

來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	78.15
總市值 (億港元)	958.3
52週高位	98.50
52週低位	44.50

*截至3月21日

FY18 財務資料摘要

人民幣(億元)	
營業收入	25.3
變動(%)	56.6
毛利	10.2
變動(%)	54.1
淨利潤	6.3
變動(%)	149.6

主要股東資料

	持股
WuXi Biologics	55.2%

來源: 披露易

業務模式

- 藥明生物(02269)為生物製劑服務供應商，為客戶提供一條龍生物藥研發外包服務，業務主要分為 IND 前服務(藥物發現、臨床前開發)和 IND 後服務(早期臨床、後期臨床及商業化生產)。2018 年度，IND 前服務貢獻 57.2% 的收入來源。
- 全球生物藥研發服務外包市場相當分散，按 2018 年銷售收入計，首七大供應商合共佔 32.2% 市場份額，其中藥明生物佔 3.2%。不過，藥明生物在中國市場的競爭優勢相當明顯，市佔率由 2015 年的 36.4% 升至 2018 年的 75.6%。
- 公司客戶基礎廣泛，全球合作伙伴有 220 家，其中包括全球前 20 大藥企中的 13 間(強生、阿斯利康、禮來等)以及中國前 50 大的 22 間。

藥明生物部分客戶



圖片來源: 藥明生物 2018 年業績簡報

經營業績

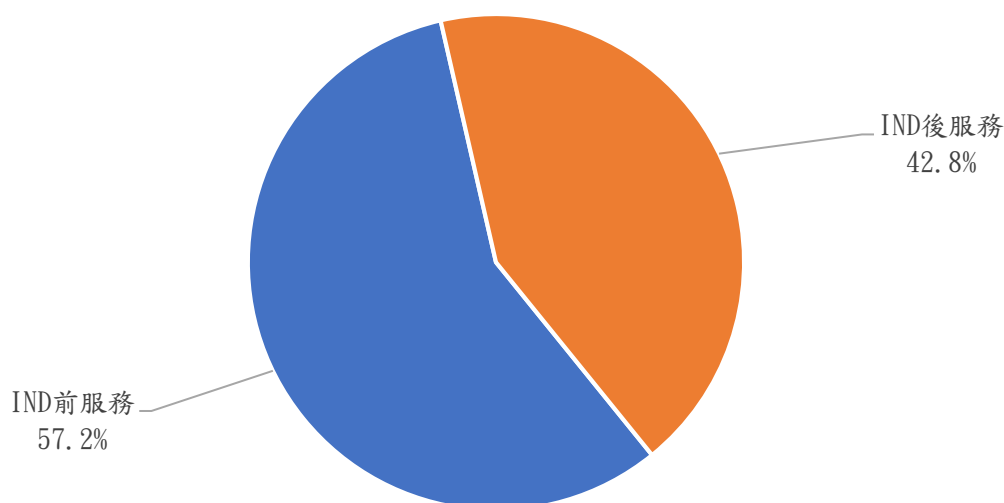
- 2018 年度，藥明生物的收入按年上升 56.6% 至 25.3 億人民幣；歸屬於母公司擁有人同比顯著增長 149.6% 至 6.3 億人民幣。經調整純利(撇除以股份為基礎的薪酬開支、外匯損益以及上市開支)則按年上升 73.6% 至 4.3 億人民幣。盈利增長歸因於新增項目保持上升勢頭，期內新增 57 個項目至 205 個、更多項目進入臨床階段，令項目收益出現增長以及錄得約 3,000 萬美元里程碑收入。然而，毛利率輕微下降 0.6 個百分點至 40.2%，因股權激勵計劃開支佔收入比重增加、匯率波動及第二、三個生產基地投入營運等因素影響。

開發階段	項目數目 (2018 年底)	項目數目 (2017 年底)	一般 持續時間	一般收益 (百萬美元)
IND 前服務				
藥物發現	-	-	2 年	1.5-2.5
臨床前開發	97	90	2 年	4-6
IND 後服務				
早期(第 I 及 II 期)臨床開發	94	62	3 年	4-6
後期(第 III 期)臨床開發	13	8	3-5 年	20-50
商業化生產	1	1	每年	50-100
總數	<u>205</u>	<u>161</u>		

來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 按地區收入分布而言，北美、中國以及歐洲的收入增長分別為 41.5%、77.5% 和 162.9%，三個地區合共貢獻 96.1% 收入來源。由於中國推出措施支持創新藥發展，為生物藥提供有利研發條件，刺激 2018 年下半年中國地區收入增長達 1 倍以上。
- 公司財政狀況穩健，截至 2018 年底止，手頭上銀行結餘及現金有 40.8 億人民幣，並無任何貸款。
- 2018 年實際資本開支為 18 億人民幣。今年資本開支將會擴大至 44 億人民幣，用於擴大產能，除中國外，公司未來將於愛爾蘭、新加坡以及美國設立生產基地。
- 控股股東 Biologics Holdings 於 3 月 21 日配售 5,200 萬股，佔已發行股本 4.23%。交易完成後，其持股量由 55.07% 減至 50.84%。

收入分布



人民幣(百萬元)	2015	2016	2017	2018
IND 前服務	334.7	681.3	1049.2	1451.0
IND 後服務	222.3	307.7	569.6	1083.5
總數	557.0	989.0	1618.8	2534.5

來源：公司通告，經鴻鵬資本證券整理

成本結構

人民幣(百萬元)	2015	2016	2017	2018
銷售及營銷開支	13.4	15.3	27.6	42.4
行政開支	72.2	94.6	134.0	227.7
研發開支	39.7	53.3	74.5	169.3
其他開支	-	31.9	16.1	-
財務成本	2.5	24.2	35.7	-

來源：公司通告，經鴻鵬資本證券整理

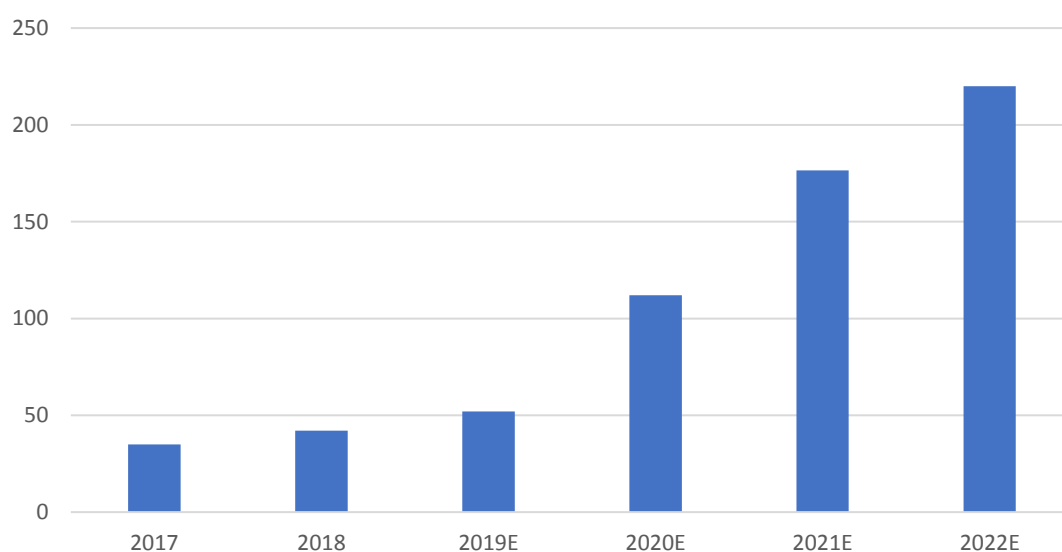
前景

- 根據弗若斯特沙利文預測，全球生物藥市場規模到 2022 年將達到 4,040 億美元，2017 至 2022 年複合年增長率為 11%，而中國生物藥市場起步較遲，在中央政策支持和研發資金增多的利好條件下，預期同期銷售收入增長會達到 17%。由於生物藥相比起化學藥物，分子結構複雜，新藥研發過程漫長，而且成功率低，加重藥企研發成本，造就生物藥研發及製造外包行業

興起。藥明生物的生物藥研發技術獲市場肯定，加上在中國市場具龍頭優勢，預期未來盈利增長點為增加更多新項目以及現有項目進入收益更高的後期階段。截至 2018 年底，未完成訂單總量高達 36 億美元，其中 8.1 億美元訂單會於 3 年內完成，反映盈利預見度非常高。

- 目前公司只有一個項目進行商業化，公司預期在 205 個項目中，約有 25 個項目會進入商業化生產階段，並額外為公司提供銷售分成收入。為應付客戶的潛在需求，公司在中國、新加坡、愛爾蘭和美國建設新基地，預期到 2022 年，生物藥產能規模會超過 22 升。

產能(千升)



來源：公司資料，經鴻騰資本證券整

風險因素

- 新增項目數量增長遜預期
- 現有項目推展進度遜預期
- 政策風險

估值

	2019E	2020E
市盈率	85.4	57.2
股息率	0.0	0.0

投資建議

- 藥明生物為客戶提供一條龍生物藥研發服務，而且其技術獲得國際大型藥企認可，有助建立長期合作伙伴關係。現價為 2019 年度預測市盈率 85.7 倍，但考慮到公司於快速增長的中國生物藥市場有競爭優勢，疊加盈利預

見度相當高和財政狀況健康，其中長線投資價值，料股價以挑戰「紅底股」為中線目標。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	2534.5	3860.0	5620.0	7492.0
稅前盈利	737.7	1140.0	1776.0	2695.0
淨利潤	630.5	1022.0	1555.0	2298.0

來源：公司年報、彭博

同業比較

公司	編號	市值 (億港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
藥明生物	2269.HK	958.3	55.8	85.4	0.0
龍沙集團	Lonn SW	1750.5	16.7	23.1	1.0
三星 Biologics	207940.KS	1603.3	-9.8	-	-
康泰倫特	CTLT US	482.0	36.1	23.1	19.0

來源：彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk