

维亚生物 (01873.HK)

AI 驱动 FIC 药物研发，轻装上阵开启新局面

维亚生物前期面临可转债到期回购的资金压力，2023 年引入淡马锡、弘晖等战略投资人后已将可转债全部清偿完毕，2024 年轻装上阵。我们认为公司 CRO 业务对接 FIC 最前端“春江水暖鸭先知”，明确感受行业回暖，并早早布局 AI，赋能研发全流程；CDMO 亦较好地与 CRO 业务进行协同，导流加强。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

- **CRO 业务：蛋白解析领域龙头，打造独具特色的 AI 辅助药物研发模式。** 维亚生物专注于 first-in-class 药物研发，打造了独具特色的 AI 赋能 SBDD 一站式原创新药研发服务平台，蛋白解析领域全球市占率约 70%。前期全球投融资环境阶段性遇冷对 CRO 业务造成压力，2024Q2 以来新签订单逐步复苏，为后续业绩增长提供有力支撑。
- **CDMO 朗华制药：大客户基础稳固规模效益提升，前端导流效应不断加强。** 公司通过收购朗华制药补强商业化阶段生产能力，同时自建 CMC 研发中心，与前端 CRO 业务协同效应显著，2024H1 CMC 订单数上内部导流占比 25%，金额上内部导流占比达 51%。产能方面，为后续承接新分子项目的商业化生产服务做准备，新建 400 立方米产能，预计最快 2025Q4 进入试生产。
- **孵化投资：创新孵化开放式合作平台，逐步迎来收获期。** VBI 系维亚生物投资孵化和 EFS 的核心部门，截至 2024 年底，累计投资孵化 93 家医药初创公司，所投企业共计有 200 多条管线持续推进，比如由 VBI 参与投资孵化的 Arthrosi Therapeutics 与一品红合作研发 1 类创新药 AR882 国内 II 期临床取得优异数据，国内 III 期临床已完成首例患者入组。2024H1 累计获近 1.44 亿元回款；此外有数个潜在退出项目，预计未来 3 年将迎来退出高峰期。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为全球蛋白解析领域龙头，凭借在 SBDD 领域的独特优势，打造 AI+药物研发创新模式，为客户提供 FIC 药物研发服务；同时，公司通过收购朗华制药、自建 CMC，打造一站式原创新药研发平台和生产服务平台。我们观察到，2024 年全球投融资环境逐步回暖，公司 CRO 订单稳步恢复，朗华服务项目研发进度持续向后期推进，为公司业绩提供有力支撑。预计 2024-2026 年实现收入 20/23/26 亿元，经调整 Non-IFRS 净利润 2.8/3.6/4.1 亿元，对应 PE 12/9/8 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**药物研发服务市场需求下降、核心技术人才流失、外汇波动、孵化投资未达到预期回报等风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2382	2159	1966	2252	2597
同比增长	13%	-9%	-9%	15%	15%
营业利润(百万元)	265	191	225	326	376
同比增长	16%	-28%	18%	45%	15%
经调整净利润(百万元)	(134)	209	277	360	408
同比增长	-142%	256%	33%	30%	13%
每股收益(元)	(1601.42)	(0.05)	0.09	0.15	0.17
PE	0.0	15.5	11.7	9.0	7.9
PB	0.0	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（首次）

消费品/生物医药

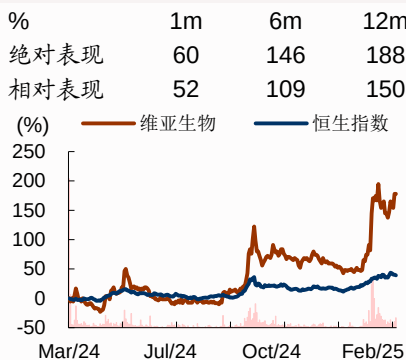
目标估值：NA

当前股价：1.5 港元

基础数据

总股本（百万股）	2132
香港股（百万股）	2132
总市值（十亿港元）	3.2
香港股市值（十亿港元）	3.2
每股净资产（港元）	1.9
ROE（TTM）	-0.0
资产负债率	47.1%
主要股东	吴炯
主要股东持股比例	10.13%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 梁广楷 S1090524010001
lianguanguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
肖笑园 研究助理
xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

正文目录

一、 维亚生物：CRO+CDMO+投资孵化，打造一站式药物研发生产平台	4
二、 CRO：蛋白解析起家龙头，打造 AI 辅助药物研发模式，订单端受益于前端投融资回暖	6
三、 CDMO 朗华制药：大客户基础稳固规模效益提升，前端导流效应不断加强	10
四、 孵化投资：创新孵化开放式合作平台，逐步迎来收获期	12
五、 投资建议	15
六、 风险提示	15

图表目录

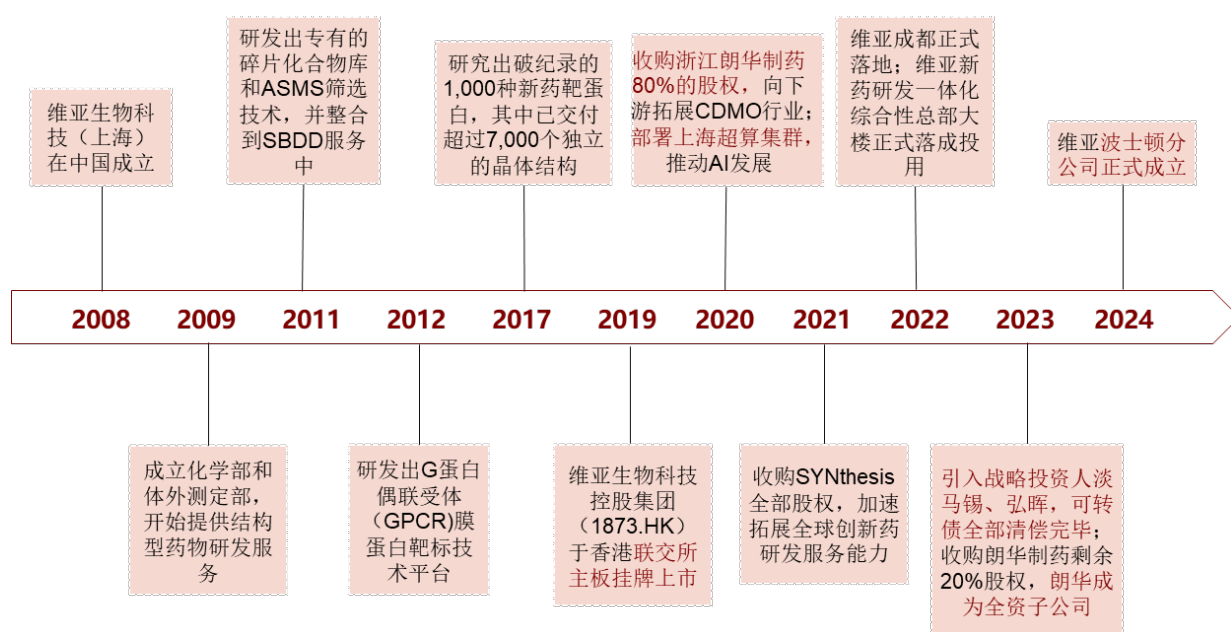
图 1：维亚生物历史发展图	4
图 2：2019-2024H1 营业收入及毛利率情况	5
图 3：2019-2024H1 净利润及经调整纯利情况	5
图 4：维亚生物股权结构图	5
图 5：2019-2024H1 CRO 业务收入及毛利率情况	7
图 6：2024 上半年 CRO 地区收入结构	7
图 7：2021Q1-2024Q4 全球生物医药投融资数据情况	8
图 8：维亚生物 CRO 业务服务客户数	8
图 9：CRO 业务服务全球 TOP 企业	8
图 10：AIDD/CADD 辅助药物研发	9
图 11：维亚生物 CRO 研发人员及人均创收情况	10
图 12：朗华制药收入及毛利率情况	10
图 13：朗华制药收入结构	10
图 14：2024 上半年朗华制药地区收入结构	11
图 15：CMC 累计服务项目数量	11
图 16：2021 年-2026E 朗华工厂产能情况	12
图 17：VBI 已孵化企业速览	13
图 18：VBI 投资项目适应症分布	13
图 19：VBI 投资项目分子类型分布	13
图 20：VBI 投资项目地区分布	13

表 1: 维亚生物管理团队情况	6
表 2: VBI 投资孵化重点项目	14
表 3: 维亚生物收入预测	15
附: 财务预测表	17

一、维亚生物：CRO+CDMO+投资孵化，打造一站式药物研发生产平台

维亚生物成立于 2008 年，作为全球领先的一站式药物研发及生产平台，专注于提供从早期基于结构的药物研发（SBDD）到商业化药物交付的一站式综合服务。公司业务大致可拆分为 CRO、CDMO 以及投资孵化三块业务。其中，CRO 业务专注于 first-in-class 药物研发，为客户提供包括蛋白解析在内的全套服务方案，主要客户来自全球领先的 biotech 企业；CDMO 业务通过子公司朗华制药为客户提供 CMC/CDMO 解决方案；投资孵化业务是公司以独创的技术服务换取股权（EFS）的商业模式，逐步迎来收获期。

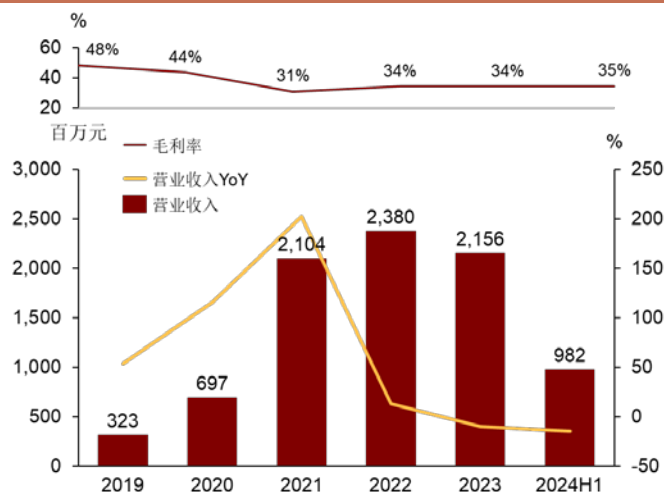
图 1：维亚生物历史发展图



资料来源：维亚生物，招商证券

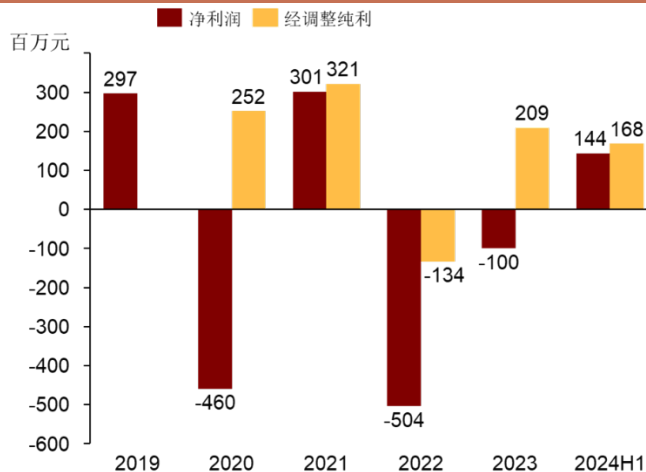
前期利润受可转债等因素影响，当前可转债清偿完毕，轻装上阵步入优质发展阶段：2020 年公司为收购朗华制药先后发行 1.8 亿美元可转债（发行价格 5.7456 港元）和 2.8 亿美元可转债（发行价格 11.6370 港元），然而借贷成本等导致利润产生波动，后续股票市场波动带动公司股价与可转债发行价格差距拉大，投资者要求提前赎回。2023 年公司引入战略投资人淡马锡、弘晖等，并完成了累计近 2.25 亿美金的融资，就此将先前发行的可转债全部清偿完毕，2024 年轻装上阵。2024H1 实现净利润 1.44 亿元、同比增长 956%；经调整后 Non-IFRS 净利润 1.68 亿元、同比增长 15.1%。

图 2：2019-2024H1 营业收入及毛利率情况



资料来源：维亚生物、招商证券

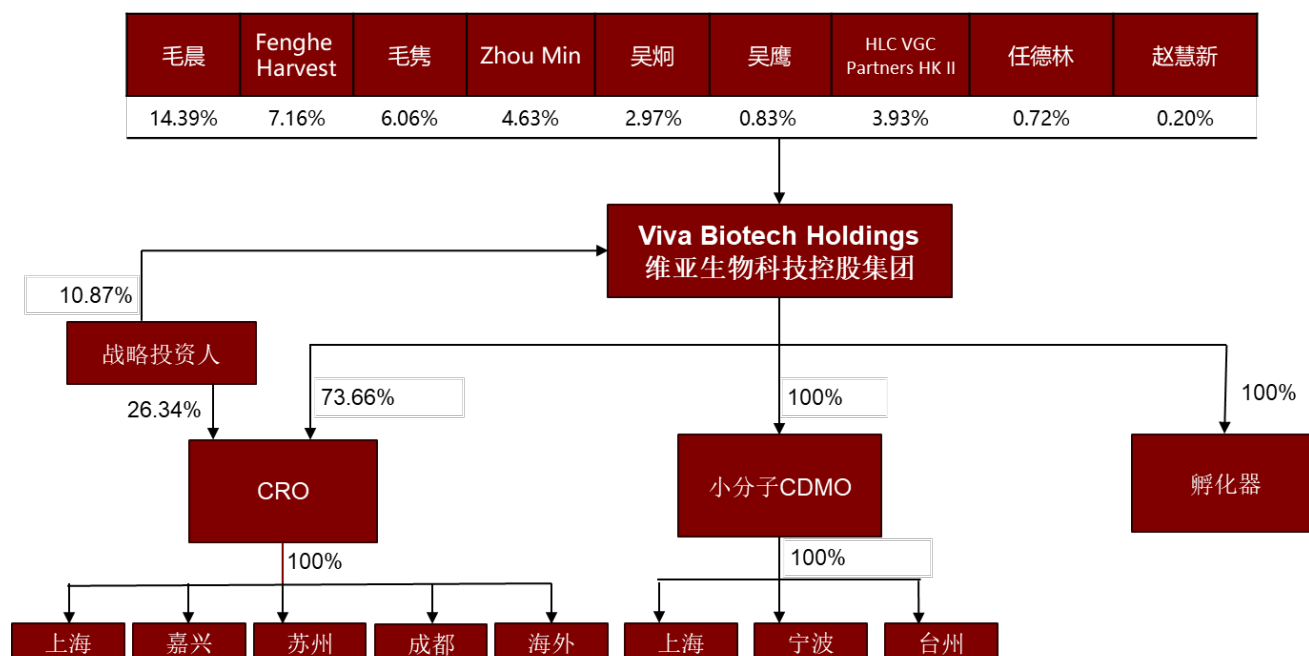
图 3：2019-2024H1 净利润及经调整纯利情况



资料来源：维亚生物、招商证券

管理团队行业经验丰富：公司创始人及 CEO 毛晨博士深耕 CRO 领域 20 年，曾任职于美国帕克休斯研究所，并主导构建全球领先的结构生物学平台。维亚生物上海 CEO 任德林博士拥有辉瑞、Warner-Lambert 工作经历。首席技术官程学恒博士毕业于哈佛大学有机化学专业，曾开创基于混合物的药物高通量筛选方法——亲和力质谱筛选方法。计算化学及人工智能平台执行主任钱玥博士就职于麻省理工-哈佛大学-布罗德研究所参与多个原创药项目的基于计算机辅助的药物设计。

图 4：维亚生物股权结构图



资料来源：维亚生物、同花顺、招商证券

备注：截至 2024 年中报

表 1: 维亚生物管理团队情况

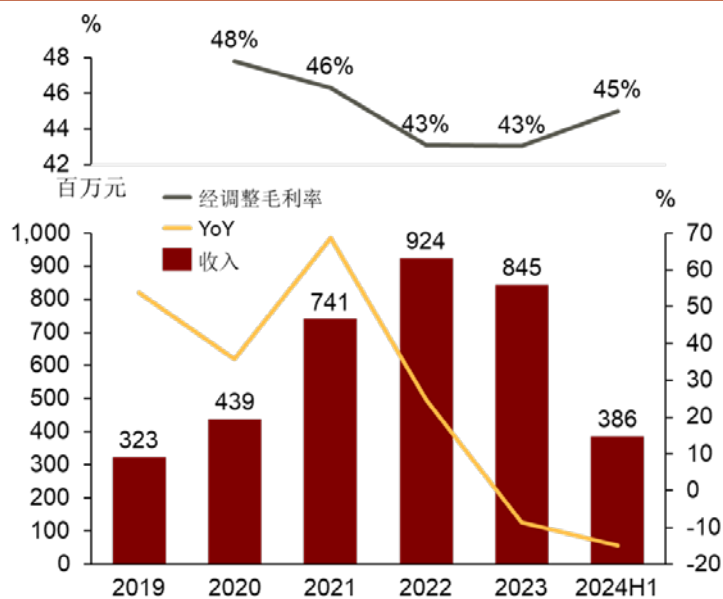
高管姓名	职位	高管履历
毛晨	创始人、主席兼首席执行官	主要负责本集团的整体战略规划及业务发展。毛晨博士 CRO 行业有超过 20 年经验，拥有复旦大学本科和硕士学历，并在康奈尔大学获得结构生物学博士学位。随后他于杜克大学医学中心从事博士后研究。毕业后就职于帕克-休斯研究所，期间任研究所结构生物学主任。曾担任美国国家健康研究院抗艾滋基金评审小组的基金项目评审委员会委员，参与项目评审。
任德林	维亚生物上海首席执行官	2009 年加入维亚，主要负责 CRO 业务。自 1998 年起先后在美国 Warner-Lambert 制药公司、辉瑞全球研究与发展中心先后担任高级研究员和新药研发项目主持人，研究方向涵盖糖尿病、肥胖症和炎症性疾病领域。毕业于美国密西根州立大学取得动物科学博士学位，并在密西根州立大学生物化学系从事博士后研究，曾在国际科学期刊发表约 20 篇研究论文。
叶志雄	首席科学官	曾在一家美国制药公司默克公司担任研究人员逾 13 年，期间曾参与并指导针对糖尿病、肥胖和内分泌相关疾病的药物研发项目。叶先生拥有中国复旦大学化学学士学位、美国蒙大拿州立大学化学硕士学位，及美国明尼苏达大学化学博士学位。
程学恒	首席技术官	本科毕业于中国北京大学化学专业，此后获得美国哈佛大学有机化学博士学位。曾就职于美国西北国家实验室和雅培医药公司（现艾伯维），开创了富有创新价值的、基于混合物的药物高通量筛选方法——亲和质谱筛选方法。2009 年回国发展，加入维亚生物并建立了多个新药开发技术平台。
钱玥	维亚生物上海计算化学及人工智能平台执行主任	本科毕业于复旦大学化学系，博士期间加入耶鲁大学 Jorgensen 课题组，着重自由能微扰的方法研究。毕业后就职于麻省理工-哈佛大学-布罗德研究所，参与多个原创药项目的基于计算机辅助的药物设计。之后加入维亚生物，组建并领导计算化学团队，负责医药研发项目推进和方法开发。

资料来源：维亚生物官网，招商证券

二、CRO：蛋白解析起家龙头，打造 AI 辅助药物研发模式，订单端受益于前端投融资回暖

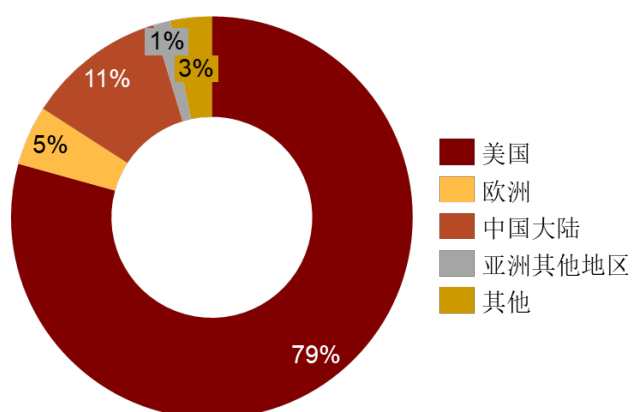
蛋白解析行业龙头，看好投融资数据改善下的增长趋势：维亚生物凭借在 SBDD 领域的独特优势，为客户提供早期药物研发的全方位需求，包括靶标蛋白的表达与结构研究、药物筛选、抗体发现与表达制备、药物活性测试、AIDD/CADD、药物化学设计与合成、药物的体内药理学、ADME 及 PK 研究直到确定临床候选化合物。其中，公司在蛋白解析细分领域领先，与全球 13 家同步辐射光源中心保持长期合作，全球市占率约 70%。2024 年上半年公司 CRO 业务实现收入 3.86 亿元、同比下降 15%，主要原因系前期全球生物医药投融资降温对创新药研发投入产生负面影响，以及公司 EFS 业务战略性收缩。**毛利率端，公司 CRO 业务经调整毛利率长期稳定在 45%左右。**

图 5：2019-2024H1 CRO 业务收入及毛利率情况



资料来源：维亚生物、招商证券

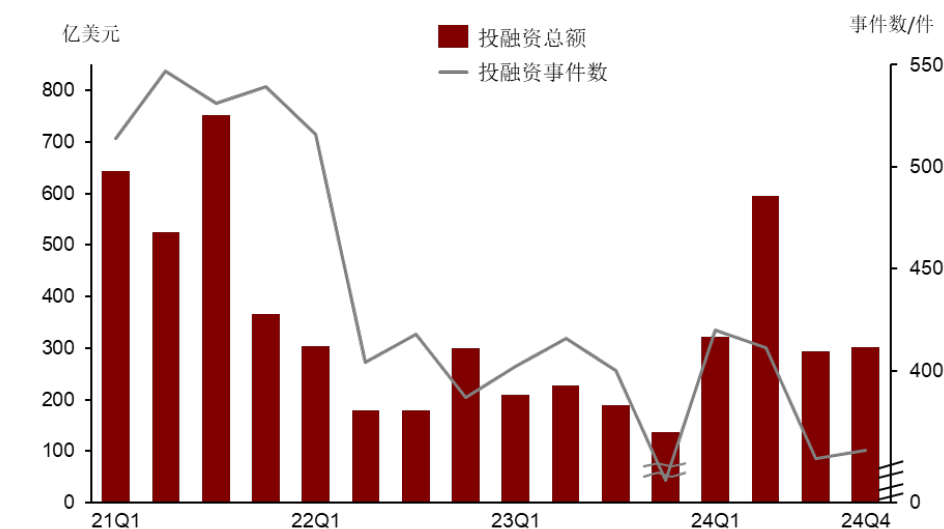
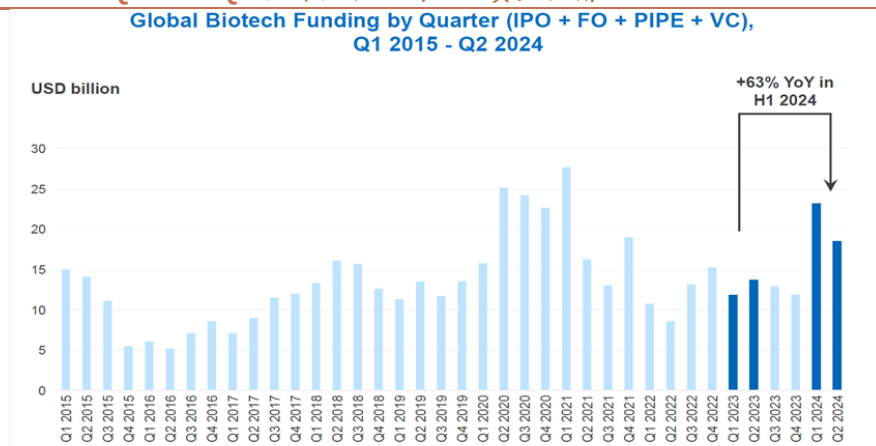
图 6：2024 上半年 CRO 地区收入结构



资料来源：维亚生物、招商证券

我们观察到，2024 年全球生物医药投融资同比数据已出现明显改善，维亚生物所从事的 CRO 业务处于 CXO 链条上最前端，自 2024Q2 以来已经感受到投融资逐步复苏带来的需求变化，CRO 新签订单呈现较好趋势，对公司后续业绩增长提供强有力支撑。

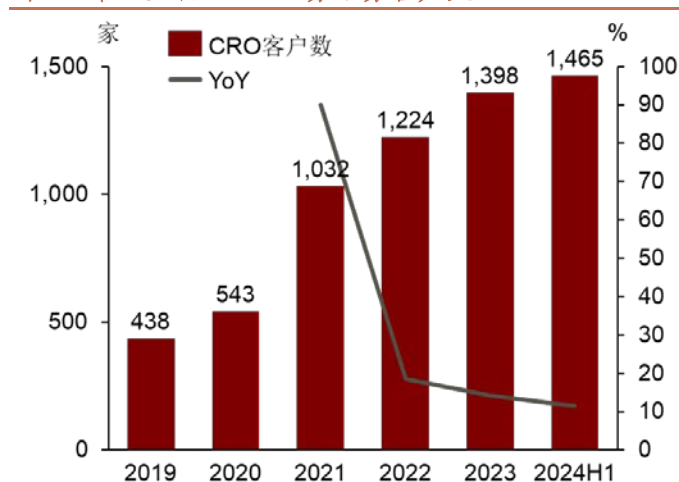
图 7：2021Q1-2024Q4 全球生物医药投融资数据情况



资料来源：Jefferies、药明康德、药融云、招商证券

客户数量持续增长，以美国客户为主：截至 2024 年 6 月底，公司 CRO 累计服务客户数 1,465 家、同比增长 11.5%，形成覆盖全球且高度聚焦北美市场的客户网络，其中美国地区客户占比超六成，服务范围囊括全球前 50 强制药企业。

图 8：维亚生物 CRO 业务服务客户数



资料来源：维亚生物、招商证券

图 9：CRO 业务服务全球 TOP 企业

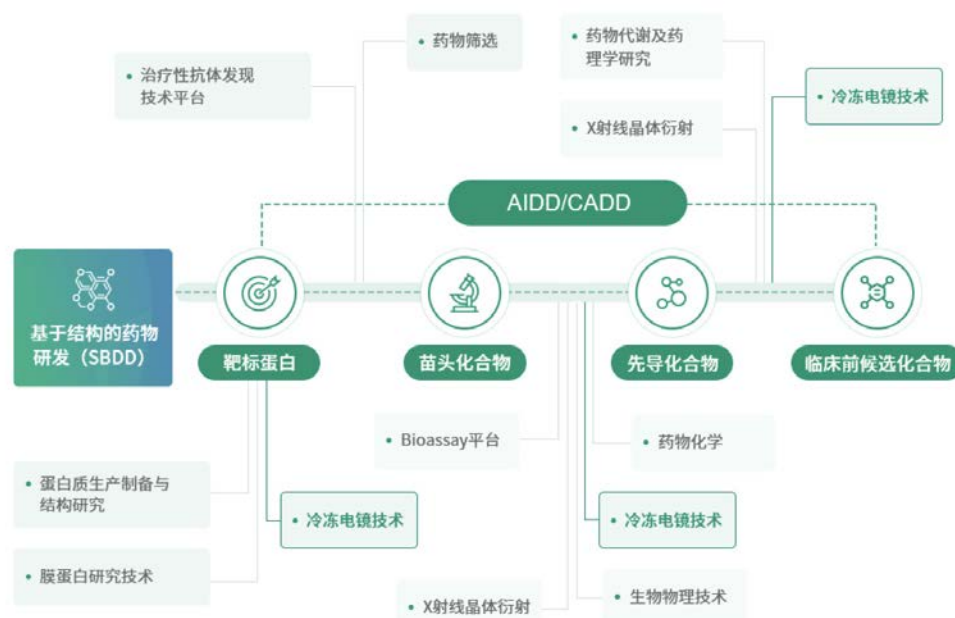


资料来源：维亚生物、招商证券

独具特色的 AI 赋能 SBDD 一站式原创新药研发服务平台: 公司始终围绕新靶点、新机理及新分子形式进行技术平台建设, 目前已建设完成包括 PROTAC/分子胶技术平台、蛋白生产制备与结构研究、冷冻电镜技术平台、膜蛋白研究技术、药物筛选技术、Bioassay 平台、抗体/大分子研发服务平台、药物化学等。

计算化学+AI 驱动药物发现布局已久, 提升研发效率和创新速度: 在 AI 技术重塑药物研发范式的背景下, 公司专门成立计算化学部门, 整合基于物理化学原理的 CADD 与 AIDD 技术, 依托超算集群的强大算力支持, 开发了自由能微扰等系列创新算法, 将计算化学和 AI 深度融合并贯穿于整个药物研发流程, 显著提升研发效率和创新速度。例如, 通过采用主动学习的虚拟筛选技术, 维亚生物将筛选平均命中率从 1% 提高到 20% 以上, 筛选费用降低至原来的三分之一; 自由能微扰技术和 ADMET 性质预测的应用减少了超过半数的化合物合成数量, 降低了实验人员投入, 并将苗头化合物的发现周期从 12-36 个月缩短到 6-18 个月。截止 2024 年 6 月底, 公司已累计完成 CADD/AIDD 项目数 49 个, 其中长期项目数占比 35%; 采购 CADD/AIDD 客户数累计 40 家。

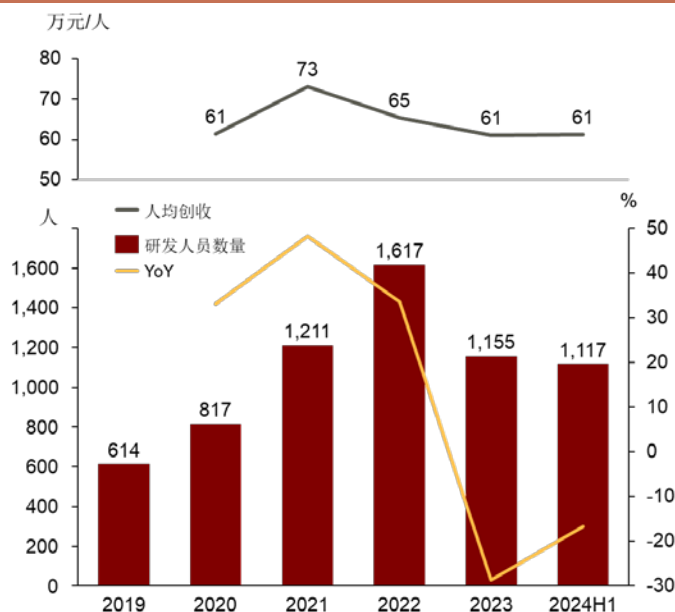
图 10: AIDD/CADD 辅助药物研发



资料来源: 维亚生物官网、招商证券

降本增效, 注重优质人才培养: 公司 CRO 研发人员由 2019 年的 614 人增长至 2023 年的 1,155 人, 2024 年公司降本增效, 研发人员缩减至 1,117 人, 人均创收基本维持在 65 万元/人上下。从人才结构上, 研发人员中硕士及以上学历人才占比呈现持续增长趋势。

图 11：维亚生物 CRO 研发人员及人均创收情况



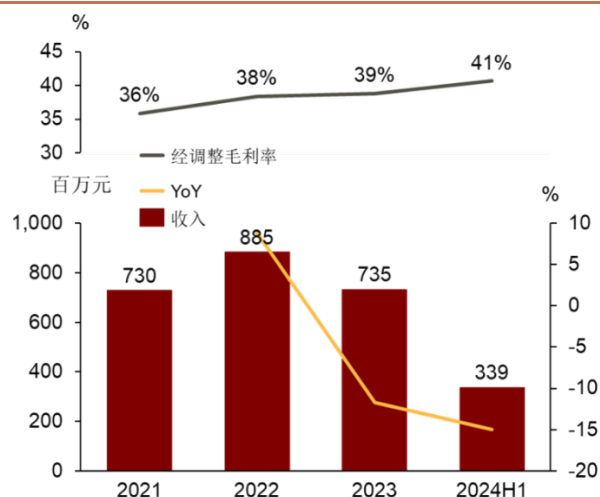
资料来源：维亚生物、招商证券

三、CDMO 朗华制药：大客户基础稳固规模效益提升，前端导流效应不断加强

“并购整合+自主建设”双轮驱动完善 CDMO 能力矩阵：相较于 CRO 业务，商业化 CDMO 项目具备更强的规模效应，且为了提升对客户、尤其是 biotech 类客户的更全产业链的服务，维亚生物分别于 2020 年和 2023 年两次完成对朗华制药的全资控股，补强生产能力；同时，公司推进上海 CMC 研发中心建设，并于 2022 年投用，前端 CRO 导流与后端 CDMO 承接形成协同效应。

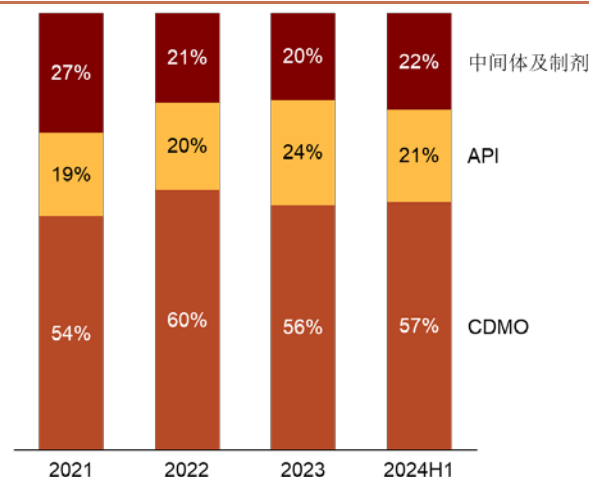
前期受到项目交付等因素影响，2024 年上半年朗华制药实现收入 6.0 亿元、同比下降 15%，预计更多项目将在 2024 年下半年交付；其中，CMC 端收入由 2021 年的近 1000 万元增长至 2023 年的近 5600 万元。从收入结构上看，2024 年上半年朗华制药收入中 CDMO 约占 57%、中间体/制剂约占 22%、API 约占 21%。

图 12：朗华制药收入及毛利率情况



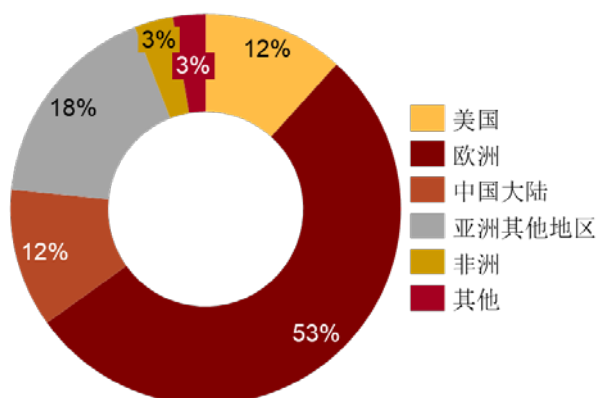
资料来源：维亚生物、招商证券

图 13：朗华制药收入结构



资料来源：维亚生物、招商证券

图 14：2024 上半年朗华制药地区收入结构

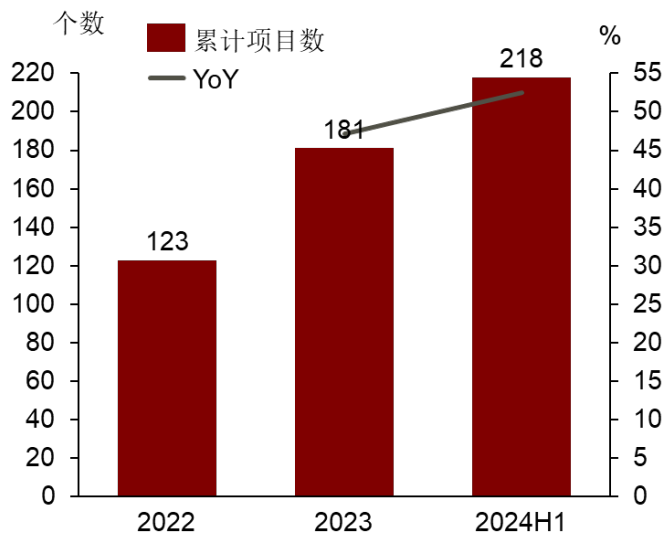


资料来源：维亚生物、招商证券

发挥一体化优势，导流效应持续显现：截至 2024 年 6 月底，朗华制药累计服务客户 885 家，其中前十大客户收入占比 63.2%，前十大客户留存率 100%。此外，朗华制药已为 12 家集团孵化企业以及从 CRO 导流的企业提供了 CMC 及 CDMO 服务，已有一项管线进入临床三期。内外部双管齐下为 CMC 导流，其中 2024H1 订单数上维亚内部导流的占比 25%，金额上维亚内部导流的占比达 51%。

CMC 项目数量持续攀升：公司 CMC 端服务项目数持续增长，截至 2024 年 6 月底，公司已完成及正在推进的新药项目数达到 218 个。

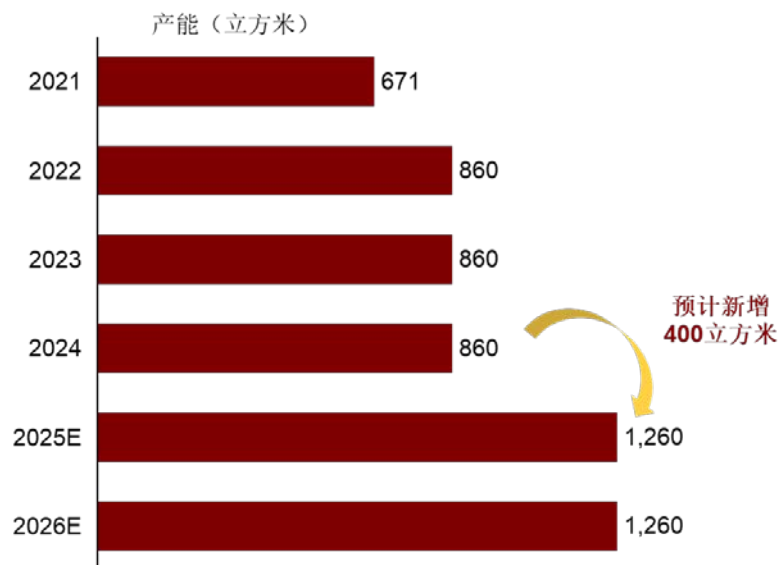
图 15：CMC 累计服务项目数量



资料来源：维亚生物、招商证券

产能建设稳中求进，满足未来项目需求：朗华工厂产能由 2021 年的 671 立方米增加至 2024 年的 860 立方米，此外公司新建 400 立方米产能，为后续承接新分子项目的商业化生产服务做准备，目前土建工程已经基本结束，预计最快 2025Q4 进入试生产。**CMC 端**产能 2022 年位于上海周浦约 10,000 平方米 CMC 研发中心投用，其中包含 3,000 平方米的 GMP 标准制剂小试车间。

图 16：2021 年-2026E 朗华工厂产能情况



资料来源：维亚生物、招商证券

四、孵化投资：创新孵化开放式合作平台，逐步迎来收获期

投资孵化打造 CRO 新模式：维亚生物创新中心(Viva BioInnovator ，简称“VBI”) 作为维亚生物投资孵化和以服务换股权业务的核心部门，致力成为全球创新生物医药公司孵化及成长的开放式合作平台。凭借维亚生物在新药研发领域多年积累的丰富经验和技術优势，VBI 在全球投资和孵化优异生物技术公司和创始团队，并根据新药研发及公司成长阶段的各类需求，提供一系列专业的投后管理，持续赋能生物医药创新生态圈。

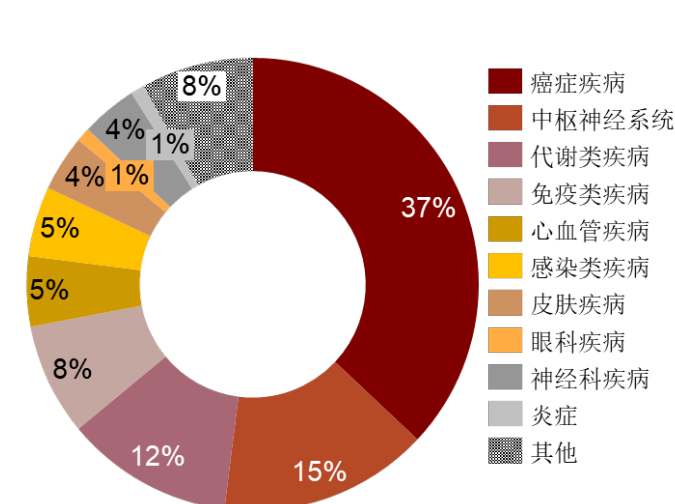
截至 2024 年底，VBI 累计投资孵化 93 家生物医药初创公司，覆盖肿瘤、免疫类疾病、心血管疾病、代谢性疾病、中枢神经系统疾病、传染性疾病、眼科疾病等适应症领域。目前 VBI 所投公司共计有 200 多条管线在持续推进，40 多条管线进入了临床的不同阶段，部分早期孵化企业的研发项目顺利推进到了 3 期临床和准上市阶段。2024 年上半年，投资孵化企业部分退出，成功兑现了相应的投资收益，累计获得近 1.44 亿元回款，此外，还有数个有潜在退出可能性的项目，预计在未来 3 年内将迎来退出高峰期。

图 17: VBI 已孵化企业速览



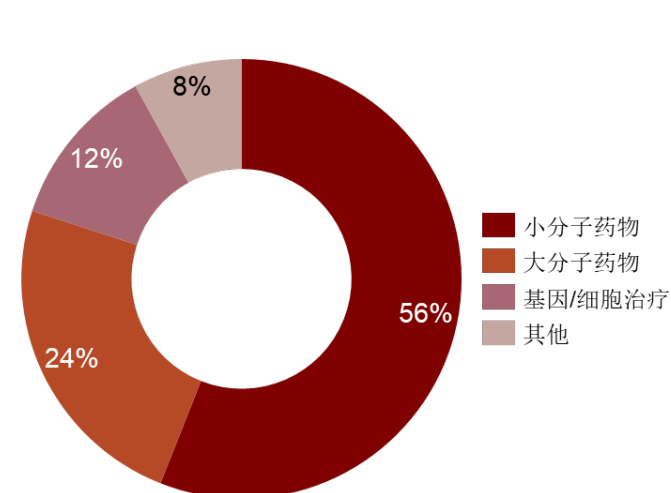
资料来源：维亚生物、招商证券

图 18: VBI 投资项目适应症分布



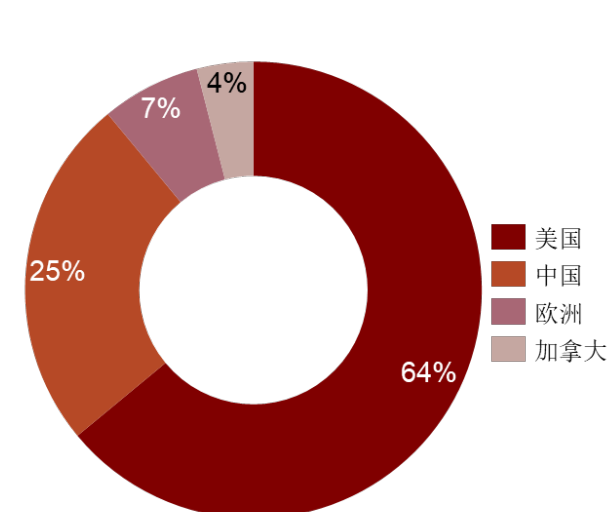
资料来源：维亚生物、招商证券

图 19: VBI 投资项目分子类型分布



资料来源：维亚生物、招商证券

图 20: VBI 投资项目地区分布



资料来源：维亚生物、招商证券

VBI 投资孵化的部分优秀案例:

- 1) 由 VBI 参与投资孵化的 Arthro Therapeutics 与一品红合作研发的在研 1 类创新药 **AR882** 治疗原发性痛风伴高尿酸血症的国内 II 期临床试验中取得优异数据，国内 III 期临床试验现已完成首例患者入组。
- 2) 由 VBI 投资和孵化的 HaYa Therapeutics，宣布与 Eli Lilly 和公司达成了一项多年协议，以应用 HaYa 的先进 RNA 引导调节基因组平台来支持肥胖和相关代谢病症的临床前药物发现工作。根据合作条款，HaYa 将获得预付款，包括股权投资，并有资格获得总计高达 10 亿美元的临床前、临床和商业里程碑付款，以及产品销售特许权使用费。

表 2: VBI 投资孵化重点项目

序号	名称	区域	机制	适应症	管线阶段	公司介绍
1	Dogma	美国	小分子	代谢性疾病	临床期	公司已发现多个可供口服的、生物可利用性 PCSK9 小分子抑制剂，并在多个临床前试验中得到验证。通过高分辨率 X 光的结构解析，团队成功将化合物与 PCSK9 蛋白的亲合力优化到皮摩尔级别。2020 年公司与阿斯利康就收购其口服 PCSK9 项目全球权益达成协议。
2	ArthroSi	美国	小分子	痛风及痛风石	临床期	一家临床阶段的生物技术公司，致力于发展痛风和慢性肾脏疾病。其专有的候选药物 AR882 在痛风患者中表现出前所未有的持续尿酸降低的潜力，并有可能在临床开发中提供其他治疗益处。
3	Basking	美国	基因及细胞疗法	心血管疾病	临床期	一家处于临床阶段的公司，旨在解决缺血性脑卒中治疗的最大需求——一种快速起效的短效溶栓药物，能够提供比现有疗法大大延长的治疗窗口，并重新疏通阻塞的动脉，并且在出血时可以迅速被逆转活性。公司正在开发的药物 BB-031，即是这种 first-in-class RNA 适配体，靶向血栓的重要结构成分和凝血过程的驱动因素血管性血友病因子。
4	Triumvira	美国	基因及细胞疗法	肿瘤	临床期	一家免疫治疗公司，其愿景是开发比当前癌症治疗更安全、更有效的新型 T 细胞疗法，包括嵌合抗原受体(CAR)和工程化 T 细胞受体(TCR)疗法。公司专有的 T 细胞抗原偶联剂(TAC)技术能够不依赖于主要组织相容性复合体(MHC)招募所有天然 T 细胞受体，从而可以为更广泛的实体瘤和血液瘤恶性肿瘤患者以及癌症之外的其他患者开发更好的疗法。
5	Deka	美国	大分子	肿瘤	临床期	专注于开发新型细胞因子疗法，用于治疗癌症和炎症性疾病，如克罗恩病、银屑病、类风湿性关节炎和脓毒症。Deka 已经开发出了细胞因子疗法的下一代——Diakine，旨在将经临床验证的细胞因子组合传递到患病组织中。
6	Mediar	美国	大分子	免疫类疾病	临床前	一家临床前阶段的生物技术公司，致力于开发能够阻止甚至逆转纤维化的疗法。该平台及管线是基于一类新兴的新靶点——纤维化介导分子药物。这些分子药物主要是在调节肌成纤维细胞的生物学和慢性受损器官纤维化的发展中发挥关键作用。
7	Cybrexa	美国	大分子	肿瘤	临床期	一家专注于肿瘤学的 PDC 平台技术公司，能够针对小分子药物抗癌药物实现对肿瘤和转移灶的不依赖抗原的靶向以及深层组织渗透。
8	维眸生物	中国	小分子	眼科	临床期	一家专注于眼科创新药研发领域的临床阶段生物科技公司，除进入临床三期的用于治疗中重度干眼症的 VVN001 项目外，公司正在开发 VVN461 用于治疗非感染性前葡萄膜炎和术后炎症，VVN539 用于治疗青光眼或高眼压症等。

序号	名称	区域	机制	适应症	管线阶段	公司介绍
9	Haya	瑞士	RNA	心血管疾病、代谢性疾病	临床前	一家专注于发现和开发创新组织和细胞选择性基因组药物的精准药物公司,其独特关注点是调节基因组的 RNA 导向可编程治疗药物,用于解决包括心血管疾病和代谢性疾病在内的严重健康问题。
10	Nerio	美国	小分子	肿瘤	临床前	一家专注于开发用于几种蛋白质酪氨酸磷酸酶 (PTP)的变构/非竞争性磷酸酶抑制剂生物医药创新公司。

资料来源：维亚生物、招商证券

五、投资建议

维亚生物作为全球蛋白解析领域龙头，凭借在 SBDD 领域的独特优势，打造 AI+ 药物研发创新模式，为客户提供 first-in-class 药物研发服务；同时，公司通过收购朗华制药、自建 CMC，打造一站式原创新药物研发平台和生产服务平台。2023 年公司将先前发行的可转债全部清偿完毕，2024 年轻装上阵。

我们观察到，2024 年全球投融资环境逐步回暖，公司 CRO 订单稳步恢复，朗华制药服务项目研发进度持续推进，为公司后续业绩增长提供有力支撑。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 20、23、26 亿元；实现净利润 2.0、3.2、3.6 亿元，调整后 Non-IFRS 净利润 2.8、3.6、4.1 亿元，对应 PE 12、9、8 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表 3：维亚生物收入预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,382	2,159	1,966	2,252	2,597
yoy	13%	-9%	-9%	15%	15%
其中：					
CRO	924	845	803	883	998
yoy	25%	-9%	-5%	10%	13%
CDMO	1,485	1,311	1,153	1,349	1,579
yoy	9%	-12%	-12%	17%	17%
其他	2.7	3.7	10	20	20

资料来源：wind、招商证券

六、风险提示

■ 药物研发服务市场需求下降的风险

公司 CRO 业务主要的收入来源是 biotech 企业，如果全球投融资环境后续遇冷，客户融资情况将受压制，将直接降低早期药物发现需求。

■ 核心技术人才流失的风险

公司已经建立了一支经验丰富、执行能力强劲的人才队伍，如果公司未来不能在吸引、保留优秀科研技术人员方面保持竞争力，可能会导致公司无法为客户提供优质的服务，从而对公司的业务造成重大不利影响。

■ 外汇波动带来的风险

公司主要收入来自海外，人民币兑美元等主要货币汇率波动直接影响营收及利润。若人民币大幅升值，外币收入折算后缩水，汇兑损失增加。

■ 孵化投资未达到预期回报的风险

公司孵化投资企业主要为从事新药研发的初创公司，失败率较高，需要投资大量资本以支持发展。但孵化企业能否达成令人满意的业务及财务表现收到无法控制因素的影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1939	2031	1436	1609	1829
现金及现金等价物	679	1036	539	613	678
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	446	407	372	402	464
其它应收款	85	157	137	152	175
存货	326	260	233	264	307
其他流动资产	403	170	155	178	205
非流动资产	5982	5419	5368	5325	5288
长期投资	1047	1154	1154	1154	1154
固定资产	1502	1351	1300	1257	1220
无形资产	3068	2881	2881	2881	2881
其他	366	34	34	34	34
资产总计	7921	7450	6804	6934	7117
流动负债	2673	1534	1049	1087	1153
应付账款	326	246	220	250	290
应交税金	56	40	40	40	40
短期借款	1914	950	520	494	469
其他	377	299	269	304	354
长期负债	1644	2228	1913	1743	1594
长期借款	881	922	738	627	533
其他	763	1306	1175	1116	1061
负债合计	4316	3762	2962	2831	2746
股本	0	0	0	0	0
储备	3874	3957	4112	4372	4640
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3605	3688	3843	4103	4371
负债及权益合计	7921	7450	6804	6934	7117

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	386	383	524	536	546
净利润	(528)	(116)	198	320	364
折旧与摊销	185	211	200	193	186
营运资本变动	(18)	31	42	(34)	(65)
其他非现金调整	747	257	84	58	62
投资活动现金流	(373)	439	(179)	(160)	(164)
资本性支出	(250)	(188)	(150)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	1	1	1	1	1
投资增减	357	159	0	0	0
其它	(56)	602	(30)	(10)	(15)
筹资活动现金流	(143)	(430)	(842)	(302)	(317)
债务增减	(73)	(830)	(614)	(137)	(119)
股本增减	0	(10)	0	0	0
股利支付	0	0	43	59	96
其它筹资	(71)	411	(185)	(106)	(103)
其它调整	0	0	(86)	(119)	(192)
现金净增加额	(122)	358	(497)	74	65

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	2382	2159	1966	2252	2597
主营收入	2380	2156	1956	2232	2577
营业成本	1564	1417	1271	1440	1675
毛利	816	738	685	792	902
营业支出	553	551	469	487	546
营业利润	265	191	225	326	376
利息支出	185	177	54	47	47
利息收入	22	27	6	5	5
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(162)	(71)	(36)	(15)	(20)
非经常项目损益	(399)	(27)	65	65	65
除税前利润	(459)	(56)	206	333	379
所得税	45	44	8	13	15
归属普通股股东净利润	(528)	(116)	198	320	364
调整项	394	325	79	40	44
经调整净利润	(134)	209	277	360	408
EPS(元)	(1601.42)	(0.05)	0.09	0.15	0.17

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	13%	-9%	-9%	15%	15%
营业利润	16%	-28%	18%	45%	15%
净利润	-284%	78%	270%	62%	14%
获利能力					
毛利率	34.2%	34.2%	34.8%	35.2%	34.7%
净利率	-22.2%	-5.4%	10.1%	14.2%	14.0%
ROE	-14.7%	-3.1%	5.2%	7.8%	8.3%
ROIC	2.1%	4.7%	3.7%	5.8%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	50.5%	43.5%	40.8%	38.6%
净负债比率	35.3%	25.1%	18.5%	16.2%	14.1%
流动比率	0.7	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.6	1.2	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	5.6	4.8	5.2	5.8	5.9
应收帐款周转率	4.4	3.9	3.7	4.2	4.4
应付帐款周转率	5.2	5.0	5.5	6.1	6.2
每股资料(元)					
每股收益	-1601.42	-0.05	0.09	0.15	0.17
每股经营现金	1169.85	0.18	0.24	0.25	0.25
每股净资产	10923.3	1.71	1.78	1.90	2.02
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05
估值比率					
PE	0.0	15.5	11.7	9.0	7.9
PB	0.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	18.4	15.9	14.5	11.3	10.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。