



扫描下方二维码  
下载恒证通APP



恒大證券(香港)有限公司  
恒大期貨(香港)有限公司



公司名称	药明合联
股份编号	2268 HK
行业	生物医药

## 新股短评

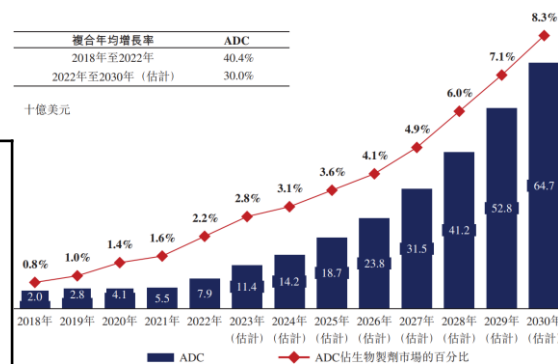
### 招股资讯一览

招股日期	2023年11月7日 - 2023年11月10日
公开发售结果	2023年11月16日
上市日期	2023年11月17日
招股价	19.90 - 20.60港元
最低入场费	10,403.88港元
集资金额	35.51 - 36.76亿港元
发行市盈率	136.90 - 141.71倍
发行市帐率	4.76 - 4.81倍
股份市值	234.51 - 242.76亿港元
每手股数	500
公开发售股数	17,845,000
国际配售股数	160,601,000
保荐人	摩根士丹利、高盛、摩根大通

### 公司亮点

- 分拆自药明生物 (2269. HK)
- 全球第二、中国第一，专注于全球ADC及更广泛生物偶联药物市场领先CRDMO
- 具备全方位一站式服务能力
- 具有独特优势可把握全球ADC及更广泛生物偶联药物市场的增长

### 2018年至2030年(估计)ADC的全球市场规模



基石投资者

Invesco Advisers, Inc、General Atlantic Singapore SPV 64 Pte. Ltd、Al-Rayyan Holding LLC、UBS Asset Management (Singapore) Ltd、HongShan Funds、Novo Holdings A/S、Lake Bleu Funds

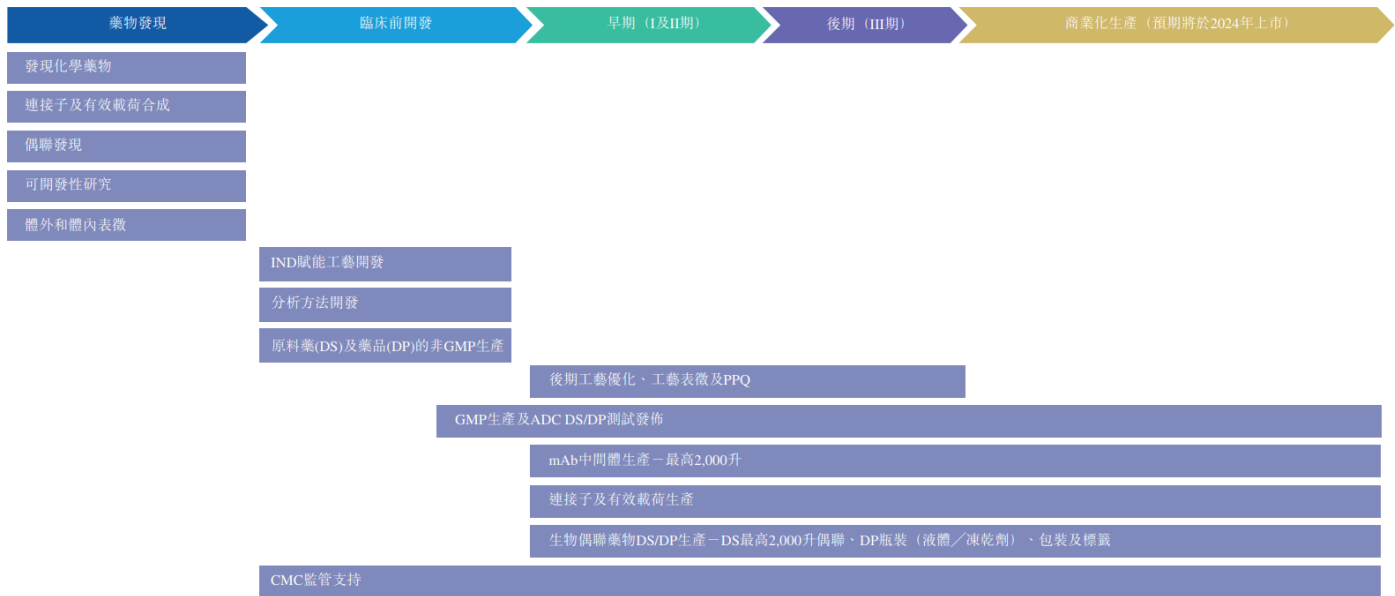
数据来源: 招股书, 彭博

分析师: 黄俊泓  
2023年11月7日

请读者参考最后一页的免责声明。

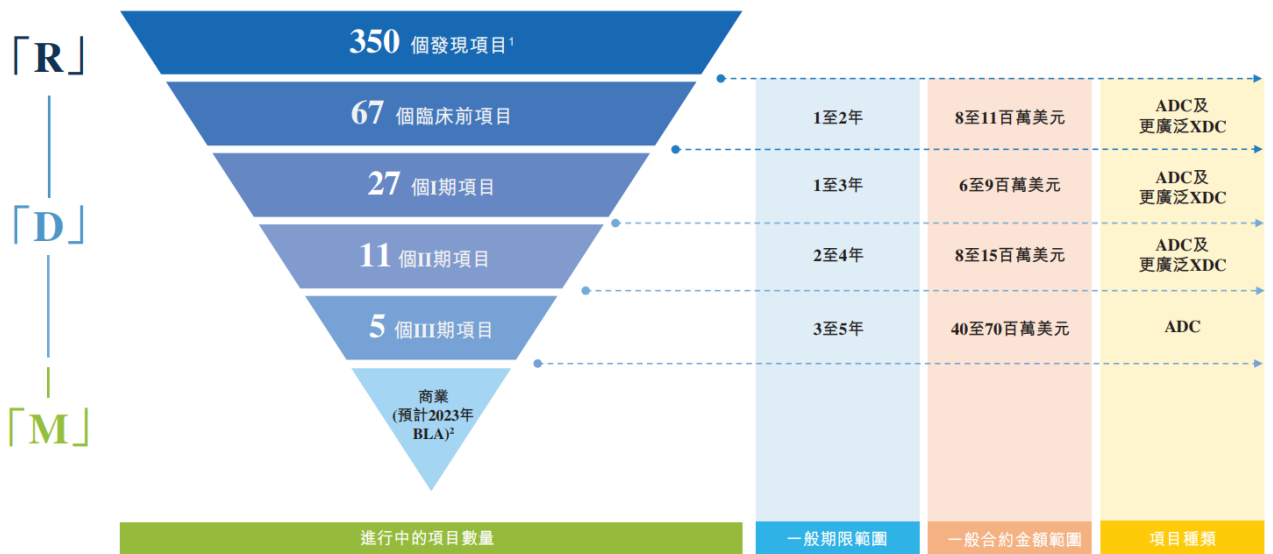
# 新股短评

## 公司的生物偶联药物CRDMO服务



资料来源：招股书

## 截至2023年6月30日正在进行的整体项目的发展阶段及其他详情



资料来源：招股书

# 新股短评

## 分拆自药明生物 (2269.HK)

公司由药明生物技术 (2269.HK) (一家领先的全球性全面一体化CRDMO, 结合了合约研究机构和合约开发及生产机构的业务模式, 提供一站式端到端生物制剂服务) 分拆出来, 截至最后实际可行日期, 公司由药明生物技术直接持有60%权益。

## 全球第二、中国第一, 专注于全球ADC及更广泛生物偶联药物市场领先CRDMO

公司是专注于全球ADC及更广泛生物偶联药物市场的领先CRDMO, 亦是一家致力于提供全面综合服务的公司。根据弗若斯特沙利文的资料, 按2022年的收益计, 公司是全球第二大、中国第一大ADC等生物偶联药物CRDMO, 公司按收益计的全球市场份额由2020年的1.8%上升至2021年的4.6%, 并进一步上升至2022年的9.8%。凭借在生物药和小分子药物方面的专业知识, 公司提供跨学科综合服务, 涵盖生物偶联药物的发现、研究、开发及制造。公司设立位置邻近的专用实验室及生产基地提供该等服务, 从而可能大幅缩短开发时间及成本。公司于往绩记录期间录得强劲的收益增长, 截至2020年/2021年/2022年12月31日止年度以及截至2023年6月30日止六个月, 公司的收益分别为人民币96.4百万元/311.1百万元/990.4百万元及人民币993.5百万元。于该等期间, 公司分别录得净利润人民币26.3百万元/54.9百万元/155.7百万元及人民币177.2百万元。

## 具备全方位一站式服务能力

公司已建立一个专注于ADC等生物偶联药物的全方位一站式研究、开发及制造平台, 公司的综合服务涵盖生物偶联药物开发及生产的每个关键步骤, 包括生物偶联药物、单克隆抗体中间体及生物偶联药物相关连接符及有效载荷的发现、工艺开发及GMP生产。根据弗若斯特沙利文的资料, 公司是全球仅有数家拥有如此广泛服务能力的CRDMO之一。公司拥有大量ADC等生物偶联药物开发项目及整体项目, 截至2023年6月30日, 公司有110个进行中的整体项目, 并在全球帮助客户提交47款ADC候选药物的IND申请, 仅于2022年, 公司已在全球帮助客户提交18款ADC候选药物的IND申请。自成立以来及截至2023年6月30日, 公司已执行350个发现项目。整体项目构成公司业务的关键部分, 因为整体项目一旦启动, 客户一般会将项目交托予公司, 公司认为这会转化为强大的客户黏性, 并自然而然地体现公司的「赋能、跟随并赢得分子」策略。根据弗若斯特沙利文的资料, 于2022年年底, 公司有94个进行中的整体项目, 占同年全球生物偶联药物外包整体项目总数的35%以上。

## 具有独特优势可把握全球ADC及更广泛生物偶联药物市场的增长

ADC及更广泛的生物偶联药物市场正处于增长拐点。截至2023年6月30日, 全球已获批准的ADC药物有15款, 其中自2018年以来获批准11款, 自2021年以来获批准4款。根据弗若斯特沙利文的资料, 全球ADC药物市场规模于2022年达到约79亿美元, 自2018年以来的复合年均增长率超过40%, 并预计将继续快速增长至2030年的647亿美元, 2022年至2030年的复合年均增长率为30%。公司是该领域的先行者, 自2013年以来一直为ADC等生物偶联药物提供专业的CRDMO服务。多年来, 公司在业内建立了强大的品牌声誉, 积累了深厚的专业知识, 通过提供优质、定制及创新的解决方案, 赋能百计客户, 并赢得了不断增长和忠诚的全球客户群。公司认为, 该等优势是重要的准入壁垒, 将进一步巩固公司在全球生物偶联药物外包服务行业的领导地位, 并使公司进一步推动全球生物偶联药物行业的发展。

# 新股短评

## 同类公司比较

证券简称	代码	总市值 (亿)	市盈率 (倍)	股本回报 率(%)	市账率 (倍)	市销率 (倍)	股息率 (%)
药明合联	2268 HK	234.51 - 242.76	136.90 - 141.71	20.74	4.76 - 4.81	21.53 - 22.28	N/A
中位数		1,464.69	19.88	13.24	3.12	4.21	1.62
君实生物	1877 HK	418.20	N/A	N/A	2.61	17.04	N/A
樂普生物	2157 HK	71.69	N/A	N/A	7.41	423.68	N/A
恒瑞医药	600276 CH	3,342.48	74.26	10.11	7.81	13.89	0.33
华东医药	000963 CH	783.17	26.86	14.03	3.58	1.81	0.70
科伦药业	002422 CH	445.01	18.01	13.14	2.18	1.95	2.19
艾伯维公司	ABBV US	19,495.53	14.99	118.74	19.37	4.54	4.19
辉瑞制药	PFE US	13,766.94	13.31	26.20	1.78	2.56	5.23
龙沙集团	LONN SW	2,145.95	21.71	13.34	2.39	3.88	1.06

货币单位：港元

数据来源：Bloomberg、招股书

请阅读者参考最后一页的免责声明。

# 新股短评

## 主要财务比率

	截至12月31日			截至6月30日	
	2020年	2021年	2022年	2022年	2023年
毛利率(%)	8.4	36.5	26.4	31.6	23.1
净利率(%)	27.3	17.7	15.7	29.8	17.8
经调整净利率(非国际财务报告准则计量)(%)	34.0	24.8	19.6	33.0	21.8
EBITDA率(非国际财务报告准则计量)(%)	47.5	27.7	22.7	40.8	23.3
经调整EBITDA率(非国际财务报告准则计量)(%)	54.3	34.9	26.6	44.0	27.2
总资产回报率(%)	6.4	6.2	6.2	不适用	无意义
流动比率(倍)	3.1	0.3	1.4	不适用	1.4

## 所得款项用途

67.0%	(2293.4百万港元) 将用于(i)在新加坡兴建公司的生产设施及(ii)扩大公司在中国的抗体中间体产能,以进一步扩大公司的生产能力。
23.0%	(787.3百万港元) 将用于有选择地寻求战略联盟、投资及收购机会,以扩大公司的技术平台及服务类型。
10.0%	(342.3百万港元) 用作营运资金及其他一般公司用途。

## 风险因素

- 公司依赖客户对公司服务的开支及需求。客户开支或需求下降,以及ADC及ADC以外的其他生物偶联药物未来进展的不确定性可能对公司的业务产生重大不利影响,尤其是考虑到其开发仍处于初步阶段。
- 随着行业发展及吸引更多市场进入者,竞争可能会加剧。
- 公司未必能成功开发新技术及改进现有技术以维持公司的竞争地位。
- 倘公司不能实施扩张计划以按计划提升产能或倘该计划不能实现预期利益,公司的业务及前景可能受到重大不利影响。



# 免责声明

## 分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

## 估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

## 免责声明

恒大证券(香港)有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号万通保险中心20楼2004-6室

网址：[www.gisf.hk](http://www.gisf.hk)

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999