日期：2016 年 11 月 09 日
行业：医药制造业

分析师： 魏赟
Tel： 021-53686159
E-mail： weiyun@shzq.com
SAC 证书编号：S0870513090001

面向国际市场的领先医药 CMO 企业

新股定价	RMB30.53-30.53 元
估值区间	RMB52.17-62.60 元

基本数据（IPO）

发行数量不超过（百万股）	28.22
发行后总股本（百万股）	112.86
发行方式	网下询价 上网定价
保荐机构	银河证券股份有限公司

主要股东（IPO 前）

ALAB	58.85%
HAO HONG	6.23%

收入结构（2016H）

定制研发服务	96.19%
技术开发服务	3.81%

报告编号：WY16-NSP03
首次报告日期：

■ 投资要点

公司简介

公司是领先的医药 CMO 企业，致力于全球制药工艺的技术创新和商业化应用。公司采取“国际市场+本土资源”发展战略，为国际主流制药企业提供医药外包综合服务，包括新药临床阶段工艺研发及制备、上市药商业化阶段的工艺优化及规模化生产，已成为全球创新药领域的核心服务商之一。

盈利预测

我们预计 2016-2018 年归于母公司的净利润将实现年递增 40.60%、39.50%、23.69%，相应的稀释后每股收益为 1.91 元、2.67 元和 3.30 元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 16 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值价格区间为 52.17-62.60 元，相对于 2015 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 38.35-46.02 倍。

定价结论

本次发行包括公开发行新股及老股转让。发行后总股本不超过 11,286.35 万股，公开发行新股数量 2821.5875 万股，ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED 和 HAO HONG 分别转让不超过 4,839,866 股和 512,509 股。本次发行价为 30.53 元，对应 16、17 年 PE 为 15.96、11.44。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	716.21	830.61	976.64	1212.64	1511.29
年增长率	31.96%	15.97%	17.58%	24.16%	24.63%
归属于母公司的净利润	101.79	153.55	215.89	301.17	372.51
年增长率	36.21%	50.84%	40.60%	39.50%	23.69%
（发行后摊薄）每股收益（元）	0.90	1.36	1.91	2.67	3.30

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

一、行业背景

1.1 公司是全球创新药领域的核心 CMO 服务商之一

公司是领先的医药 CMO 企业，致力于全球制药工艺的技术创新和商业化应用。公司采取“国际市场+本土资源”发展战略，为国际主流制药企业提供医药外包综合服务，包括新药临床阶段工艺研发及制备、上市药商业化阶段的工艺优化及规模化生产，已成为全球创新药领域的核心服务商之一。

公司获得了“国家认定企业技术中心”、“绿色制药技术国家地方联合工程实验室（天津）”、“中国十大 CMO 企业”、“天津市技术先进性服务企业”、“天津市科技小巨人领军企业”、“2012 年度中国服务外包企业五十强” 等荣誉称号。

公司坚持高端定位，为临床新药提供包括原料药、中间体及制剂的符合 cGMP 质量标准的研发生产服务。2013 年至 2016 年 6 月末公司所服务的临床阶段新药项目共计 378 个，其中临床Ⅰ期项目 174 个、临床Ⅱ期项目 144 个、已进入临床Ⅲ期阶段新药项目 60 个，形成了合理的项目梯队，涉及肿瘤、病毒、感染、心血管、神经系统、糖尿病等多个重大疾病治疗领域，部分未来有望成为突破性重磅新药。目前服务的已进入商业化阶段的代表性新药项目包括：治疗丙肝、心血管疾病、囊性纤维化、前列腺癌、骨髓瘤、软组织肉瘤、白血病、部分罕见病新药及头孢联用新药等项目，囊括了 2012 年全球新上市药物销售额排名前 5 中的 3 个新药。

2013 年起公司开始为国内多家医药公司提供 1.1 类新药研发服务。

1.2 全球医药 CMO 规模在 2017 年有望达到 628 亿美元

1.2.1 医药外包服务正在进行区域和价值链的产业转移

医药外包服务行业主要包括 CRO 和 CMO。医药 CRO 企业侧重于实验室阶段小批量新药化合物的合成，临床前研究（如药代动力学、药理毒理学和动物模型等），以及各类临床试验服务。

医药 CMO 企业侧重于临床及商业化阶段制药工艺的开发和药物的制备，在临床阶段解决了实验室研究成果无法放大的技术难题；在商业化阶段不断优化制药工艺持续降低生产成本。

相比医药 CRO 企业，医药 CMO 企业主要是以技术驱动制药工艺的升级，拥有商业前景更为广阔的临床后期及商业化阶段的市场空间，有更为丰富的规模化生产经验及更完善的生产配套设备支

持。

目前，医药发达国家制药企业加速外包步伐，新兴国家仿制药需求迅速崛起。

同时，医药外包服务行业正在进行产业转移：

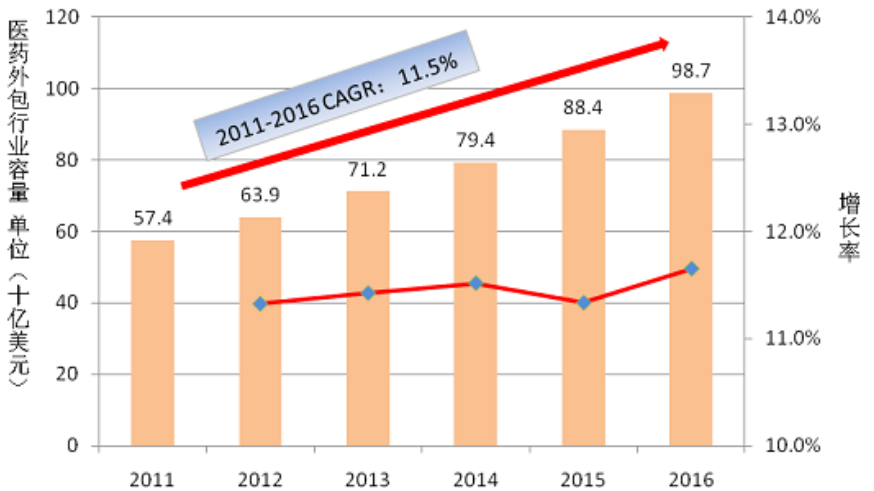
1）产业区域由欧美国家向新兴国家转移。

2）产业价值链由低端向高端转移。最初医药外包转移的环节是药品简单委托加工，外包服务商基本复制委托方的工艺路线，基本不涉及通过自有技术进行制药工艺创新；目前正在转移的环节是技术附加值更高的临床新药工艺创新和已上市药工艺优化，能为制药企业创造额外商业价值，但只有少数拥有自主创新能力的医药外包服务企业才能在此次产业转移中脱颖而出，获得更多利润空间。

3）有着高端技术壁垒的医药外包行业逐渐向中国转移。

在全球医药行业专业化分工的驱动下，根据 Business Insights 的统计和预测，2015 年全球医药外包市场容量为 884 亿美元，未来增长情况良好。

图 1 医药外包服务行业规模 （十亿美元）



资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

1.2.2CMO 企业在不同阶段经营模式各有侧重

在新药开发及已上市药物生产的不同阶段，CMO 企业的经营模式又各有侧重点：

临床Ⅰ期的定制研发生产项目追求速度，要求医药 CMO 企业以最快的速度开发出临床实验用药的工艺路线。

临床Ⅱ期，重点为对新药工艺的改进，医药 CMO 企业在临床早期介入新药的开发将提高工艺开发的成功率，并有助于其成为未来核心供应商。

从临床Ⅲ期开始，持续的新药生产成本优化则是医药 CMO 企业的工作重点。

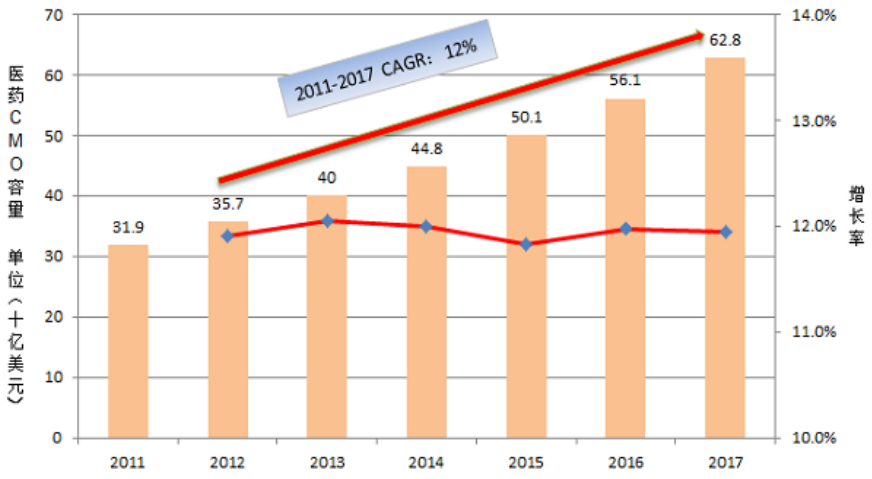
在新药上市后，医药 CMO 公司在满足 cGMP 标准、及时供货的前提下进行工艺优化以降低成本、减少环境污染；在药物专利即将到期时，医药 CMO 企业要善于利用自身前沿制药技术突破传统工艺的封锁，创新性地改进传统工艺、降低生产成本。

能否通过 cGMP 质量体系认证是衡量医药 CMO 企业服务质量高低的重要标准。

1.2.3 新药研发复苏及专利药到期推动 CMO 市场快速增长

医药 CMO 市场是医药服务外包市场的重要组成，其增长速度高于整体水平。根据 Business Insights 的统计和预测，2015 年全球医药 CMO 市场容量为 501 亿美元，从 2011 年至 2017 年，医药 CMO 行业将以 12% 的复合增长率增长。

图 2 医药 CMO 行业规模



资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

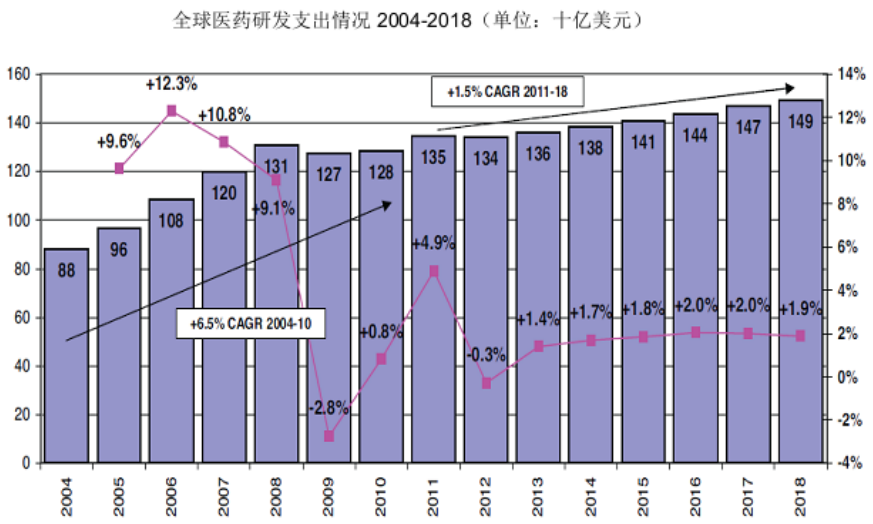
推动医药 CMO 市场容量增加的主要因素包括：

（1）创新药研发的复苏拉动医药 CMO 行业的发展

EvaluatePharma 预计 2018 年全球新药研发支出将达到 1,490 亿美元，2011 年至 2018 年的复合增长率为 1.5%。全球新药研发市场已从 2009 年世界经济危机造成的研发投入低谷中走出，预计未来一段时间内新药研发市场将保持温和上涨的趋势。制药公司对于创新药的积极态度为医药 CMO 市场创造了良好的市场外部环境。

根据 EvaluatePharma 统计预测，2004 年-2018 年间全球新药研发支出情况如下：

图 3 全球医药研发支出情况（十亿美元）

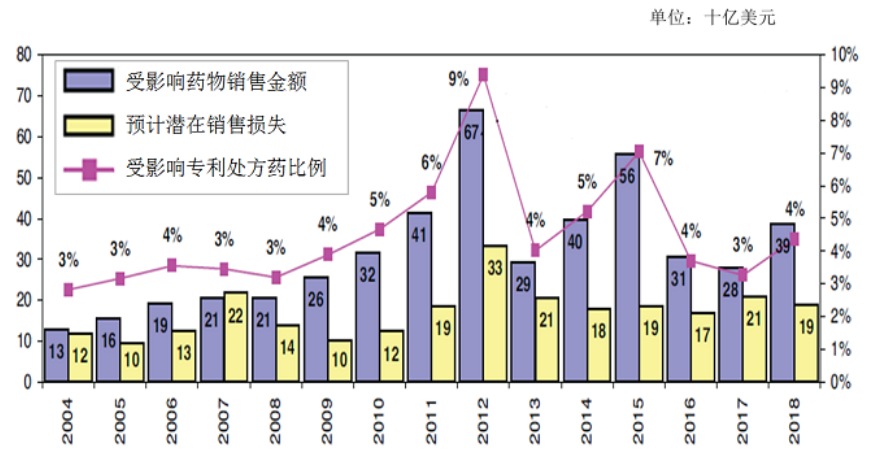


资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

（2）部分重磅药物专利逐渐到期，为医药 CMO 行业创造快速发展的动力。重磅药物专利到期后，在仿制药的冲击下其售价会大幅度下滑。届时原料药成本重要性开始显现。原研药厂倾向于寻求专业的医药外包以达到工艺优化、降低成本的目的；仿制药厂则希望抓住此机遇打破传统欧美药企的垄断，迅速扩大市场份额。

EvaluatePharma 预测，到 2018 年，将有 390 亿美元的专利药市场会受到专利到期的冲击，预计潜在销售损失 190 亿美元。

图 4 专利药到期对销售的影响（十亿美元）



资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

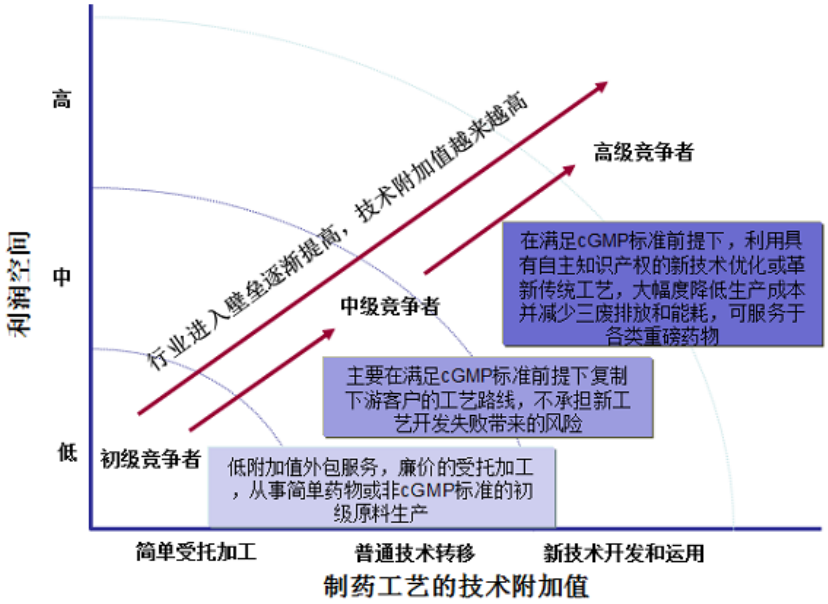
在专利到期的冲击下，跨国药企正在积极寻求专业外包、逐渐依赖医药 CMO 企业的专业能力优化制药工艺，以达到节省成本的目的，其中甚至包括获批上市不久的创新药。部分企业已发展为虚拟制药企业，核心业务转向研发和销售。仿制药厂则希望借助 CMO，在第一时间推出仿制药产品。医药 CMO 因此得以快速发展。根据 Business Insights 的预测，未来 5 年医药 CMO 行业仍将保持 10%以上的增长率。

1.3 公司在国内 CMO 领域具有竞争优势

医药 CMO 行业是一个完全竞争的行业，目前全世界的 CMO 企业主要集中于欧美和亚洲，其中亚洲市场中的 CMO 企业主要集中在中国和印度。

欧美的 CMO 企业发展时间较长，成熟度高，但增长较为缓慢；而中国和印度的 CMO 企业属于新兴势力，虽然发展时间相对较短，但增长快且潜力巨大。

图 5 制药工业的技术附加



资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

医药 CMO 行业内的主要竞争者包括：

1） Catalent：Catalent Pharma Solutions, Inc.是一家总部在美国的公司，2014 年 7 月底在美国纽交所上市。Catalent 是全球最大的 CMO 企业，在世界范围内拥有 24 个生产基地，为全球排名前 100 的制药公司中的 90 家公司提供服务、为全球前 50 的生物技术公司中的 44 家提供服务，主要客户包括了辉瑞、礼来、默沙东和诺华。

其 CMO 业务覆盖了药物临床开发、制剂开发和大规模生产及药品包装。

2） Lonza：Lonza Group Ltd. 是一家总部位于瑞士巴塞尔的公司，于瑞士证券交易所上市。旗下 45 家主要生产、研发中心遍布全球各地。涉及的业务板块包括医药 CMO 业务（化学制药、生物制药和药物开发）、生物科学、微生物防治和营养学。2011 年 Lonza 公司在医药 CMO 领域为客户提供了近 330 个化学药项目和超过 300 个生物药项目的服务。

3） Boehringer Ingelheim：Boehringer Ingelheim GmbH 总部位于德国殷格翰。其在全球范围内共有 145 家子公司、7 家研发中心和 20 家生产场所。业务涉及新药研发领域、消费健康领域、动物医药领域、化学药生产及医药 CMO 领域，其主要产品覆盖了大分子药物和小分子药物。

4） Patheon：Patheon Inc.总部位于加拿大多伦多，主要提供临床及商业化阶段制剂产品的开发和生产服务，为全球 300 家客户提供服务，包括了全球排名前 20 的制药公司中的 18 家公司及全球排名前 10 的生物技术公司中的 9 家公司。

5） DSM：Royal DSM N.V.总部位于荷兰，在阿姆斯特丹交易所上市。经营领域覆盖了健康医疗、营养和原材料。在医药板块 DSM 是领先的原料药供应商和医药 CMO 供应商，包括了研发阶段、临床阶段、商业化阶段，尤其擅长于抗感染类药物的生产及生物技术和酶技术的运用。

表 1 主要企业的市场份额（百万美元）

序号	公司名称	2014 年医药 CMO 收入	市场份额	会计期末
1	Catalent	1,827.70	4.08%	6 月 30 日
2	Lonza	1,504.56	3.36%	12 月 31 日

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

根据 Business Insights 的统计，2013 年至 2015 年全球医药 CMO 市场容量分别为 400 亿美元、448 亿美元和 501 亿美元。按同期汇率折算，公司 2013 年、2014 年和 2015 年全球市场份额比例为 0.22% 、0.26%和 0.26% 。

公司在国内的竞争对手主要包括博腾股份、药明康德、九洲药业等，其中博腾股份是医药定制研发生产企业，以生产原料药起始物料、非 GMP 中间体为主，药明康德以 CRO 业务为主，也含有一定的 CMO 业务，九洲药业主要从事特色原料药和中间体的生产。

1.4 公司的竞争优势

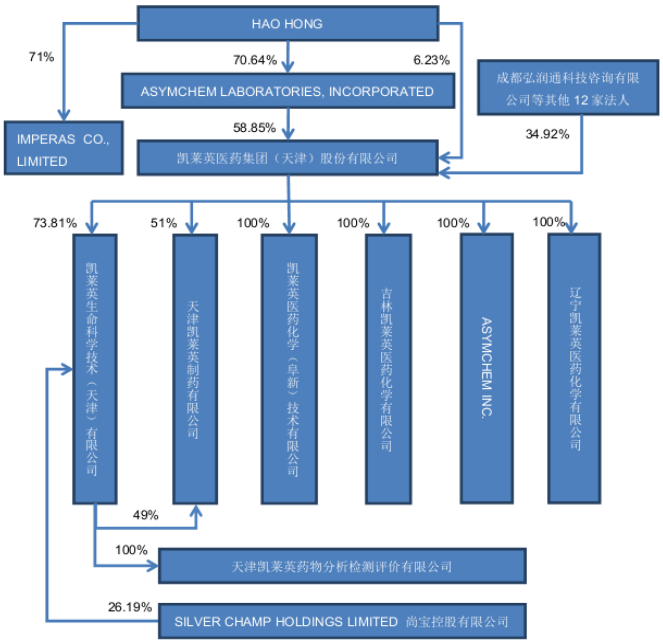
公司主要的竞争优势有：1）技术研发优势，公司核心技术包括连续反应技术、生物转化技术、不对称合成反应技术等；2）客户资源及项目储备优势：公司客户中，世界排名前 15 的跨国药企中有 11 家，其中 2 家是长期战略合作伙伴，5 家是首选供应商之一。2013-2016 年 6 月公司储备的临床阶段项目共 378 个，处于 I\II\III 期的项目分别有 174、144、60 个。商业化阶段项目储备中，包括了培南类药物、抗丙肝类药物、他汀类药物、格列汀类药物及第二代抗艾滋病类药物等；3）团队优势；4）质量体系优势和 EHS 管理优势；5）项目管理优势；6）供应链优势及设备优势等。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司系凯莱英医药化学（天津）有限公司整体变更设立，ALAB 持有公司 58.85%的股份，为公司的控股股东。HAO HONG 分别持有公司 6.23% 的股权及公司控股股东 ALAB 70.64%的股权，合计直接与间接控制公司 47.80%的股权与 65.08%的表决权，对公司拥有控制权，是公司的实际控制人。

图 6 发行前公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出

2013-2016 年 6 月，公司主营营业收入分别为 54275.76 万元、71620.72 万元、83,060.77 万元、47,047.51 万元，2013~2015 年收入同比增长率分别为 27.89%、31.96%、15.97%。2013~2016 年 6 月，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.39%、99.81%、99.99%、100%，主营业务突出。

同期公司实现净利润分别为 8,476.69 万元、11, 370.55 万元、16,971.69 万元、10,141.92 万元，2013~2015 年净利润同比增长率分别为 18.73%、34.14%、49.26%。公司利润均来自于主营业务。

2.3 综合毛利率水平保持增长态势

2013-2016 年 6 月，公司综合毛利率分别为 45.01%、43.57%、48.22%、49.58%。整体而言，公司综合毛利率水平保持增长，并且处于行业较高水平。

表 2 公司与同行业其他公司毛利率水平比较

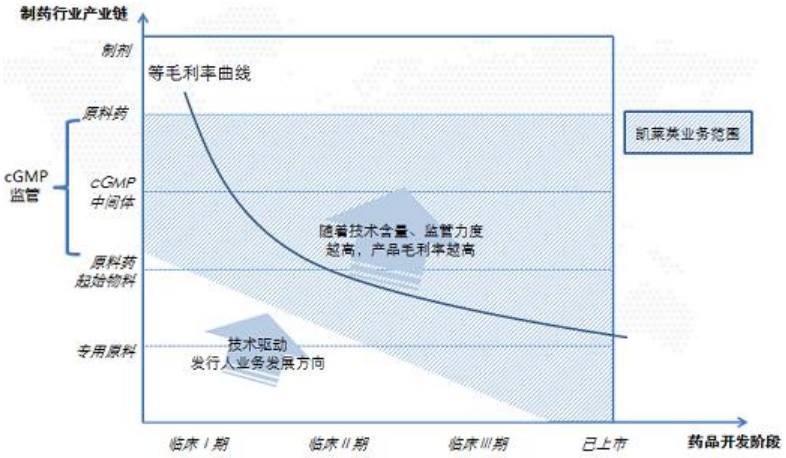
公司	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月	国内主要竞争对手
博腾股份	39.03%	36.72%	32.56%	41.23%	医药定制研发生产企业，以生产原料药起始物料、非 GMP 中间体为主
药明康德	36.60%	37.33%	/	/	医药 CRO 业务为主，也含有一定的 CMO 业务
Lonza	23.05%	29.51%	28.90%	34.72%	业务涉及医药 CMO（化学制药、生物制药和药物开发）、生物科学、微生物防治和营养学
Catalent	31.58%	32.75%	33.61%	31.79%	全球最大的 CMO 企业，业务覆盖了药物临床开发、制剂开发和大规模生产及药品包装
九洲药业	56.5%	52.23%	55.47%	32.76%	从事特色原料药和中间体的生产
行业平均	37.35%	37.71%	37.64%	35.13%	-
公司	45.01%	43.57%	48.22%	49.58%	提供符合欧美 cGMP 标准的从临床至商业化阶段一站式技术研发及产业化运营的医药外包服务

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所 九洲药业数据仅为 CMO 业务

一般而言，从药品开发阶段来看，临床前阶段的项目毛利率明显低于临床阶段及商业化阶段；临床阶段的项目毛利率通常高于商业化阶段。公司业务业务涵盖了创新药临床阶段及上市后阶段，不

涉及临床前阶段。从制药产业链来看，公司业务接近产业链下游阶段，处于较高毛利率产业链上，因此公司毛利率水平较高。

图 7 制药产业链毛利率情况



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

本次募集资金主要投向以下项目：

表 3 募集资金投向（万元）

	项目名称	投资总额
1	凯莱英医药集团（天津）股份有限公司药物研发中心建设项目	8,963
2	天津凯莱英制药有限公司药物生产建设项目	21,113
3	吉林凯莱英医药化学有限公司药物生产建设项目	20,389
4	补充流动资金	14,000
合计		64,465

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 4 募集资金使用计划和进度（万元）

	项目名称	投资总额	固定资产投资	铺底流动资金	固定资产投资计划 第一年	第二年	建设期
1	凯莱英医药集团（天津）股份有限公司药物研发中心建设	8,963	8,963	-	5,000	3,963	24 个月
2	天津凯莱英制药有限公司药物生产建设项目	21,113	17,020	4,093	10,000	7,020	24 个月
3	吉林凯莱英医药化学有限公司药物生产建设项目	20,389	16,358	4,031	10,000	6,358	24 个月
	小计	**50,465**	**42,341**	**8,124**	**25,000**	**17,341**	

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

天津凯莱英制药有限公司药物生产建设项目

主要将建成已上市药物培南类抗生素原料药及粉针剂的专属车间，即在公司现有培南类抗生素 cGMP 关键中间体的基础上，纵深扩大业务领域至原料药和制剂。

此外将建成药物合成多功能 cGMP 标准车间，生产通用性较强，可从事多种临床后期阶段新药开发及商业化阶段药物原料药、中间体乃至制剂的生产。2013 年至 2016 年 6 月末公司共开发了 60 个处于临床 III 期阶段新分子实体药物，若对应的新药成功获批上市，将为公司带来稳定的商业化项目收入。

项目投资建设期为 24 个月，投产当年生产负荷达到设计能力的 50%，第二年达到设计能力的 70%，第三年达到设计能力的 100%。

表 5 凯莱英制药项目代表品种

产品分类		简称	年产销情况（kg）		
			生产合计	自用	出口
1	培南类抗生素（已上市药物）	美罗培南原料药	2,000	250	1,750
		多利培南原料药	2,000	250	1,750
		美罗培南冻干粉针剂（折算耗用原料药部分）	250	-	250
		多利培南冻干粉针剂（折算耗用原料药部分）	250	-	250
2	抗丙肝新药（临床阶段）	抗丙肝新药原料药	5,286	-	5,286
3	抗 HIV 药物（已上市药物）	阿扎那韦原料药	6,000	-	6,000

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 6 凯莱英制药项目完全达产后项目经济效益评价

项目	单位	金额
项目总投资	万元	21,112.75
固定资产投资	万元	17,020.20
铺底流动资金	万元	4,092.56
年营业收入	万元/年	32,647.04
年利润总额	万元/年	9,010.57
年净利润	万元/年	6,757.93
投资利润率	-	42.68%
静态投资回收期（税后）	年	5.54

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

吉林凯莱英医药化学有限公司药物生产建设项目

吉林凯莱英项目将建设多功能生产车间，生产设备具有较强通用性，可以满足商业化阶段储备项目的产能需求，例如头孢联用类药物、抗丙肝类药物、作用于降血脂的他汀类药物和降低血糖的格列汀类药物等。此外公司服务的治疗囊性纤维化、前列腺癌、骨髓瘤、软组织肉瘤等新药顺利获批上市，随着新药上市后销量的增长，产能需求将进一步放大。

公司计划项目竣工投产后，最初两年以原料药及中间体的销售为主，逐渐过渡到制剂生产。本项目投资建设期为 24 个月，投产当年生产负荷达到设计能力的 50%，第二年达到设计能力的 70% ，第三年达到设计能力的 100%。

表 7 吉林凯莱英医药项目代表品种

	产品分类	简称	年产销情况（kg）		
			合计	自用	出口
1	头孢联用药物	关键中间体	5,000	2,500（用于生产下游原料药）	2,500
		原料药	600	-	600
2	抗丙肝类药物	关键中间体	10,000	-	10,000
		原料药（非天然氨基酸的运用）	12,400	-	12,400
3	生物转化技术的产业化应用	非天然氨基酸	51,000	25,500（用于生产抗丙肝类药物原料药）	25,500

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

表 8 吉林凯莱英医药项目完全达产后项目经济效益评价

项目	单位	金额
项目总投资	万元	20,389.15
固定资产投资	万元	16,357.86
铺底流动资金	万元	4,031.30
年营业收入	万元/年	31,177.67
年利润总额	万元/年	7,539.64
年净利润	万元/年	6,408.69
投资利润率	-	36.98%
静态投资回收期（税后）	年	5.59

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

本次募集资金的大部分都将投资于固定资产，按厂房和辅助建筑 20 年折旧期、主要研发生产设备 10 年折旧期、残值率 5%进行预测，募投项目达产后每年将增加固定资产折旧费用约 2,914.23 万

元，将新增营业收入约 6.38 亿元，新增净利润约 1.32 亿元，扣除研发中心项目每年折旧费用后，新增净利润约 1.25 亿元。

表 9 募投项目对公司整体经营的影响（万元）

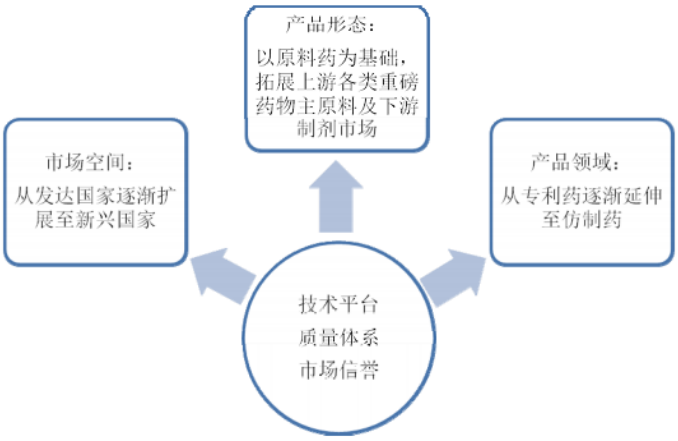
	凯莱英制药药物生产项目	吉林凯莱英药物生产项目	合计
新增营业收入	32,647.04	31,177.67	63,824.71
新增成本费用	23,466.71	23,475.91	46,942.61
新增年度利润总额	9,010.57	7,539.64	16,550.21
新增年度净利润	6,757.93	6,408.69	13,166.62

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.5 公司未来发展规划

公司未来整体规划：以具有自主知识产权的原料药制备技术为基础，不断拓展上游主原料及下游制剂市场，将产品领域从专利药延伸至仿制药，扩大公司在发达国家和新兴国家医药市场的影响力，实现经济效益和社会效益的最大化。

图 8 公司未来业务发展目标



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

公司技术研发计划：1、拓展连续性反应技术的运用；2、完善生物转化技术；3、新晶型及剂型的研发；4、ADC 抗体-药物共轭技术；5、生物仿制药技术：公司已经启用了生物仿制药研发实验室并安装了中试设备，未来将以此为基础，与国内客户合作建设生物仿制药生产基地。

产品发展计划 ：1、从专利药逐渐延伸至仿制药领域；2、发展上游重磅药物主原料；3、逐渐拓展下游制剂市场；4、发展罕见

病药物；5、从化学药逐渐延伸至生物药

市场开拓计划：

1、短期市场开拓：进一步发展与跨国制药企业的合作关系，尤其是加强与欧洲客户的合作，主要体现在扩大重磅药物商业化项目的合作上。公司计划未来两年在现有客户基础上增加 2~3 家长期战略合作伙伴。

2、中期市场开拓：希望在未来的 1~2 年内，为国内更多的制药企业的创新药研发、传统制药工艺改进与商业化生产提供综合性服务。

3、长期市场开拓：目标为除中国外的其他新兴市场。计划在未来 2~3 年内完成市场调查和营销队伍的建立，通过灵活的技术合作方式首先开拓巴西、墨西哥、东南亚和部分东欧国家市场，进入以上市场的产品将以商业化产品为主：如制剂产品、大宗化学品、医药原料以及生物制品。

未来收购兼并与对外扩张计划 ：公司计划通过兼并收购、控股或参股等多种方式，未来在欧美国家实施扩张，将公司的业务延伸到制剂领域，以加快公司主营业务的发展。

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

2013~2016 年 6 月，公司销售费用分别为 2639.99 万元、3100.75 万元、3658.71 万元、1794.66 万元，销售费用占营业收入的比例分别为 4.86%、4.33%、4.40%、3.81%，总体保持降低的趋势。

同期公司管理费用分别为 11,412.39 万元、14,635.20 万元、17,198.21 万元和 9,318.85 万元，公司管理费用占营业收入的比例分别为 21.03%、20.43%、20.71%、19.81%。其中，公司研究开发费增长是带动管理费用增长的主要原因，近三年一期研究开发费占管理费用的比例分别为 38.77%、36.04%、37.85%及 34.35%，占营业收入的比例分别为 8.15%、7.36%、7.84%及 6.80% 。研究开发费主要包括研发人员工资、研发设备折旧、研发耗用物资等研发支出。

同期公司财务费用分别为 1,068.58 万元、205.57 万元、-1,739.99 万元、-397.15 万元，财务费用率分别为 1.97%、0.29%、-2.09%、-0.84%，受汇兑损益的影响，公司财务费用率持续降低。

主要资产周转能力指标良好

2013~2016 年 6 月，公司应收账款周转率分别为 3.74、3.50、

3.51、2.10，存货周转率分别为 2.11、3.07、3.50、1.45。近三年公司应收账款周转率有所下降，主要系由于：1）商业化阶段项目数量及收入不断增加且其对应的信用期较长；2）第四季度销售收入增长所致。近三年公司存货周转率有一定波动，主要受营业成本和当期存货余额影响所致。公司主要资产周转情况低于同行业平均水平，主要是产品结构不同所致。

3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

盈利预测及主要假设

1）募投项目进展顺利；

2）人民币汇率不出现剧烈波动。

基于以上假设，我们预计 2016-2018 年归于母公司的净利润将实现年递增 40.60%、39.50%、23.69%，相应的稀释后每股收益为 1.91 元、2.67 元和 3.30 元。

四、风险因素

4.1 研发投入高、产出不确定的风险

研发活动普遍具有高风险、周期长、结果不确定的特性。公司存在因研发失败而未能将投入成本转化为预期收益的可能性，对未来盈利带来负面影响。

4.2 未通过规范市场监管部门持续审查的风险

公司通过了美国 FDA 对公司培南类 cGMP 关键中间体生产线及配套质量体系的现场审查，通过了澳大利亚 TGA 药品认证，未来如果不能满足国际药监部门的审查新标准，将对公司经营产生不利影响。

4.3 汇率风险

公司主营业务基本以外销为主，且以美元结算。汇率波动会产生汇兑损益。另一方面若人民币升值，也可能导致外币计价的公司产品价格提高，可能影响公司市场竞争力。

4.4 国际贸易摩擦风险

贸易保护主义及中美贸易摩擦，可能对公司业务带来不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2015 年业绩和 2016、2017 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 16 年、17 年平均动态市盈率为 28.33 倍、23.48 倍，16 年、17 年中成药上市公司市盈率行业中值分别为 30.97 倍、25.44 倍。

表 10 同行业上市公司估值比较

简称	代码	股价	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
博腾股份	300363	22.58	0.26	0.46	0.60	86.95	49.57	37.55
九洲药业	603456	24.93	0.45	0.48	0.66	55.22	51.99	37.90
行业平均						**71.08**	**50.78**	**37.72**

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司募投项目资金总额为 64,465 万元，除承销费用外的其他费用预计为 1690.83 万元。承销费用为 4,500 万元，公司按新发行股份数量占比承担 3,646.3781 万元，老股转让股东承担 853.6219 万元。

本次发行包括公开发行新股及老股转让。发行后总股本不超过 11,286.35 万股，公开发行新股数量 2821.5875 万股，ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED 和 HAO HONG 分别转让不超过 4,839,866 股和 512,509 股。本次发行价为 30.53 元，对应 16、17 年 PE 为 15.96、11.44。考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 16 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值价格区间为 52.17-62.60 元，相对于 2015 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 38.35-46.02 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	**716.21**	**830.61**	**976.64**	**1,212.64**	**1,511.29**
二、营业总成本	**593.45**	**633.00**	**722.65**	**858.33**	**1,073.05**
营业成本	404.45	430.09	492.17	616.18	769.66
营业税金及附加	4.6542	12.0847	7.81	11.74	16.24
销售费用	31.01	36.59	37.11	121.26	151.13
管理费用	146.35	171.98	195.33	121.26	151.13
财务费用	2.06	-17.40	-9.77	-12.13	-15.11
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	-0.56	0.50	-0.56	0.07	0.00
投资净收益	2.81	2.81	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	**121.24**	**200.46**	**253.99**	**354.32**	**438.24**
加：营业外收入	11.81	10.41	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.55	11.32	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	**132.50**	**199.55**	**253.99**	**354.32**	**438.24**
减：所得税	18.80	29.84	38.10	53.15	65.74
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	**113.71**	**169.72**	**215.89**	**301.17**	**372.51**
减：少数股东损益	11.91	16.17	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	**101.79**	**153.55**	**215.89**	**301.17**	**372.51**
七、摊薄每股收益(元)	**0.90**	**1.36**	**1.91**	**2.67**	**3.30**

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测（单位：万元人民币）

分业务主营收入测算	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
定制研发生产	**68143.71**	**78956.21**	**93775.20**	**116986.62**	**146423.29**
商业化阶段	33846.87	32088.21	60967.60	79257.88	103035.24
临床阶段	34296.84	46868.00	32807.60	37728.74	43388.05
技术开发服务	**3337.88**	**4093.51**	**3888.83**	**4277.72**	**4705.49**
合计	**71481.59**	**83049.72**	**97664.03**	**121264.34**	**151128.78**
分业务主营收入增速	**2014A**	**2015A**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
定制研发生产	32.15%	15.87%	18.77%	24.75%	25.16%

商业化阶段	42.41%	-5.20%	90.00%	30.00%	30.00%
临床阶段	23.37%	36.65%	-30.00%	15.00%	15.00%
技术开发服务	40.40%	22.64%	-5.00%	10.00%	10.00%
合计	**32.51%**	**16.18%**	**17.60%**	**24.16%**	**24.63%**
毛利率	**2014A**	**2015A**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
定制研发生产	**42.53%**	**48.08%**	**49.00%**	**72.00%**	**71.00%**
商业化阶段	40.46%	45.60%	49.00%	48.00%	48.00%
临床阶段	44.57%	49.77%	49.00%	50.00%	50.00%
技术开发服务	**64.92%**	**51.02%**	**64.22%**	**64.00%**	**64.00%**
合计	**43.57%**	**48.22%**	**49.61%**	**49.19%**	**49.07%**
分业务主营成本测算	**2014A**	**2015A**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
定制研发生产	**39163.16**	**40997.78**	**47825.35**	**60078.47**	**75272.35**
商业化阶段	20152.43	17455.99	31093.48	41214.10	53578.33
临床阶段	19010.74	23541.80	16731.88	18864.37	21694.03
技术开发服务	**1170.93**	**2005.00**	**1391.43**	**1539.98**	**1693.98**
合计	**40334.09**	**43002.78**	**49216.78**	**61618.45**	**76966.33**

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

分析师承诺

魏赟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。