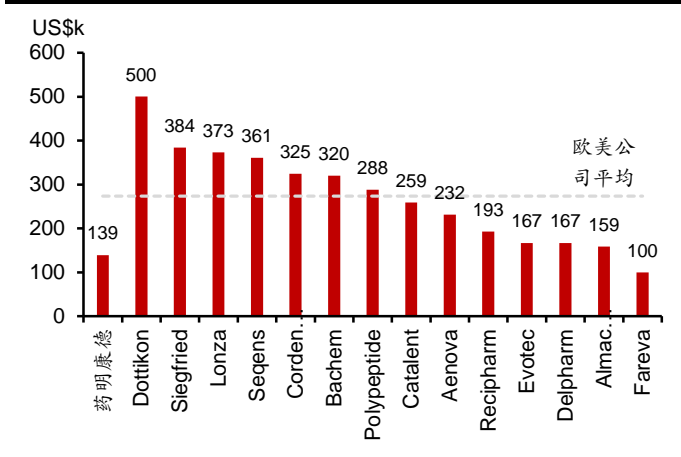
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司整体业务的 R&D 费用。

图 34: 药明康德和欧美公司 2023 年员工人数比较



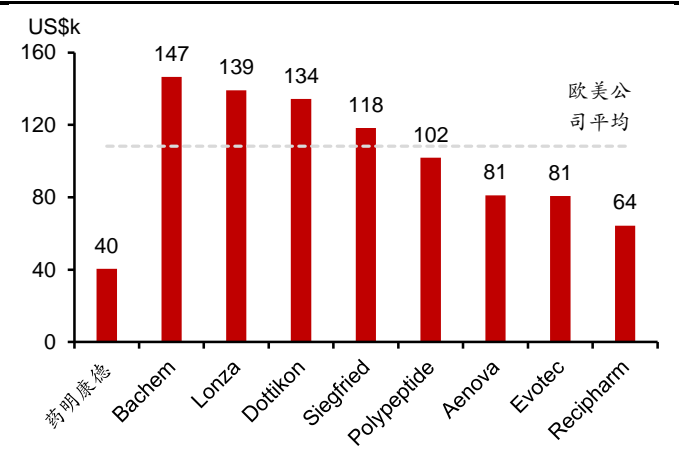
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工数量。

图 35: 药明康德和欧美公司 2023 年人效比较



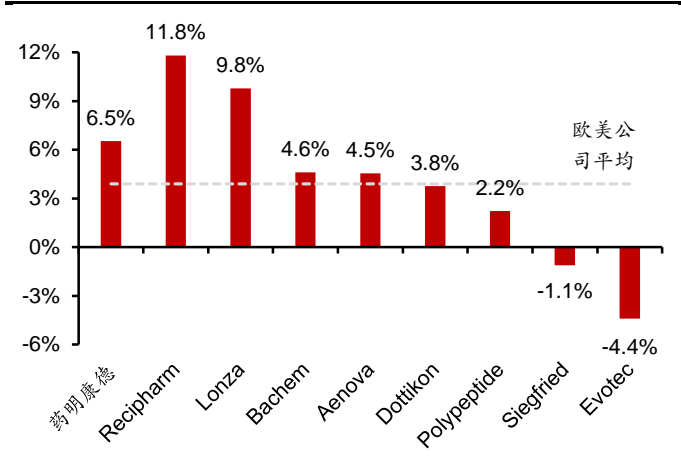
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的整体业务人效。人效为平均每员工创造的收入。

图 36: 药明康德和欧美公司 2023 年人均工资



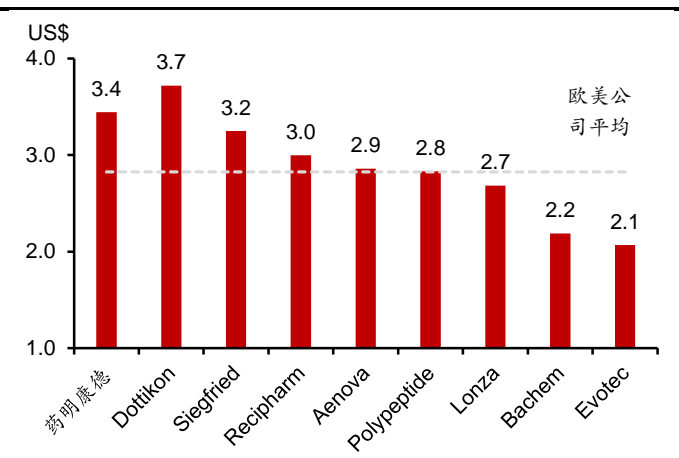
资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工工资。

图 37: 药明康德和欧美公司 2019-23 年人均工资 CAGR



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工工资。

图 38: 药明康德和欧美公司 2023 年每单位工资产生的收入比较



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场
注: 指各家公司的全部员工工资。

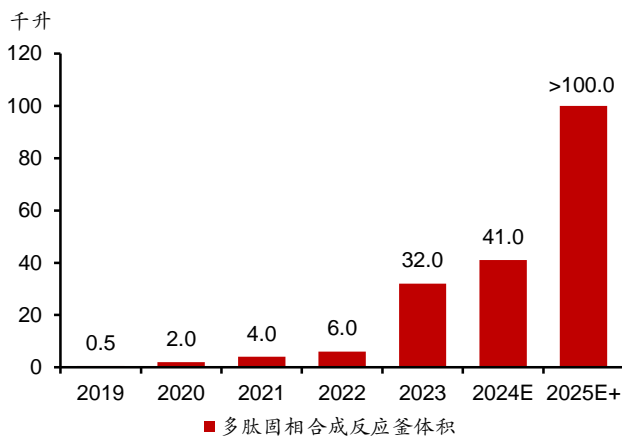
公司业务有望企稳复苏

多肽业务成强劲增长引擎

公司紧密跟踪全球药物研发前沿趋势，前瞻性地布局了多肽研发和生产业务。药明康德旗下的合全药业在 2018 年便建立了多肽和寡核苷酸的 C(D)MO 服务能力，推出了专注于多肽和寡核苷酸的新分子业务板块 TIDES，并于 2019 年增加了商业化生产能力。随着近年来司美格鲁肽和替尔泊肽等多肽类药物在代谢类疾病领域逐渐展现出重磅销售潜力，公司多肽业务也随之快速增长，其超前的业务布局因此得到丰硕的回报。

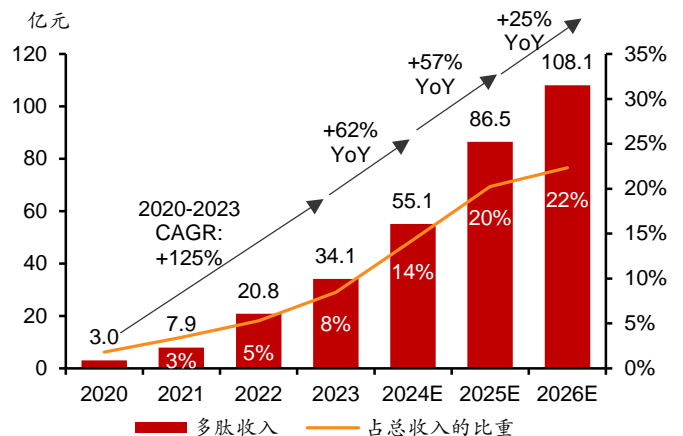
2020 至 2023 年，药明康德 TIDES 业务的收入以 125% 的 CAGR 增长至 34.1 亿元，2023 年占总收入的 8%。基于快速增长的全球多肽药物需求，药明康德持续扩张产能，其多肽固相反应釜体积从 2022 年的 6,000 升显著提高至 2024 年初的 3.2 万升，且计划在 2024 年底增加至 4.1 万升。管理层表示，公司多肽总产能将在 2025 年后超过 10 万升。基于此，我们预计药明康德 TIDES 业务收入在 2024E/25E/26E 将分别同比增长 62%/57%/25%，预计 2026 年 TIDES 业务占药明康德总收入的 22%。

图 39: 药明康德多肽业务产能



资料来源: 公司投资者日 PPT, 招银国际环球市场

图 40: 药明康德 TIDES 业务收入



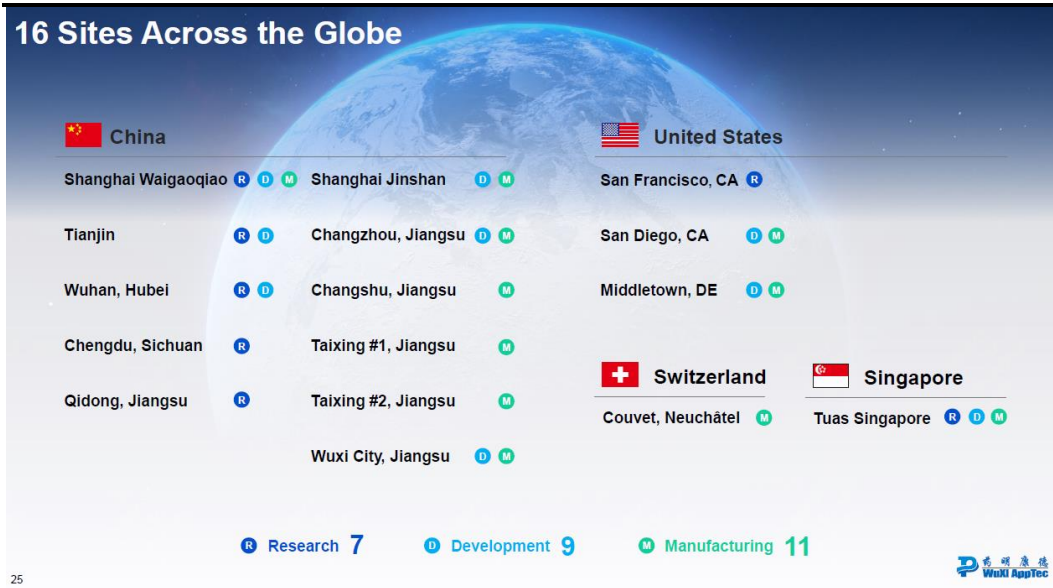
资料来源: 公司投资者日 PPT, 招银国际环球市场预测

拓张全球 CDMO 产能布局

面对在日趋复杂的全球贸易环境以及不断增长的客户需求，药明康德正在全球构建化学药 CDMO 的研发和生产网络。公司在过去 5 年 (2018-2023 年) 累计 capex 投入达到 280 亿元 (约 41 亿美元)，相当于其同期累计收入的 21%，这些 capex 投入主要用于建设国内产能，包括位于常州和泰兴的大规模 API 生产设施。药明康德计划在 2024 年投入约 50 亿元 capex，将主要用于新建或者扩建其海外产能，包括位于新加坡的 API 设施、位于美国的制剂设施以及位于瑞士的制剂设施。公司新加坡的工厂总投资预计为 14 亿美元，1 期项目预计于 2027 年投产，将成为其海外唯一一个 API 基地，可提供小分子、寡核苷酸、多肽、偶联服务。美国制剂工厂将成为公司最大的海外制剂设施，预计在 2027 年投产。此外，药明康德正在扩建位于瑞士库威的制剂设施，完成后该基地的口服制剂和包装产能将翻倍。

当海外基地投产后，药明康德将建成可在国内外提供同一套标准的从 API 到制剂的服务平台，不仅可更好的满足多样化的客户需求，也将有利于公司对冲地缘政治不确定性。

图 41: 药明康德化学业务的全球研发生产网络



资料来源: 公司投资者日 PPT, 招银国际环球市场

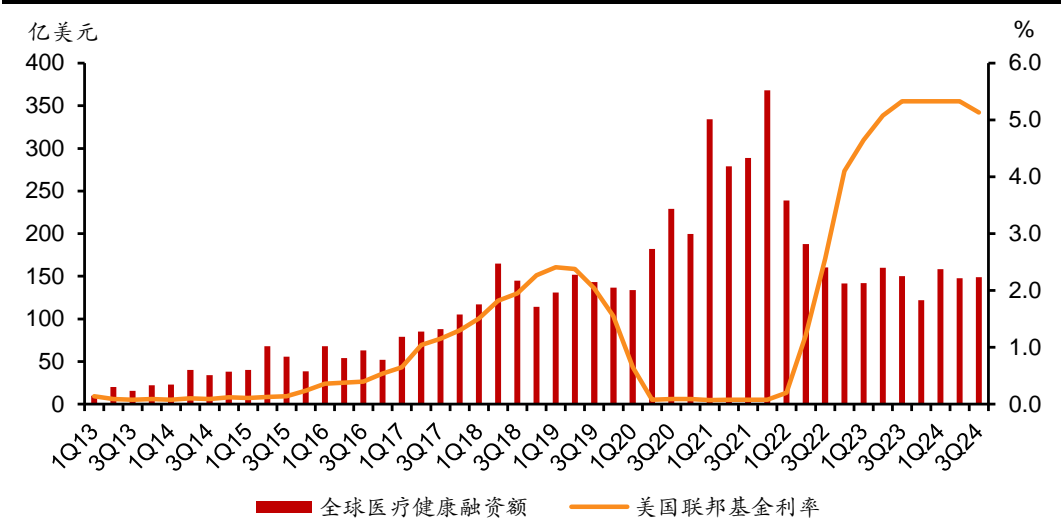
美国降息预计将带动全球早期研发需求复苏

药明康德临床前及药物发现阶段的相关收入（指化学板块下的药物发现服务、测试板块下的实验室分析及测试服务以及生物学板块）在 1H24 达到 60.3 亿元，同比下降 17%，占总收入的 35%。药明康德的早期业务下降主要受到全球医药投融资下降的影响。客户将资源优先用于推进重点项目，特别是临床后期和商业化阶段项目。由于药明康德始终坚持卓有成效的 follow-the-molecule CRDMO 战略，我们认为早期研发需求的复苏将带动公司整体业绩的长期增长。

在 2020 年之前，美联储较长时间地将有效联邦基金利率维持在不超 2% 的低位水平。根据动脉橙的数据，2013-2019 年期间，全球医疗健康融资额虽有波动，但整体保持增长势头，反映了全球医疗健康行业的健康发展趋势。随着新冠疫情爆发，美联储迅速降息，加之新冠疫情催生的医药需求，资金大量涌入，4Q21 的全球医疗健康行业融资额达到 368 亿美元，相比 4Q19 增长 169%。随着美联储在 2022 年开始激进加息，医疗健康融资额也随之迅速下降，回到了疫情前水平。

美联储在 1Q23 后的持续 5 个季度内将利率维持在 5% 以上的高位，导致医疗健康融资额始终维持在疫情前的水平。今年 9 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点。我们注意到全球医疗健康融资快速反弹，24 年 9 月的融资额环比显著增长 141%，成为 24 年 2 月以来的单月最高融资额。因此，我们预计美国进入利率下降通道后，医疗健康融资额将随之增长，并将驱动全球早期医药研发需求的改善。药明康德早期业务也有望复苏。

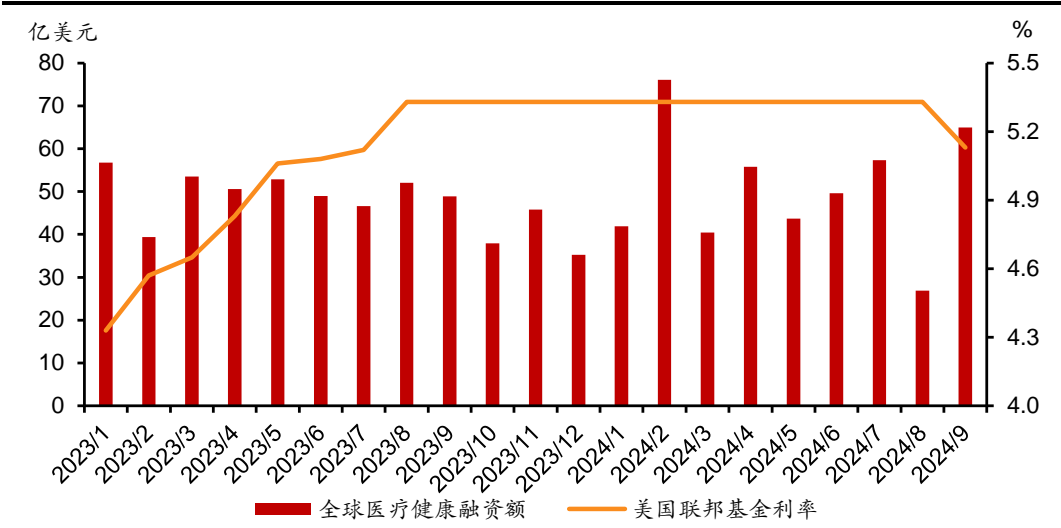
图 42: 全球医疗健康融资金额和利率的关系 (季度)



资料来源: 动脉橙, WIND, 招银国际环球市场

注: 美国联邦基金利率指有效联邦基金利率, 是银行间在联邦基金市场上进行隔夜拆借的实际成交利率。

图 43: 全球医疗健康融资和利率的关系 (月度)



资料来源: 动脉橙, WIND, 招银国际环球市场

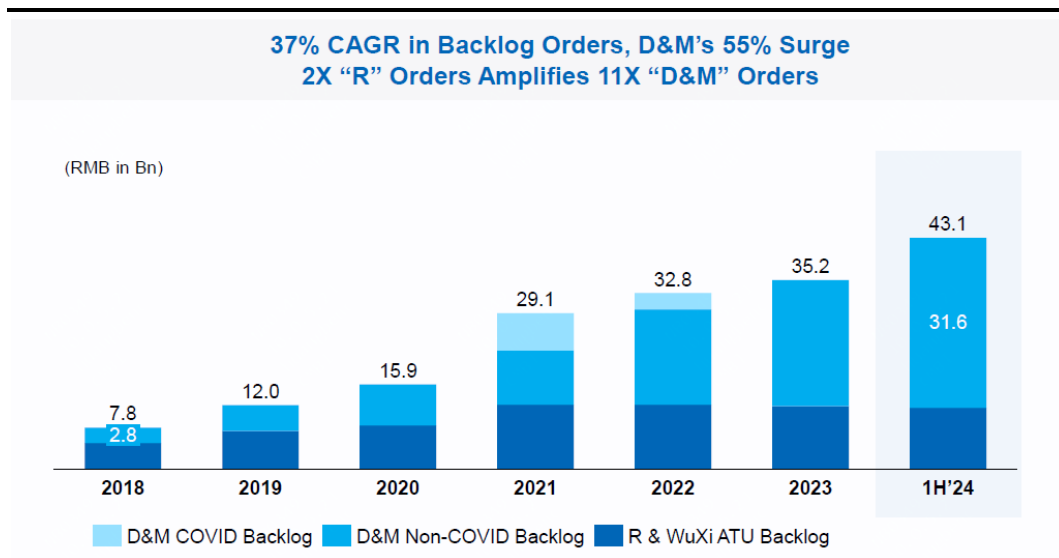
公司订单强劲增长, 复苏趋势已现

得益于降息预期下全球医药研发需求的回升以及药明康德持续增强的客户服务能力, 药明康德的在手订单在 1H24 已经展现出强劲复苏苗头。根据药明康德投资者日披露的数据, 截至 2024 年 6 月, 公司在手订单金额达到 431 亿元, 相比 2023 年底增长 22.4%, 若剔除新冠商业化项目, 在手订单同比强劲增长 33.2% (注: 药明康德的新冠商业化订单在 3Q23 执行完毕, 故截至 2023 年底的在手订单中不包含新冠订单), 其中 TIDES 的在手订单同比大幅增长 147%。

拉长时间来看, 药明康德的在手订单穿越新冠周期并保持了快速增长趋势。2018 年至 1H24, 其在手订单 CAGR 为 37%, 其中 D&M (在化学板块下) 相关在手订单 CAGR 达到 55%, D&M 成为药明康德过去多年在手订单增长的最大来源, 这也再一次体现出药明康德

对于产能的持续投入对于抓住潜在业务机会的重要性。我们认为美国进入实质降息通道将进一步改善药明康德订单环境，因此我们看好药明康德业绩的持续复苏潜力。

图 44: 药明康德整体在手订单增长趋势



资料来源: 公司投资者日 PPT, 招银国际环球市场

维持药明康德买入评级，目标价 67.72 元人民币

我们上调药明康德的目标价至 67.72 元人民币 (WACC: 9.42%，永续增长率: 2.0%)，以反映法案的不确定性降低以及在手订单增长带来的业绩复苏。我们预计公司在 2024E/25E/26E 收入同比增长-4.4%/+10.9%/+13.2%，经调整 non-IFRS 净利润同比变化-8.4%/+11.5%/+14.4%。

图 45: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际全球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	38,558	42,745	48,404	39,257	42,616	47,266	-1.78%	0.30%	2.41%
毛利	15,268	17,241	19,710	15,843	17,316	19,360	-3.62%	-0.43%	1.81%
运营利润	10,006	11,664	13,394	11,224	12,317	13,858	-10.85%	-5.30%	-3.35%
经调整净利润	9,947	11,089	12,691	9,607	10,661	11,816	3.54%	4.01%	7.40%
经调整每股收益 (元)	3.42	3.81	4.36	3.31	3.65	4.05	3.33%	4.36%	7.64%
毛利率	39.60%	40.33%	40.72%	40.36%	40.63%	40.96%	-0.76ppt	-0.30ppt	-0.24ppt
运营利润率	25.95%	27.29%	27.67%	28.59%	28.90%	29.32%	-2.64ppt	-1.61ppt	-1.65ppt
经调整净利润率	25.80%	25.94%	26.22%	24.47%	25.02%	25.00%	+1.33ppt	+0.93ppt	+1.22ppt

资料来源：彭博，招银国际全球市场预测

图 46: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	10,135	12,164	14,094	15,856	17,600	19,360	21,103	22,791	24,386	25,849
税率	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%	15.22%
息税前利润*(1-税率)	8,592	10,312	11,949	13,442	14,921	16,413	17,890	19,321	20,674	21,914
+折旧与摊销	2,257	2,554	2,824	3,177	3,526	3,879	4,228	4,566	4,886	5,179
-营运资金变化	142	(244)	(1,046)	(1,177)	(1,307)	(1,437)	(1,567)	(1,692)	(1,811)	(1,919)
-资本支出	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
自由现金流	5,992	7,622	8,726	10,442	12,140	13,854	15,551	17,195	18,749	20,174
终值										277,322
永续增长率	2.00%									
加权平均资本成本 WACC	9.42%									
股本成本	12.00%									
债务成本	4.00%									
市场风险系数 β	0.90									
无风险利率	3.00%									
市场风险溢价	10.00%									
目标负债率	30.00%									
有效公司税率	15.00%									
终值现值	112,724									
总现值	187,512									
净负债	(9,669)									
股权价值	197,182									
股份数 (百万股)	2,912									
DCF 每股价值 (人民币)	67.72									

资料来源：招银国际全球市场预测

图 47: DCF 模型敏感性分析

		WACC				
		8.42%	8.92%	9.42%	9.92%	10.42%
永续增长率	3.00%	89.09	80.99	74.18	68.38	63.38
	2.50%	83.87	76.77	70.72	65.50	60.96
	2.00%	79.47	73.16	67.72	62.98	58.83
	1.50%	75.70	70.03	65.09	60.77	56.94
	1.00%	72.44	67.30	62.78	58.80	55.25

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 48: 全球 CDMO 估值比较

公司	股票代码	评级	市值 十亿美元	收入 CAGR 23-26E	净利润 CAGR 23-26E	P/E(x)			PEG(x)	PB(x)	ROE	股息率
						24E	25E	26E	24E	24E	24E	24E
欧美												
Samsung Bio	207940 KS	未评级	55.1	17.2%	20.0%	71.5	61.4	50.9	3.6	6.9	10.3%	0.0%
Lonza	LONN SW	未评级	46.1	9.1%	15.0%	40.2	33.4	28.1	2.7	4.2	9.6%	0.8%
Catalent	CTLT US	未评级	10.9	5.8%	24.8%	na	49.5	32.0	na	2.9	0.6%	0.0%
Siegfried	SFZN SW	未评级	6.1	6.1%	20.6%	32.7	29.1	25.3	1.6	5.1	17.0%	0.3%
Bachem	BANB SW	未评级	6.0	19.4%	18.2%	45.2	36.6	28.2	2.5	3.8	8.4%	1.2%
Dottikon	DESN SW	未评级	4.2	na	na	44.6	34.9	na	na	3.2	10.1%	0.0%
Polypeptide	PPGN SW	未评级	1.1	14.2%	na	na	69.9	27.9	na	2.6	-2.5%	0.0%
Evotec	EVT GR	未评级	1.1	10.6%	na	na	na	43.7	na	1.1	-11.5%	0.0%
欧美平均				11.8%	19.7%	46.8	45.0	33.7	2.6	3.7	5.3%	0.3%
印度												
Divi's Lab	DIVI IN	未评级	19.0	9.1%	17.4%	103.6	78.5	61.9	6.0	11.9	11.7%	0.4%
Syngene	SYNG IN	未评级	4.2	7.6%	10.1%	74.3	64.3	51.4	7.3	8.7	12.7%	0.1%
Piramal Pharma	PIRPHARM IN	未评级	3.6	8.4%	224.8%	204.9	104.3	48.8	0.9	3.6	2.1%	0.1%
Laurus Labs	LAURUS IN	未评级	3.0	9.8%	61.7%	126.1	67.4	37.8	2.0	6.1	5.0%	0.2%
Neuland Lab	NLL IN	未评级	2.1	16.5%	22.5%	58.5	50.8	32.9	2.6	14.0	27.1%	0.1%
印度平均				10.3%	67.3%	113.5	73.1	46.6	3.8	8.9	11.7%	0.2%
国内												
药明康德	603259 CH	买入	20.4	6.3%	5.3%	14.7	13.2	11.5	2.7	2.5	15.6%	1.9%
药明生物	2269 HK	买入	8.8	9.7%	6.3%	14.0	12.6	11.2	2.2	1.4	11.3%	0.0%
凯莱英	002821 CH	未评级	3.8	1.0%	-7.2%	24.9	19.5	15.5	na	1.5	6.3%	1.1%
九州药业	603456 CH	未评级	1.9	9.5%	10.3%	11.2	9.4	9.3	1.1	1.5	13.4%	2.8%
博腾股份	300363 CH	未评级	1.2	5.3%	12.4%	26.5	13.1	22.6	2.1	1.5	-0.5%	2.3%
药石科技	300725 CH	未评级	1.0	14.0%	24.5%	31.5	25.7	21.1	1.3	2.4	7.6%	0.7%
国内平均				7.6%	8.6%	20.5	15.6	15.2	1.9	1.8	8.9%	1.5%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: 药明康德、药明生物数据基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司数据基于彭博一致预测 (截至 2024 年 10 月 20 日)。

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	22,902	39,355	40,341	38,558	42,745	48,404
销售成本	(14,592)	(24,677)	(23,729)	(23,290)	(25,504)	(28,694)
毛利润	8,310	14,678	16,612	15,268	17,241	19,710
运营费用	(3,898)	(5,372)	(5,318)	(5,262)	(5,577)	(6,315)
销售费用	(699)	(732)	(701)	(800)	(801)	(907)
行政费用	(2,203)	(2,826)	(2,879)	(2,711)	(2,920)	(3,307)
研发费用	(942)	(1,614)	(1,441)	(1,423)	(1,535)	(1,738)
其他	(54)	(200)	(297)	(328)	(321)	(364)
运营利润	4,412	9,306	11,294	10,006	11,664	13,394
以公允价值计量的盈亏	(93)	770	(38)	(199)	100	200
投资盈亏	1,356	188	234	45	100	200
净利息收入(支出)	(84)	248	338	761	456	522
其他收入/支出	425	106	4	283	300	300
税前利润	6,016	10,618	11,832	10,895	12,620	14,617
所得税	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,529)	(1,893)	(2,192)
税后利润	5,136	8,903	9,700	9,367	10,727	12,424
非控股权益	(39)	(89)	(94)	(90)	(103)	(119)
净利润	5,097	8,814	9,607	9,277	10,625	12,305
调整后净利润	5,131	9,399	10,854	9,947	11,089	12,691
总股息	1,529	2,644	2,882	2,783	3,187	3,692
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	21,986	23,997	30,422	32,223	37,805	44,850
现金与现金等价物	8,239	7,986	13,764	15,722	20,600	25,939
应收账款	4,668	6,047	7,922	7,395	7,612	8,620
存货	5,905	5,669	4,736	5,106	5,592	6,291
预付款项	303	291	244	244	244	244
以公允价值计入损益的资产	527	2	11	11	11	11
其他流动资产	2,344	4,003	3,746	3,746	3,746	3,746
非流动资产	33,142	40,693	43,247	45,615	48,032	50,380
物业及厂房及设备(净额)	8,554	14,171	17,190	20,311	23,139	25,697
递延税项	390	492	367	367	367	367
合资及联营公司投资	678	1,203	2,216	2,216	2,216	2,216
无形资产	1,600	1,785	1,864	1,706	1,548	1,390
商誉	1,926	1,822	1,821	1,821	1,821	1,821
以公允价值计入损益的资产	8,714	8,954	8,626	8,483	8,683	9,083
其他非流动资产	11,280	12,265	11,164	10,712	10,259	9,807
总资产	55,127	64,690	73,669	77,839	85,837	95,230
流动负债	12,985	14,499	14,756	15,342	15,800	16,461
短期债务	2,261	3,874	3,667	4,267	4,267	4,267
应付账款	1,931	1,659	1,645	1,631	2,089	2,750
应付税款	536	882	1,374	1,374	1,374	1,374
其他流动负债	8,256	8,084	8,070	8,070	8,070	8,070
非流动负债	3,385	3,264	3,396	3,396	3,396	3,396
长期债务	0	279	687	687	687	687
应付公司债	607	502	0	0	0	0
融资租赁承担	1,019	984	1,099	1,099	1,099	1,099
其他非流动负债	1,759	1,499	1,610	1,610	1,610	1,610
总负债	16,370	17,764	18,152	18,737	19,196	19,857
股本	2,956	2,961	2,969	2,969	2,969	2,969
资本盈余	25,732	26,512	28,401	34,895	42,332	50,946
其他储备	9,804	17,118	23,753	20,753	20,753	20,753
股东权益总额	38,492	46,590	55,122	58,616	66,054	74,667
少数股东权益	266	337	395	485	588	707
总负债和股东权益	55,127	64,690	73,669	77,839	85,837	95,230

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12月31日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	6,016	10,618	11,832	10,895	12,620	14,617
折旧摊销	1,363	1,718	2,288	2,261	2,559	2,828
税款	(880)	(1,716)	(2,132)	(1,529)	(1,893)	(2,192)
营运资金变化	(1,151)	(298)	(105)	142	(244)	(1,046)
其他	(759)	294	1,504	(390)	(432)	(698)
净经营现金流	4,589	10,616	13,387	11,380	12,609	13,507
投资现金流						
资本开支	(6,936)	(9,966)	(5,517)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
收购与投资	(858)	(161)	(22)	0	0	0
处理短期投资所得现金	2,766	82	(2,321)	0	0	0
其他	189	355	299	0	0	0
净投资现金流	(4,839)	(9,690)	(7,561)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
融资现金流						
已支付股息	(916)	(1,598)	(2,756)	(2,023)	(2,731)	(3,169)
净借贷	1,071	1,668	178	600	0	0
发行股票所得现金	104	150	247	0	0	0
其他	(1,983)	(1,497)	(1,610)	(3,000)	0	0
净融资现金流	(1,724)	(1,278)	(3,941)	(4,423)	(2,731)	(3,169)
净现金流变动						
年初现金	10,228	8,175	7,984	13,764	15,722	20,600
汇率变动	(79)	161	132	0	0	0
年末现金	8,175	7,984	10,001	15,722	20,600	25,939
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12月31日						
销售收入	38.5%	71.8%	2.5%	(4.4%)	10.9%	13.2%
毛利润	32.3%	76.6%	13.2%	(8.1%)	12.9%	14.3%
经营利润	41.1%	110.9%	21.4%	(11.4%)	16.6%	14.8%
净利润	72.2%	72.9%	9.0%	(3.4%)	14.5%	15.8%
调整后净利润	41.1%	83.2%	15.5%	(8.4%)	11.5%	14.4%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12月31日						
毛利率	36.3%	37.3%	41.2%	39.6%	40.3%	40.7%
营业利润率	19.3%	23.6%	28.0%	26.0%	27.3%	27.7%
调整后净利润率	22.4%	23.9%	26.9%	25.8%	25.9%	26.2%
股本回报率	14.4%	20.7%	18.9%	16.3%	17.0%	17.5%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12月31日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
流动比率 (倍)	1.7	1.7	2.1	2.1	2.4	2.7
应收账款周转天数	66.4	49.7	63.2	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	107.4	85.6	80.0	80.0	80.0	80.0
应付帐款周转天数	107.8	75.5	75.6	75.6	75.6	75.6
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12月31日						
市盈率 (调整)	28.5	15.7	13.6	14.7	13.2	11.5
市帐率	3.8	3.1	2.7	2.5	2.2	1.9
市现率	31.9	13.9	11.0	12.8	11.6	10.8
股息 (%)	1.0	1.8	2.0	1.9	2.2	2.5

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。