



药明合联 (2268.HK): 全球领先 ADC 外包服务商有望持续受益

ADC 市场增长迅猛, 外包率高, 药明合联作为全球领先的 ADC 外包服务商有望持续受益。首次覆盖药明合联 (2268.HK), 给予“买入”评级, 目标价为 35 港元。

- **ADC 市场增长迅猛, 外包率高, 药明合联作为全球领先的 ADC 外包服务商有望持续受益。**根据 Frost & Sullivan 预测, 2022 年全球 ADC 市场规模已达 79 亿美元, 预计有望于 2030 年达到 647 亿美元, 对应 30% 年均复合增长率, 增速远超同期生物药市场。中国已经成为全球 ADC 开发和授权交易的主要国家之一。由于 ADC 开发复杂, 大多数企业依赖外包来进行研发和生产, 目前全球 ADC 外包率已达到约 70%, 超过生物药约 34% 的外包率。得益于此, ADC 外包服务市场规模有望迅速扩大, 全球 ADC 外包服务市场预计将从 2022 年 15 亿美元迅速增长至 2030 年的 110 亿美元 (28% 年均复合增长率)。在全球 ADC 外包服务商当中, 药明合联拥有全球第二的市场份额。
- **ADC 外包服务龙头, 具备全方位一站式服务能力。**作为全球领先的 ADC 外包服务龙头, 公司目前已经具备 ADC 全方位一站式研究、开发及制造能力, 业务涵盖生物偶联药物、单克隆抗体中间体及生物偶联药物相关连接子及有效载荷的发现、工艺开发及 GMP 生产, 使得药明合联可在 R 端、D 端、M 端全方位服务客户。此外, 集中的地理位置 (公司各类服务均由位于方圆 200 公里范围内的上海、常州及无锡营运基地提供) 有望为客户节省开发及生产时间, 提高质量和成本效益。目前行业平均需要 24 至 30 个月才能将项目从抗体 DNA 序列推进至 IND 申报, 而药明合联的开发周期平均为 13 至 15 个月。
- **“赋能、跟随并赢得分子”策略有望持续赢得客户与项目, 推动公司收入持续快速增长。**截至 2024 年 6 月 30 日, 公司管线共有 167 个综合项目, 包括 91 个临床前项目、47 个临床 1 期项目、17 个临床 2 期项目、及 12 个临床 3 期项目。在强大的漏斗效应下以及随着项目往后期推进, 现存项目有望转化为更大规模的收入。更重要的是, 公司有望于 2025 年迎来首个商业化项目, 开启商业化生产的新篇章。此外, 截至 1H24, 公司累计为 419 个全球客户提供服务, 未完成订单金额进一步加速增长至 8.4 亿美元 (+105% YoY)。展望未来, 扩建的无锡和新加坡产能有望以全球双厂策略满足客户的生产需求。
- **首次覆盖给予“买入”评级, 目标价为 35 港元。**我们预测公司有望于 2024E/2025E/2026E 实现人民币 33.9/48.7/67.0 亿元收入、8.2/11.2/15.3 亿元经调整 Non-IFRS 净利润。我们预测公司 2025-2027 年经调整 Non-IFRS 净利润有望实现约 35% CAGR, 给予公司 1.05x PEG 目标估值倍数, 对应 38x 2025E PE, 我们得到目标价 35 港元。
- **投资风险:** 中美地缘政治风险加剧、竞争激烈、整体生物医药融资恢复不及预期、ADC 药物临床研发不顺。

完整报告: [《ADC 行业: 中国力量, 大有可为》](#)

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2024 年 11 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	35.0
潜在升幅/降幅	+33%
目前股价 (港元)	26.4
52 周内股价区间 (港元)	12.0-34.0
总市值 (百万港元)	31,666
近 3 月日均成交额 (百万)	149

市场预期区间

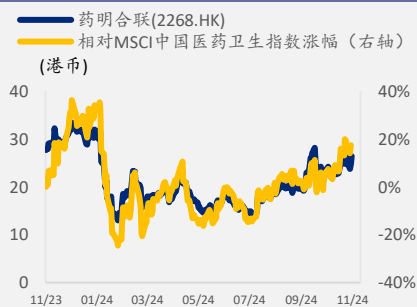


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

注: 截至 2024 年 11 月 20 日收盘价

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	990	2,124	3,388	4,874	6,702
同比增速 (%)	218.3%	114.4%	59.5%	43.8%	37.5%
归母净利润	156	284	717	997	1,389
同比增速 (%)	183.5%	82.1%	152.8%	39.0%	39.4%
PE (x)	133.3	92.3	42.7	30.8	22.1

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 药明合联

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	990	2,124	3,388	4,874	6,702
营业成本	-729	-1,564	-2,297	-3,290	-4,470
毛利润	261	560	1,091	1,584	2,232
销售费用	-9	-15	-47	-63	-80
管理费用	-49	-124	-156	-219	-295
研发费用	-34	-77	-102	-141	-188
核心营业利润	169	344	786	1,160	1,669
利息支出	-3	-1	0	0	0
利息收入	5	47	121	102	89
其他	25	-31	0	0	0
利润总额	196	360	907	1,262	1,758
所得税	-40	-76	-191	-265	-369
净利润	156	284	717	997	1,389
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	156	284	717	997	1,389
经调整净利	194	412	817	1,117	1,529

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	335	4,048	3,387	2,975	3,189
应收票据及应收账款	506	956	1,578	2,003	2,571
存货	63	47	189	270	367
其他流动资产	499	149	214	214	214
流动资产合计	1,402	5,200	5,367	5,462	6,341
固定资产	799	1,246	2,828	4,443	5,801
无形资产	51	53	55	58	61
其他非流动资产	245	236	236	236	236
非流动资产合计	1,094	1,535	3,120	4,737	6,098
短期借款	71	0	0	0	0
应付票据及应付账款	481	620	1,656	2,371	3,222
应交税费	13	37	37	37	37
其他流动负债	449	622	622	622	622
流动负债合计	1,014	1,279	2,314	3,030	3,881
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2	2
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	1,480	5,454	6,171	7,167	8,556
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	1,481	5,454	6,171	7,168	8,557

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除税前净利润	196	360	717	997	1,389
固定资产折旧	23	52	126	194	251
营运资本变动	-6	-94	271	209	186
其他	39	16	-65	0	0
经营活动现金流量净额	252	333	1,050	1,399	1,826
资本开支	-201	-539	-1,711	-1,811	-1,612
其他	-1,078	448	0	0	0
投资活动现金流量净额	-1,280	-91	-1,711	-1,811	-1,612
股权融资	1,285	3,604	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	1,328	3,522	0	0	0
筹资活动现金流量净额	1,328	3,522	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	309	3,713	-661	-412	214
期初现金及现金等价物	26	335	4,048	3,387	2,975
期末现金及现金等价物	335	4,048	3,387	2,975	3,189

财务和估值比率

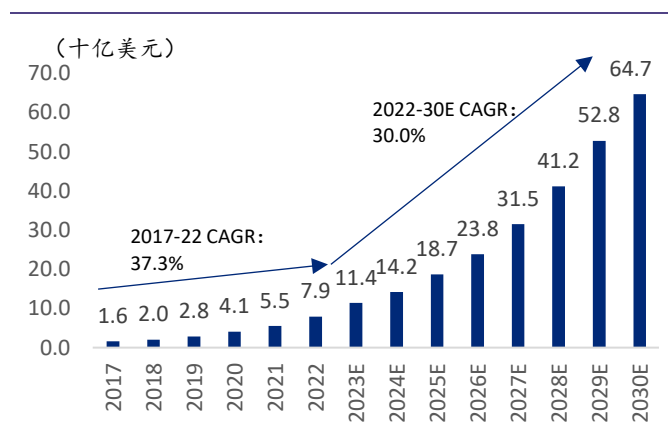
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.18	0.26	0.56	0.78	1.09
每股销售额	1.14	1.95	2.65	3.82	5.25
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	218.3%	114.4%	59.5%	43.8%	37.5%
核心营业利润	142.5%	102.9%	128.8%	47.6%	43.9%
归母净利润	183.5%	82.1%	152.8%	39.0%	39.4%
费用与利润率					
毛利率	26.4%	26.3%	32.2%	32.5%	33.3%
核心经营利润率	17.1%	16.2%	23.2%	23.8%	24.9%
归母净利率	15.7%	13.4%	21.2%	20.4%	20.7%
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.4	4.1	2.3	1.8	1.6
速动比率 (x)	1.3	4.0	2.2	1.7	1.5
现金比率 (x)	0.3	3.2	1.5	1.0	0.8
负债/权益	0.7	0.2	0.4	0.4	0.5
估值					
市盈率 (x)	133.3	92.3	42.7	30.8	22.1
市销率 (x)	21.0	12.3	9.0	6.3	4.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

药明合联(2268.HK):全球领先 ADC 外包服务商有望持续受益

ADC 行业增长迅猛，带动外包服务强劲增长

全球/中国 ADC 市场均处于快速增长期，2030 年市场规模分别有望迅速增长至 647 亿美元/人民币 662 亿元。目前全球已有 15 款 ADC 药物获批上市，大部分 ADC 药物分子仍处于临床研究或临床前阶段，而且呈现逐年快速增长的趋势。根据 Frost & Sullivan 统计及预测，ADC 的全球市场规模自 2017 年的 16 亿美元快速增长至 2022 年的 79 亿美元（37.3%复合年增长率），未来预计将持续快速增长，2030 年将达到 647 亿美元（对应 30.0%的复合年增长率），增速远超同期生物药市场。在中国，自 2020 年国家药监局批准首款 ADC 药物赫赛莱后，中国的 ADC 药物市场开始增长，预期由 2022 年的人民币 8 亿元增长至 2030 年的人民币 662 亿元（对应复合年增长率为 72.8%）。ADC 药物作为精准化疗的产品，未来有足够的空间替代部分化疗药物市场（约 1400 亿元）。

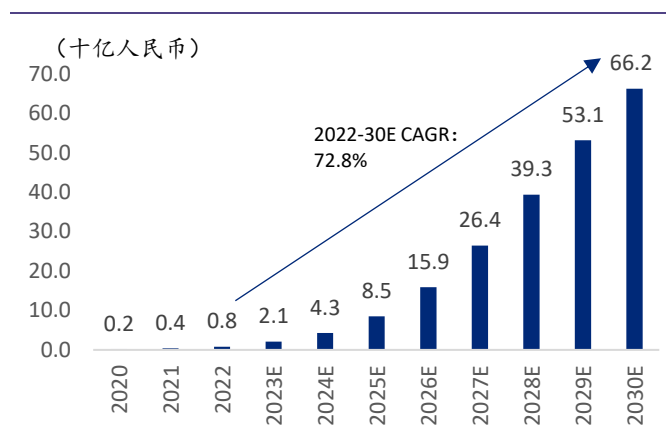
图表 2：全球 ADC 市场规模



E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan，浦银国际

图表 3：中国 ADC 市场规模



E= Frost & Sullivan 预测

资料来源：Frost & Sullivan，浦银国际

ADC 开发复杂，外包率较高。由于管线的开发复杂且技术要求较高，大多数生物制药企业寻求与 CRDMO 的合作进行开发。根据 Frost & Sullivan 数据，截至 2022 年底，全球 XDC 药物发现、开发及制造外包率已达到约 70%，超过整体生物制剂的外包率 34%。此外，目前全球获批上市的 ADC 药物中，绝大部分产品由外包服务提供商制造。

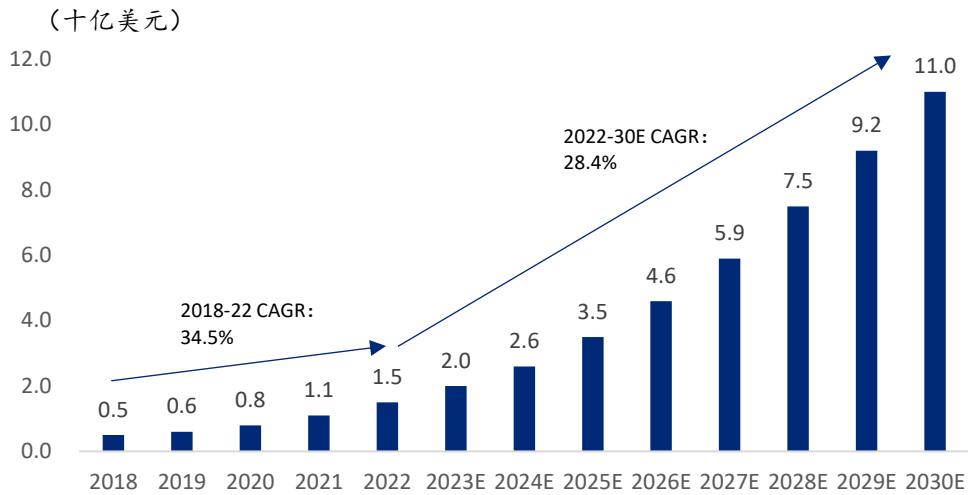
图表 4：全球已获批 ADC 药物及外包情况

药品	公司	靶点	抗体	连接子	毒素	DAR	批准时间	是否外包
1 Mylotarg (Gemtuzumab ozogamicin)	辉瑞 (惠氏)	CD33	人源化 IgG4	胺键	卡利霉素	2-3	2000 FDA	否
2 Adcetris (Brentuximab vedotin)	Seagen	CD30	人鼠嵌合 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2011 FDA; 2020 中国药监局	是
3 Kadcyla (Trastuzumab ado-emtansine)	罗氏/基因泰克	HER2	人源化 IgG1	硫醚	DM1	3.5	2013 FDA; 2020 中国药监局	是
4 Besponsa (Inotuzumab ozogamicin)	辉瑞	CD22	人源化 IgG4	胺	卡利霉素	5-7	2017 EMA&FDA; 2021 中国药监局	否
5 Polivy (Polatuzumab vedotin)	罗氏/基因泰克	CD79b	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	3.5	2019 FDA; 2023 中国药监局	是
6 Padcev (Enfortumab vedotin)	阿斯泰来 /Seagen	Nectin-4	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2019 FDA	是
7 Enhertu (Trastuzumab deruxtecan)	第一三共/阿斯利康	HER2	人源化 IgG1	四肽	Dxd	8	2019 FDA; 2023 中国药监局	是
8 Trodelvy (Sacituzumab govitecan)	Immunomedics	Trop-2	人源化 IgG1	碳酸酯	SN-38	7-8	2020 FDA; 2022 中国药监局	是
9 Blenrep (Belantamab mafodotin)	葛兰素史克	BCMA	人源化 IgG1	马来酰亚氨基己酰	MMAF	4	2020 FDA	是
10 Akalux (Cetuximab sarotalocan)	乐天药业 Rakuten Medical	EGFR	人源化 IgG1	/	IR700 (NIR dye)	2-3	2020 PDMA	是
11 Zynlonta (loncastuximab tesirine)	ADC Therapeutics	CD19	人源化 IgG1	缬氨酸-丙氨酸	PBD 二聚体	2.3	2021 FDA	是
12 爱地希 (Disitamab vedotin)	荣昌生物	HER2	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2021 中国药监局	是
13 Tivdak (Tisotumab vedotin)	西雅图遗传 /Genmab	TF	人源化 IgG1	缬氨酸-瓜氨酸	MMAE	4	2021 FDA	是
14 ElahereTM (Mirvetuximab soravtansine)	ImmunoGen	FR α	人源化 IgG1	sulfo-SPDB	DM4	3.4	2022 FDA	是

资料来源：Nature、Frost & Sullivan、浦银国际整理

因此，ADC 外包服务需求跟随 ADC 市场规模快速增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2022 年全球生物偶联药物外包服务市场规模达到 15 亿美元，2018-2022 年 CAGR 为 34.5% (vs 同期生物制剂外包服务市场增速：21.8%)，预计 2030 年生物偶联药物的外包服务市场规模将增至 110 亿美元，对应 2022-2030E CAGR 约 28%。

图表 5: 全球 ADC 外包市场规模

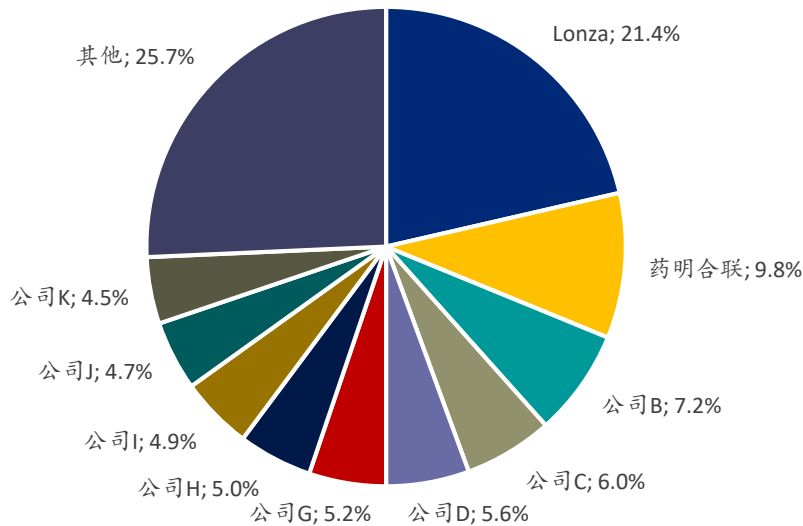


E= Frost & Sullivan 预测

资料来源: Frost & Sullivan、浦银医药

全球 ADC 外包市场份额相对集中，药明合联市占率全球第二。全球生物偶联药物外包服务市场呈现出相对集中的竞争格局。按 2022 年收入计，前五大及前十大参与者合计分别占 50.0%及 74.3%的市场份额，公司 2022 年全球市占率约 9.8%，全球排名第二，仅次于 Lonza。

图表 6: 全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场竞争格局 (2022 年)



资料来源: Frost & Sullivan、浦银医药

图表 7: 全球主要 ADC 公司地理分布及市占率

公司	地理分布			2022 年全球市占率
	mAb	有效载荷—连接子	偶联	
Lonza	大士（新加坡）、斯劳（英国）	菲斯普（瑞士）	菲斯普（瑞士）	21.4%
药明合联	上海（中国）无锡（中国）	常州（中国）、无锡（中国）	无锡（中国）	9.8%
公司 B	马尔蒂亚克（法国）	威斯康星州麦迪逊市（美国）	密苏里州圣路易斯市（美国）	7.2%
公司 C	不适用	法国	法国	6.0%
公司 D	伍斯特（美国）	爱尔兰、芝加哥（美国）	芝加哥（美国）、	5.6%
公司 G	拉蒂纳（意大利）	拉蒂纳（意大利）	拉蒂纳（意大利）	5.2%
公司 H	威斯康星州（美国）	不适用	加利福尼亚州（美国）	5.0%
公司 I	不适用	印度及美国	格兰杰默斯（英国）	4.9%
公司 J	迪赛德（英国）、北卡罗莱纳州（美国）	不适用	不适用	4.7%
公司 K	不适用	不适用	不适用	4.5%

资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际整理

ADC 开发较为复杂，跨学科开发能力、全链条外包服务是客户挑选外包供应商的重要考量标准。首先，由于 ADC 开发涉及 mAb、有效载荷、连接子等多个部分，因此对跨学科开发能力的要求较高。其次，由于 ADC 的开发及制造同时涉及生物制剂及小分子药物，因此需要可生产不同成份的专用设备，而具有综合供应链能力的 CRDMO 可有效缩短 ADC 生产时间，同时保证质量及降低成本。此外，不同药企的 ADC 管线差异程度大，需求类型多样，因此药企对 ADC 外包服务提供商的要求较高，要求具备对各种生物偶联药物及其成分较丰富的开发经验、技术储备。再次，药企过往优异的项目交付、质量控制及运营记录的外包服务提供商将更容易赢得药企客户。

放眼全球，药明合联拥有稀缺的全方位外包服务能力。比较全球市占率前十的 ADC 外包服务提供商，药明合联是唯一在 ADC 整个发现、开发及制造过程中具备提供全方位服务能力的外包企业，并且所有 ADC 研发生产设施距离均在 1-2 个小时车程内。

图表 8: 全球主要 ADC 公司能力比较

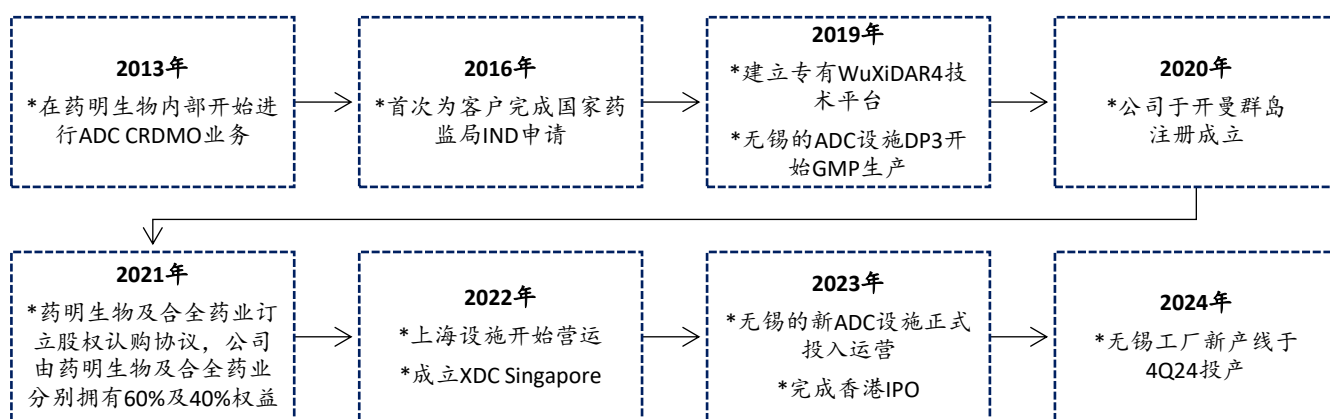
公司	能力			DP (药物产品)	ADC 专用工艺			位于 1 至 2 个小时车程内的全方位 ADC 研发生产设施
	mAb	有效载荷—连接子	偶联		研究	开发	制造	
药明合联	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	有
Lonza	✓	✓	✓	✓		✓	✓	无
公司 B	✓	✓	✓			✓	✓	无
公司 C		✓	✓			✓	✓	无
公司 D	✓	✓	✓	✓		✓	✓	无
公司 G	✓	✓	✓	✓		✓	✓	有
公司 H	✓		✓	✓		✓	✓	无
公司 I		✓	✓	✓	✓	✓	✓	无
公司 J	✓			✓		✓	✓	无
公司 K				✓		✓	✓	无

资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际整理

公司简介

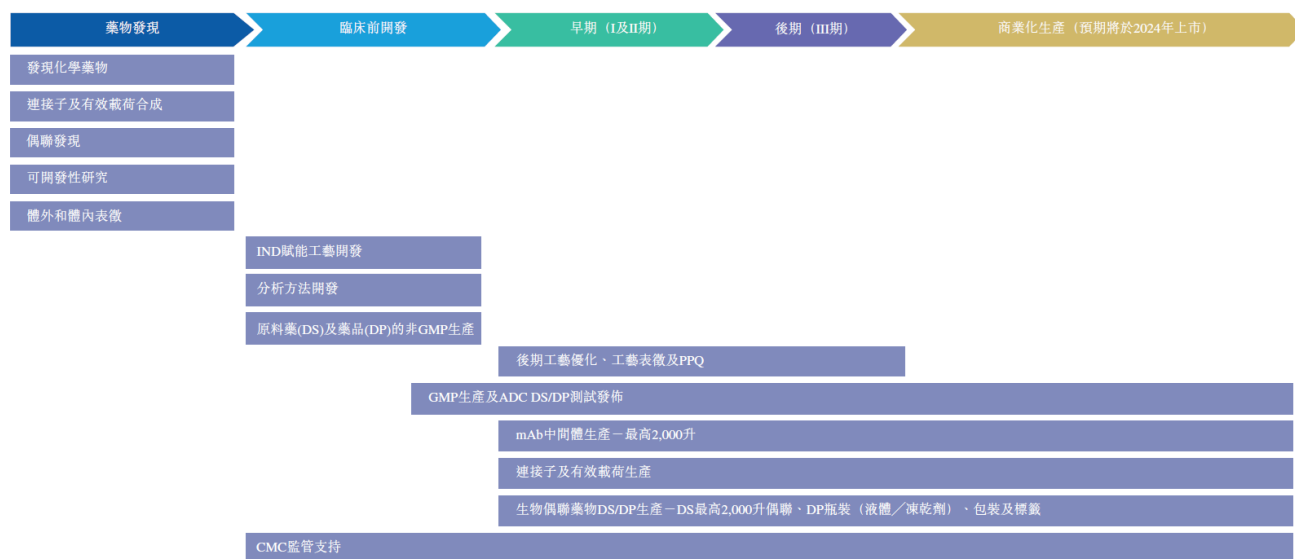
药明合联的业务起源于2013年，当时药明合联作为药明生物内部业务部门开展抗体偶联药物研究、开发及生产外包服务（ADC CRDMO）业务。公司于2020年在开曼群岛注册成立，目前已经成长为全球领先的专注于生物偶联药物的全方位一体化研究（R）、开发（D）及生产（M）平台（XDC CRDMO）。根据 Frost & Sullivan 的资料，按2022年的收入计，药明合联是全球第二大ADC等生物偶联药物的CRDMO。

图表 9：公司发展历程



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 10：公司 CRDMO 业务



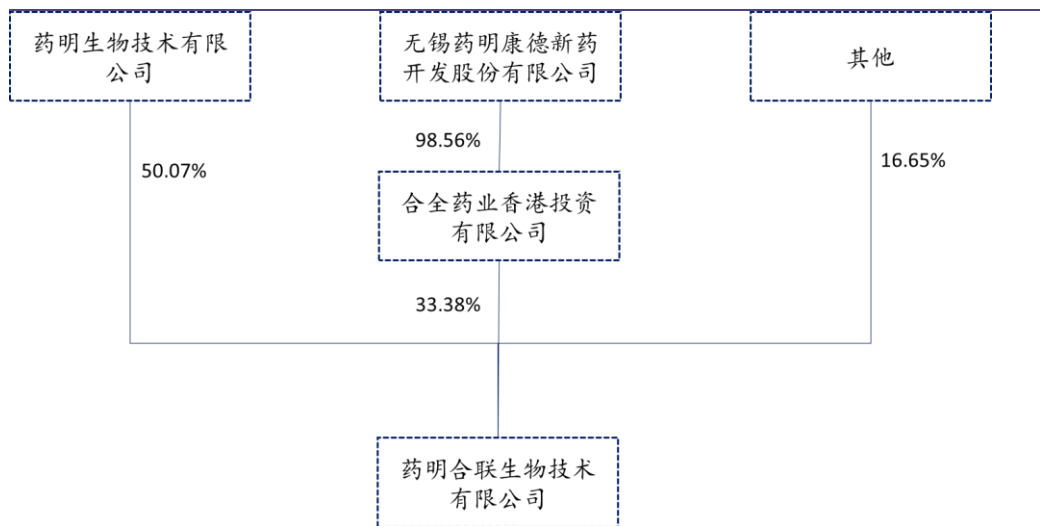
缩写：PPQ = 工艺性能鉴定；DS = 原料药；DP = 药品；mAb = 单克隆抗体。

附注：ADC/生物偶联药物 CMC 范围（工艺开发、分析方法开发、生产）包括生物偶联药物 mAb 中间体、连接子及有效载荷以及生物偶联药物 DS 及 DP。

资料来源：公司资料、浦银国际

根据 1H24 财报披露的最新持股结构，药明生物及药明康德（通过子公司合全药业持有）分别持有 50.07%及 33.38%药明合联发行在外股份。

图表 11：公司主要股东



资料来源：公司资料、浦银国际

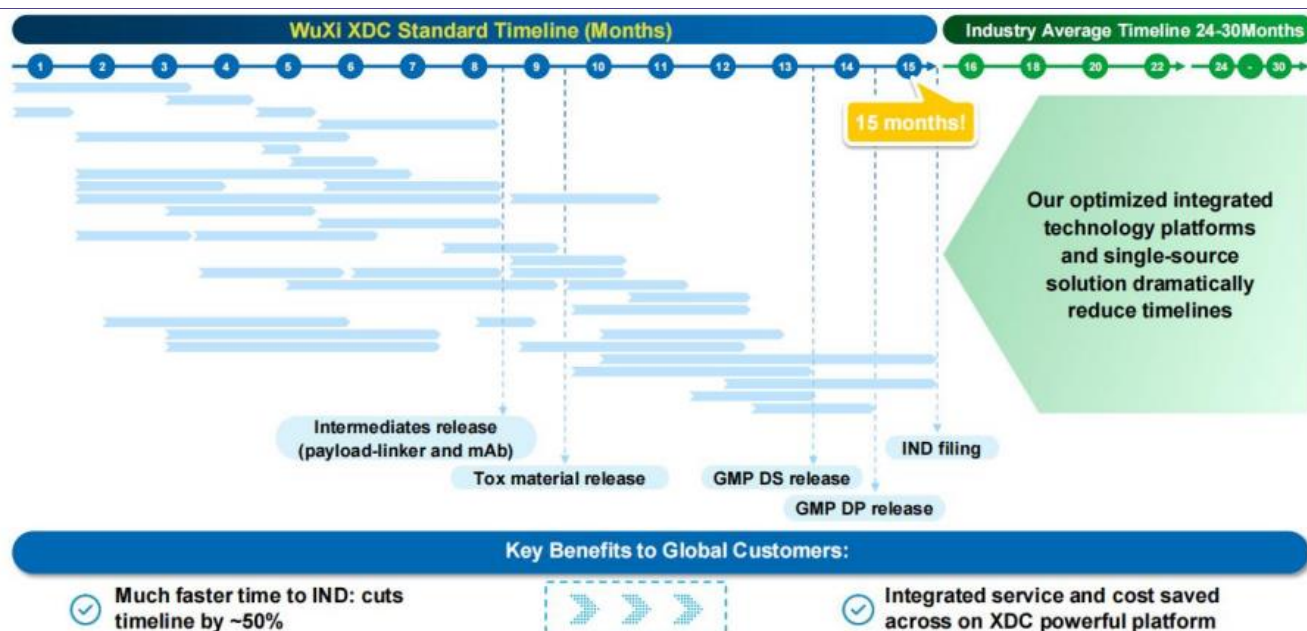
全方位一站式服务能力，涵盖 R、D、M 端

ADC 外包龙头，具备全方位一站式服务能力。根据 Frost & Sullivan 资料，药明合联在 ADC 外包服务企业中排名全球第二、中国第一。公司目前已经具备 ADC 全方位一站式研究、开发及制造能力，业务涵盖生物偶联药物、单克隆抗体中间体及生物偶联药物相关连接子及有效载荷的发现、工艺开发及 GMP 生产，使得药明合联可在不同开发步骤间高效的衔接。

此外，集中的地理位置有望为客户节省开发及生产时间。目前，公司的各类服务均由位于方圆 200 公里范围内的上海、常州及无锡营运基地提供，相较于地理位置分散的第三方服务网络可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，加快开发时间，提高质量和成本效益。

基于上述两点，公司将开发时间较行业平均缩短约一半，生产时间较行业平均大幅缩短。目前行业平均需要 24 至 30 个月才能将项目从抗体 DNA 序列推进至 IND 申报，而药明合联的开发周期平均为 13 至 15 个月。此外，公司也将 ADC 业务产品的典型 GMP 生产周期（包括制造生物偶联药物相关单克隆抗体中间体、连接子及有效载荷、ADC 原料药和 ADC 药品）从约 1.5 年缩短至几个月的时间。

图表 12：药明合联将抗体 DNA 序列推进至 IND 申报的时间平均为 13-15 个月

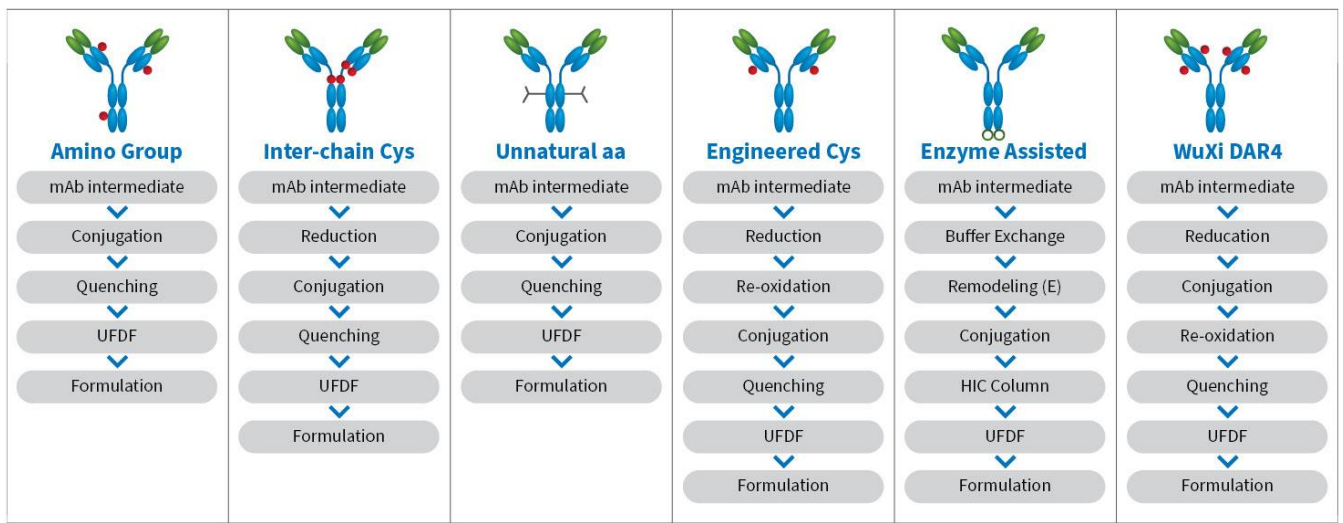


资料来源：公司资料、浦银国际

R 端：业内领先的技术组合赋能客户

公司拥有 10+种偶联技术，为业内最丰富的技术组合之一。公司采用 10 多项偶联技术进行偶联发现，为业内最丰富的技术组合之一。公司的偶联技术既包括传统的赖氨酸或半胱氨酸随机偶联等非位点特异性技术，也包括涉及工程改造的半胱氨酸、聚糖重塑、二硫键重桥以及酶辅助或肽亲和辅助的位点特异性偶联。

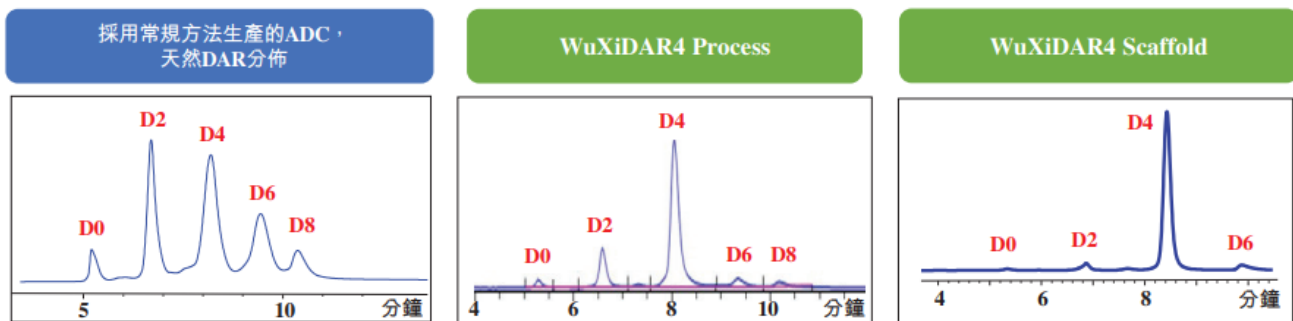
图表 13：药明合联偶联技术平台



资料来源：公司资料、浦银国际

WuXiDARX 作为公司核心偶联技术，可有效改善 ADC 产品的药代动力学特征及稳定性。WuXiDARX 通过控制不同药物抗体比率（DAR）组分含量的百分比及其定位效应，由此开发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。例如，已经获得专利的 WuXiDAR4 技术使药明合联能够严格控制产品同构型、批次间一致性，从而改善药代动力学特征、稳定性，并可能产生更好的临床结果。WuXiDAR4 技术包括对天然抗体起作用而无需进行任何工程改造的 WuXiDAR4 Process 以及包含简单的抗体工程改造的 WuXiDAR4 Scaffold 两种工艺：1) WuXiDAR4 Process：偶联物产品可以使用天然抗体在整个 ADC 产品中实现 DAR4 种类的高度同构型(超过 65%)，通过额外的抛光步骤可以将其进一步提高到 95% 以上；2) WuXiDAR4 Scaffold：可以使 DAR4 种类的含量高于 85%。

图表 14：常规方法 vs WuXiDAR4 技术生产的 ADC



注：同一合成反应生成的不同种类的 ADC 通过疏水作用色谱法(HIC)进行分离，较亲水的种类（即低 DAR 值的 ADC）首先洗脱。图中的每个峰值表示一个独特种类。纵轴表示不同种类的 ADC 分子的丰度。每个峰值上方带有数字的「D」表示 DAR 值，即通过连接子附着到每个抗体的有效载荷数。例如，每个抗体附着四个有效载荷分子的 ADC 表示为 D4。左：使用传统方法生产的 ADC 包含附有不同 DAR 值的种类，D2、D4 及 D6 是主要的种类。中间及右：使用药明合联的 WuXiDAR4 技术生产的 ADC 具有 DAR 值为 4 的主要种类，表明同构型有所改善。

资料来源：公司资料、浦银国际

公司亦在连接子及有效载荷方面建立了深厚的技术储备。公司不仅开发了丰富的现成连接子及有效载荷库供客户使用，还通过提供合成、工艺开发及 GMP 生产服务，使客户能够开发和生产各种定制或专有的连接子及有效载荷。公司拥有一个不断扩大的现成连接子及有效载荷库，许多现成的连接子及有效载荷已经向 FDA 提交药物主文档 (DMF)，该类数据库可帮助 ADC 项目缩短开发时间。

D 端：覆盖从原液到制剂工艺开发全流程

生物偶联原液工艺开发是公司的关键能力之一。公司一直持续在针对各种载体及连接子及有效载荷的偶联技术建立全面的专业知识，致力通过偶联技术推进客户的生物偶联原液开发（如涉及赖氨酸或链间半胱氨酸的非位点特异性原液，及涉及工程化半胱氨酸、工程化 NNAA 及酶辅助定点剂的位点特异性原液）。公司的工艺开发工作基于质量源于设计的现代理念，并专注于关键质量属性以优化工艺。例如，DAR 比率是偶联反应及生物偶联药物本身的关键质量属性。然而，传统的偶联工艺往往导致分子混合物异质性，异质混合物非常复杂，难以表征及纯化且成本高昂。公司通过专家团队的工艺开发，协助客户的产品达成一致及有利 DAR。此外，为控制杂质，公司为各种不同的生物偶联药物开发了广泛的纯化步骤，包括超滤及渗滤，以及柱纯化技术，如离子交换色谱法、疏水作用色谱法及蛋白 A 亲和性色谱法，可根据需要应用于不同规模的各种生物偶联药物。

图表 15: 公司生产工艺技术平台



资料来源: 公司资料、浦银国际

生物偶联制剂工艺开发服务已在开发各种剂型领域积累丰富经验。公司为浓度高达 150mg/ml 的高效及非强效生物偶联药物产品的偶联制剂工艺开发提供广泛的服务, 促进早期分子评估, 并为首次人体临床试验及商业化产品推出开发合适的制剂, 使得公司客户能够选择各种剂型, 包括液体、冷冻及冻干剂型。ADC 产品的冻干可提高其稳定性, 且需要更复杂的过程, 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司参与开发的 30 多种冻干产品已进入临床阶段。

图表 16: 公司制剂处方开发技术平台



资料来源: 公司资料、浦银国际

分析表征亦是生物偶联药物开发的要素。公司利用内部专业知识及分析设备表征中间体，包括单克隆抗体或其他蛋白质、连接子及有效载荷，以及处于不同开发阶段的生物偶联药物分子。公司用于评估及表征该等分子的分析方法包括高效液相色谱法、ELISA、细胞生物测定及液相色谱-质谱分析法（LC-MS）等。通过该等方法，公司测量了对偶联过程及所得生物偶联药物的质量至关重要的关键参数，包括但不限于纯度、特点、蛋白质浓度、等电点及效能。为支持连接子及有效载荷的工艺开发及制造，公司亦利用各种复杂和精密的分离及分析化学工具，确保向客户提供阶段性合适的质量结果，包括硅胶柱色谱法、中高压液相色谱法、高效液相色谱法、红外光谱法、差示扫描量热法、X 射线粉末衍射及核磁共振等。

图表 17：公司表征 ADC 及其他生物偶联药物分子的分析能力

	分析能力		
	纯度测量	特征	效力
ADC	<ul style="list-style-type: none"> DAR HMW 及 LMW 种类 电荷变异物 残留游离药物 	<ul style="list-style-type: none"> 高阶结构 毛细管等电聚焦 肽图分析 药物负荷分布 偶联位点分析 	<ul style="list-style-type: none"> 结合试验 功能测定 细胞检测
其他生物偶联药物	<ul style="list-style-type: none"> 有效荷载加载 HMW 及 LMW 种类 残留物 	<ul style="list-style-type: none"> 分子量 多分散性 粒径 	<ul style="list-style-type: none"> 结合试验 功能测定

资料来源：公司资料、浦银国际

M 端：全球双厂策略可满足海内外客户需求

公司提供不同规模的非 GMP 及 GMP 合规的生物偶联原液及药品生产服务。公司提供不同规模的生产服务，包括实验室规模、非 GMP 中试规模及符合 cGMP 标准的商业规模。公司所有的生产均采用一次性生产技术，且按照公司的综合质量体系进行，已通过多个监管机构（包括 FDA、EMA 及国家药监局等）的审核。

全球双厂生产策略满足海内外客户需求。公司商业化产能主要由无锡和新加坡两大基地负责，分别负责国内和海外的生产。目前无锡基地正在原有产能基础上积极扩建新产能，新的双功能抗体中间体/原液生产线已于 4Q24 投产，新的制剂生产线 DP3 预计将于 2Q25 投产；新加坡基地已于 2024 年 3 月开始动工建设，有望于 2025 年底/2026 年初投产。

- 无锡基地是国内主要的商业化生产基地，负责抗体中间体、生物偶联原料药、药品制剂、连接子及有效载荷生产，配置 1 条偶联原液生产线 XBCM1（500 升偶联原料药产能），2 条抗体中间体/偶联原液双功能生产线（XBCM2 L1 已于 2023 年 9 月投产，每批 200-2000 升抗体中间体产能或每批 2000 升偶联原液产能；XBCM2 L2 已于 4Q24 投产），2 条偶联制剂生产线 XDP1（液体和冻干剂型，年产能 300 万瓶）、XDP2（液体和冻干剂型，年产能 500 万瓶），第三条制剂生产线 XDP3 预计将于 2Q25 年投产（液体和冻干剂型，年产能 700 万瓶），以及连接子及有效载荷生产线 XPLM1（公斤级产能）。
- 新加坡基地是海外主要的商业化生产基地，负责抗体中间体、生物原料药、药品制剂的临床后期及商业化生产，计划配置与无锡基地类似的商业生产设施，包括一条抗体中间体/原料药双功能生产线 XBCM3（包括每批 50-2000 升的抗体中间体产能，高达 2000 升的偶联原液产能）；一条原液生产线 XBCM4，产能为每批最多 500 升；一条制剂生产线 XDP4，年产能为 800 万瓶液体/冻干制剂。新加坡基地产能预计将于 2025 年底/2026 年初投产。

图表 18：公司无锡及新加坡产能情况

位置	占地面积 (平方米)	设施	投产日期	产能
无锡	48,067	偶联原液生产线 (XBCM1):	2019年	<ul style="list-style-type: none"> •目前配备从5升到500升不等的一次性反应器系统 •重新设计具有额外DS容量的反应器系统的XBCM1设施，预计将于2025年推出
		生物偶联药物抗体中间体和原液的双功能生产线 (XmAb/XBCM2)		
		---XBCM2 第一条产线	2023年	•每批50升至2,000升单克隆抗体中间体或每批2,000升原料药
		---XBCM2 第二条产线	4Q24	•每批50升至2,000升单克隆抗体中间体或每批2,000升原料药（于4Q24投产）
		偶联药品产线 (XDP1)	2019年	•年产能300万剂液体或冻干剂型的生物偶联药物
		偶联药品产线 (XDP2)	2023年	•年产能500万剂液体或冻干剂型的生物偶联药物
		偶联药品产线 (XDP3)	预计为2Q25E	•年产能700万剂液体或冻干剂型的生物偶联药品，预计将于2Q25投产。
新加坡	22,000	生物偶联药物抗体中间体和原液的双功能生产线XmAb/XBCM3	预计为2025年末/2026年	•设计容量为每批50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
		偶联原液生产线 (XBCM4): 偶联药品产线 (XDP4)		<ul style="list-style-type: none"> •每批产能最多500升生物偶联原料药 •年产能800万剂液体或冻干剂型的生物偶联药物

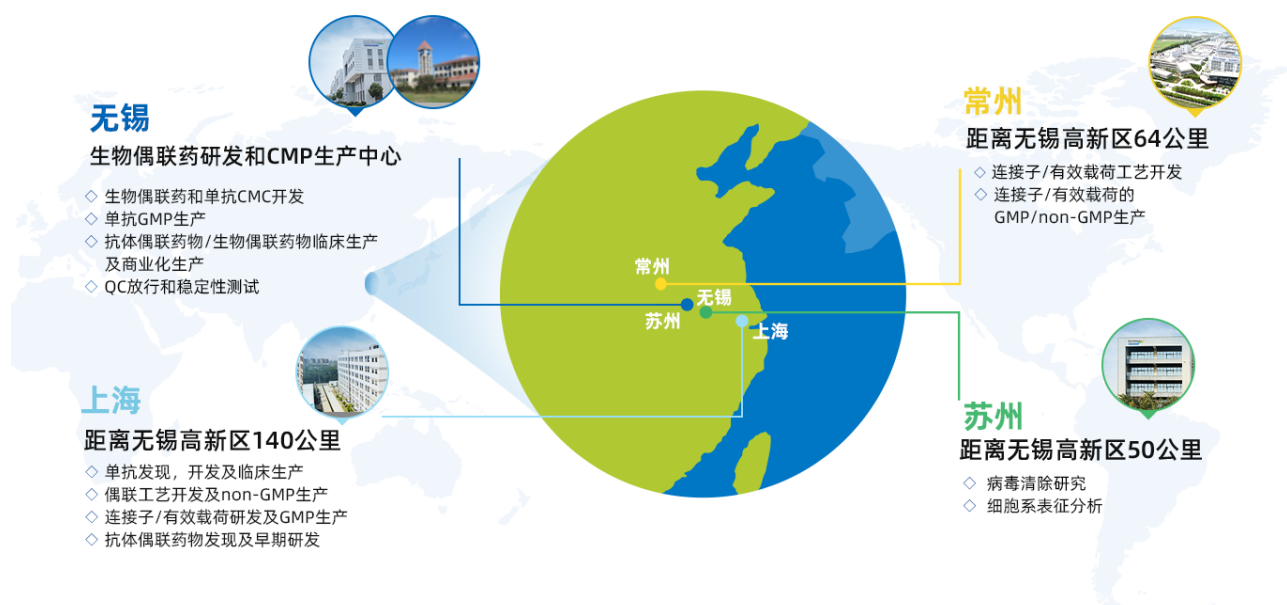
资料来源：公司资料、浦银国际

集中的地理位置可缩短开发生产时间，降低成本

公司在无锡、上海及常州设立三个基地，实现 200 公里内全方位 CRDMO 服务，缩短开发及生产时间，降低整体成本。公司在无锡、上海及常州三地设有基地，三个工厂均位于方圆 200 公里范围内，可进行协调开发和生产，并可实现有效的管理供应链管理及无缝技术转让，从而缩短开发及生产时间。根据公司数据，公司将项目从抗体 DNA 序列推进至 IND 申报的时间约为 13-15 个月，明显优于行业平均 24-30 个月的周期，亦将 GMP 生产周期从 1 年半缩短至数月。

无锡、上海及常州三地分工明确。如前所述，无锡基地是国内主要的生产基地，负责抗体中间体、生物偶联原料药、药品制剂、连接子及有效载荷生产；上海外高桥基地则设立发现实验室及生物偶联药物工艺开发实验室，负责偶联药物的早期研究和工艺开发；常州小分子基地承担载荷和连接子的研发和生产。

图表 19：公司国内工厂分布示意图



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 20：公司无锡、上海及常州基地概况

位置	占地面积 (平方米)	产能
无锡	48,067	<p>偶联原液及抗体中间体生产</p> <ul style="list-style-type: none"> • XBCM1: 配备从 5 升到 500 升不等的一次性反应器系统；重新设计具有额外 DS 容量的反应器系统的 XBCM1 设施，预计将于 2025 年推出 • XmaB/XBCM2 双功能生产线： <ul style="list-style-type: none"> ---XBCM2 L1: 设计容量为每批 50 升至 2,000 升单克隆抗体中间体或每批 2,000 升原料药 ---XBCM2 L2: 设计容量为每批 50 升至 2,000 升单克隆抗体中间体或每批 2,000 升原料药；（于 4Q24 投产） <p>偶联药品生产</p> <ul style="list-style-type: none"> • XDP1: 年产能 300 万剂液体或冻干剂型的生物偶联药物（300 万瓶，一台 5 平方米冻干机及一台 20 平方米冻干机） • XDP2: 年产能 500 万剂液体或冻干剂型的生物偶联药品（500 万瓶，一台 5 平方米冻干机及两台 20 平方米冻干机） • XDP3: 年产能 700 万剂液体或冻干剂型的生物偶联药品（700 万瓶，2 台 30 平方米冻干机），预计将于 2Q25 投产 <p>连接子及有效载荷生产</p> <ul style="list-style-type: none"> • XPLM1: 设施设计为一条公斤级连接子及有效载荷生产线
上海 外高桥	8,927	<p>发现实验室</p> <ul style="list-style-type: none"> • 生物偶联药物发现及工艺开发实验室。 <p>生物偶联药物工艺开发实验室</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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	<p>连接子及有效载荷</p> <ul style="list-style-type: none"> • 实验室采用经过现场检测的密闭设计，可安全处理属于 OEB5 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，可实现公斤级连接子及有效载荷的生产

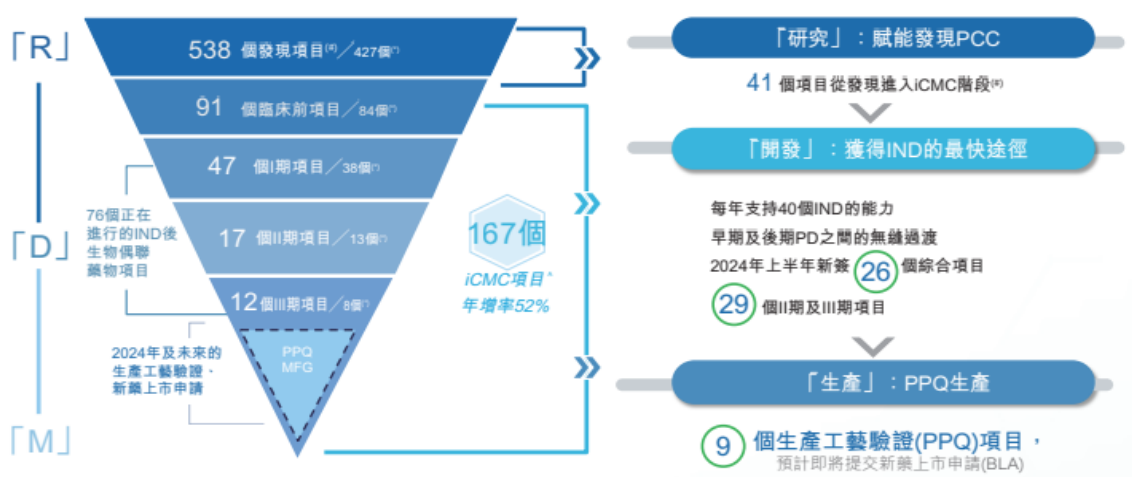
资料来源：公司资料、浦银国际

“赋能、跟随并赢得分子”策略有望持续推动公司收入

强大漏斗效应下，收入有望随项目推进持续快速增长

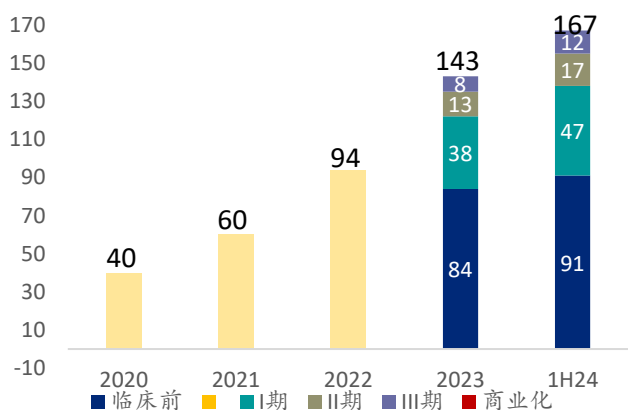
公司坚持“赋能、跟随并赢得分子”策略，已建立起丰富的漏斗管线。截至1H24，公司管线中共有167个项目，临床前/1期/2期/3期项目数分别91个/47个/17个/12个，其中9个PPQ项目，最快有望于2025年迎来首个商业化生产项目。1H24新增项目高达26个，较此前年份进一步加速（vs. 2021-23年每年分别净增加20/34/49个项目），同时带动未完成订单金额快速增长至8.4亿美元（+105% YoY）。

图表 21：药明合联项目储备



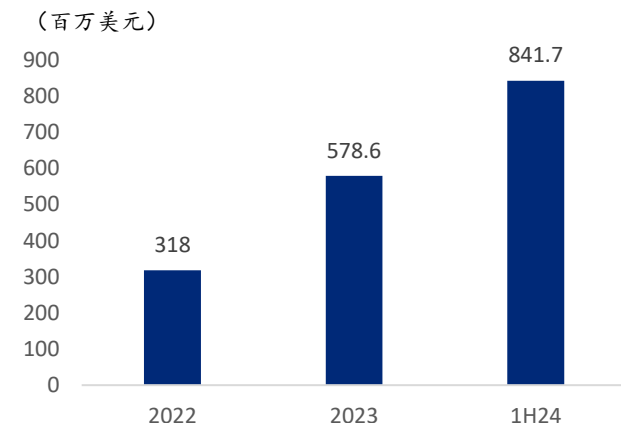
注：数据截至1H24末
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 22：公司项目管线数量



注：2022年及之前各阶段管线数量未拆分
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 23：公司未完成订单金额



资料来源：公司资料、浦银国际

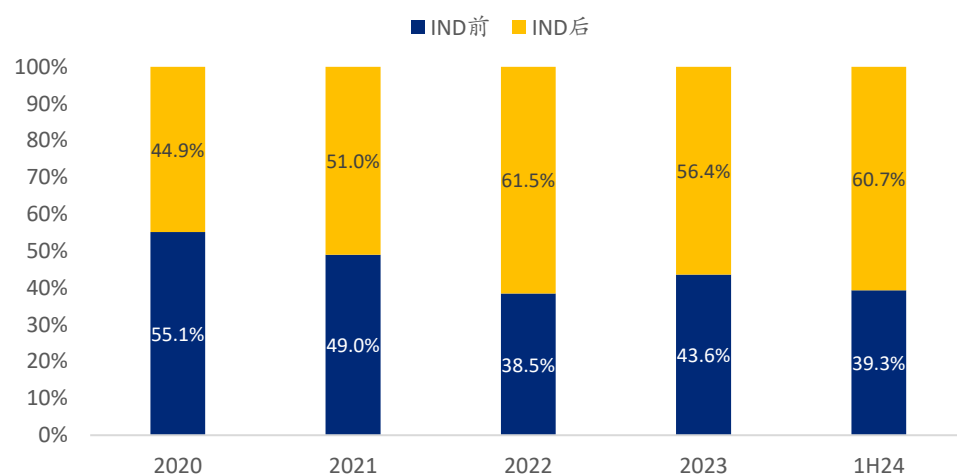
随着项目往后期推进，收入有望持续快速增长。药明合联目前管线主要集中在商业化之前阶段，根据临床阶段不同，越晚期的项目合约金额越大。因此，随着项目往后期推进，公司有望在单个项目上获得更高的收入，并且随着越来越多项目进入后期，整体收入亦有望持续快速增长。过去几年，随着管线逐步推进，公司 IND 后收入占比也呈现逐年提升的趋势，IND 后收入占比已从 2020 年的 44.9% 提升至 1H24 的 60.7%。

图表 24：公司各阶段项目期限及合约金额

项目阶段	一般期限范围	一般合约金额范围	项目种类
临床前	1 至 2 年	800-1,100 万美元	ADC 及更广泛 XDC
1 期	1 至 3 年	600-900 万美元	
2 期	2 至 4 年	800-1,500 万美元	
3 期	3 至 5 年	4,000-7,000 万美元	ADC

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 25：药明合联 IND 前、IND 后项目收入占比



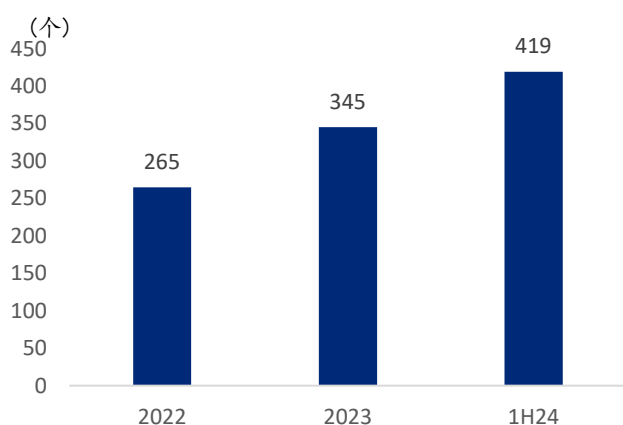
资料来源：Frost & Sullivan、浦银医药

高粘性、快速增长的客户群可助公司获得更多新项目

凭借全方位技术能力和优秀交付记录，公司客户数持续高速增长。1H24 公司客户数量较 2023 年底增加 74 家至 419 家，实现 38% YoY 增速，较 2023 全年客户 30% YoY 增速进一步加速，且 1H24 新增客户数已经接近 2022 年全年新增数。

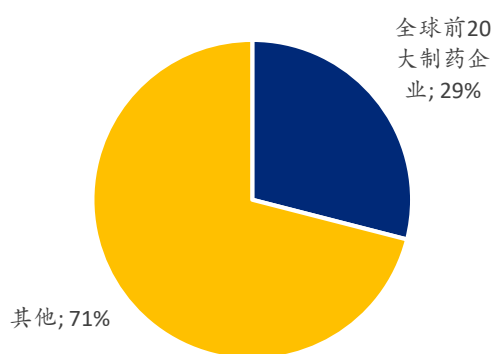
从客户类型看，截至 1H24，全球前 20 大制药公司中的 13 家为药明联合的客户，为公司贡献了 29% 的 1H24 收入，剩余 71% 收入则由其他药企及 biotech 客户贡献。

图表 26：公司累计客户数



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 27：收入按客户类型分（1H24）



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

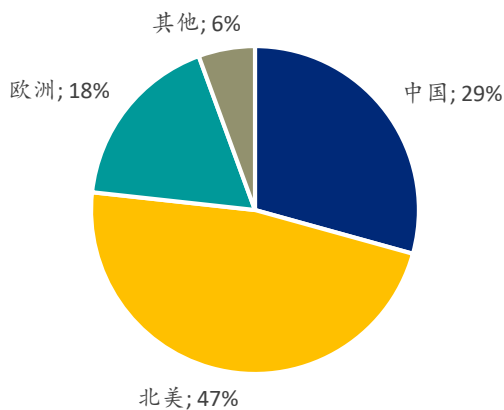
图表 28：公司服务的客户包含众多全球药企及 biotech



资料来源：Bloomberg、浦银国际

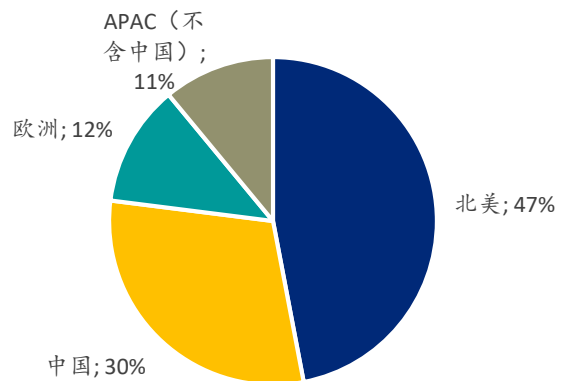
北美欧洲客户贡献接近 2/3 收入，中国贡献不到 1/3。1H24 收入按地域划分来看，北美是贡献最大的地区，约占 1H24 收入 47%，其次是中国，约占收入 29%，再其次是欧洲（18%）和其他地区（5.6%）。从收入增速角度来看，北美收入增速最快（+172% YoY），较 2023 年收入增速进一步增速；其次是欧洲（+38% YoY），仍然维持不错的增速；中国和其他地区收入增速较为平稳（分别实现 4% YoY 和 6% YoY）。从新增客户角度来看，1H24 新增客户来源于北美的最多，占比 47%，其次是中国，占比 30%，再其次是欧洲（12%）和其他地区（11%）。

图表 29：收入按地区划分（1H24）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 30：1H24 新增客户按地区划分



资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

已有客户粘性强，“赢得分子”策略有望持续增加新客户。一方面，自公司 2013 年成立以来，几乎所有将其 ADC 候选药物推进开发阶段的发现或整体的项目客户一直与公司保持合作。另一方面，随着公司全方位一站式 ADC 平台获得越来越多行业认可，公司正在 CMC 阶段赢得新客户。截至 2023 年 6 月 30 日，有 36 个项目于初步发现阶段后由客户或其外包服务提供商转让给公司。随着公司不断帮助更多客户顺利开发管线项目的积累，我们认为公司未来有望赢得更多客户和新项目。

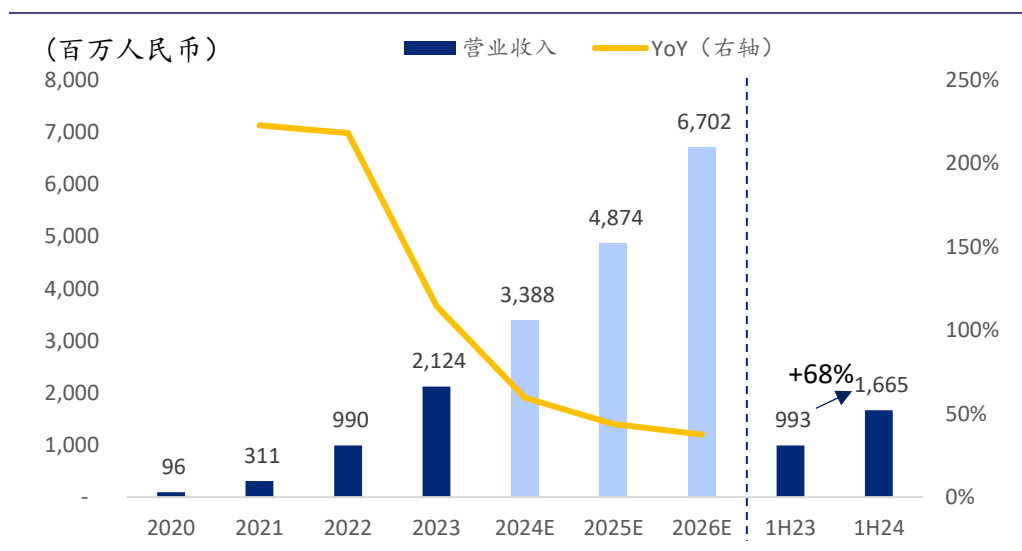
生物安全法案短期内对海外客户影响可忽略，中长期影响或可通过新加坡工厂对冲。公司 1H24 北美地区实现收入 7.9 亿元（+47% YoY, +41% HoH），占收入贡献约 47%，是公司第一大收入贡献地区，强劲的收入增速及新增客户增速（占 1H24 新增客户的 47%）显示出公司上半年受生物安全法案的影响较小，考虑到修订后的 H.R.8333 法案包括了 8 年缓冲期，我们认为短期内生物安全法案影响或较为有限。但中长期来看，在中美地缘政治摩擦长期存在的背景下，中美生物医药长期存在一定脱钩风险，因此在不利情况下可能存在影响公司中长期商业化订单增速的可能，尽管该风险或可能通过新加坡工厂部分对冲。

财务分析及预测

公司过去3年收入CAGR高达180%，1H24亦实现68% YoY的高速增长。公司2023年实现收入人民币21.2亿元(+114% YoY)，2020-2023期间收入CAGR高达180%，主要受益于ADC药物研发需求的持续火热以及公司凭借优秀的过往记录持续从全球新签项目订单（公司在研综合项目数量从2020年的40个增加至2023年143项）。公司1H24收入达到16.7亿元，维持了+68% YoY的高速增长，主要受益于北美欧洲收入的快速增长（1H24北美/欧洲收入+172%/+38% YoY）。截至1H24，公司净增加26个ICMC项目，未完成订单高达8.42亿元，同比增长105%，有望于短期内转化为收入。

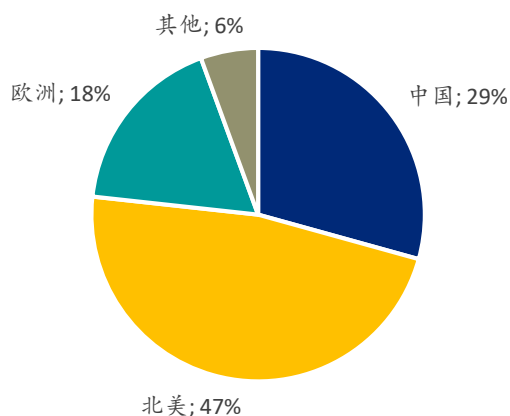
展望未来，我们预计公司有望于2024E/2025E/2026E分别实现33.9亿元/48.7亿元/67亿元收入，分别对应60%、44%、38% YoY增速。

图表 31：药明合联营业收入及增速



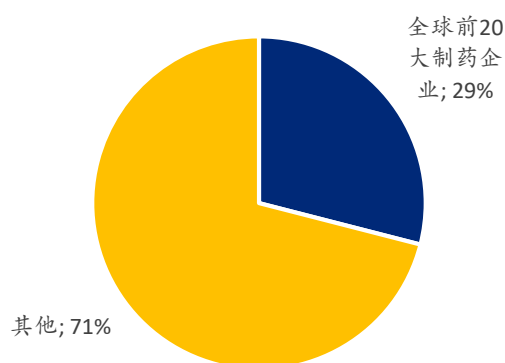
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 32：药明合联收入按地区划分（1H24）



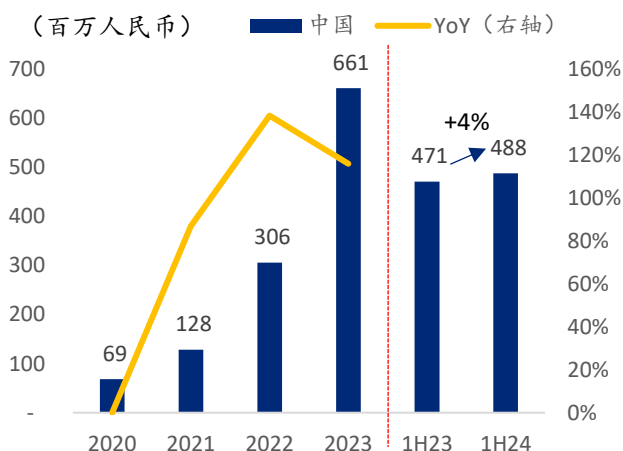
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 33：药明合联收入按客户类型分（1H24）



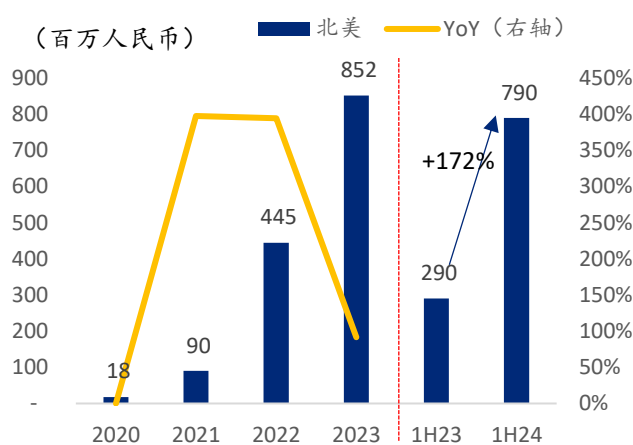
资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 34: 药明合联-中国市场收入及增速



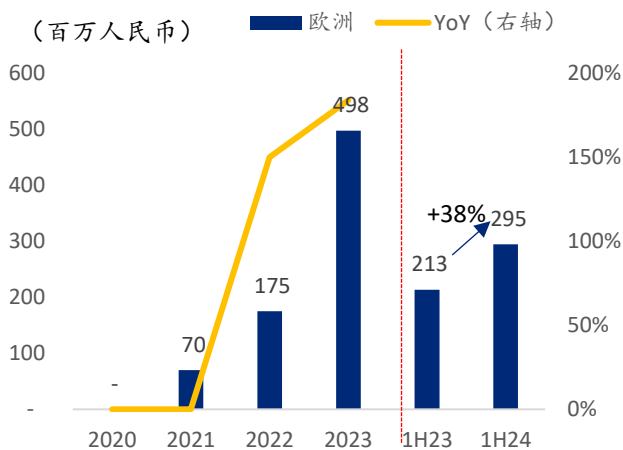
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 35: 药明合联-北美市场收入及增速



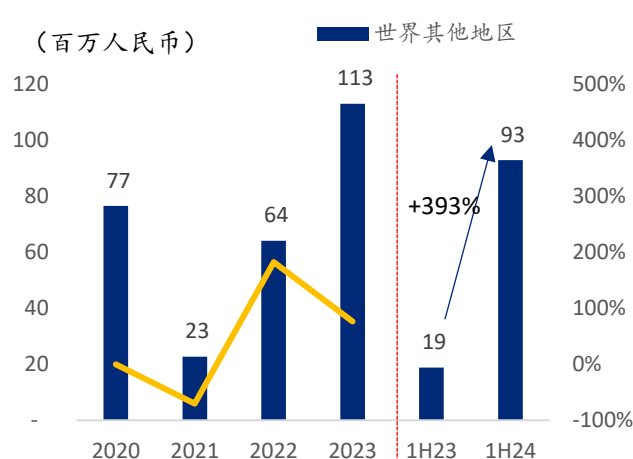
资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

图表 36: 药明合联-欧洲市场收入及增速



资料来源: 公司资料、浦银国际

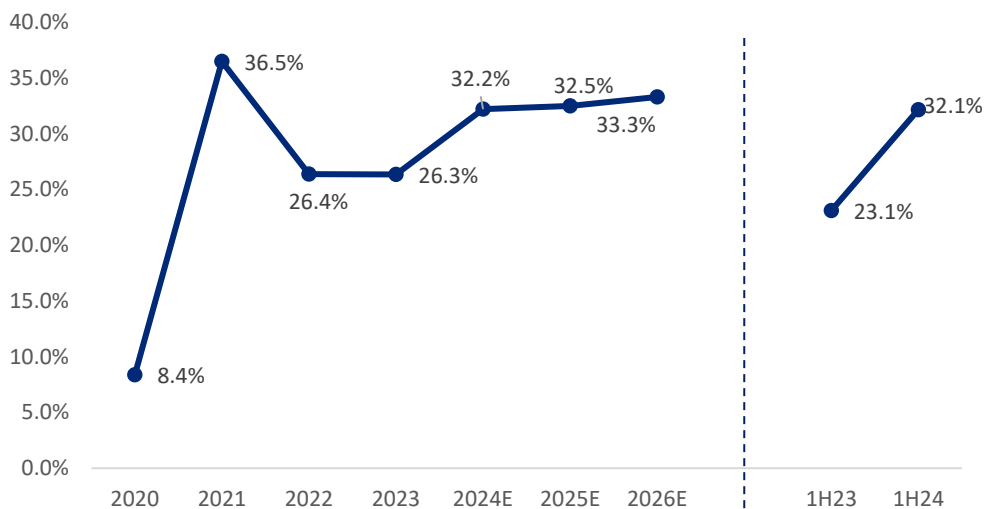
图表 37: 药明合联-其他地区收入及增速



资料来源: Frost & Sullivan、浦银国际

随着收入规模的迅速提升, 毛利率有望逐步提升。2022-2023 年公司毛利率维持在 26% 左右。公司 1H24 毛利率同比提升 9.1 个百分点至 32.1%, 主要得益于无锡工厂原液和制剂产能使用率迅速提升, 外包率降低, 运营效率的提升以及优化的采购策略。随着公司近年来收入规模迅速增长、及生产效率的提升, 中长期毛利率有望逐步提升。短期内由于无锡第二条双功能产线自 4Q24 投产, 新加坡产能预计在 2025 年底/2026 年初投产, 毛利率或有小幅波动的可能。目前, 我们预测公司 2024E、2025E、2026E 有望实现 32.2%、32.5%、33.3% 的毛利率。

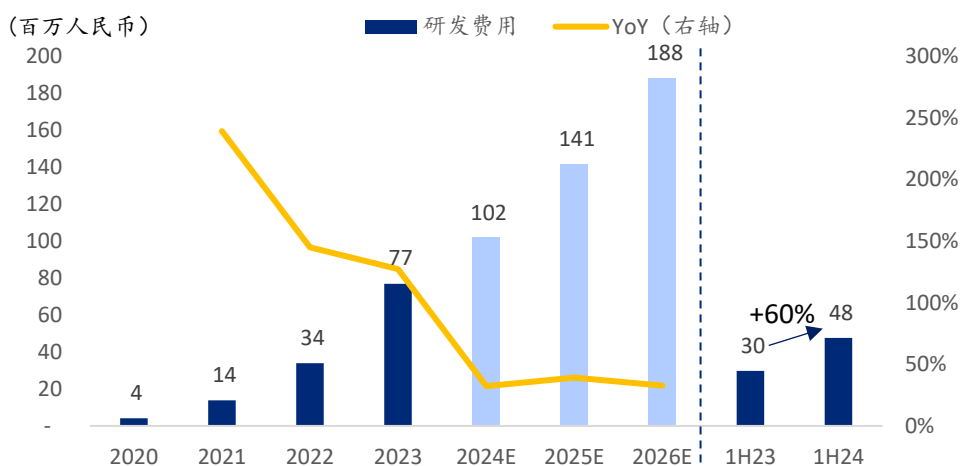
图表 38: 药明合联毛利率



资料来源: 公司资料、浦银国际

持续投入研发,但随着收入规模的扩大,研发费用率预计稳中有降。公司2023年研发费用人民币7,687万元,占当年收入3.6%。1H24研发费用同比+60%至4,759万元,占收入2.9%。尽管公司未来计划继续投资前沿技术,如持续完善或升级 WuXiDARx 技术,但考虑到收入规模的迅速扩大,我们预计研发费用率将稳中有降,我们预测公司2024E、2025E、2026E研发费用有望达到人民币1.0亿、1.4亿、1.9亿元。

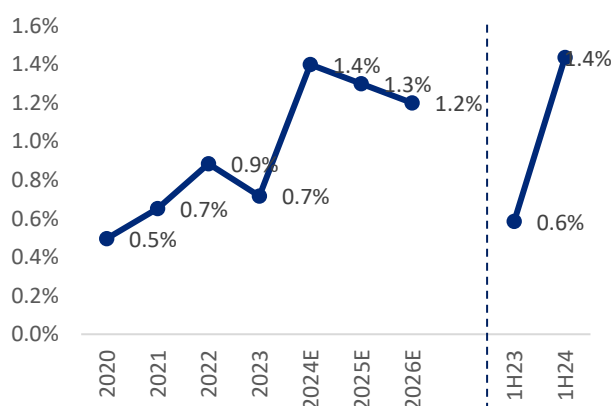
图表 39: 药明合联研发费用



资料来源: 公司资料、浦银国际

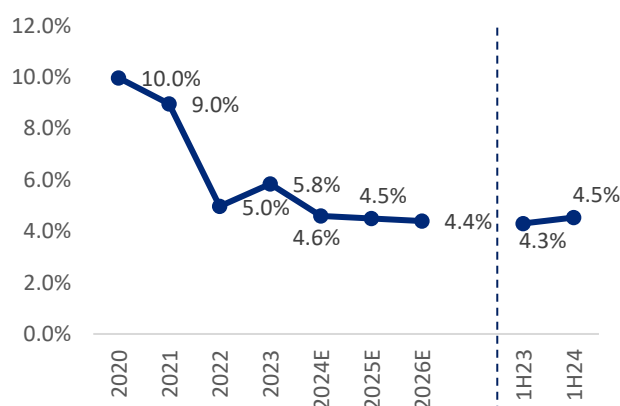
随着收入规模的扩大，销售管理费用率预计将逐年下降。1H24 销售费用同比增长 311%至 2,393 万元，销售费用率也从 2023 年的 0.7%提升至 1.4%，主要由于期内销售人员招聘及股权激励费用增加所致。1H24 管理费用 7,553 万元，管理费用率略微提升 0.2 个百分点至 4.5%。未来随着收入规模的迅速扩大，我们预计销售费用率和管理费用率将逐年下降。我们预测公司 2024E、2025E、2026E 销售费用率为 1.4%、1.3%、1.2%，管理费用率 4.6%、4.5%、4.4%。

图表 40：药明合联销售费用率



资料来源：公司资料、浦银国际

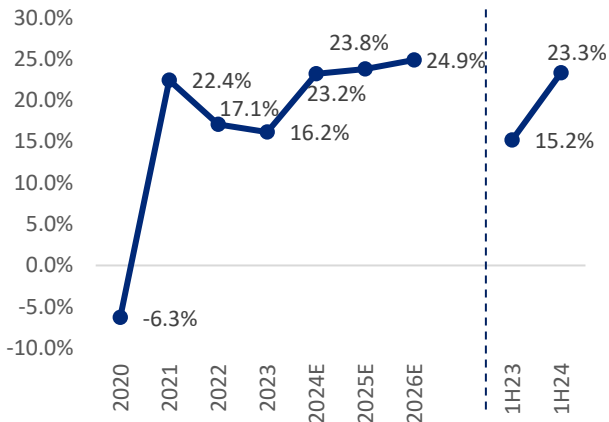
图表 41：药明合联管理费用率



资料来源：公司资料、浦银国际

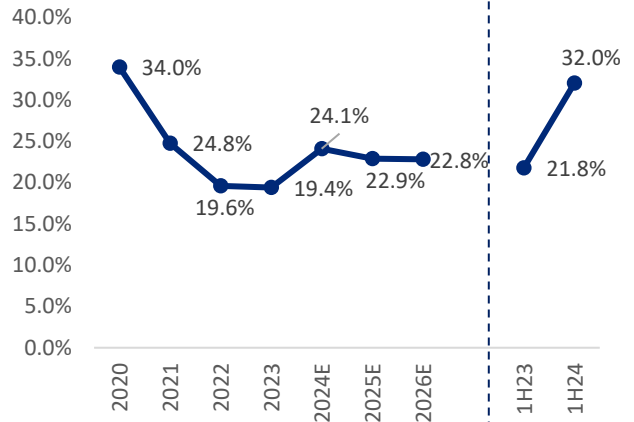
随着收入规模的扩大、毛利的提升以及经营效率的进一步提高，我们认为净利润率有望持续提升。1H24 公司实现经调整 Non-IFRS 净利润 5.34 亿元，同比上升 147%，经调整净利润率高达 32% (+10.3 pts YoY)，主要受益于毛利率上升以及 IPO 款项存入银行产生利息收入增加所致。此外，公司经调整净利润率较其他大型 CXO 公司更高（vs.1H24 药明康德/康龙化成/药明生物：25.4%/12.3%/26.2%），一定程度上反映了 ADC 项目更高的技术要求以及药明合联更强的议价能力。公司 2023 年实现经调整 Non-IFRS 净利润 4.12 亿元，上升 112% YoY，经调整净利润率为 19.4% (-0.2 pts YoY)。未来随着收入规模的扩大、毛利的提升以及经营效率的进一步提高，我们认为净利润率有望持续提升。我们预测公司 2024E、2025E、2026E 经调整归母净利润为 8.2 亿、11.2 亿、15.3 亿元，对应经调整归母利润率分别为 24.1%、22.9%、22.8%。

图表 42: 药明合联经营利润率



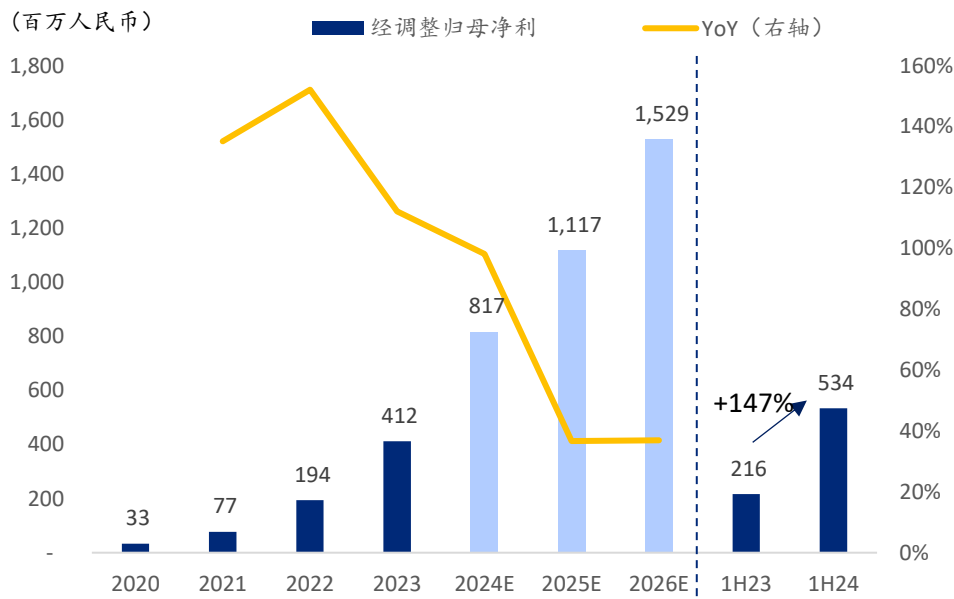
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 43: 药明合联经调整归母净利润率



资料来源: 公司资料、浦银国际

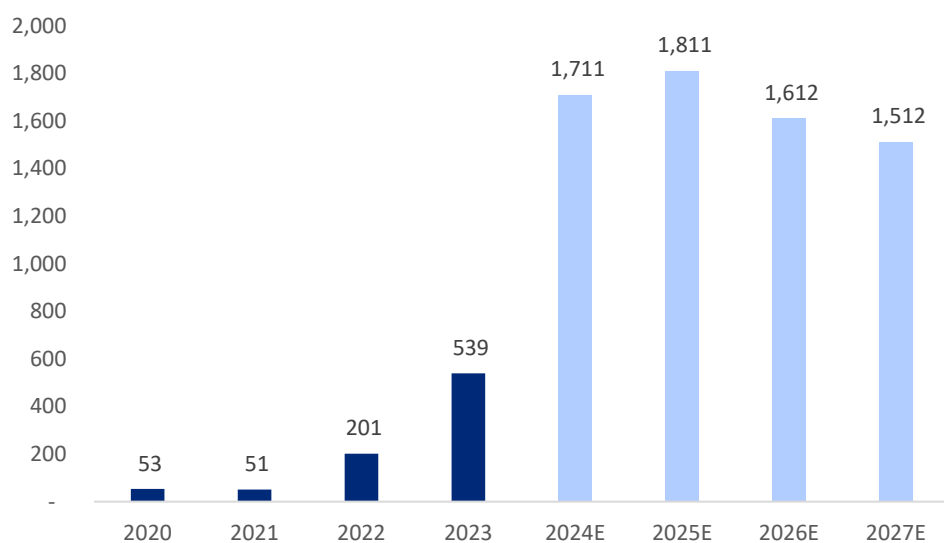
图表 44: 药明合联经调整归母净利润



资料来源: 公司资料、浦银国际

全球双厂策略执行建设中，资本开支短期内将上升明显。1H24 公司资本开支为 5.2 亿元 (+110% YoY)，主要系新加坡产能开始建设以及无锡扩产的持续投入。无锡工程抗体/原液双功能生产线 (BCM2 L2) 已于 2024 年 10 月投产，制剂产能 (DP3) 有望于 2Q25 投产。新加坡商业化产能 (包括抗体中间体, ADC 偶联原液和制剂生产产能) 有望于 2025 年底/2026 年初投产。2024/2025 年系产能投入建设期，预计 2024 年公司资本开支或达约 17 亿元，我们预计 2025 年资本开支或较 2024 年相当或略有提升。

图表 45: 药明合联资本开支金额



资料来源: 公司资料、浦银国际

估值

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 35 港元。我们预测公司有望于 2024E/2025E/2026E/2027E 实现人民币 33.9 亿元/48.7 亿元/67.0 亿元/87.9 亿元收入、8.2 亿元/11.2 亿元/15.3 亿元/20.5 亿元经调整 Non-IFRS 归母净利润。基于我们上述经调整 Non-IFRS 净利润 2025-2027E 约 35% CAGR，我们给予公司 1.05x PEG 目标估值倍数，对应 38x 2025E PE，我们得到目标价 35 港元，给予“买入”评级。

图表 46: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (美元)	市盈率 (x)				PEG
				2024E	2025E	2026E	2027E	
港股								
2359 HK	药明康德	50.25	20,646	13.9	12.5	11.3	NA	1.0
2269 HK	药明生物	15.36	8,199	17.0	14.6	12.4	10.0	0.8
2268 HK	药明合联	26.40	4,068	36.9	26.5	18.9	13.0	0.9
3759 HK	康龙化成	14.48	6,435	12.5	12.7	10.7	NA	NA
3347 HK	泰格医药	35.30	7,234	19.5	15.5	14.0	NA	NA
6821 HK	凯莱英	54.45	4,367	17.5	13.6	10.9	10.7	0.7
1548 HK	金斯瑞	10.74	2,944	NA	73.7	12.5	16.7	NA
6127 HK	昭衍新药	10.00	1,790	158.7	25.3	19.5	NA	NA
1873 HK	维亚生物	0.90	247	NA	NA	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	1.04	272	13.7	11.5	6.9	NA	NA
市值加权平均				20.7	17.8	12.5	4.1	0.6
A 股								
603259 CH	药明康德	52.57	20,646	15.7	14.1	12.6	11.8	1.1
300759 CH	康龙化成	28.64	6,435	27.1	26.1	22.3	77.9	NA
300347 CH	泰格医药	65.20	7,234	39.3	32.7	27.4	24.9	1.9
002821 CH	凯莱英	88.90	4,367	31.9	25.6	20.5	24.8	1.4
603127 CH	昭衍新药	18.87	1,790	110.5	44.4	29.3	24.7	0.5
300363 CH	博腾股份	18.47	1,391	NA	40.8	32.3	24.7	NA
688202 CH	美迪西	38.89	723	NA	NA	NA	NA	NA
300725 CH	药石科技	36.68	1,011	32.6	26.2	22.3	14.8	0.8
603456 CH	九洲药业	15.72	1,942	14.7	12.8	11.7	7.5	0.5
市值加权平均				25.9	21.8	18.3	25.1	1.0

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 11 月 20 日；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 47: SPDBI 目标价: 药明合联 (2268.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

投资风险

- **中美地缘政治摩擦加剧：**生物安全法案等潜在地缘政治影响。北美为公司主要收入来源地之一，若后续类似生物安全法案的政策出台，将导致海外业务受阻，或影响公司整体收入增速。
- **ADC 外包行业竞争加剧风险：**目前 ADC 药物研发及交易活跃，若未来主要竞争对手如 Lonza 等加大产能投入力度，或者其他竞争对手加速建设 ADC 外包服务能力，市场竞争可能加剧。
- **生物医药融资恢复不及预期：**尽管近 2 年 ADC 融资交易处于火热状态，但若生物医药整体融资恢复慢于预期，可能会影响公司客户整体研发预算，包括美国 IRA 法案压力下企业面临降价风险，可能或收紧研发预算。
- **ADC 药物临床研发不顺：**ADC 外包服务依赖于 ADC 整体市场增速。若未来主要 ADC 药物临床开发受挫或失败，影响 ADC 整体市场规模预期，可能会对 ADC 外包服务产生负面影响。

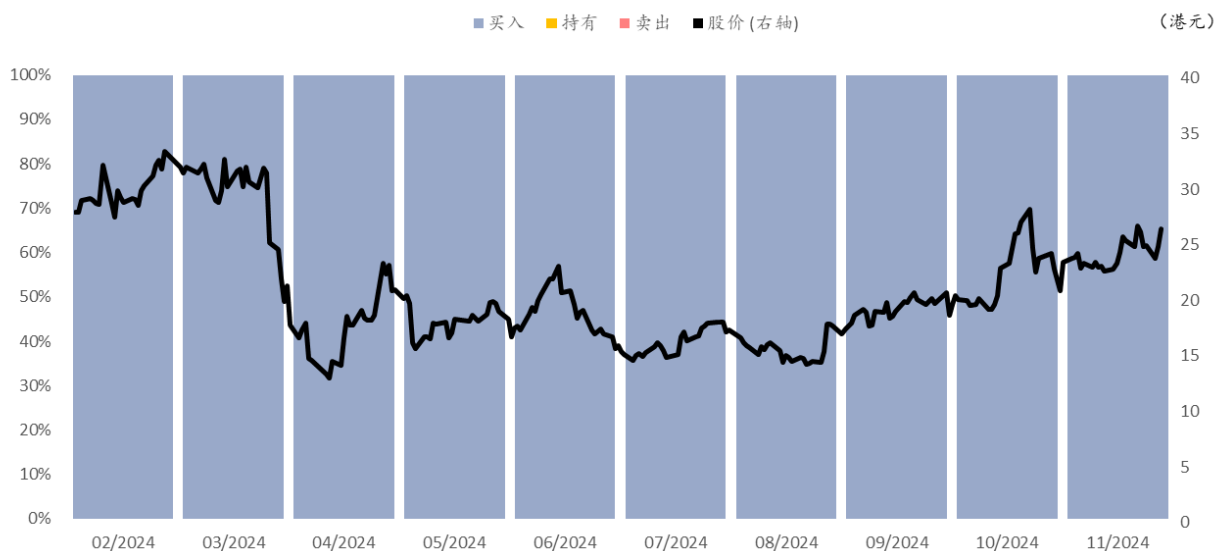
图表 48: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	172.1	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	27.9	买入	40.5	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.0	买入	26.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	20.8	买入	55.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	26.2	买入	43.0	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	194.3	买入	255.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	117.8	买入	153.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	166.4	持有	181.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.7	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	39.5	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	18.1	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	35.3	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.7	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	13.6	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	38.8	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.0	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	70.4	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.6	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	40.0	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.0	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	20.4	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	42.3	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	4.4	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.3	买入	6.0	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.5	买入	6.1	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	50.5	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.4	买入	5.5	制药
2359 HK Equity	药明康德	50.3	买入	56.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	52.6	买入	62.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	14.5	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	28.6	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	15.4	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	26.4	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	275.0	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	9.7	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.0	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.7	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.7	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.4	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.1	买入	16.4	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	372.6	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.3	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.3	买入	10.6	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	7.2	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.8	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	14.6	持有	11.4	互联网医疗

注: 数据截至 2024 年 11 月 20 日收盘。; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

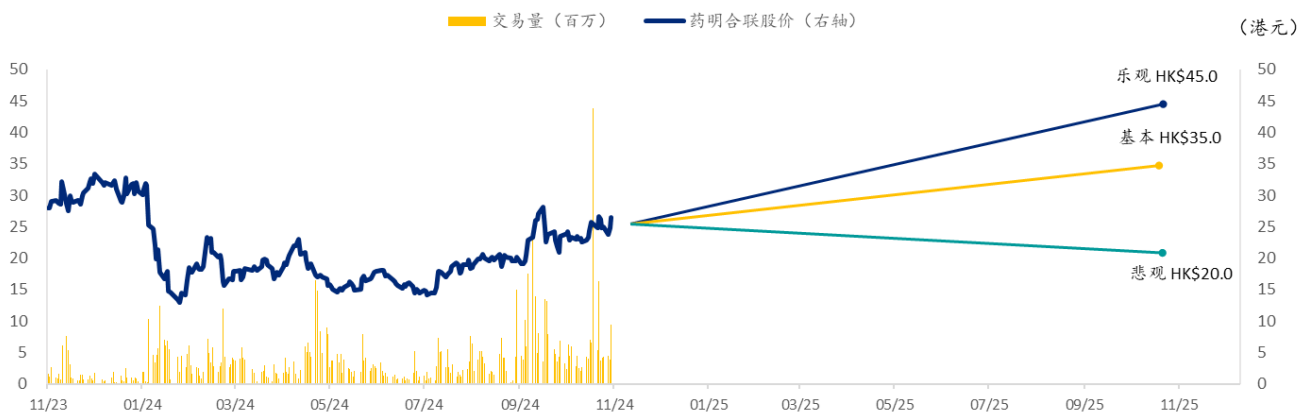
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 49: 药明合联市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 50: 药明合联 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 45.0 港元

- 公司未来 3 年收入 CAGR 超过 40%
- 毛利率提升好于预期
- ADC 外包行业竞争格局良好
- ADC 药物研发顺利推进
- 中美地缘政治缓和

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 20.0 港元

- 公司未来 3 年收入 CAGR 小于 25%
- 毛利率不及预期
- ADC 外包行业竞争加剧
- ADC 药物研发不顺
- 中美地缘政治摩擦加剧

资料来源: 浦银国际

公司主要管理层

图表 51: 公司主要管理层

姓名	职位	简介
李锦才博士	执行董事兼首席执行官	<p>自药明合联于 2020 年 12 月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药明合联首席执行官。李博士主要负责制定本集团整体战略规划、业务开发及日常运营。李博士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。</p> <p>李博士于 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。在 2021 年和 2022 年间，由李博士带领将 ADC 能力整合到集团中，其团队在中国、美国和欧洲累计完成了 40 多项 ADC/生物偶联药物 IND 申报。自 2011 年 9 月起，李博士创建并领导了药明生物技术集团的细胞培养工艺开发和非 GMP 中试工厂生产小组，并继续负责生物制药一部(MFG1)，生物制药三部 cGMP 车间(MFG3)的运营和生物制药五部 cGMP 设施(MFG5)的建设启用。在其于 MFG1 任职期间，李博士带领公司成功通过了 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。于李博士加入药明生物技术集团前，李博士于 2007 年 8 月至 2011 年 9 月亦担任 Genentech, Inc. 的部门领导，负责细胞培养工艺开发。李博士于 2006 年 4 月至 2007 年 7 月亦为 Tanox, Inc. 的研究员及于 2001 年 8 月至 2006 年 3 月为 Diversa Corporation (现称巴斯夫) 的高级研究员，负责多个生物制剂项目的工艺开发。</p> <p>李博士于 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。</p>
张靖伟先生	执行董事兼首席运营官	<p>自 2023 年 4 月起担任药明合联执行董事兼首席运营官，主要负责管理供应链及运营。张先生在生物技术行业拥有超过 25 年经验。</p> <p>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，同时亦参与业务的供应链运营。在此之前，张先生于 2016 年 4 月至 2019 年 4 月在美国 Axalta Coating Systems Ltd. 担任全球运营及供应链部门的运营财务负责人，并于 2010 年 3 月至 2016 年 4 月担任美国泰科电子有限公司的企业财务共享服务的财务主管。1999 年 12 月至 2010 年 2 月，张先生于美国辉瑞公司担任财务总监，负责支持销售、全球生产、物流、采购及供应链运营。</p> <p>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。</p>
席晓捷先生	执行董事、首席财务官兼公司秘书	<p>自 2023 年 6 月起担任执行董事，自 2023 年 5 月起担任药明合联首席财务官，主要负责监督本集团整体财务管理、财务事宜及战略发展。席先生为药明合联带来逾 18 年在美国及中国的金融行业经验，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。</p> <p>在加入公司前，席先生于 2018 年 11 月至 2023 年 5 月担任康方生物科技（开曼）有限公司的首席财务官，并于 2020 年 4 月至 2023 年 5 月同时兼任联席公司秘书，在任期间，席先生获《机构投资者》杂志评为“最佳首席财务官”。于 2017 年 8 月至 2018 年 10 月担任 SIN Capital (HK) Limited 的董事，并于 2015 年 4 月至 2017 年 7 月担任中信里昂证券有限公司企业融资及资本市场总监。于 2013 年 10 月至 2015 年 4 月，担任瑞士信贷银行股份有限公司香港分行投资银行及战略咨询部副总裁。于 2010 年 3 月至 2013 年 4 月，担任摩根士丹利亚洲有限公司投资银行部副总裁。</p> <p>于 1997 年获得中国武汉大学生物化学学士学位，于 2002 年获得美国新泽西州立罗格斯大学理学硕士学位，并进一步于 2008 年获得美国纽约大学斯特恩商学院的工商管理荣誉学位。</p>

朱梅英博士 首席技术官

自 2023 年 7 月起担任药明联合首席技术官，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，及领导 ADC 药物的 CMC 开发。朱博士于生物科技行业拥有逾 28 年的药物开发经验。

加入药明联合前，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股份有限公司的首席技术官，主要负责新 ADC 产品的研发，以及领导整个 CMC 团队将 RC48 ADC 商业化。在此之前，朱博士担任加利福尼亚州 MabPlex USA 的首席执行官，负责管理该公司的运营，包括建立场地和团队，为场地的营运建立策略规划，以及管理业务发展及技术发展。在此之前，朱博士于加利福尼亚州 Agensys/Astellas Pharma Inc 担任工艺科学及制造高级总监，朱博士负责从 DNA 到 ADC 原料药的生物药物开发及临床生产。在此之前，朱博士担任加利福尼亚州 Xencor Inc. 工艺开发部副部长，过往朱博士曾担任纽约 Bristol-Myer Squibb Company 生物技术部门的生物工艺开发经理。在此之前，朱博士先后在康涅狄格州的 Pfizer Inc. 担任多个职位，包括研究科学家、高级研究科学家及生物工艺研发小组负责人。

朱博士于 1987 年 7 月获得中国清华大学化学工程学士学位，其后于 1991 年 12 月获得美国伊利诺伊理工学院化学工程硕士学位。于 1999 年 5 月，朱博士取得美国威斯康辛大学麦迪逊分校化学工程博士学位。

罗建军博士 副总裁

自 2023 年 6 月起担任药明联合副总裁，主要负责监督 ADC 偶联药物及药品生产。罗博士于生物制药行业拥有超过 30 年经验。

罗博士于 2021 年 8 月担任无锡药明联合生物技术生物偶联药物产品生产副总裁。在此之前，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，主要负责管理无锡药明联合生物技术生产设施的生产业务及其运营。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，包括生物制剂配方开发及生产部高级总监及执行董事，负责建立上海基地的生物制剂配方开发部门及无锡基地的 GMP 药品生产部门及建立新的生物偶联设施。于加入药明生物技术集团之前，罗博士于康泰伦特制药公司担任无菌制剂研发部高级研究员，负责无菌产品开发和生产支持；于 KBI BioPharma, Inc. 的生物制药开发部担任研究员，负责生物制剂配方开发；于美国新泽西理工学院的新泽西工程微粒中心 (New Jersey Center for Engineered Particulates) 担任化学工程师及于中国科学院过程工程研究所（前称化工冶金研究所）担任生化工程领域研究员。

罗博士于 1988 年 7 月获得北京化工大学化学工程学士学位，于 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。于 2002 年 5 月，罗博士获得加拿大达尔豪斯大学化学工程博士学位。

资料来源：公司资料、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。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个人。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、嘉和生物 6998.HK、荃信生物 2509.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

