

證券業務部每周證券評論

藥明生物技術有限公司 (股份代號:002269)

WuXi Biologics (Cayman) Inc.

13 AUG 2018

目標價 \$111.80

重點財務數據
(截至31/12/2017止)

每股基本盈利 人民幣0.24元

全年每股股息 不派息

市盈率(x) 151.65

市帳率(x) 10.52

派息比率 不適用

資料來源:
彭博、藥明生物技術有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

公司簡介

藥明生物技術有限公司(簡稱“藥明生物”或“集團”)是藥明康得(603259.SH)的關聯公司。藥明生物技術最開始作為藥明康得的業務部門之一建立於2008年,最初為客戶提供細胞系培育和蛋白質分析服務,經過了8年積極穩步的業務擴展,藥明生物成長為世界上第一個真正意義上提供從概念到商業化的一站式服務,開放式技術平臺的生物技術公司。集團在2017年6月13日於香港聯合交易所主板上市。集團為世界上領先的開放式生物製劑技術平臺公司,為生物製劑的發現、開發及生產提供端到端解決方案。而端對端服務平臺使其能夠提供涵蓋整個生物製劑開發過程的服務,以及在生物製劑開發過程的任何階段,並可根據客戶各自的服務要求向其等提供訂製解決方案。生物製劑開發過程一般涵蓋五個階段:(i)藥物發現、(ii)臨床前開發、(iii)早期(第I及II期)臨床開發、(iv)後期(第III期)臨床開發及(v)商業化生產。生物製劑開發過程所需的服務可分為兩類:(1)IND前服務,包括於生物製劑開發過程前兩個階段提供的服務,及(2)IND後服務,包括於生物製劑開發過程其餘三個階段提供的服務。藥明生物的業務模式是基於「跟隨藥物分子發展階段擴大業務」的策略:客戶對集團服務的需求一般會隨著其生物製劑開發過程的推進並最終實現商業化生產而增加。因此,來自每個綜合項目的收益亦通常會隨著項目推進而增加。截至2017年12月31日止,集團分別於無錫、上海及蘇州擁有三個營運基地。

業績回顧 (截至31/12/2017止)

截至2017年12月止的12個月,集團的收入同比增長63.7%至16.19億元(人民幣•下同);整體毛利同比增長69.8%至6.61億元;毛利率較去年同期的39.3%提升1.5個百分點至40.8%;集團純利同比增長79.0%至2.53億元;純利率較去年同期的14.3%提升了1.3個百分點至15.6%;每股基本盈利同比增長60%至人民幣0.24元。

財務方面,截至2017年12月31日止,集團的總資產較2016年底增加144.3%至48.49億元;而總負債則較2016年底減少51.9%至8.25億元。於2017年12月31日,集團持有的銀行結餘及現金為5.04億元,較2016年底的1.69億元增多1.98倍;集團的流動比率為3.8x,較2016年12月31日的1.04x提升了2.76x;期內,集團無銀行借款,並處於淨現金狀況。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2017	2016	變動%
人民幣千元			
收入	1,618,829	989,029	63.7%
毛利	660,557	389,110	69.8%
毛利率	40.8%	39.3%	1.5%
純利	252,628	141,096	79.0%
純利率	15.6%	14.3%	1.3%
每股基本盈利(人民幣元)	0.2400	0.1500	60.0%
人民幣千元			
總資產	4,848,962	1,984,996	144.3%
總負債	824,602	1,714,529	-51.9%
流動比率(x)	3.80	1.04	2.76
銀行結餘及現金	503,881	169,102	198.0%
資本負債比率(%)	淨現金	272.1%	N/A

資料來源: 藥明生物技術有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分支收入及業績	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
分部收入(人民幣百萬元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
美國	55.6%	900.6	51.1%	505.0	78.3%
中國	34.1%	552.0	39.0%	385.3	43.3%
歐洲	4.0%	65.3	2.1%	21.1	209.5%
全球其他地區	6.2%	100.9	7.8%	77.6	30.0%
總計	100.0%	1,618.8	100.0%	989.0	63.7%

(人民幣百萬元)	截至12月31日止12個月				
	2017		2016		變動%
按IND前/後服務劃分的收入	佔比%	金額	佔比%	金額	
IND前服務	64.8%	1,049.2	68.9%	681.3	54.0%
IND後服務	35.2%	569.6	31.1%	307.7	85.1%
總計	100.0%	1,618.8	100.0%	989.0	N/A

1. 分部表現及營運數據。截至 2017 年 12 月 31 日止的 12 個月，集團 2017 年的收入同比增長 63.7% 至 16.19 億元。去年集團的收入增長由四大因素所帶動：一是由於客戶數量由 2016 年的 163 名增加至 2017 年的 202 名；二是未完成的訂單逐步轉化為集團的收入；三是隨著「跟隨藥物分子發展階段擴大業務」策略的推進，更多的臨床前項目成功進入後續階段；四是市場營銷的加強令集團在美國、中國及歐洲市場均取得更多的訂單；毛利同比增長 69.8% 至 6.61 億元；毛利率較去年同期的 39.3% 提升了 1.5 個百分點至 40.8%。毛利上升主要由於集團的業務高速增長令綜合項目的數量大幅增加，而毛利率的上升主要由於集團的產能利用率，以及運營效率提升所致。集團去年各地區的表現如下：

資料來源：藥明生物技術有限公司

美國：佔集團整體收入 55.6% 的美國地區，其 2017 年的收入同比增長 78.3% 至 9.01 億元；

中國：佔集團整體收入 34.1% 的中國地區，其 2017 年的收入同比增長 43.3% 至 5.52 億元；

歐洲：佔集團整體收入 4% 的歐洲地區，其 2017 年的收入同比增長 2.1 倍至 6530.5 萬元；

全球其他地區：佔集團整體收入 6.2% 的全球其他地區，其 2017 年的收入同比增長 30% 至 1.01 億元。

按不同階段產生的收入表現：

IND 前服務：佔集團 64.8% 的 IND 前服務部分，其 2017 年的收入同比增長 54.0% 至 10.49 億元；

IND 後服務：佔集團整體收入 35.2% 的 IND 後服務部分，其 2017 年的收入同比增長 85.1% 至 5.7 億元。

截至 2017 年 12 月 31 日，集團共有 161 個綜合項目，要求集團在不同生物開發過程中提供服務，較截至 2016 年 12 月 31 日的 103 個項目增加 56.3%。

2. 訂單存量正待爆發。隨著「跟隨藥物分子發展階段擴大業務」戰略全面實施，截至 2017 年 12 月 31 日，集團共有 161 個綜合專案，要求集團在不同生物開發過程中提供服務，同比增加 56.3%。

圖表三

下表載列於二零一七年十二月三十一日本集團進行中的綜合項目的現況：

生物製劑開發過程階段	進行中綜合		
	項目數目 ⁽¹⁾	一般持續時間	一般收益 ⁽²⁾
IND 前			
- 藥物發現	-	2 年	1.5-2.5 百萬美元
- 臨床前開發	90	2 年	4-6 百萬美元
IND 後			
- 早期(第 I 及 II 期)臨床開發	62	3 年	4-6 百萬美元
- 後期(第 III 期)臨床開發	8	3-5 年	20-50 百萬美元
- 商業化生產	1	每年	50-100 百萬美元 ⁽³⁾
總計	161		

而 2017 年集團未完成訂單總量(包括未完成服務訂單及未完成里程碑付款)實現驚人增長。未完成服務訂單同比增長 97.5% 至 476 百萬美元，未完成里程碑付款同比激增 40.8 倍至 1002 百萬美元。而未完成服務訂單指集團已簽約但尚未提供服務的金額。未完成里程碑付款指集團已簽約但尚未收取的里程碑收費總額。同時，集團於 IND 前至 IND 後階段的項目取得巨大成功(圖表三)，有 90 個項目處於臨床開發前階段及 62 個項目處於早期臨床階段(第 I 及 II 期臨床)。年內集團 IND 前至 IND 後階段的眾多項目進展順利，2017 年年內有 29 個專案從臨床前開發階段成功進入早期(第 I 及 II 期)臨床開發階段。而臨床後期(第三期)由 2016 年底的 3 個增加至 8 個，數個產品的潛在價值高達十億美金，每年生產收入至少為一億美金。

資料來源：藥明生物技術有限公司

投資要點及利好因素

3. **產能擴充及最新發展**。截至 2017 年 12 月 31 日止，集團分別於無錫、上海及蘇州擁有三個營運基地。

4 個新 cGMP 生產設施開始動工建設。2017 年 12 月，使用一次性生物反應器的 30,000LcGMP 生物製劑商業化產設施（MFG2）正式投入運營。另外，上海基地 7,000L 的 cGMP 設施（MFG3）正在建設中，預計將於 2018 年 4 月開始使用。該設施將令集團的臨床生產能力倍增。因集團於 2017 年底已有 8 個處於後期(第三期臨床)的項目，較 2016 年底的 3 個增加了 5 個項目，為應付商業化生產的需求將會短期內在無錫擴充及新建全新的 cGMP 生產設施，當中包括：

車間編號	設計產能	地點
MFG4	10,000 升流加 / CFB	無錫
MFG5	60,000 升流加	無錫
DP2	液體灌裝及凍乾線	無錫

資料來源: 藥明生物技術有限公司

除於國內擴產之外，集團亦積極考慮於其他國家建造或收購新廠房設施，以進一步擴充產能、提升技術及避開貿易上的風險。由年初至今集團已訂下多個生產基地的興建計劃：

日期	地點	內容
2018/6/11	美國麻塞諸塞州伍斯特市（隸屬波士頓大都會區）	集團計劃投資6000萬美元於美國麻塞諸塞州伍斯特市興建其全球第十一個的生產基地。該基地將繼續採用全球領先的一次性生物反應器，並率先應用“新一代生物製藥生產技術”（連續生產工藝）開展商業化生產，致力於成為全球領先的生物製藥“未來工廠”。該基地總產能將達到4,500L，包括2個2,000L流加細胞培養反應器與1個500L灌流工藝生物反應器，基地建成後將擁有生物工藝開發實驗室，並同時具備臨床樣品生產和小規模商業化生產的能力。
2018/05/22	新加坡	集團計畫投資8,000萬新幣在新加坡新建現代化生物製藥生產基地。新加坡基地將繼續採用全球領先的一次性生物反應器，並率先應用“新一代生物製藥生產技術”（連續生產工藝）開展商業化生產，致力於成為亞洲領先的生物製藥“未來工廠”。該基地總產能將達到4,500L，包括2個2,000L流加細胞培養反應器與1個500L灌流工藝生物反應器，基地建成後將擁有生物工藝開發實驗室，並同時具備臨床樣品生產和小規模商業化生產的能力。
2018/5/16	河北石家莊	集團宣佈在河北石家莊高新區籌建世界領先的生物藥一體化研發生產中心，旨在為全球生物藥開發、臨床生產及商業化生產提供一體化解決方案。預計專案一期工程將於2020年投產。藥明生物石家莊生物藥一體化研發生產中心將由工藝開發實驗室、產能5,000L的臨床樣品生產基地（藥明生物九廠）和產能48,000L的商業化生產基地（藥明生物八廠）組成，其設計及建設將符合美國、歐盟及中國的cGMP標準。預計新生物藥中心的一期工程將於2020年投產。
2018/4/30	愛爾蘭敦多克市	集團計畫未來五年內在愛爾蘭敦多克市總投資3.25億歐元，用於新建生物製藥生產基地。集團將在愛爾蘭當地繼續採用全球領先的一次性生物反應技術，並率先應用“新一代生物製藥生產技術”（連續生產工藝）開展商業化生產，將其打造成為全球領先的生物製藥“未來工廠”。該基地總計新安裝48,000L流加細胞培養反應器與6,000L灌流工藝生物反應器，有望成為世界上規模最大的使用一次性生物反應器的生物製藥基地。

投資要點及利好因素

集團於 7 月 26 日宣佈，藥明生物三廠（MFG3）成功完成首批臨床試驗樣品的 cGMP 生產。到目前為止，藥明生物總工作產能約達 43000L，能夠以 50L 至 12000L 的生產線同時生產十種生物藥，為大陸規模最大的哺乳動物細胞培養生產線。而新建的藥明生物三廠具有多個工藝開發實驗室和 6 條生產線，包括兩條 2000L、一條 1000L、一條 200L 共四條流加生產線，以及一條 1000L 和一條 500L 兩條灌流生產線。該基地的靈活設計可為生物藥臨床樣品提供 50L 至 2000L 規模的流加生產服務和 125L 至 1000L 規模的灌流生產服務。

從上述集團的擴產計劃看，在多個產能完成並投入生產後，集團的總產能將會由 42000L 到 2022-23 年提升到超過 200,000L，其擴產的規模將足以將集團的全球市佔率提升至頭三名之內，擴產當然同時亦有利提升集團的收入。

除擴充產能之外，集團亦同時亦不斷提升其研發的能力及技術。集團於 5 月 18 日宣佈於江蘇無錫開工建設佔地約 400 畝總投資逾 50 億元人民幣的生命科技園，區內將結合研發生產區域，建造商業培訓中心和生物醫藥國產化裝備中心，打造集生物藥物的研發、生產、培訓、國際合作交流、商務配套為一體的藥明生物全球總部及全球最大的生物藥科研、開發和生產一體化中心之一。同時亦以全新的模式，降低生物醫藥和大健康領域的創新與創業門檻，為相關領域創新創業人士提供一體化服務，成為生物醫藥創新創業的孵化基地。

在最新發展計劃上，集團於 7 月 9 日集團宣佈，將與專注於開發治療免疫性和炎症性疾病創新藥物的美國生物製藥企業 Immune Pharmaceuticals(IMNP)建立合作關係，開發和生產 Immune 公司具有全新作用機制的人源化單克隆抗體 bertilimumab。

而集團於 7 月 18 日宣佈，與海利生物成立上海藥明海德生物科技有限公司。合資公司註冊資本擬定 5 億元，集團擬出資 3.5 億元，持股比例 70%。合資企業將主要從事人用疫苗(包括癌症疫苗)合同定制研發生產(CDMO)業務，並提供人用疫苗從概念到商業化生產全過程的發現、開發及生產端到端服務及解決方案平臺。

股價走勢

集團於 8 月 10 日的收市價為\$76.7，股價按年升 133.49%。集團股價於上市(上市日:2017 年 6 月 13 日)後不斷創新高，其股價更於 6 月 7 日升至 98.5 元新高的水平，去年集團業績理想，並同時公佈多個擴充產能的計劃，雖然集團由去年 12 月中以來已多次折讓配售股票籌集資金，但仍無損其於生物醫藥的發展前景。現時 14 天相對強弱指數在 45.427 的水平，股價在 10 天、20 天及 50 天的移動平均線以下，而 MACD 線及訊號線於利淡的區間內，集團股價短期內仍有下行的壓力，加上近日大市的氣氛較差或會影響股價的走勢。但相信隨著全球人口老化的速度加快，市場對生物用藥的需求增加，加上集團儲備的項目陸續完成及投入商業化生產之下，集團的收入及市場佔有率將會進一步提高。投資者可考慮於 75 元附近的水平的置增持或吸納，憧憬集團未來的盈利增長前景。 資料來源: 彭博

估值預測

以8月10日的收市價\$76.70計算，其市盈率及市帳率分別為279.10及19.36倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏高的水平。現時生物科技已成為全球及國內重點發展項目之一。而在“十三五”的規劃當中，六部委聯合印發的《“十三五”衛生與健康科技創新專項規劃》再次明確了生物醫藥行業的發展方向。另外，在《“十三五”生物產業發展規劃》當中亦提出，2020年生物產業的規模要達到8至10萬億元人民幣，增加值佔GDP的比重超過4%，並同時要打造出10至20個產值超過100億元的生物醫藥專業園區。到2020年，實現醫藥工業銷售收入4.5萬億元，增加值佔全國工業增加值3.6%。多個規劃的出臺證明生物技術及醫藥發展的重要性。集團的業務亦已站在發展的風口之上，藥明生物是全球獨一無二的開放式生物製劑技術平台，可為客戶提供端到端的解決方案，從發現、開發及生產生物製劑，實現從概念到商業化生產的全過程。現時集團已為全球前二十大製藥巨頭中的十三家提供服務，同時亦與全球202家公司提供合作。集團的全球市場份額亦已由2015年1%提升至2017年的2.4%；於中國的市場份額已由2015年的36.4%提升至2017年的63.5%。去年8月美國食品及藥物管理局(FDA)完成了對藥明生物用於生產Ibalizumab的cGMP生產設施的批准審查。2018年3月6日，美國FDA批准公司合作夥伴中裕新藥的Trogarzo (Ibalizumab-uiyk)上市，是集團成為目前中國唯一通過美國FDA cGMP認證的生物製藥的公司，同時是藥明生物首個商業化生產的項目，該產品主要用於治療現有多種療法均無法起效的成人愛滋病病毒(HIV)感染者。相信隨著Trogarzo上市銷售，藥明生物將會取得更多的訂單及迎來新的業績增長點。現時集團手上有8個項目已進入臨床後期(第三期)及即將商業化生產的階段，該8個項目大部分針對腫瘤方向，包括美國、中國的新藥項目、中國的生物類似藥項目，以及孤兒藥項目。其中，有4個專案預計全球銷售額有望超過10億美元，每項每年可望為集團生產收入至少為一億美金。目前集團處於產能儲備及項目播種期。按照目前項目的進度，2019年至2020年，集團每年都會有1個至2個項目落地；2021年至2022年，集團每年將有2個至3個項目落地。相信隨著合作夥伴的產品上市銷售，藥明生物將可共用銷售收益。另外，藥明生物首席執行官陳智勝更透露，現時集團的平臺上有全球11%的生物藥在研發當中，若成功的話，未來全球11%的生物藥可能產自藥明生物。而集團於7月23日發盈喜，預期2018年上半年集團的純利同比增長250%以上，增長主要由於集團實施的「跟隨藥物分子發展階段擴大業務」的策略帶動收益強勁增長，業務運營效率提升，以及利息收入提升所致。相信隨著集團的研發能力加強，客戶訂單增加，產能規模擴充的互相配合，在優勢盡顯下集團未來的收入將會呈現爆發式的增長。所以會將藥物生物的目標價定在\$111.80即相當於237.23市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有45.76%的潛在升幅。 資料來源: 彭博

風險因素

- 集團業務遍及歐美，若貿易保護主義抬頭，或對集團的收入有影響。
- 政策風險：年國家食藥監總局按照既定的改革思路和節奏繼續推行各項新政策。一些重要的改革，例如臨床試驗管理、專利鏈接制度、創新藥醫保准入、上市許可人制度(MAH)、可預見的GCP（藥品臨床試驗質量管理規範）和GMP（藥品生產質量管理規範）認證取消、對進口抗癌藥物徵收零關稅等，都已經或者即將對業界帶來深遠的影響，亦會對集團業務上構成影響。
- 貨幣風險：集團主要於中國經營業務，大部分交易以人民幣結算。客戶結構以歐美為多，若匯率波動，集團有過半的收入將會受到匯率不穩所影響。

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告佈所述或有關公司不時會進行業務往來，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所述證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。