

凯莱英 (002821)

持续投入打造核心优势，跨步向前尽享药改红利

全球创新药领域的核心服务之一，打造一站式全方位服务体系

凯莱英是中国医药 CMO/CDMO 领军企业，经过多年发展已成为全球创新药领域的核心服务商之一。公司致力于为国内外大中型制药企业、生物技术企业提供药物研发到生产一站式服务，公司积极拓展建立包括国内创新药 CMC 服务、MAH 业务、制剂研发生产、仿制药一致性评价、临床试验服务、生物样本检测以及药品注册申报等在内的全方位服务体系，实现了从单一 CDMO 到 CDMO/CRO，从小分子到生物药（大分子）的发展。

全球 CMO 行业持续高景气度，国内审评审批改革持续推进释放红利

跨国药企减少成本的需求和新兴市场医药行业的崛起共同推进了医药外包行业的迅速发展，根据 Business Insights 统计和预测，全球医药 CMO 市场 2011-2017CAGR 达到 12%。我国进入 CMO/CDMO 行业的时间较晚，但凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发及高端仿制的大政策环境下，我国迎来了良好的发展机遇。同时 MAH 制度的逐步建立也将有力促进 CMO/CDMO 行业的发展，公司后续将加大国内业务的布局，未来有望充分享受行业的高景气度。

持续高研发投入打造核心竞争力，增长势头更为强劲

公司以技术为驱动，持续高研发投入，保持核心竞争力。公司研发投入 2013-2017 年复合增长率达到 22%；公司在绿色制药技术方面积累了丰富的经验，特别是在连续性反应技术和生物转化等多项绿色制药关键技术领域取得了重大进展，处于国际领先水平，是公司的核心竞争力所在。公司对核心技术申请了多项国际国内专利，公司的专利技术多为工业级别制备技术，且已应用到为制药公司提供的定制研发生产项目中，涉及抗肿瘤、抗病毒、抗感染等多个创新及专利期药物产品领域。公司在毛利率方面处于国内外行业高水平，在体量上正迎头赶上，同时显示出更为强劲的增长势头。

看好公司发展前景，首次覆盖，给予“买入评级”

我们预计公司各版块业务有望持续快速的增长，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.97、2.64 及 3.45 元，对应 PE 分别为 34、26 及 20 倍。参考行业可比公司的平均估值水平 2019 年在 31 倍左右，作为公司 2019 年估值中枢，对应 2019 年目标价 81.8 元，公司业绩持续快速增长，业务板块拓展思路清晰，看好公司打造药物研发到生产一站式服务体系的发展前景，首次覆盖，给予“买入评级”。

风险提示：国内创新药产业发展进度低于预期，MAH 等制度推进进度低于预期，公司 CRO、大分子类等业务拓展进度低于预期，中美贸易摩擦影响超预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,103.19	1,423.03	1,888.98	2,527.12	3,294.07
增长率(%)	32.82	28.99	32.74	33.78	30.35
EBITDA(百万元)	354.65	491.81	539.63	762.35	999.56
净利润(百万元)	252.74	341.29	455.05	609.24	796.19
增长率(%)	64.60	35.04	33.33	33.88	30.69
EPS(元/股)	1.09	1.48	1.97	2.64	3.45
市盈率(P/E)	61.98	45.89	34.42	25.71	19.67
市净率(P/B)	8.93	7.61	6.09	5.14	4.27
市销率(P/S)	14.20	11.01	8.29	6.20	4.76
EV/EBITDA	43.26	26.31	27.43	19.29	14.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	66.39 元
目标价格	81.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	230.85
流通 A 股股本(百万股)	120.94
A 股总市值(百万元)	15,326.29
流通 A 股市值(百万元)	8,029.09
每股净资产(元)	10.03
资产负债率(%)	18.30
一年内最高/最低(元)	93.87/49.12

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 全球创新药领域的核心服务商之一，打造一站式全方位服务.....	4
2. 全球 CMO 行业持续高景气度，国内药审改革推进释放红利.....	8
3. 高研发投入催生高产业技术，核心技术构建行业壁垒.....	10
4. 公司积极拓展产业链，向 CRO 业务及大分子生物药领域扩展延伸.....	14
5. 盈利预测及估值评级.....	15
6. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司打造药物研发与生产服务一体化生态圈，提供一站式服务.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司的营业收入（万元）及增长率（%）.....	6
图 4：公司的净利润（万元）及增长率（%）.....	6
图 5：公司各类项目数目（个）.....	6
图 6：公司各类项目所占比例（%）.....	6
图 7：公司各类型项目的收入（百万元）.....	7
图 8：公司各类型项目的收入占比.....	7
图 9：公司历年毛利占比.....	7
图 10：公司各业务毛利率情况.....	7
图 11：公司国内外收入情况.....	8
图 12：公司主要的业务来自于国外.....	8
图 13：全球 CMO 市场持续扩容.....	8
图 14：我国 CMO/CDMO 市场持续快速增长.....	9
图 15：公司持续高研发投入.....	10
图 16：公司技术人员（人）占比达到 43%.....	11
图 17：公司本科及以上学历高素质人才（人）占比达到 65%.....	11
图 18：公司的核心技术.....	11
图 19：连续反应平台的优势以及涵盖的反应类型.....	12
图 20：公司生物技术领域的研发和生产能力.....	12
图 21：公司服务药品涉及多个重大疾病治疗领域.....	13
图 22：公司项目储备丰富.....	13
图 16：公司与竞争对手所处产业链的比较.....	13
图 24：公司毛利率高于国内外主要竞争对手.....	14
图 25：公司营收（百万元）迎头赶上.....	14
图 26：公司归母净利润（百万元）增长迅猛.....	14

表 1：公司发展历程	5
表 2：全球前四位的 CMO 企业及其市场份额	8
表 3：我国 MAH 制度逐步完善	9
表 4：MAH 制度代表性案例	10
表 5：主要假设（单位：百万元）	15
表 6：可比公司估值水平（收盘价日期 2018.12.28）	16

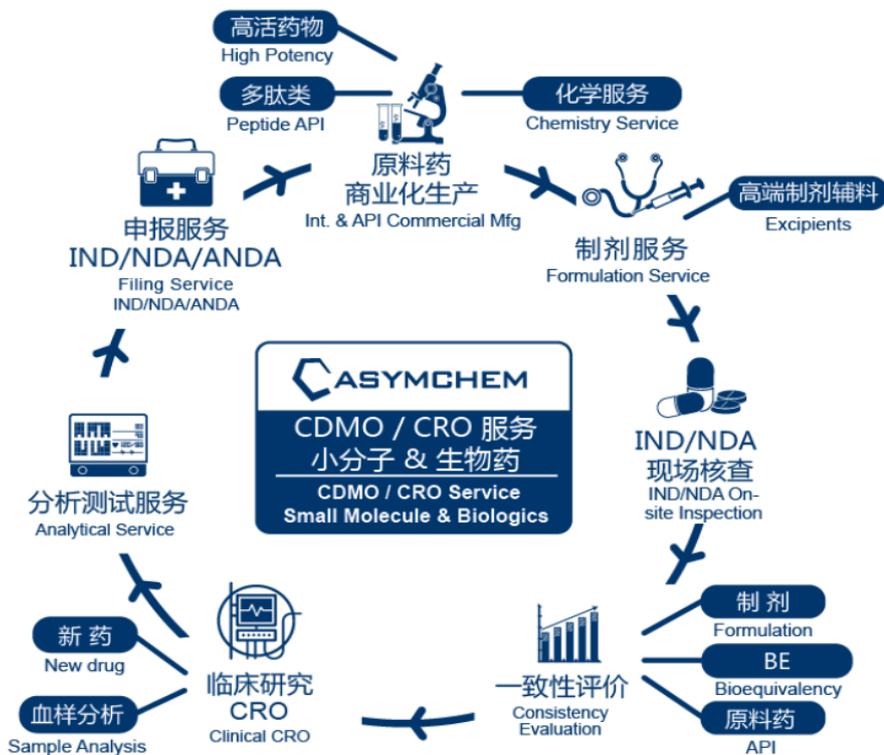
1. 全球创新药领域的核心服务商之一，打造一站式全方位服务

公司已成为国内 CMO/CDMO 领军企业，且不断拓展新业务板块

凯莱英医药集团（天津）股份有限公司，是中国医药 CMO/CDMO（医药合同生产业务组织/合同研发与生产业务组织；在 CMO 基础上增加了定制化研发业务）领军企业，主要是全球制药工艺的技术创新和商业化应用，主要涵盖了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，经过多年发展已成为全球创新药领域的核心服务商之一。公司致力于为国内外大中型制药企业、生物技术企业提供药物研发到生产一站式服务，根据公司官网信息，目前公司与世界排名前 15 的跨国制药企业中的 13 家建立起了紧密的合作关系，其中包括了诺华、百时美施贵宝、阿斯利康和葛兰素史克等知名企业。

公司致力于打造“药物研发和生产服务一体化生态圈”，为国内外制药企业提供一站式服务，公司积极拓展建立包括国内创新药 CMC 服务、MAH 业务、制剂研发生产、仿制药一致性评价、临床试验服务、生物样本检测以及药品注册申报等在内的全方位服务体系，实现了从单一 CDMO 到 CDMO/CRO，从小分子到生物药（大分子）的发展。

图 1：公司打造药物研发与生产服务一体化生态圈，提供一站式服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司历史可追溯至 1995 年成立的美国 Asymchem Laboratories Inc.，1998 年，凯莱英中国投资战略启动，凯莱英医药化学有限公司在天津成立；2010 年，天津凯莱英制药有限公司成立；2011 年，凯莱英顺利完成了集团登记，正式成立凯莱英医药集团，总部设在天津经济技术开发区，成为公司快速发展的重要里程碑；2013 年，凯莱英集团被国家五部委认定为“国家级企业技术中心”；2016 年，公司在深交所成功上市，开启了发展新篇章。公司通过募投项目进一步拓展至下游制剂生产领域，2017 年设立天津凯莱英医药科技公司，布局 CRO 服务，2018 年将业务进一步拓展至化学大分子和生物大分子 CDMO 业务，在外包服务领域的布局日趋完善，有望打造持续的竞争力和新的利润增长点。

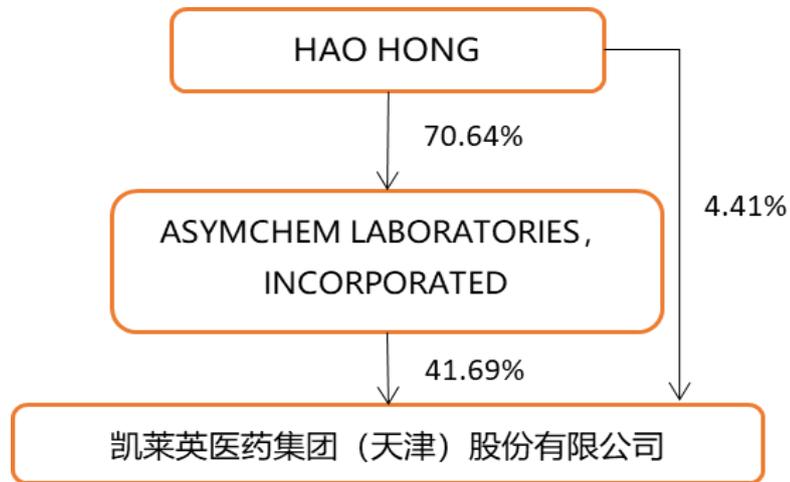
表 1: 公司发展历程

时间	事件
1995 年	美国 Asymchem Laboratories Inc. 成立
1998 年	凯莱英中国投资战略启动, 凯莱英医药化学(天津)有限公司在天津注册成立
2002 年	凯莱英阜新公司成立
2005 年	凯莱英生命科学技术(天津)有限公司成立, 销售额首次突破亿元大关
2006 年	启建符合 FDA 标准的多功能 cGMP 中试生产车间
2010 年	天津凯莱英制药有限公司成立
2011 年	凯莱英医药集团成立
2013 年	凯莱英医药集团被国家五部委认定为“国家级企业技术中心”
2014 年	联合美国 Scripps 研究所共建绿色制药技术国际联合实验室
2016 年	公司成功上市, 募投入研发中心项目(前沿生物技术和化学合成技术)/天津凯莱英制药项目(药物培南类抗生素原料药及粉针剂的专属车间)/吉林凯莱英项目(多功能生产车间, 较强通用性)
2017 年	设立天津凯莱英医药科技有限公司, 布局创新药 MAH 业务、仿制药一致性评价、BE 和 I-IV 期临床研究等业务, 打造为国内药企提供从临床前研究直至药品上市商业化生产、申报文件及现场核查等一站式服务
2018 年	与上海交大战略合作, 共建“生物药物创新技术研发联合实验室”, 着手进行充分的研发储备和人才储备
2018 年	与上海新金山工业投资公司签署战略投资框架协议, 公司将投资 15-18 亿元在上海金山建立大分子研发和生产服务平台, 这标志着公司将迈出开展生物大分子 CDMO 业务关键一步
2018 年	子公司凯莱英生命科学公司两条多肽、两条多糖及一条寡核苷酸化学大分子生产线升级启用, 化学大分子领域实力进一步增强

资料来源: 公司官网, 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

公司的创始人和实际控制人是 HAO HONG 博士, HAO HONG 博士直接持有公司 4.41% 的股权, 通过 Asymchem Lab Inc. (阿克西姆实验室) 间接持有公司 29.45% 的股权, 合计持股 33.86%; 美国阿克西姆实验室成立于 1995 年, 主要致力于为制药公司生产化学中间体, 是一家具有较强研发实力的 CMO 企业。

图 2: 公司股权结构



资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 数据截止 2018 年三季度

公司 2011-2017 年归母净利润年复合增长率达到 31.7%

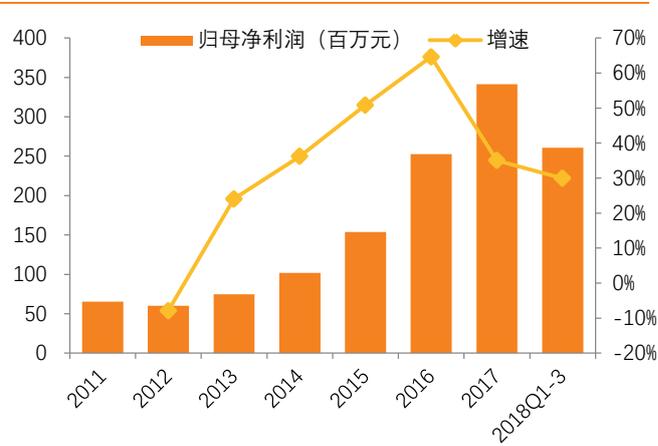
公司近年来增长迅速：营业收入从 2011 年的 4.06 亿元增长到 2017 年的 14.23 亿元，年均复合增长率为 23.3%；其归母净利润从 2011 年的 0.65 亿元增长到 2017 年的 3.41 亿元，年均复合增长率为 31.7%。2018 年前三季度公司营收、归母净利分别为 12.05、2.61 元，分别同比增长 34.49%和 29.95%，延续了良好的增长态势。

图 3：公司的营业收入及增长率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司归母净利润及增长率 (%)



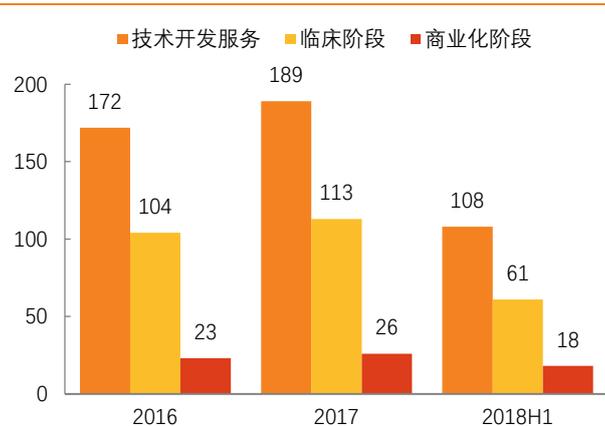
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司项目储备丰富，支撑持续快速增长

按项目类别划分，公司的技术开发服务的项目个数从 2016 年的 172 个增长到 2017 年的 189 个，临床阶段的项目个数从 2016 年的 104 个增长到 2017 年的 113 个，商业化阶段的项目个数从 2016 年的 23 个增长到 2017 年的 26 个，各种不同类型的项目数均有较大的增长；2018 年上半年各个类型的项目数均超过了 2017 年的一半，在手项目数量丰富，为后续持续快速增长奠定了坚实基础。

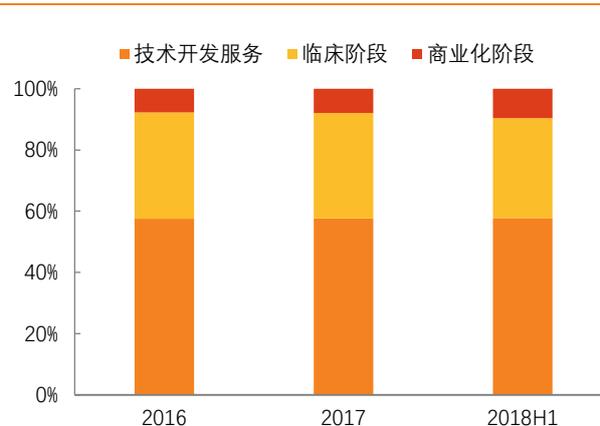
在各类项目数所占的比例方面，技术开发服务类项目数占比最大，2018 年上半年占比达到 57.7%；临床阶段类项目次之，2018 年上半年占比在 32.6%；商业化阶段的项目数占比最少，2018 年上半年略有上升为 9.6%。公司各类项目数目的不同占比也跟药物研发的发展规律相适应，从商业化阶段到技术开发服务呈现金字塔形状。

图 5：公司各类项目数目 (个)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：公司各类项目所占比例 (%)

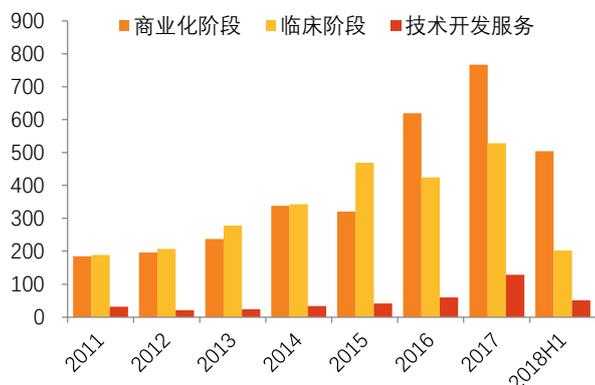


资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司近年来各类型项目的收入与项目数相反，越是药物阶段后期的项目收入越高。公司的商业化阶段类项目收入从 2011 年 1.85 亿元上升至 2017 年的 7.67 亿元，2016 年开始已经成为公司营收最大的来源，2018 年上半年收入为 5.04 亿元，占比进一步提升至 66.5%；临床阶段类药物的项目收入从 2011 年的 1.89 亿元上升到 2017 年的 5.28 亿元，2018 年上半年为 2.02 亿元，占比为 26.7%；技术开发服务类项目 2018 年上半年收入为 0.52 亿元，营

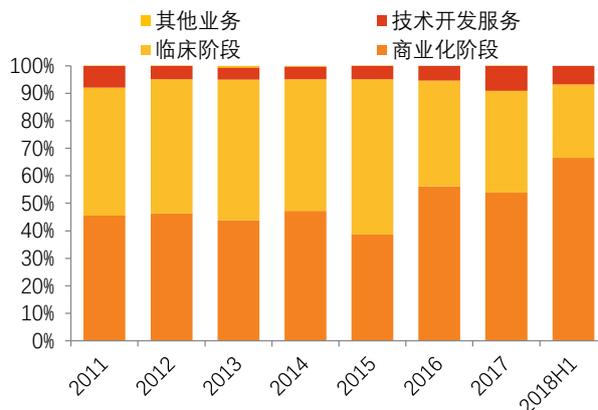
收占比为 6.80%。技术开发服务、临床阶段、商业化阶段的收入体量与数量正好相反，呈现倒金字塔形状，商业化阶段客单价高，规模更大。

图 7：公司各类型项目的收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

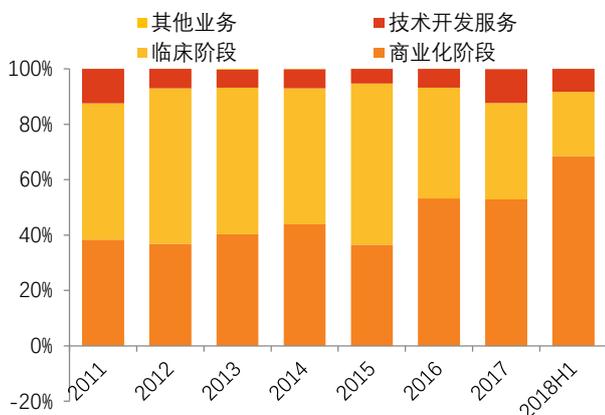
图 8：公司各类型项目的收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

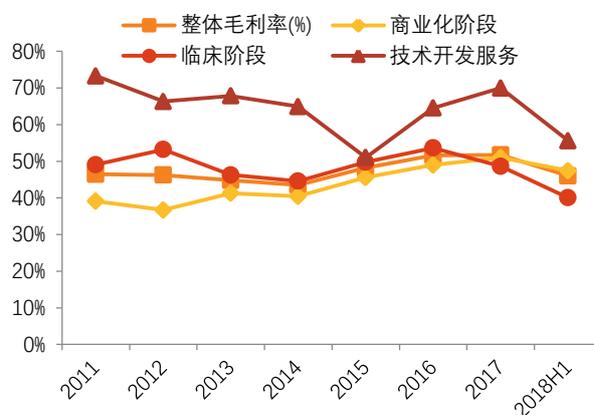
在毛利贡献上，目前最大的来源是商业化阶段的业务，2018 年上半年达到了 68.53%，临床阶段业务毛利占比 2018 年上半年为 23.25%。公司近年来毛利率整体呈现稳中有升的趋势，2017 年整体毛利率为 51.74% 尤其是商业化阶段业务毛利率，自 2012 年来呈现稳定的持续上升的态势，带动了公司整体毛利率稳定向上。公司毛利率受业务结构变化、主要项目盈利水平、原材料价格、汇率等多重因素影响，有一定的波动性，但基于公司的技术积累和下游客户对公司在持续工艺优化和质量控制方面的认可，公司毛利率有望保持相对平稳乃至稳中有升。

图 9：公司历年毛利占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：公司各业务毛利率情况

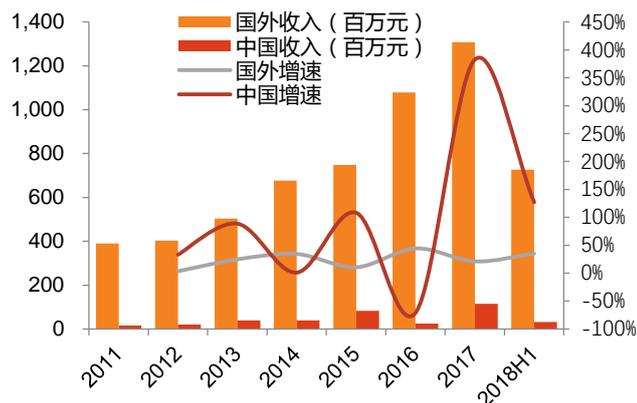


资料来源：WIND，天风证券研究所

公司主要收入来自海外，未来国内市场大有可为

从地域来看，公司的主要业务来自国外，国外占据了 90% 以上的收入来源。国外业务收入从 2011 年的 3.90 亿元增长至 2017 年 13.08 亿元，年复合增长率达到 22.34%；2018 年上半年国外收入为 7.26 亿元，同比增长 35.05%，营收占比为 95.81%；相比于国外收入，国内收入虽然总量较小，但是增长迅速，2011-2017 年复合增长率为 39.47%，2018 年上半年国内收入 0.32 亿元，同比增长 127.14%，占营收比为 4.19%。我们认为，随着国内创新药产业在政策支持下持续发展，不断壮大，公司国内业务有望不断扩展，占收入比有望不断上升，成为后续推动公司业务增长的重要来源。

图 11: 公司国内外收入情况



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 12: 公司主要的业务来自于国外

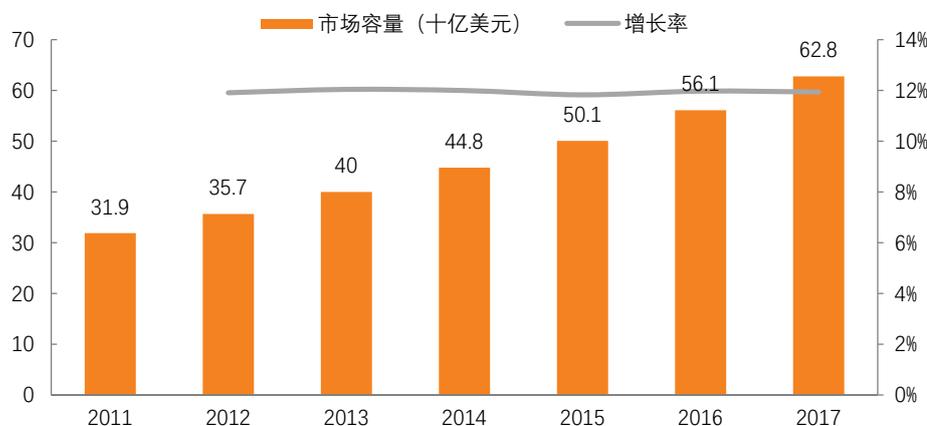


资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

2. 全球 CMO 行业持续高景气度, 国内药审改革推进释放红利

整体医药行业发展的同时, 更多的药企选择了医药外包, 跨国药企减少成本的需求和新兴市场医药行业的崛起共同推进了医药外包行业的迅速发展。CMO 行业作为外包市场的一个重要领域, 市场化程度高, 从全世界的范围来看, 医药 CMO 企业服务的对象主要是欧美和日本等发达地区的制药公司和生物技术公司。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。根据 Business Insights 统计和预测, 全球医药 CMO 市场 2017 年为 62.8 亿美元, 2011-2017CAGR 达到 12%。

图 13: 全球 CMO 市场持续扩容



资料来源: Business Insight, 公司招股说明书, 天风证券研究所

全球前四大 CMO 企业 Catalent 和 Lonza 的 2017 年的 CMO 业务收入分别为 20.75 和 21.79 亿美元, 若据此计算, 则二者 2017 年市场份额分别是 3.30% 和 3.47%, 体现出行业较为分散的竞争格局。公司 2017 年的收入为 14.23 亿元, 按照汇率测算约 2.18 亿美元, 在全球中的市场份额为 0.35%。

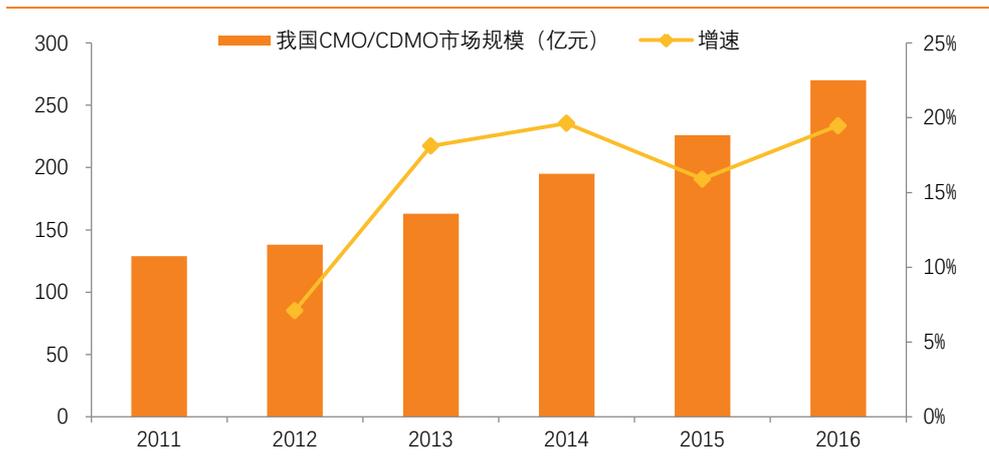
表 2: 全球前四位的 CMO 企业及其市场份额

公司名称	所属国家	2017 年医药 CMO 收入 (亿美元)	市场份额 (%)
Patheon	加拿大	-	-
Catalent	美国	20.75	3.30
Lonza	瑞士	21.79 (21.24 m CHF)	3.47
Boehringer Ingelheim	德国	-	-

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所 注: 1.Patheon 被收购后未披露年报, 2.Boehringer Ingelheim 年报中未单独区分 CMO 业务收入。2017 年 12 月 29 日汇率: 美元兑瑞郎 0.9746

我国进入 CMO/CDMO 行业的时间较晚，但凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发及高端仿制的大政策环境下，我国 CMO/CDMO 企业已成为跨国制药公司的战略供应商并起到日益重要的作用。根据南方所统计和预测，我国 CMO/CDMO 行业市场规模由 2011 年的 129 亿元增加至 2016 年的 270 亿元，2012-2016 年度年均复合增长率为 15.9%，与上述全球数据相比，我国增速明显高于全球行业的增长，未来有望延续良好的增长态势，公司后续将加大国内业务的布局（公司从 2013 年起开始为国内多家医药公司提供 1.1 类新药研发服务），未来有望充分享受行业的高景气度。

图 14：我国 CMO/CDMO 市场持续快速增长



资料来源：南方所，药明康德招股说明书，天风证券研究所

国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（Marketing Authorization Holder, MAH）制度的推出有望助推 CMO/CDMO 行业的发展。2015 年 11 月，全国人大常委会授权在北京、天津等 10 个省（直辖市）开展 MAH 制度的试点，我国的 MAH 制度开始建立，后续国务院、CFDA 陆续颁布相关政策文件，具体各省市的实施方案也陆续出台，试点工作在各地陆续展开。

表 3：我国 MAH 制度逐步完善

时间	部门	政策文件	政策要点
2015 年 11 月 4 日	全国人大常委会	《关于授权国务院在部分地区开展药品上市许可持有人制度试点和有关问题的决定》	决定授权国务院在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川十个省(直辖市)开展药品上市许可人持有制度试点，我国药品上市许可持有人制度开始建立。
2015 年 11 月 6 日	CFDA	《关于征求药品上市许可持有人制度试点方案和化学药品注册分类改革工作方案两个征求意见稿意见的公告》	拟定持有人条件要求、申报材料要求、试点范围、持有人权利、义务与责任等细节
2016 年 6 月 6 日	国务院	《关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》	明确了试点内容、试点药品范围、申请人和持有人条件、受托生产企业条件，上市许可持有人试点正式落地
2016 年 6 月-2017 年 1 月	CFDA	《药品上市许可持有人制度试点方案》政策解读》三篇	各省市试点实施方案陆续出台
2017 年 8 月 21 日	CFDA	关于推进药品上市许可持有人制度试点工作有关事项的通知	为加快推进持有人制度试点工作，进一步探索持有人的权利义务和法律责任、委托生产中的质量管理体系和生产销售全链条的责任体系、跨区域药品监管机构监管衔接、职责划分以及责任落地等事宜

资料来源：国务院官网，原 CFDA，天风证券研究所

MAH 制度下，上市许可和生产许可相互独立，上市许可持有人可以自行生产或将产品委托给其他生产商生产，药品的安全性、有效性和质量可控性均由上市许可持有人负责。MAH 制度的试点，有利于激活药品研发领域的活力，促进药品研发生产链条资源的合理配置，提高医药研发效率，同时有利于促进委托生产的发展，CMO/CDMO 行业将直接受益。例如和记黄埔的吠喹替尼、华领医药的 HM5552 都是 MAH 制度下，CMO/CDMO 委托生产的代表性案例。

表 4：MAH 制度代表性案例

时间	持有品种	生产方式	委托生产企业
2016 年 12 月	齐鲁制药吉非替尼首仿药	未披露	未披露
2017 年 3 月	华领医药糖尿病新药 HM5552	委托生产	合全药业&上海迪赛诺制药
2017 年 6 月	和记黄埔吠喹替尼	委托生产	合全药业（原料药）

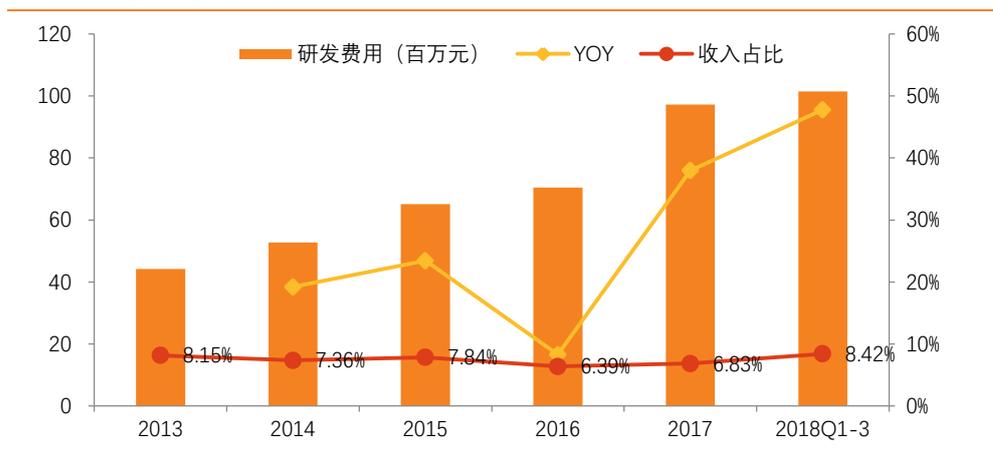
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

同时随着一致性评级继续推进，带量采购政策的推行以及医保控费的大背景下，未来药企将进一步增强对于成本的管控，也有利于 CMO/CDMO 业务的发展。

3. 高研发投入催生高技术，核心技术构建行业壁垒

公司以技术为驱动，持续高研发投入，保持核心竞争力。公司研发投入从 2013 年的 0.44 亿元增长到 2017 年的 0.97 亿元，年均复合增长率为 21.76%；2018 年前三季度研发投入为 1.01 亿元，已经超过去年全年，同比增长 47.79%，研发投入占营收比达到 8.42%。

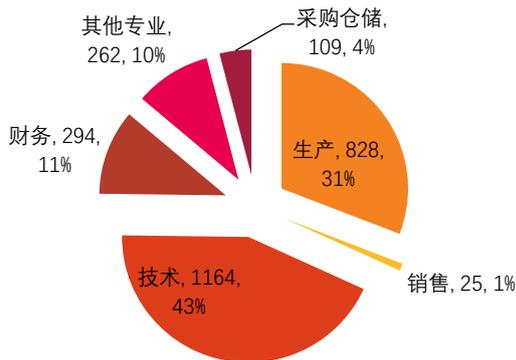
图 15：公司持续高研发投入



资料来源：Wind，天风证券研究所

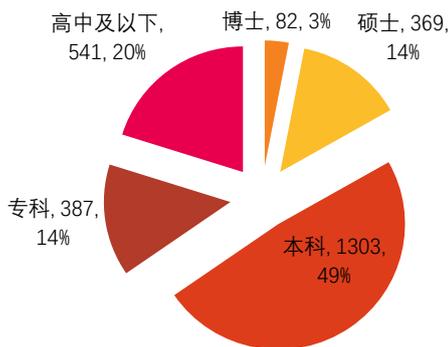
CDMO 是典型的技术人才密集型行业，公司 2017 年员工总数达到 2682 人，同比增长 31.5%，其中技术员工达到 1164 人，同比增长达到 39.6%，占总员工数量比达到 43.4%；从学历构成看，公司本科及以上学历高素质人才员工营收占比 65.4%。公司拥有国内外顶尖专家顾问团队，其中包括聘请包括诺贝尔化学奖得主、著名研究所教授、跨国制药企业高管在内的多位国际顶尖专家、学者组建技术顾问委员会，始终保持国际领先的技术优势。公司聘请国内医药行业相关领域权威专家、学者及行业带头人组成国内制药发展战略专家委员会，探索国内医药发展空间，为进一步布局和开拓国内市场助力。公司深厚的技术人才储备为公司技术的持续领先奠定了坚实基础。

图 16：公司技术人员（人）占比达到 43%



资料来源：WIND，天风证券研究所

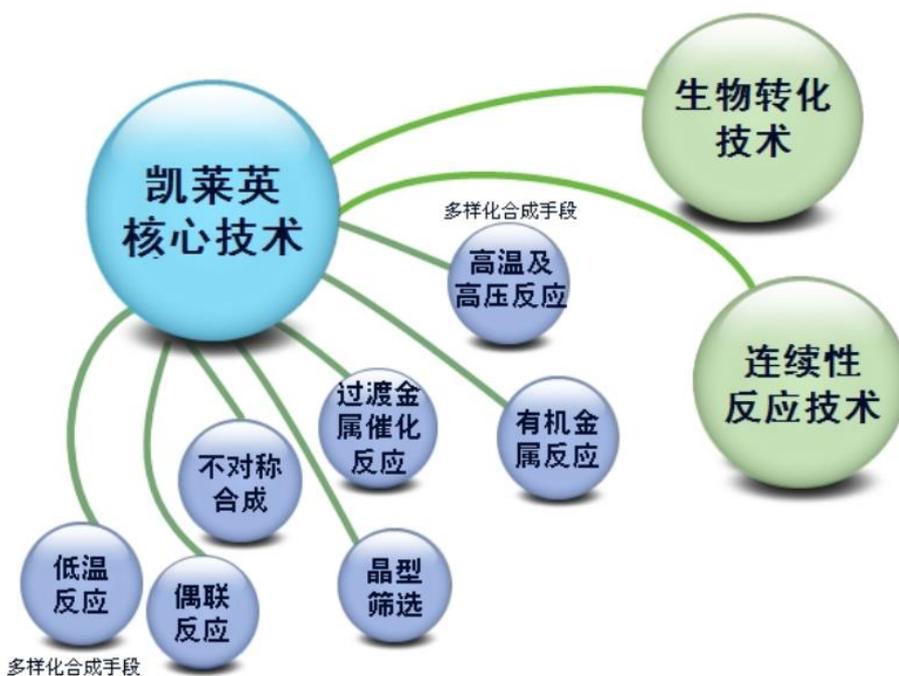
图 17：公司本科及以上学历高素质人才（人）占比达到 65%



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司坚持以技术为驱动，不断进行技术创新和自主研发核心技术，在绿色制药技术方面积累了丰富的经验，特别是在连续性反应技术和生物转化等多项绿色制药关键技术领域取得了重大进展，处于国际领先水平，是公司的核心竞争力所在。截至 2018 年上半年，公司合计申请国际国内专利 155 项（其中发明专利 137 项，实用新型 18 项），其中中国授权发明专利 67 项，美国授权 4 项，欧洲 4 项，日本 3 项，韩国 1 项，中国授权实用新型专利 11 项。公司的专利技术多为工业级别制备技术，且已应用到为制药公司提供的定制研发生产项目中，涉及抗肿瘤、抗病毒、抗感染等多个创新及专利期药物产品领域。

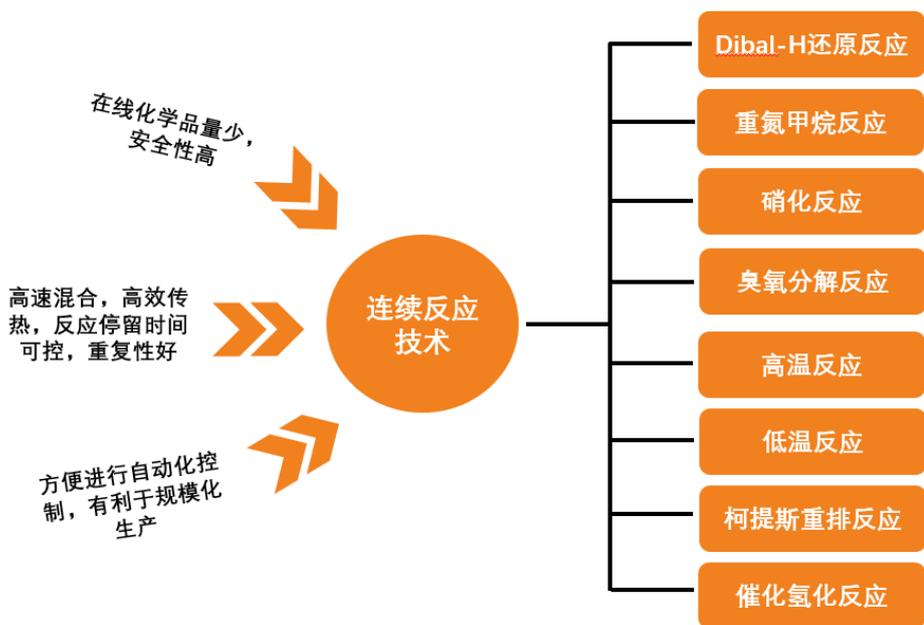
图 18：公司的核心技术



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

公司通过改进和实现不同反应类型的模块化、连续在线跟踪和自动化控制，成功开发出模块化全连续反应系统。通过连续臭氧化装置、连续重氮甲烷装置、连续高温/低温装置、连续负载催化装置、连续后处理（淬灭、萃取、蒸馏和析晶）等模块化装置配套使用，实现了关键中间体商业化连续生产，可以大幅度降低这些关键中间体的生产成本、能耗、三废排放及处理费用。

图 19：连续反应平台的优势以及涵盖的反应类型



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司的生物技术致力于酶的开发、应用和规模化生产，并将自主研发的酶应用于工艺生产。通过将分子生物学技术、发酵技术和工艺开发技术结合在一起，公司可以实现以生物转化技术取代化学转化，进而降低成本和减少对环境的负面影响。

图 20：公司生物技术领域的研发和生产能力



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司利用连续性反应技术和生物转化技术，可突破众多重磅药物（抗感染的培南类药物、降血脂的他汀类药物、降血糖的格列汀类药物等）的传统路线封锁和专利壁垒，最终促成生产成本、三废排放和能耗的大幅度降低。

公司雄厚的技术实力获得了国际跨国制药企业的青睐，目前与世界排名前 15 的跨国制药企业中的 13 家建立起紧密的合作关系，其中包括了诺华、百时美施贵宝、阿斯利康和葛兰素史克等知名企业。在药品具体领域方面，公司主要服务涉及病毒、感染、肿瘤、心血管、神经系统、糖尿病等多个重大疾病治疗领域，部分药物成为全球突破性重磅新药。服务的新药中包括了已上市或即将上市的治疗丙肝、囊性纤维化、前列腺癌、骨髓瘤、软组

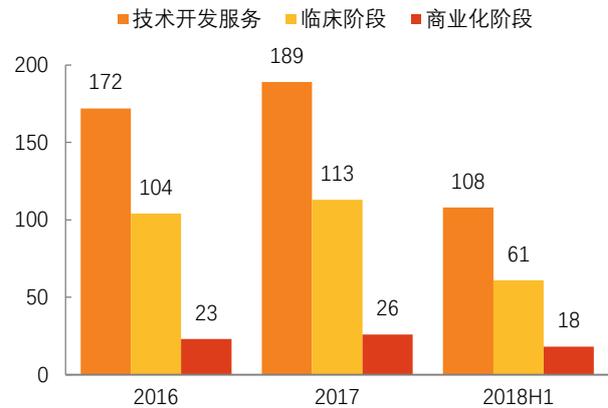
织肉瘤、白血病、部分罕见病、头孢联用新药等，公司项目储备丰富，为持续增长奠定了坚实的基础。

图 21：公司服务药品涉及多个重大疾病治疗领域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：公司项目储备丰富



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司毛利率处于行业前列。医药外包行业包括了 CRO 和 CMO 行业。CRO 指定制研发业务，主要提供临床前药物发现、临床前研究和临床试验等服务，侧重于实验室阶段（毫克级到千克级）新药化合物的合成；CMO 指定制研发生产业务，主要提供临床新药工艺开发和制备，以及已上市药物工艺优化和规模化生产服务，侧重于临床及商业化阶段制药工艺的开发和药物的制备。临床前阶段的业务对技术附加值敏感度低，对价格敏感度高，竞争激烈，毛利率相对较低；临床阶段的业务对工艺和技术研发的要求高，对价格相对不敏感，毛利率高；商业化阶段的业务工艺高，监管严，对价格敏感度相对较高，毛利率相对临床阶段较低。公司的主要收入来源于临床阶段和商业化阶段的项目。

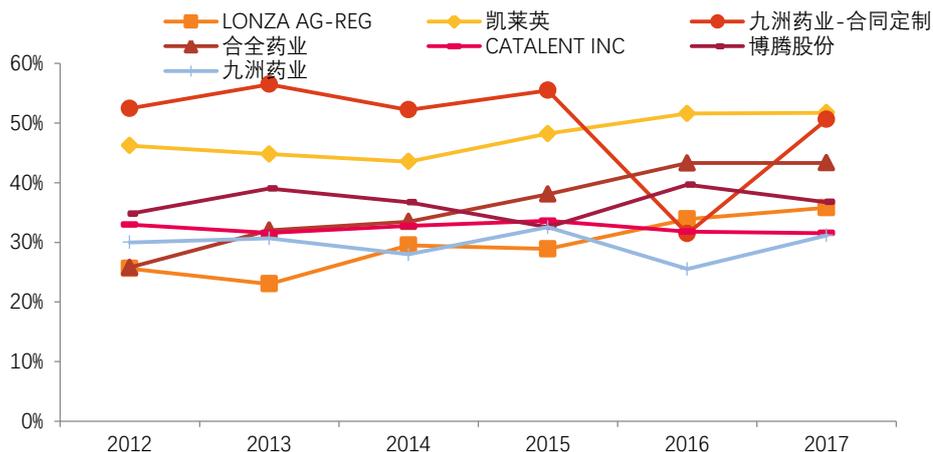
图 23：公司与竞争对手所处产业链的比较

	临床前阶段	临床阶段	商业化阶段
特点	对技术附加值敏感度低，对价格敏感度高，无 FDA 监管，竞争激烈	研发难度大，工艺要求高，时间要求紧，对价格敏感程度相对低	工艺要求高，严格的监管，技术附加值高，对价格敏感程度相对较高
毛利率	相对较低	较高	与临床阶段比较低
代表企业	药明康德	凯莱英、九洲药业	凯莱英、九洲药业、博腾股份

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

CMO/CDMO 行业的门槛较高，公司在毛利率方面处于国内外行业高水平，对于国外企业如 Lonza、Catalent 等，公司的优势主要在于人工成本方面，国内与竞争对手方面，在产业链上所处阶段的不同，以及技术储备和业务涉及品种的差异，公司在国内同行业可比公司相比毛利率有优势。

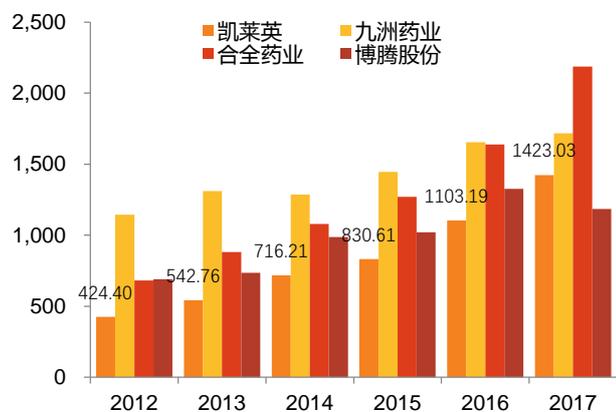
图 24：公司毛利率高于国内外主要竞争对手



资料来源：WIND，天风证券研究

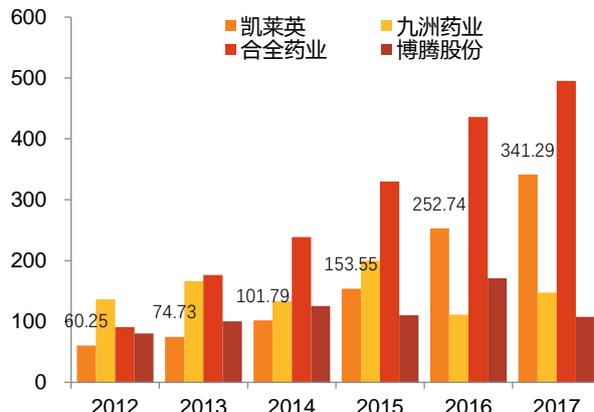
公司的发展速度处于行业领先水平。公司营收和归母净利相较于国内行业竞争对手正迎头赶上，在国内主要的 CMO/CDMO 企业中，公司收入及归母净利体量在 2012 年都最少，但凭借更快的发展速度，正在迎头赶超，2012-2017 年公司营收复合增长率达到 27.38%，同期公司归母净利年复合增长率达到 41.46%，营收及归母净利增速均领先于合全药业并大幅领先于九洲药业和博腾股份，显示出公司强劲的发展势头。

图 25：公司营收（百万元）迎头赶上



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 26：公司归母净利（百万元）增长迅猛



资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 公司积极拓展产业链，向 CRO 业务及大分子生物药领域扩展延伸

公司深耕 cGMP 高级中间体和原料药领域，上市后业务已延伸覆盖至制剂领域，2017 年开始公司逐步向临床 CRO 业务及大分子生物药领域扩展延伸，逐步完善创新药研发生产一站式服务体系。

2017 年 7 月，公司公告设立天津凯莱英医药科技有限公司，布局创新药 MAH 业务、仿制药一致性评价、BE 和 I-IV 期临床研究等业务，布局 CRO 等业务及公司致力打造为国内药企提供从临床前研究直至药品上市商业化生产、申报文件及现场核查等一站式服务迈出重要一步。

2018 年 3 月，公司与上海交大战略合作，共建“生物药物创新技术研发联合实验室”，着手在生物大分子领域进行充分的研发储备和人才储备，2018 年 10 月公司与上海金山工业投资公司签署战略投资框架协议，公司将投资 15-18 亿元在上海金山建立大分子研发和

生产服务平台，这标志着公司将迈出开展生物大分子 CDMO 业务关键一步

2018 年 10 月，控股子公司凯莱英生命科学公司两条多肽、两条多糖及一条寡核苷酸化学大分子生产线升级启用，公司在化学大分子领域开始发力。

未来公司有望在 CRO 领域及生物大分子领域继续前行，为客户提供更为全面和综合的服务，创造新的业务增长点。

5. 盈利预测及估值评级

主要假设&盈利预测：

- 1、我们基于公司丰富的项目储备，商业化阶段、临床阶段及技术开发服务等有望齐头并进，并且毛利率能维持相对稳定。
- 2、费用方面：我们预计公司销售及管理费用率（此处管理费用仍包含研发）相对平稳。
- 3、故最终我们预计公司 2018-2020 年公司营收分别为 18.89、25.27 及 32.94 亿元，分别同比增长 32.74%、33.78%及 30.35%，归母净利润分别为 4.55、6.09 及 7.96 亿元，分别同比增长 33.33%、33.88%及 30.69%，EPS 分别为 1.97、2.64 及 3.45 元。

表 5：主要假设（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
商业化阶段	766.46	1088.37	1480.19	1924.24
YOY	23.72%	42.00%	36.00%	30.00%
临床阶段	527.68	659.6	870.67	1131.87
YOY	24.44%	25.00%	32.00%	30.00%
技术开发服务	128.20	141.02	176.28	237.97
YOY	114.88%	10.00%	25.00%	35.00%
营收合计	1,423.04	1,888.99	2,527.13	3,294.09
YOY	28.99%	32.74%	33.78%	30.35%
综合毛利率	51.74%	48.08%	49.37%	49.71%
销售费用率	3.76%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用率	16.70%	17.00%	17.00%	17.00%
归母净利润	341.29	455.05	609.24	796.19
YOY	35.04%	33.33%	33.88%	30.69%
EPS (元)	1.48	1.97	2.64	3.45

资料来源：wind，天风证券研究所

估值评级：首次覆盖，给予“买入评级”，2019 年目标价 81.8 元

我们选取和公司业务类似的企业作为可比对象，一类是目前与公司业务类似的 CMO/CDMO 企业如博腾股份、九洲药业、药明康德等，另一类是和公司同处第三方外包性的技术驱动型企业，包括公司后续要拓展的业务如大分子 CDMO、CRO 等，这一类代表性公司包括药明康德、泰格医药、昭衍新药、药石科技等，可比公司的平均估值水平 2019 年在 31 倍左右，我们给予公司 2019 年 31 倍估值，对应 2019 年目标价 81.8 元，首次覆盖，给予“买入评级”。

表 6：可比公司估值水平（收盘价日期 2018.12.28）

证券代码	证券简称	收盘价	2018E EPS	2019E EPS	2020E EPS	2018PE	2019PE	2020PE	18-20 CAGR	19PEG
002653.SZ	博腾股份	8.86	0.25	0.37	0.51	35.64	24.17	17.40	37.02%	0.65
002422.SZ	九洲药业	6.36	0.25	0.36	0.47	25.61	17.82	13.42	37.27%	0.48
600196.SH	药明康德	74.86	1.70	1.96	2.41	44.05	38.24	31.05	31.78%	1.20
300347.SZ	泰格医药	42.75	0.91	1.24	1.64	46.87	34.39	26.01	39.79%	0.86
603127.SH	昭衍新药	47.60	0.93	1.32	1.84	51.16	36.18	25.87	40.40%	0.90
300725.SZ	药石科技	53.83	1.00	1.52	2.25	53.83	35.39	23.97	54.34%	0.65
平均	-	-	-	-	-	42.86	31.03	22.95	40.10%	0.79
002821.SZ	凯莱英	67.85	1.97	2.64	3.45	34.42	25.71	19.67	32.63%	0.79

资料来源：wind，天风证券研究所

注：收盘价、EPS 单位为元，·

6. 风险提示

国内创新药产业发展进度低于预期，MAH 等制度推进进度低于预期，公司 CRO、大分子类等业务拓展进度低于预期，中美贸易摩擦影响超预期

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,083.58	839.28	891.18	981.97	1,185.54
应收账款	299.43	467.99	560.46	703.10	943.93
预付账款	8.64	17.01	31.06	27.38	45.54
存货	218.75	260.23	393.67	465.86	614.09
其他	34.61	30.43	24.11	29.72	28.09
流动资产合计	1,645.02	1,614.95	1,900.48	2,208.04	2,817.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	491.66	760.54	1,042.21	1,299.26	1,518.44
在建工程	209.74	105.93	183.56	200.14	180.08
无形资产	64.35	66.70	65.46	64.18	62.87
其他	34.13	89.08	44.10	55.79	62.85
非流动资产合计	799.88	1,022.25	1,335.33	1,619.37	1,824.25
资产总计	2,444.90	2,637.20	3,235.81	3,827.42	4,641.45
短期借款	186.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	143.32	314.76	311.90	449.34	600.37
其他	174.41	59.27	170.21	145.77	184.99
流动负债合计	503.73	374.03	482.10	595.11	785.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	108.18	108.13	104.71	107.01	106.62
非流动负债合计	108.18	108.13	104.71	107.01	106.62
负债合计	611.91	482.17	586.82	702.11	891.97
少数股东权益	78.66	97.42	75.75	77.58	79.98
股本	112.86	230.10	230.85	230.85	230.85
资本公积	980.72	1,039.20	1,039.20	1,039.20	1,039.20
留存收益	1,636.11	1,978.35	2,342.39	2,816.87	3,438.65
其他	(975.35)	(1,190.03)	(1,039.20)	(1,039.20)	(1,039.20)
股东权益合计	1,832.99	2,155.04	2,648.99	3,125.31	3,749.48
负债和股东权益总	2,444.90	2,637.20	3,235.81	3,827.42	4,641.45

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	275.60	360.05	455.05	609.24	796.19
折旧摊销	62.72	75.19	42.94	58.65	73.18
财务费用	(9.83)	43.48	(7.18)	(7.77)	(9.00)
投资损失	2.28	0.26	(2.00)	(3.00)	(2.50)
营运资金变动	(75.73)	(367.87)	(82.28)	(113.66)	(223.03)
其它	23.31	85.28	(23.82)	2.19	2.87
经营活动现金流	278.36	196.40	382.72	545.64	637.72
资本支出	221.45	242.40	404.42	328.71	271.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(421.02)	(542.68)	(803.42)	(656.71)	(539.89)
投资活动现金流	(199.57)	(300.28)	(399.00)	(328.00)	(268.50)
债权融资	186.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	675.35	(32.22)	159.19	8.34	9.33
其他	(179.27)	(32.90)	(91.01)	(135.19)	(174.98)
筹资活动现金流	682.08	(65.12)	68.18	(126.85)	(165.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	760.86	(169.00)	51.90	90.80	203.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,103.19	1,423.03	1,888.98	2,527.12	3,294.07
营业成本	533.92	686.73	980.85	1,279.39	1,656.62
营业税金及附加	15.76	15.98	24.56	30.33	39.78
营业费用	43.05	53.53	66.11	88.45	115.29
管理费用	212.92	237.70	321.13	429.61	559.99
财务费用	(23.00)	51.74	(7.18)	(7.77)	(9.00)
资产减值损失	3.33	8.96	(0.50)	(1.00)	(1.00)
公允价值变动收益	(0.01)	(3.22)	(2.15)	0.36	0.48
投资净收益	(2.28)	(0.26)	2.00	3.00	2.50
其他	4.58	(47.71)	0.29	(6.72)	(5.95)
营业利润	314.92	419.59	503.87	711.48	935.37
营业外收入	10.67	3.86	6.30	6.94	5.70
营业外支出	0.13	1.37	2.10	1.20	1.56
利润总额	325.47	422.08	508.07	717.22	939.51
所得税	49.86	62.03	74.69	106.15	140.93
净利润	275.60	360.05	433.38	611.08	798.59
少数股东损益	22.87	18.76	(21.67)	1.83	2.40
归属于母公司净利润	252.74	341.29	455.05	609.24	796.19
每股收益(元)	1.09	1.48	1.97	2.64	3.45

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	32.82%	28.99%	32.74%	33.78%	30.35%
营业利润	57.10%	33.24%	20.09%	41.20%	31.47%
归属于母公司净利润	64.60%	35.04%	33.33%	33.88%	30.69%
获利能力					
毛利率	51.60%	51.74%	48.08%	49.37%	49.71%
净利率	22.91%	23.98%	24.09%	24.11%	24.17%
ROE	14.41%	16.59%	17.68%	19.99%	21.70%
ROIC	34.58%	44.60%	34.54%	34.99%	37.72%
偿债能力					
资产负债率	25.03%	18.28%	18.14%	18.34%	19.22%
净负债率	-0.57%	-30.52%	-13.48%	-9.74%	-7.46%
流动比率	3.27	4.32	3.94	3.71	3.59
速动比率	2.83	3.62	3.13	2.93	2.81
营运能力					
应收账款周转率	4.27	3.71	3.67	4.00	4.00
存货周转率	6.34	5.94	5.78	5.88	6.10
总资产周转率	0.59	0.56	0.64	0.72	0.78
每股指标(元)					
每股收益	1.09	1.48	1.97	2.64	3.45
每股经营现金流	1.21	0.85	1.66	2.36	2.76
每股净资产	7.60	8.91	11.15	13.20	15.90
估值比率					
市盈率	61.98	45.89	34.42	25.71	19.67
市净率	8.93	7.61	6.09	5.14	4.27
EV/EBITDA	43.26	26.31	27.43	19.29	14.50
EV/EBIT	52.55	31.06	29.80	20.89	15.65

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com