

凯莱英(002821)

深度报告

行业公司研究—C行业一

差异化优势加速体现的 CDMO 龙头

——凯莱英深度报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：郭双喜
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

公司作为国内医药 CDMO 研发强度最大的公司之一，较高的盈利能力反映了研发有效性。同时，基于研发、产能的投入节奏、订单结构分析，我们判断公司进入业绩加速期。而差异化的新技术占位有望奠定小分子 CDMO 行业龙头地位，首次覆盖并给予“买入”评级。

投资要点

□ 特点：公司研发投入强度高于同行

1) 现象：凯莱英研发投入强度持续高于同行。我们发现公司研发投入绝对值和研发投入占比（几乎连续 10 年保持 7%-8%），明显高于国内竞争对手。公司 2017-2019 年研发投入的年复合增长率为 40.71%（远高于同期收入 CAGR31.5%）。

2) 结果：竞争壁垒、盈利、获客优势提升。新技术核心是为公司打造更高的竞争壁垒。商业化生产对成本敏感度高，新技术的应用有效解决客户痛点，降低成本和三废，客户更青睐。公司利用臭氧氧化连续性反应技术将培南类药物关键主原料 4AA 的成本较传统工艺成本下降 40%；使用生物酶催化技术将其他汀类药物生产成本降低 40%，使某格列汀类药物成本下降 60%-70%，以上案例尽显技术优势。3) 公司聚焦技术进入加速应用期，公司优势有望放大。截止 2020 年，FDA 共批准了 10 个应用连续制造技术的创新药上市，得益于 FDA 不断鼓励与支持，以及药企加快在连续制造技术布局，我们预计连续性反应技术有望进入大规模应用期，公司高研发投入积累的新技术优势有望放大。

□ 效率评估：ROE 最稳定的 CXO 公司

我们认为相对中期维度下公司 ROE 的稳定性和趋势可以侧面反映公司高研发投入带来的影响。

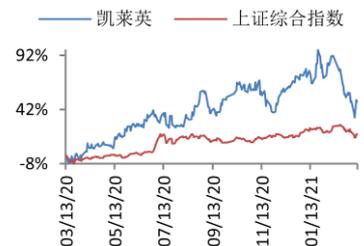
1) 财务指标：高于同行盈利能力和固定资产周转率。①盈利能力：技术差异化，盈利能力高于同行。毛利率显著高于同行，通过对比发现 2016-2018 年公司与合全药业商业化项目收入同等体量下，可能是技术差异化奠定公司较高毛利率（高 4-6 个百分点）。②固定资产周转率：公司是过去 6 年唯一一家固定资产周转率明显提升的 CDMO 公司。2017 年开始固定资产周转率开始领先小分子 CDMO 行业，我们认为这可能跟公司连续性反应等新技术在临床中后期及商业化项目中应用率快速提升及公司稳健的资产扩张节奏有关。

2) 非财务指标：高技术渗透和领先的专利申请。①我们预计公司新技术渗透率达到 20%以上。我们预计目前 FDA 批准的应用连续制造技术的 10 个创新药品种中，Vertex 的 Symdeko 和 Trikafta 中间体生产有可能应用了凯莱英连续性反应技术，体现了公司较强的技术变现能力。我们预计未来 3-5 年凯莱英服务的使用连续性反应技术的商业化品种数量有望新增 6 个以上。②每年新申请专利数量领先可比公司。技术专利有可能成为未来影响获客/订单的关键因素之一，进一步影响未来业绩。

□ 平台、订单共振，业绩加速可期

供给端：产能和服务链加速拓展：①公司 IPO 后产能加速扩张，奠定未来业绩加速基础。我们一直强调目前国内 CDMO 行业体现明显的“供给决定需求”的

评级	买入
上次评级	首次评级
当前价格	¥ 256.50
单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.82
2Q/2020	0.90
1Q/2020	0.47
4Q/2019	0.81



公司简介

公司是一家国内领先的 CDMO(医药合同定制研发生产)企业，主要致力于全球制药工艺的技术创新和商业化应用，为国内外大中型制药企业、生物技术企业提供药物研发、生产一站式 CMC 服务。

相关报告

报告撰写人：孙建

联系人：郭双喜

证券研究报告

卖方市场特点，公司历史数据分析中，我们发现人员和收入增长存在线性相关，这也指引 2021 年有望加速增长。IPO 后加大固定资产投资强度，奠定未来业绩加速基础。②服务链拓展，平台雏形渐成：公司业务收入目前以中间体为主，吉林凯莱英是收入和利润贡献主体。公司不断向产业链下游 API 和制剂延伸，也开始布局大分子 CDMO 和临床 CRO 服务，有望不断打开业绩天花板。

需求端：漏斗效应下商业化订单量价双升。2020H1 完成 I/II 期项目 77 个，III 期 23 个，商业化项目 24 个，形成良好的梯队，漏斗效应下后续商业化项目数量有望持续提升。商业化项目单价由 2016 年的 2696 万元稳步提升至 2019 年的 4077 万元，商业化项目单价有望进一步提升，动力来自于两方面：临床阶段项目单价持续提升带来后续对商业化订单单价的导流+技术上优势有望为公司带来更大的议价权。2) 境外收入仍占主导，境内收入受益 MAH 制度有加速趋势。MAH 制度下我们预计伴随着更多的本土创新药企业创新药品种陆续进入商业化阶段，会为公司带来更多的订单，从而奠定公司未来 3-5 年境内收入保持高速增长。

□ 盈利预测及估值

基于公司核心业务分析，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.03、4.08、5.38 元，按 2021 年 3 月 12 日收盘价对应 2020 年 85 倍 PE (2021 年为 63 倍)。参考可比公司估值，考虑到公司新技术应用领先性、CDMO 业务未来较大的成长空间、公司商业化订单进入收获期以及 API 和制剂产能持续释放，我们给予凯莱英 2021 年 75-80 倍 PE，对应市值区间约 741-790 亿元，首次覆盖并给予“买入”评级。

□ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑的风险、新业务拓展不及预期风险、竞争风险、汇兑风险、业绩不达预期风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2460	3164	4187	5491
(+/-)	34.07%	28.60%	32.34%	31.15%
净利润	554	734	988	1306
(+/-)	29.32%	32.50%	34.68%	32.08%
每股收益(元)	2.28	3.03	4.08	5.38
P/E	112.31	84.76	62.94	47.65

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1. 特点：公司研发投入强度高于同行	5
1.1. 现象：凯莱英研发强度持续高于同行	5
1.2. 结果：竞争壁垒、盈利、获客优势提升	5
1.3. 技术进入加速应用期，公司优势有望放大	6
2. 效率评估：ROE 最稳定的 CXO 公司	8
2.1. 财务指标：技术差异化，优于同行的财务表现	8
2.1.1. 盈利能力：技术差异化，盈利能力高于同行	8
2.1.2. 固定资产周转率：唯一明显提升的 CDMO 公司	10
2.2. 非财务指标：技术渗透、专利申请	11
2.2.1. 应用端边际加速，有望放大公司技术优势	11
2.2.2. 领先的专利数量	11
3. 平台、订单共振，业绩加速可期	13
3.1. 供给端：产能和服务链加速拓展	13
3.1.1. 产能加速扩张，奠定未来业绩加速基础	13
3.1.2. 服务链加速拓展，平台雏形渐成	14
3.1.3. 空间：小分子一体化及国内增量加速打开天花板	15
3.2. 需求端：漏斗效应下商业化订单量价双升	17
3.2.1. 漏斗效应下商业化订单有望量价双升，进入加速兑现期	17
3.2.2. 境内外需求加速，客户结构优化	19
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1. 业务拆分与预测	21
4.2. 估值与投资建议	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：2011-20Q3 凯莱英研发投入绝对值处于行业前列	5
图 2：2011-20Q3 凯莱英研发投入占比处于行业前列	5
图 3：公司持续加大研发投入	5
图 4：FDA 目前共批准 10 个应用连续制造工艺的创新药上市	7
图 5：凯莱英是医药 CXO 中 ROE 最稳定的公司	8
图 6：凯莱英毛利率水平处于行业前列	9
图 7：凯莱英扣非净利率水平处于行业前列	9
图 8：凯莱英商业化项目毛利率高于合全药业	9

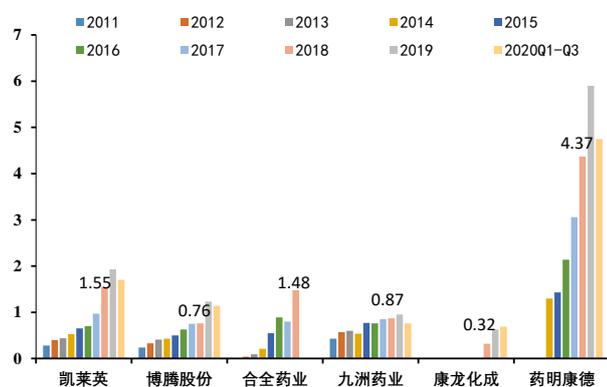
图 9: 2016-18 年凯莱英商业化项目收入体量与合全药业相当	9
图 10: 2011-20Q3 凯莱英收入和扣非归母净利润增长情况	10
图 11: 2011-20Q3 凯莱英毛利率和净利率情况	10
图 12: 2010-19 年 CDMO 行业固定资产周转率比较(次)	10
图 13: 2010-19 年 CDMO 行业固定资产及周转拆分(亿元)	10
图 14: 2016-19 年凯莱英新增专利申请和授权数量持续增长	12
图 15: 截止 2017 年底凯莱英合计获授权发明专利数量领先	12
图 16: 凯莱英员工人数增长能反映未来 1-2 年收入增长	13
图 17: 凯莱英 2020Q3 存货绝对值快速增长	13
图 18: 2015-20Q3 可比公司固定资产变化情况	14
图 19: 2016 年 IPO 后凯莱英加大固定资产投入(在建工程)	14
图 20: 公司产业链拓展逐步成型	15
图 21: 2018-20H1 吉林凯莱英收入和净利润占比最高	15
图 22: 2016-19 年凯莱英生命科学收入和占比变化	15
图 23: 公司业务范围涵盖 CMC+临床研究一站式服务	16
图 24: 公司持续加大研发投入拓展可承接 CDMO 订单范围	17
图 25: 商业化项目仍是主要收入贡献	18
图 26: 2016-2020 年凯莱英漏斗效应逐步显现	18
图 27: 公司 CDMO 项目单价情况(万元/个)	19
图 28: 凯莱英境外收入和境内收入占比情况	19
图 29: 凯莱英境外收入及增速变化	19
图 30: 凯莱英境内收入和增速变化	20
图 31: 凯莱英 TOP 1 和 TOP 5 客户收入占比趋势变化	20
表 1: 凯莱英未来具有较强竞争力的核心技术布局情况	6
表 2: 大药企纷纷布局连续性反应技术及产能	7
表 3: 我们推测的 FDA 批准 10 个应用连续制造技术的 6 个创新药品种	11
表 4: 凯莱英目前产能情况(此处为反应釜体积与实际供应能力可能会有偏差)	14
表 5: 凯莱英商业化项目情况(以下为我们推测, 具体品种请以公司公告为准)	18
表 6: 凯莱英细分业务板块拆分及营收预测	错误!未定义书签。
表 7: 可比公司估值	22
表附录: 三大报表预测值	23

1. 特点：公司研发投入强度高于同行

1.1. 现象：凯莱英研发强度持续高于同行

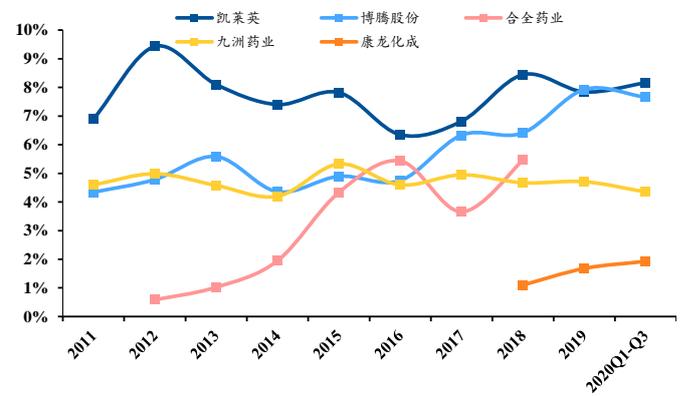
公司研发强度处于行业前列。从 CDMO 行业研发投入绝对值角度看，凯莱英和合全药业研发投入是最高的，我们预计研发投入体量相当。但是凯莱英是唯一研发投入占比连续十年维持 7%-8% 的 CDMO 企业（除了 2016 年研发投入占比为 6.35%），公司 2017-2019 年研发投入的年复合增长率为 40.71%（远高于同期收入 CAGR31.5%）。公司正在不断推动酶转化技术、连续反应、连续萃取、连续中和、电化学、光化学等绿色制药关键技术的规模化应用，通过以上技术平台放大工艺突破有望实现价值持续输出，帮助客户提高研发效率、降低生产成本，从而获得更多 CDMO 订单，同时也有望不断提升公司盈利能力。

图 1：2011-20Q3 凯莱英研发投入绝对值处于行业前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

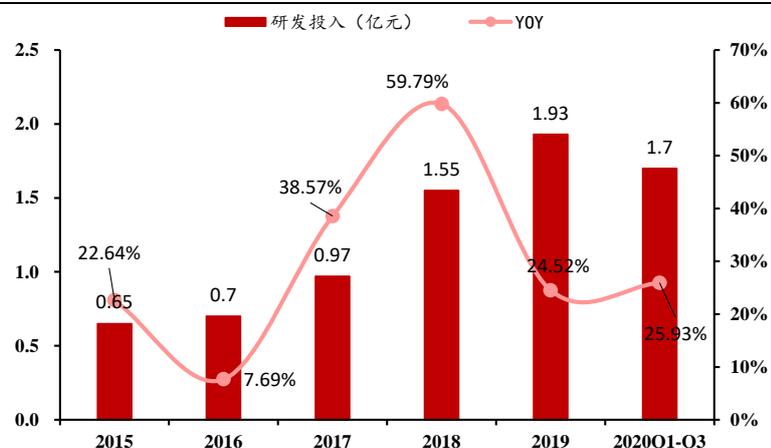
图 2：2011-20Q3 凯莱英研发投入占比处于行业前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

虽然 2018-2019 年博腾股份研发投入占比出现明显上升，但是从近两年研发投入绝对值和方向来看博腾股份会跟凯莱英和合全药业有所区别。2018 年博腾股份研发投入 0.76 亿元，占营业收入的 6.43%，主要用于高端技术的实验室建设和设备的配置升。2019 年博腾股份研发投入金额达到 1.23 亿（YOY 62%），研发费用率 7.93%，主要是用于实验室的建设和研发设备的购置，以及中国和美国研发技术团队的积极扩充，近两年博腾股份与合全药业和凯莱英研发投入方向侧重有所不同。

图 3：公司持续加大研发投入



资料来源：Wind，公司历年年报，浙商证券研究所

1.2. 结果：竞争壁垒、盈利、获客优势提升

新技术核心是为公司打造更高的竞争壁垒。商业化生产对成本敏感度高，新技术的应用有效解决客户痛点，降低成本和三废，客户更青睐。以连续性反应技术为例：连续性反应平台在极大降低化学反应危险程度之外，能够通过提升产物的质量（纯度：底物接触更充分，杂质更少）和产量（反应效率高），达到降低成本和提高生产效率的目的，对于CDMO企业来讲可以凭借领先的技术能力获得更多订单，并基于技术的壁垒打造优势竞争格局、提升盈利能力。具体案例来讲，公司招股书中已经提到：1）公司利用臭氧氧化连续性反应技术将培南类药物关键主原料4AA的成本较传统工艺成本下降40%。2）使用生物酶催化技术将其他汀类药物生产成本降低40%，使某格列汀类药物成本下降60%-70%。基于此我们认为公司在技术上不断突破和积累有望不断形成研发投入—技术积累—获取新订单-收入增长正反馈。

表 1：凯莱英未来具有较强竞争力的核心技术布局情况

技术种类	具体反应类型	所处阶段
连续性反应	连续低温反应	商业化规模
	连续柯提斯反应	商业化规模
	连续臭氧氧化/分解反应	商业化规模
	连续重氮甲烷反应	商业化规模
	连续硝化反应	商业化规模
	连续高温反应	商业化规模
	连续氧气氧化	商业化规模
	连续格式试剂制备及应用	商业化规模
	连续重氮化反应	商业化规模
	连续光化学反应	商业化规模
	连续电化学氧化反应	中试规模
	连续催化氧化反应	中试规模
连续锌试剂制备及应用	中试规模	
生物技术	酶的开发、酶的筛选、发酵生产、固定化酶的工艺开发及生产、生物转化工艺开发及生产	
偶联反应	非贵金属催化 Suzuki、Negishi 和 Kumada 等偶联反应	
过渡金属催化反应	固载金属催化	
不对称合成反应	拥有大量的生物催化剂和化学催化剂	
有机金属反应	制备和应用有机锂、有机镁和有机锌试剂等	
杂环反应	可以进行热河形状和大小的杂环反应	
电化学反应	电子作为清洁的试剂参与反应	
非贵金属催化反应	镍、铜、铁等催化的反应	
晶型筛选技术	高通量晶型筛选和高产出结晶工艺开发	

资料来源：第 20 届世界制药原料中国展公司宣传材料，浙商证券研究所

1.3. 技术进入加速应用期，公司优势有望放大

下游技术进入加速应用期，公司优势有望放大。前瞻性的技术投入对于外包服务公司而言无疑非常关键，但是从投资回报率的角度，技术的大规模应用时间节点对于重视技术的外包公司而言是非常重要的，我们发现截止 2020 年，FDA 共批准了 10 个应用连续制造技术的创新药上市，其中 50%品种集中在 2019-2020 年获批上市。得益于 FDA 对连续制造技术的不断鼓励与支持，以及药企对成本控制的高要求加快在连续制造技术和产能布局，我们预计创新药行业有望进入连续制造技术大规模应用期。公司高研发投入积累的全球领先的连续性反应技术优势有望得到放大。

图 4: FDA 目前共批准 10 个应用连续制造工艺的创新药上市



资料来源: FDA, 浙商证券研究所

政策上鼓励有望促进连续制造发展。FDA 从 2011 年就开始鼓励制药企业考虑向连续制造努力, 2015 年 12 月发布推动新兴技术应用使制药基地现代化的草案, 并在 2019 年 2 月 26 日发布《连续制造的质量考虑指南》草案, 列出了对于固体口服小分子新药和仿制药的连续制造 (CM) 应考虑的质量因素。该草案支持在适当的情况下开发和实施所有原料药和成品制剂的连续生产, 包括在 NDA、ANDA、药物主文件 (DMF)、生物制品许可申请 (BLA) 以及非处方药产品中提交连续生产信息。监管机构对于连续制造技术的支持也为创新药企大规模应用连续性反应技术提供了动力。

表 2: 大药企纷纷布局连续性反应技术及产能

药企	连续制造产能布局
Vertex	投资 3000 万美元在波士顿建设连续制造药品生产车间, 2015 年第一个连续压片工艺制成的固体剂量药物 Orkambi 获批上市
GSK	2015 年投资 9500 万美元在新加坡建立了 2 个连续制造生产厂, 2019 年投入使用, 第一个用于生产的药物是贫血药物 Daprodustat
礼来	2016 年宣布投资近 4000 万美元在爱尔兰基地建设药品连续制造工厂
强生	2016 年位于波多黎各的药品生产基地的连续制造生产车间工艺转换获得 FDA 批准, 成为 FDA 第一次批准批制造向连续制造的生产工艺变更
诺华	2018 年诺华公布了他们设在瑞士巴塞爾的连续流动制造工厂情况

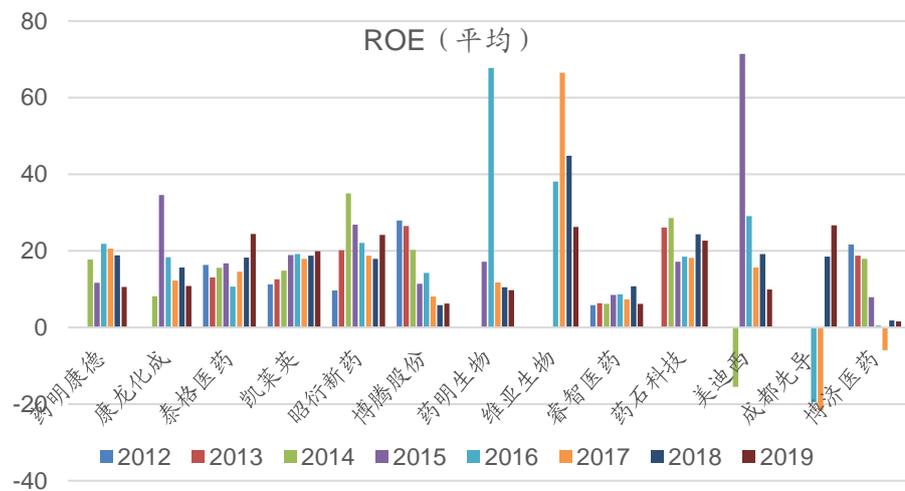
资料来源: 各公司官网, 浙商证券研究所

海外药企布局连续性反应技术加速, 公司技术平台进入兑现期。MNCs 纷纷布局连续性反应技术和产能, 未来连续性反应应用率有望进一步打开。2015 年 FDA 批准了第一个连续制造工艺生产药物 Vertex 的 Orkambi, 是第一种使用连续压片工艺制成的固体剂量药物 (此处我们不把这个品种归为应用连续性反应技术)。2016 年强生的 Prezista 是 FDA 第一次批准的由批制造向连续制造的生产工艺变更的创新药。2020 年 FDA 批准了首个原料药连续生产的监管申请。目前 GSK、强生、礼来、诺华、辉瑞等多个跨国药企均已完成连续性反应产能布局, 并陆续开始有应用连续性反应技术的创新药上市。未来伴随着头部创新药企在连续性反应上开创性探索, 预计越来越多的创新药企为了降低成本提升产能运营效率会陆续布局, 从而进一步提升连续性反应在临床阶段和商业化阶段应用率。而公司前期高研发投入积累的全球领先的连续性反应技术有望承接更多的订单, 公司技术优势有望得到放大。

2. 效率评估：ROE 最稳定的 CXO 公司

凯莱英是国内 CXO 中 ROE 最稳定的公司。凯莱英的研发费用率明显高于同行，考虑研发费用作为一项资本开支，对于公司订单议价、获取等方面的评估很难量化。但是我们认为作为固定资产驱动型的行业，除了固定资产投入节奏外，对公司订单盈利能力、持续性影响比较大的就是技术平台的搭建，因此我们认为相对中期维度下公司 ROE 的稳定性和趋势可以侧面反映这种研发投入带来的影响，通过比较 2012-2019 年国内医药 CXO 的 ROE（平均净资产收益率）的波动趋势看，我们发现凯莱英是国内医药 CXO 中 ROE 最稳定的公司，我们认为该数据跟公司在研发方面的高投入有一定的正相关性。

图 5：凯莱英是医药 CXO 中 ROE 最稳定的公司



资料来源：Wind，浙商证券研究所

具体指标方面，我们将从财务指标和非财务指标分析。

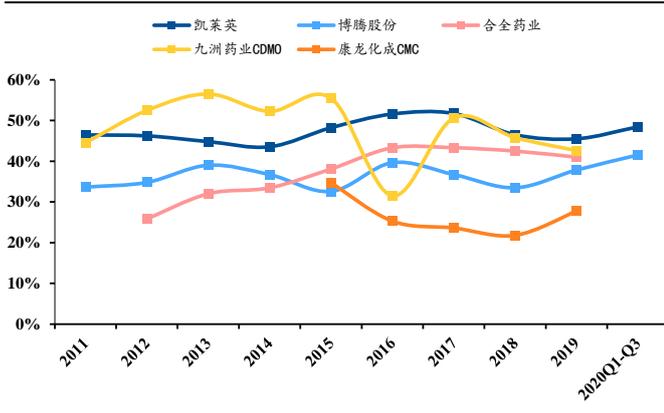
我们认为公司财务指标（毛利率、净利率、资产周转率）、非财务指标（新技术应用率、申请专利数量）可以作为衡量公司研发效率指标。主要是考虑到：1）公司新技术在商业化项目中应用率越高意味着公司研发投入回报率越强。2）公司对研发工艺的突破有望通过专利保护去服务客户，这也体现了 CDMO 公司的“Development”，进而带来收入或者此技术相关新订单，因此我们认为专利申请数量可以作为研发效率指标。3）另一方面，前面也分析了新的技术在大规模生产中的应用可以有效降低成本，提升固定资产周转效率（反应步数减少后可以减少对反应釜占用时间，从而在原有订单提前完成后更多的进行后续订单生产），进而建立较高的竞争壁垒，确保毛利率维持在较高的水平。因此我们认为可以选用以上指标评估公司的研发回报率。

2.1. 财务指标：技术差异化，优于同行的财务表现

2.1.1. 盈利能力：技术差异化，盈利能力高于同行

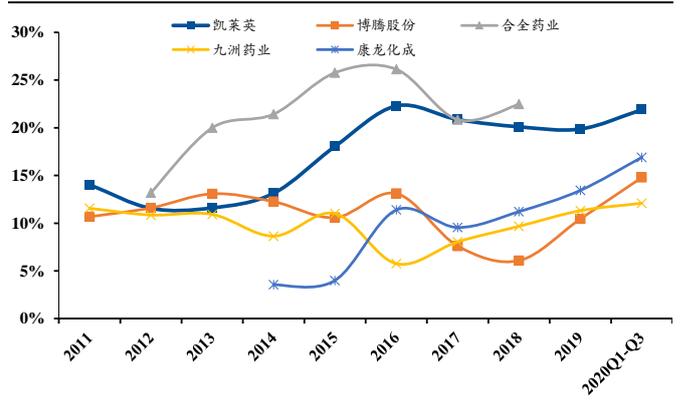
毛利率显著高于同行。我们认为影响公司/行业盈利能力的只有竞争格局，但国内医药 CDMO 因为业务结构不同（不同环节、项目面对不同的竞争环境）导致盈利能力 ID 可比性存在较大差异，通过比较凯莱英、合全药业、博腾股份、康龙化成（CMC）和九洲药业（CMO/CDMO）的盈利能力指标（毛利率、净利率），我们发现凯莱英始终处于相对较高的水平。

图 6：凯莱英毛利率水平处于行业前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

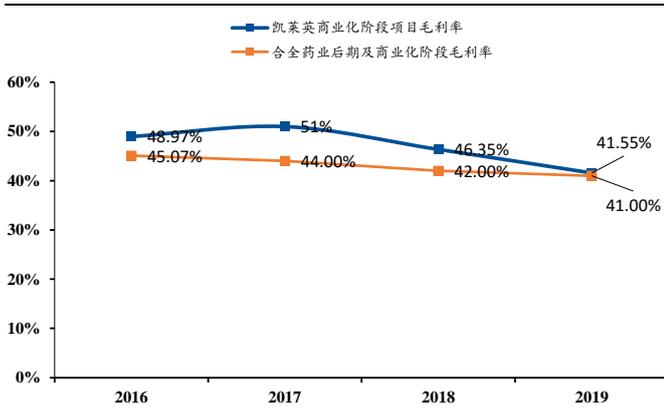
图 7：凯莱英扣非净利率水平处于行业前列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

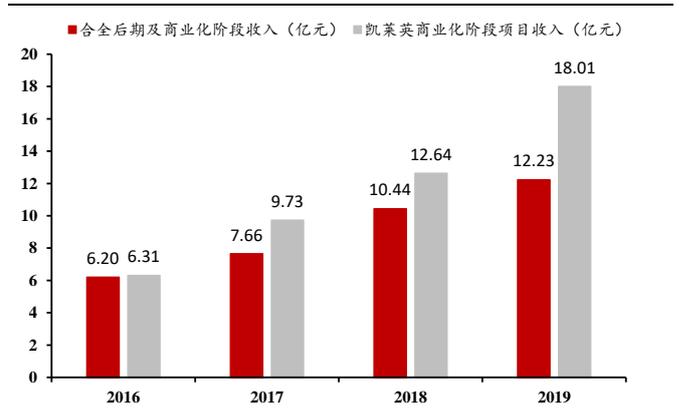
同等体量下，技术差异化奠定公司较高盈利能力。合全药业 2016-2018 年临床后期（包括商业化）订单毛利率分别为 45.1%、44.0%和 42%，凯莱英 2016-2018 年商业化阶段订单毛利率分别为 49.0%、51.0%和 46.4%。同时我们发现 2016-2018 年合全药业和凯莱英商业化订单收入体量相当（2016 年凯莱英商业化项目收入高于合全药业，2017-2018 年相当）。目前看到 2016-2018 年合全药业临床前期和商业化阶段订单毛利率相比凯莱英低至少 4-6 个百分点，我们分析认为这可能是由于凯莱英在低成本技术应用率要比合全药业高造成的。考虑到 CDMO 公司所合作生产的创新品种均保密，我们目前暂时无法分析是否由于合作品种上差异带来这种毛利率差距，但是随着 CDMO 企业商业化订单数量逐渐增加，单个创新品种对整体毛利率扰动预计会逐步减弱。2019 年合全药业临床后期（包括商业化项目）毛利率与凯莱英基本接近可能是因为：1）合全药业毛利率较高的临床后期项目占比增加；2）凯莱英因为原材料价格上涨导致毛利率明显回落。综合分析后我们认为有可能凯莱英更高的毛利率水体现了其技术上成本优势。

图 8：凯莱英商业化项目毛利率高于合全药业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：2016-18 年凯莱英商业化项目收入体量与合全药业相当



资料来源：Wind，浙商证券研究所

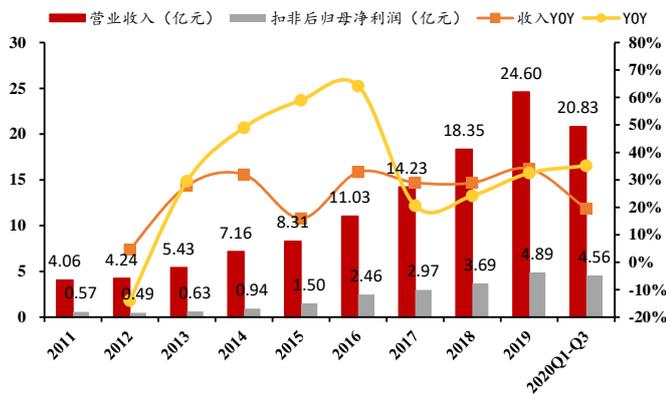
展望：我们认为公司盈利能力相对稳定，渡过波动期，随着管理效率的提升，净利率有望呈现稳中有升的趋势。随着公司产能利用率持续提升，以及连续反应和酶催化反应等低成本高效率技术在临床后期项目中应用率进一步提升（2019 年末超过 30%公司承接的临床中后期项目与连续性反应和酶催化技术应用相关），有望进一步提升产能运营效率并降低成本，后续小分子 CDMO 业务毛利率和净利率水平仍有望提升（公司 2020Q1-Q3 毛利率和净利率分别提升 2.99 和 2.20 个百分点）。同时，我们复盘 2015-2020 年盈利能力波动如下：

2015年毛利率提升主要来自于公司承担了较多的高技术含量的临床阶段项目(2015年临床阶段项目收入同比增长37%),带动临床阶段毛利率提升明显。商业化项目中由于承接了大量新上市或专利期内创新药CMO/CDMO项目,再加上低毛利率的培南类收入下降使得毛利率水平也有明显提升。

2016年毛利率持续提升主要是因为新上市的新型丙肝复方药物和慢性淋巴细胞白血病药物项目表现突出(2016年商业化项目收入同比增长93%,培南类项目恢复性增长也有贡献),高附加值的产品带动毛利率持续提升。

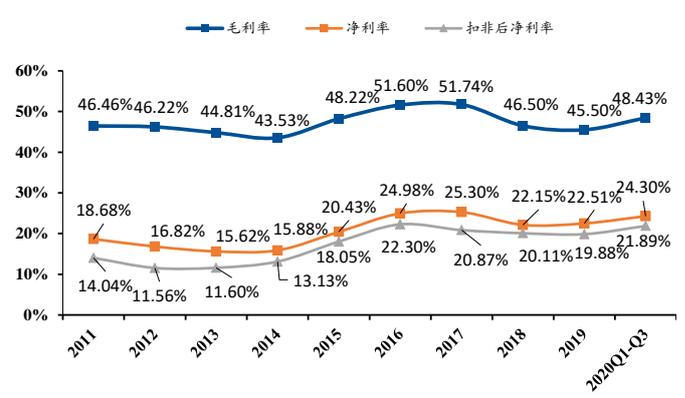
2018年毛利率和净利率同比下降明显主要是因为商业化收入占比增加以及部分原材料涨价导致直接材料成本增加较快导致毛利率出现明显下滑。

图 10: 2011-20Q3 凯莱英收入和扣非归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 11: 2011-20Q3 凯莱英毛利率和净利率情况

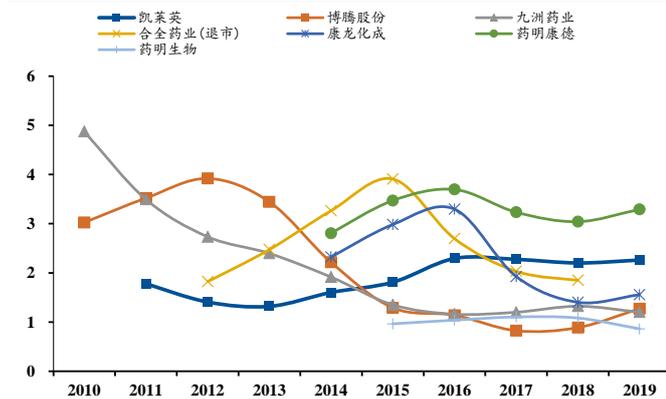


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.1.2. 固定资产周转率: 唯一明显提升的 CDMO 公司

公司是过去6年唯一一家固定资产周转率明显提升的CDMO公司。对于固定资产周转率的分析,我们考虑CDMO行业固定资产驱动型行业特点,比较了核心公司固定资产扩张和收入增长的相关性,发现:2014-2019年固定资产扩张速度排序:药明生物>合全药业>康龙化成>药明康德>凯莱英>九洲药业>博腾股份;收入复合增速排序:药明生物>康龙化成>合全药业>凯莱英>药明康德>博腾股份>九洲药业;以上排序也非常明显体现了固定资产扩张和收入增长的正相关性,同时我们也发现凯莱英是其中唯一一家固定资产周转率过去6年明显提升的公司,2017年开始固定资产周转率开始领先小分子CDMO行业,我们认为这可能跟公司连续性反应等新技术在临床中后期及商业化项目中应用率快速提升及公司稳健的资产扩张节奏有关。

图 12: 2010-19 年 CDMO 行业固定资产周转率比较 (次)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 2010-19 年 CDMO 行业固定资产及周转拆分 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2. 非财务指标：技术渗透、专利申请

2.2.1. 应用端边际加速，有望放大公司技术优势

公司新技术渗透率达到 20% 以上。目前 FDA 批准的应用连续制造技术的 10 个创新药品种（真正用到连续性反应技术的应该是 9 个）中。根据我们推测 Vertex 分别于 2018 年和 2019 年获批上市的两个创新药 Symdeko 和 Trikafta 中间体生产有可能应用了凯莱英连续性反应技术（以上为我们推测，请以公司公告为准）。考虑到可能还有未披露商业化合作项目，因此我们预测公司在已上市运用连续制造技术的创新药中渗透率至少在 20% 以上。公司新技术在获批上市创新药中渗透率直接体现了公司运用新技术订单情况以及公司竞争力，因此我们认为这也体现了公司较强的技术变现能力。

表 3：我们推测的 FDA 批准 10 个应用连续制造技术的 6 个创新药品种

获批年份	商品名	药企	适应症	成分
2015	Orkambi	Vertex	囊性纤维化	Lumacaftor/Ivacaftor（批准连续压片制剂工艺，非连续性反应技术工艺）
2016	Prezista	强生	HIV	Darunavir（2006 年 FDA 批准，此次批准为工艺变更为连续性反应）
2017	Verzenio	礼来	晚期乳腺癌	Abemaciclib
2018	Daurismo	辉瑞	75 岁或以上 AML	Glasdegib
2018	Symdeko	Vertex	囊性纤维化	Tezacaftor/Ivacaftor and Ivacaftor
2019	Trikafta	Vertex	囊性纤维化	Elexacaftor/Tezacaftor/Ivacaftor

资料来源：Roots Analysis, FDA, 浙商证券研究所

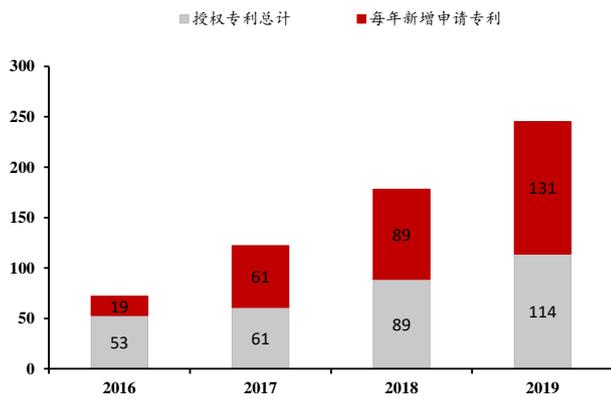
2021-2025 年公司新技术应用商业化项目有望新增 6 个+。根据 2019 年年报数据显示，公司连续性反应技术与生物酶催化技术等新技术在临床中后期项目中的应用率超过 30%。如果假设连续性反应技术在临床中后期项目中应用率为 20%，根据公司 2019 年公布完成 39 个 III 期项目，按照 III 期项目上市概率 80% 计算，我们预计未来 3-5 年凯莱英服务的使用连续性反应技术的商业化品种数量有望新增 6 个以上，这种优势技术在规模化订单中的应用有望提升公司小分子 CDMO 盈利能力。

边际加速：技术进入大规模应用期。伴随着监管部门（FDA 等）对连续性反应技术支持以及 MNCs 在连续性反应等新技术布局，我们预计连续性反应等新技术在临床阶段和商业化阶段应用率有望持续提升，后续将有更多的在连续性反应放大工艺有积累的 CDMO 企业受益。公司连续性反应技术已经在多个临床阶段和商业化阶段项目中应用，也就意味着公司在整个连续制造行业具有丰富的应用经验和成功案例。公司通过长期研发投入带来的在连续性反应技术上积累，也有望为公司后续在连续性反应技术保持领先以及议价权提供支撑。

2.2.2. 领先的专利数量

每年新申请专利数量领先可比公司。从公司年报公布数据可以看到，公司在高研发投入下不断将成本转化成无形资产，虽然无形资产在公司总资产占比很小，但是我们认为无形资产是公司隐形财富，并有可能成为未来影响获客/订单的关键因素之一，进一步影响未来业绩。通过不断突破新技术在规模化生产中的应用可以不断获取新的新订单，增加跟客户粘性，进一步提升盈利能力。

图 14：2016-19 年凯莱英新增专利申请和授权数量持续增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 15：截止 2017 年底凯莱英合计获授权发明专利数量领先



资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

3. 平台、订单共振，业绩加速可期

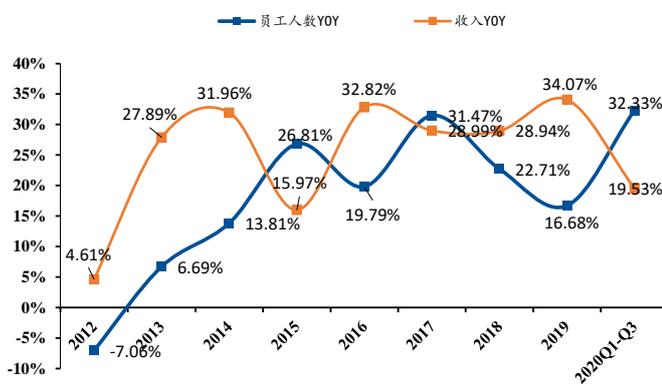
3.1. 供给端：产能和服务链加速拓展

凯莱英 2013-2016 年人员、固定资产维持在较低增速，但 IPO 后，产能加速增长，特别是多元化新技术平台、服务链拓展等方面持续加强布局，我们一直强调 CDMO 卖方市场的特点更多来自供给端技术能力的打造，随着公司中间体-原料药-制剂一体化拓展、生物大分子、临床 CRO 等拓展，有望逐步进入业绩加速兑现期。

3.1.1. 产能加速扩张，奠定未来业绩加速基础

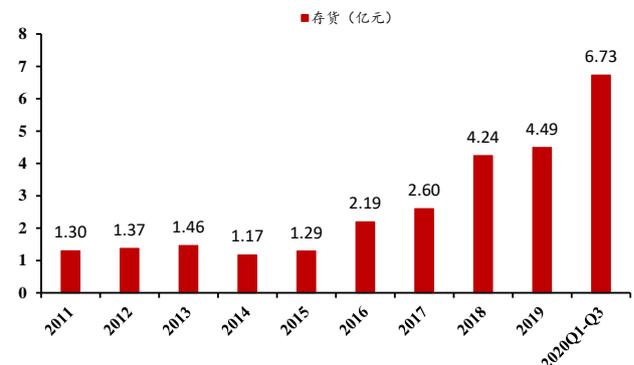
人员和收入增长线性相关，2021 年有望加速增长。我们一直强调目前国内 CDMO 行业体现明显的“供给决定需求”的卖方市场特点，CDMO 行业核心产能包括人员和固定资产，公司人员快速增长也奠定了未来收入持续增长的基础。短中期指标方面：1) 人员和收入增长存在较大的线性相关。我们对照公司收入同比增速和员工同比增速数据可以看出，公司前一年的员工人数同比增速能较好地反应下一年度收入端同比增速情况(我们认为出现这种现象可能是因为员工新入职后到完成负责订单并确认收入需要经历 6-12 个月时间周期，再考虑到新员工入职以秋季为主因此新增员工的收入贡献往往体现在下一个会计年度)。2020Q3 公司新增员工同比增速达到 32.33%，如果按照往年数据来看我们认为公司 2021 年收入有望加速增长，达到 30%左右。2) 公司 2020Q3 存货金额达到 6.73 亿，相比 2020 年初增加值同比增加 50%，一定程度上反映了公司在手订单的高景气度。

图 16：凯莱英员工人数增长能反映未来 1-2 年收入增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

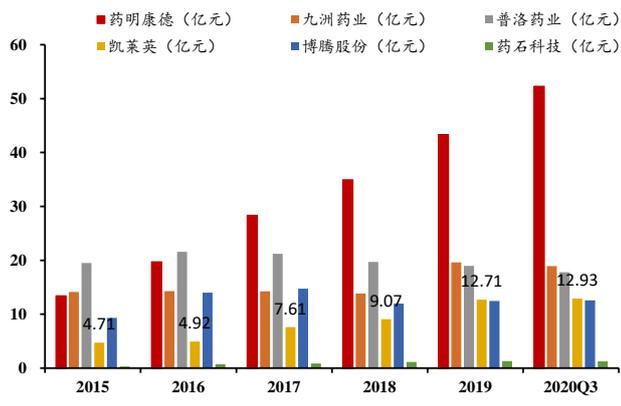
图 17：凯莱英 2020Q3 存货绝对值快速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

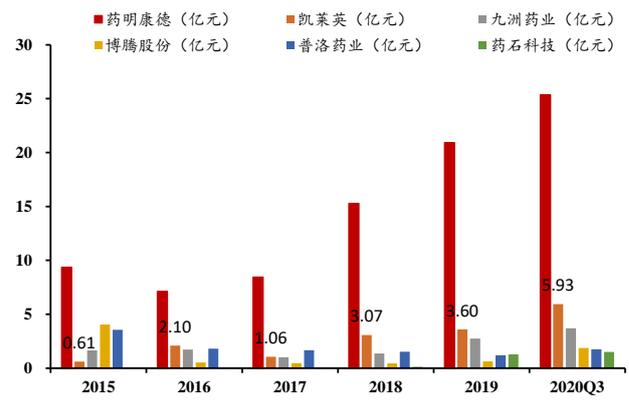
IPO 后进入一轮高投入期，奠定未来业绩放量基础。我们分析了公司历年固定资产和在建工程变化情况，从数据来看，2019 年公司吉林凯莱英制药工程、吉林凯莱英工程、凯莱英生命科学改造工程和凯莱英研发中心等持续转固，未来 3-5 年产能释放有望带来公司收入端持续增长。公司 2020 年完成定增方案，定增 23 亿元，其中 16 亿附近投入固定资产主要用于小分子和大分子 CDMO 产能的扩张。从目前公司在建工程绝对值来看，2020Q3 达到 5.93 亿（相比年初的增加值同比增速达到 65%），伴随着定增资金持续投入固定资产建设中，我们预计公司在建工程的规模有望持续快速扩大，奠定未来 3-5 年甚至更长周期的收入快速增长基础。

图 18：2015-20Q3 可比公司固定资产变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：2016 年 IPO 后凯莱英加大固定资产投入（在建工程）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

中间体为主，业务向 API 和制剂延伸有望持续提升天花板。从公司目前已有产能情况可以看出，公司目前主要产能集中在 cGMP 中间体生产（生产能力 1828m³），其次为非 cGMP 中间体生产（生产能力 857m³），API 生产的产能（生产能力 175m³）并不是很大，但是最近一直在扩张中。公司 2020 年中报披露凯莱英制药正式启动 API 厂房二期建设项目，该项目投产后，将进一步扩大原料药生产规模。伴随着公司向下游 API 和制剂 CDMO 产业链产能布局上持续加强，以及与海外客户合作逐步深入，未来公司收入天花板也有望持续向上提升。

表 4：凯莱英目前产能情况（此处为反应釜体积与实际供应能力可能会有偏差）

功能	生产能力
API 生产	174.73m ³ 5-100L
	200-8000L
cGMP 中试/规模化生产	1214.8m ³ 5-20000L
	613.2m ³ 500-20000L
非 cGMP 中试/规模化生产	857.4m ³ 200-20000L
高活性药物生产 (OEL<0.1μg/m ³)	7 个 D 级区 5-100L
	200-1000L
生物发酵	4*50L, 4*500L, 2*5000L 发酵罐

资料来源：第 20 届世界制药原料中国展公司宣传材料，浙商证券研究所

3.1.2. 服务链加速拓展，平台雏形渐成

小分子 CMO/CDMO 产能拓展，吉林凯莱英是收入和利润贡献主体：目前公司小分子 CMO/CDMO 业务承担主体是吉林凯莱英、阜新凯莱英和凯莱英生命科学。其中吉林凯莱英目前产能最大，2017 年第一次通过 FDA 官方审查之后开始承担中间体规模化生产，这也使得吉林凯莱英从 2018 年开始整体收入贡献达到 50%以上，净利润贡献达到 87%，成为公司收入和利润贡献最大主体。阜新凯莱英主要承担培南类关键母核（cGMP 关键中间体）生产，凯莱英生命科学主要以新技术开发和 cGMP 原料药及制剂生产为主。2018 年凯莱英生命科学因为厂区主要生产设施升级改造，以及新建制剂厂房和生产线导致净利润为负值，但是也可以看到 2019 年凯莱英生命科学部分升级产能及新建产能陆续恢复生产后，其盈利水平得到明显恢复。

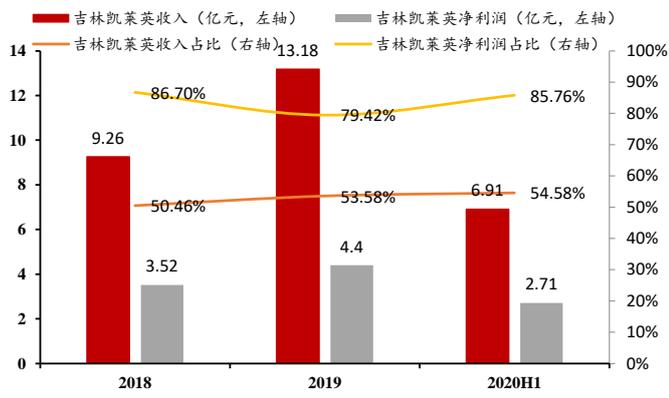
图 20：公司产业链拓展逐步成型



资料来源：公司招股书，公司公告及年报，浙商证券研究所

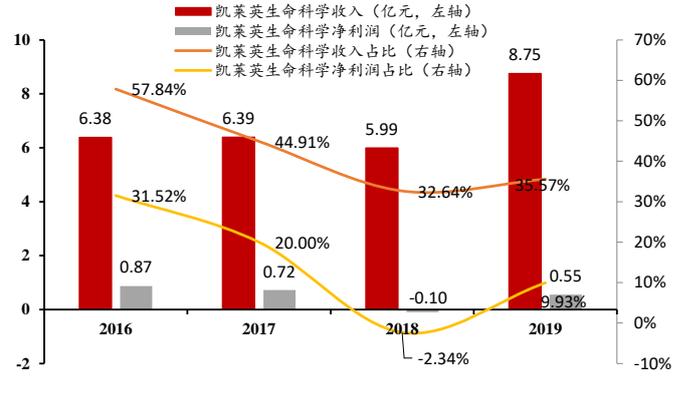
临床 CRO 业务已具备承接业务能力：2017 年成立凯莱英科技布局药物的 I-IV 期临床实验、原料药 MAH 业务、生物等效性 (BE) 研究等业务，加速与国内制药公司的全面合作。2020 年收购冠勤医药 (并入凯诺医药) 并成立凯莱泰欣强化临床前和临床 CRO 服务能力。

图 21：2018-20H1 吉林凯莱英收入和净利润占比最高



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 22：2016-19 年凯莱英生命科学收入和占比变化



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

大分子 CDMO 业务产能搭建中：公司 2019 年新设上海凯莱英生物子公司，子公司投资承建的“凯莱英金山生物技术研发中心”启动运营，标志着公司由小分子业务向生物药领域业务拓展迈出坚实且关键的一步。

3.1.3. 空间：小分子一体化及国内增量加速打开天花板

公司服务链条不断延伸，打造一站式服务平台。近年来，在小分子领域，公司从 cGMP 中间体逐渐延伸至 API、制剂等领域。就欧美大型制药公司而言，其 API、制剂向亚洲转移速度相对缓慢，随着合作持续深入，公司已承接部分客户的 API 项目。就中小创新药公司特别是国内公司，其服务项目通常为“API+制剂”，2019 年，公司承接“API+制剂”项目 22 个，注射剂业务启动第一个月已顺利承接 8 个新药临床项目。此外，公司还积极布局临床研究服务，并通过战略合作与业务拓展，逐步构建起创新药一体化服务生态圈，做全球新药研发生产的合伙人。

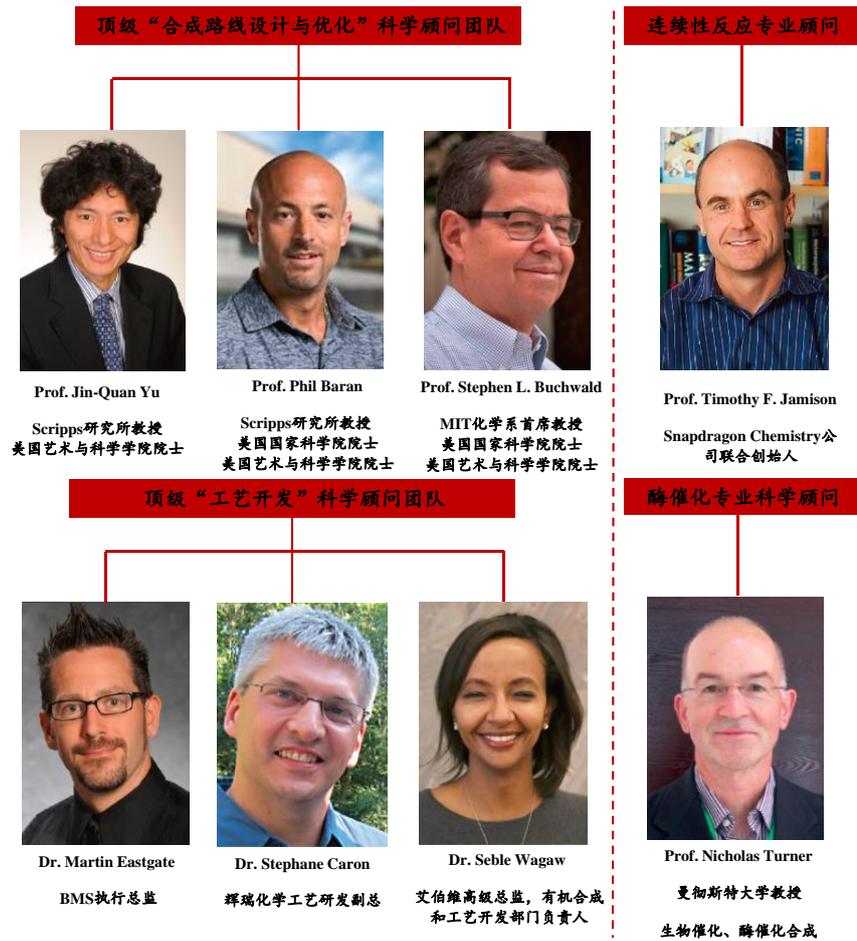
图 23：公司业务范围涵盖 CMC+临床研究一站式服务



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

顶级科学顾问团队助力公司新技术研发。在有机合成路线设计和工艺放大过程中会遇到诸多目前较难解决的问题，比如有机合成方法学开发，但是公司拥有目前世界上顶级的合成及工艺放大科学顾问团队，其丰富的合成路线设计和工艺放大经验将快速提升 CDMO 订单中遇到的合成和工艺放大的难题。顶层的科学家顾问团队能够为技术路线的设计及工艺开发提供支持，提升合成效率及产率，从而保证高效保质保量的完成 CDMO 订单，增加在客户中的认可度及粘性。

图 24：公司持续加大研发投入拓展可承接 CDMO 订单范围



资料来源：Wind，公司历年年报，浙商证券研究所

3.2. 需求端：漏斗效应下商业化订单量价双升

3.2.1. 漏斗效应下商业化订单有望量价双升，进入加速兑现期

商业化项目数量有望持续提升：临床项目数量快速增长奠定未来商业化项目数量持续增长。公司 2020H1 商业化阶段项目收入达到 7.37 亿元（YOY 9.67%），收入占比达到 58%，创近 10 年新高。我们认为公司商业化项目数量和单价都有持续提升趋势，从而带动业绩进入加速期。2020H1 完成商业化项目 24 个，临床 III 期 23 个，临床 I-II 期 77 个，以及技术服务项目 179 个，可以看出公司确认收入的项目数量继续提升，漏斗效应进一步彰显，这也为后续商业化项目的持续增加奠定了基础。

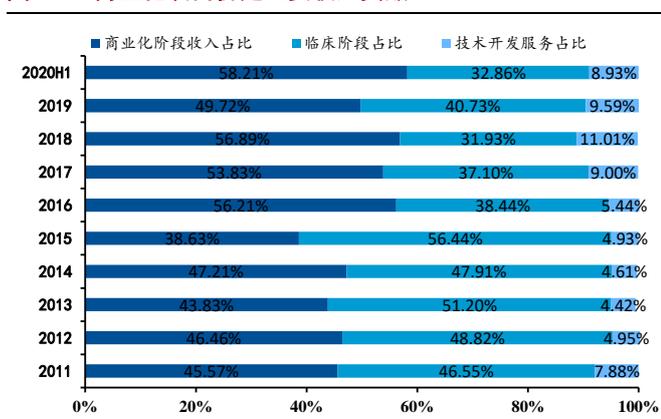
从公司招股书以及公司公告我们梳理了公司部分商业化项目的创新药数据，可以看到公司目前承担的大部分创新品种都处于销售额稳步向上发展的阶段。虽然默沙东的丙肝药物销售额近几年表现不佳，但是考虑到 2020 年开始默沙东的艾尔巴韦/格拉瑞韦大幅降价进入医保，国内较大的患者基数有望带动较大的药物需求，这也就意味着公司作为其中间体 CDMO 企业仍有望在未来 1-3 年内提供一定弹性。从目前公司 2016-2020H1 完成临床 III 期项目和完成商业化项目数量的差额变化也可以预期公司未来 3-5 年商业化项目数量有望持续向上突破，叠加在现有商业化订单贡献收入基础上，新的商业化订单有望带来弹性，从而带动业绩增长。

表 5：凯莱英商业化项目情况（以下为我们推测，具体品种请以公司公告为准）

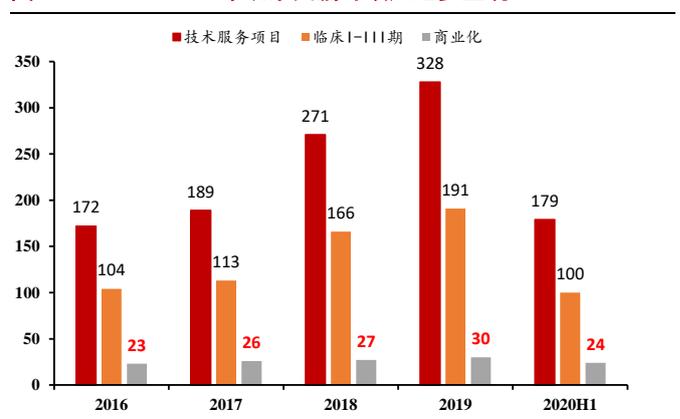
通用名 (中文)	商品名	通用名(中文)	公司	治疗领域	FDA 批准上市时间	全球销售额(亿美元)			
						2017	2018	2019	2020Q3
达沙替尼	Sprycel	Dasatinib	BMS	白血病	2006.1	20.05	20	21.1	15.76
依伐卡托	Kalydeco	Ivacaftor	Vertex	囊性纤维化	2012.1	8.45	10.08	9.91	6.10
盐酸帕唑帕尼	Votrient	Pazopanib Hydrochloride	诺华	软组织肉瘤	2012.4	8.08	8.28	7.55	-
卡非佐米	Kyprolis	Carfilzomib	安进	骨髓瘤	2012.7	8.35	9.68	10.44	7.93
恩杂鲁胺	Xtandi	Enzalutamide	辉瑞/阿斯泰来	前列腺癌	2012.8	5.9	6.99	8.38	7.41
头孢他啶/阿维巴坦	Avycaz	Ceftazidime/Avibactam	Allergan	抗生素	2015.2	0.61	0.95	1.17	-
沙库比曲/缬沙坦	Entresto	Sacubitril/Valsartan	诺华	心血管	2015.7	5.07	10.28	17.26	11.81
鲁马卡托/依伐卡托	Orkambi	Ivacaftor/Lumacaftor	Vertex	囊性纤维化	2015.7	13.21	12.62	13.32	6.92
艾尔巴韦/格拉瑞韦	Zepatier	Elbasvir/Grazoprevir	默沙东	丙肝	2016.1	16.6	4.55	3.7	1.22
维特克拉	Venclexta	Venetoxax	艾伯维/罗氏	CLL	2016.4	1.22	3.44	7.92	9.72
格卡瑞韦/哌仑他韦	Mavyret	Glecaprevir/Pibrentasvir	艾伯维	丙肝	2017.8	4.9	34.38	28.93	13.49
二盐酸沙丙蝶呤	Kuvan	Sapropterin	默克/BioMarin	苯丙酮尿症	2017.12	4.08	4.34	4.63	3.69

资料来源：浙商证券研究所

根据年报数据公布，公司累计服务的美国五大制药公司创新药项目数量占上述制药公司公布的临床后期研发管线的比例由 2019 年的 25% 进一步提升至 2020H1 的 27%，显示出公司服务订单数量持续扩大中。在商业化阶段项目方面，2020H1 公司相较 2019 年新增确认收入的欧美跨国制药公司商业化项目 3 个；部分海外大客户目前订单规模相较 2019 年已实现翻倍增长，显示出公司订单的高景气度。

图 25：商业化项目仍是主要收入贡献


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

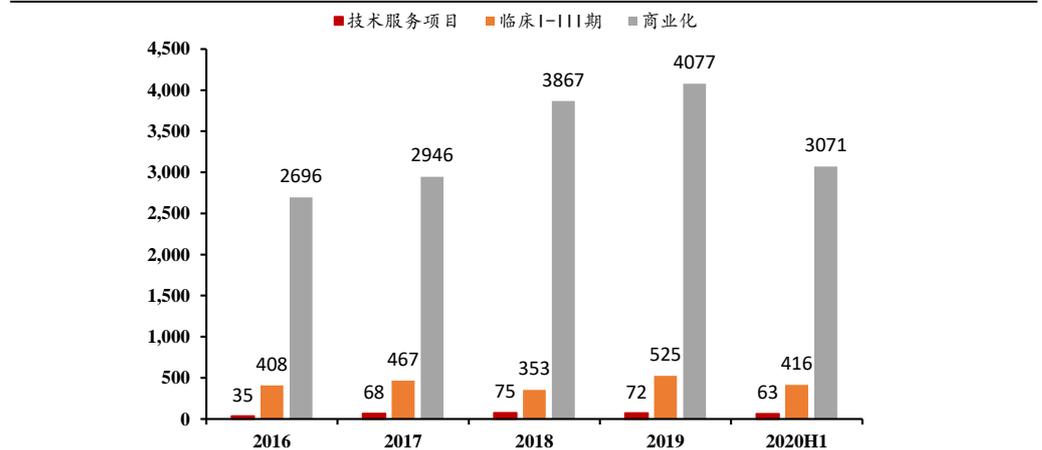
图 26：2016-2020 年凯莱英漏斗效应逐步显现


资料来源：Wind，浙商证券研究所

商业化项目单价有望进一步提升，动力来自于两方面：1) 临床阶段项目单价持续提升带来后续对商业化订单单价的导流。2019 年临床 III 期项目数增加数量 (15 个) 明显大于临床前期项目增加数量 (10 个)，这也使得公司 2019 年临床阶段项目单价相较 2018

年出现显著提升(项目单价从353万/个提升48.6%至525万/个)。根据公司官网数据,目前公司正在进行的临床阶段项目数量达到600+,这就意味着伴随着临床项目持续增长,漏斗效应也会越发明显,导流到商业化阶段订单单价也会有一定提升。2)技术上优势有望为公司带来更大的议价权。正如前文介绍的公司在新技术上不断加大研发投入和专利申请,这有利于公司在后续订单获取的过程中有更大的话语权(可以比竞争对手成本更低,生产效率更高),从而带动单价有进一步提升可能性。

图 27: 公司 CDMO 项目单价情况 (万元/个)



资料来源: Wind, 公司历年年报, 浙商证券研究所

3.2.2. 境内外需求加速, 客户结构优化

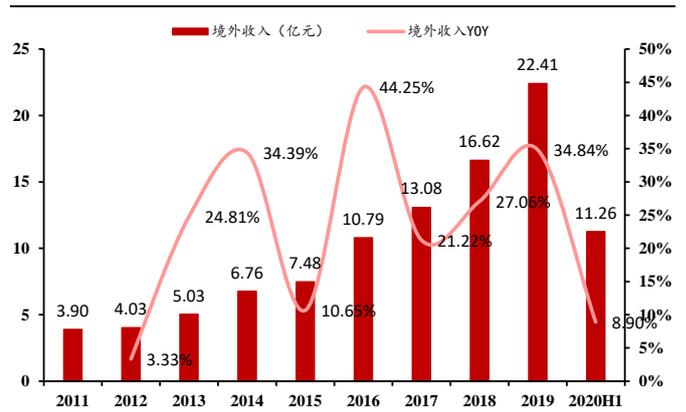
公司仍以海外订单为主, 境内收入受益 MAH 制度有加速趋势。从公司历年来境内外收入占比数据可以看出, 境外收入占比一直维持在 90% 以上。2020H1 公司境外客户收入达到 11.26 亿元 (YOY 8.9%), 主要是受到国内疫情影响导致公司订单执行和确认有推迟, 但是从公司 2020Q2-Q3 整体收入端同比增速分别恢复至 28% 和 26% 可以看出公司境外收入仍然保持快速增长。我们认为伴随着公司漏斗效应持续体现, 公司海外药企的商业化项目有望实现稳步增长, 从而带动境外收入快速增长。

图 28: 凯莱英境外收入和境内收入占比情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 29: 凯莱英境外收入及增速变化

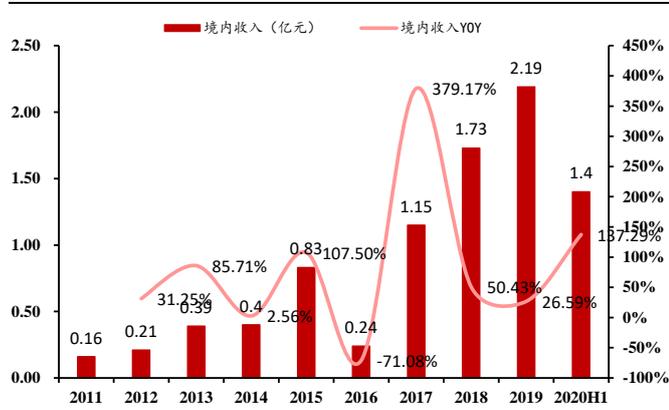


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司 MAH 项目数量增长快, 未来 3-5 年境内业务有望保持高增长趋势。值得注意的是, 伴随着 2019 年正式出台 MAH 制度, 推动国内本土创新药企业陆续寻求 CMO/CDMO 企业以降低生产成本, 提升供货效率。公司 2019 年末在手中国客户 NDA 项目超过 10 个。2020H1 公司国内 NDA 项目在手订单数量快速增长至超过 20 个, 这也带动公司 2020H1 境内收入达到 1.4 亿元 (YOY 138.21%)。我们预计伴随着更多的本土创新药企业创新药

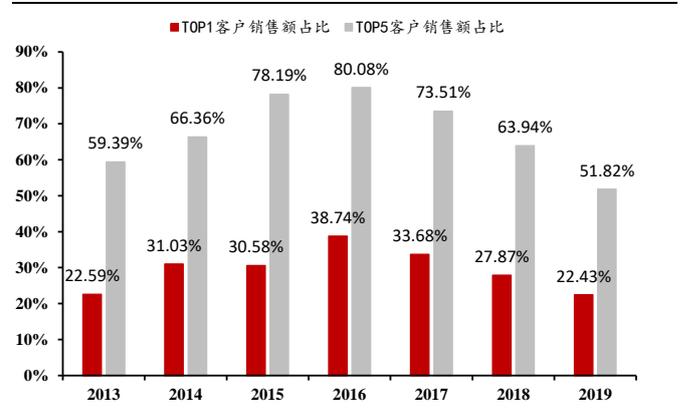
品种陆续进入商业化阶段, 会为公司带来更多的订单, 从而奠定公司未来 3-5 年境内收入保持高速增长。从 CDE 官网数据来看, 目前公司已经承担的国内 MAH 创新药生产项目包括再鼎医药的尼拉帕利(已上市)和奥玛环素(NDA 阶段), 以及和黄医药的索凡替尼和呋喹替尼, 销售额均处于逐步放量的阶段。

图 30: 凯莱英境内收入和增速变化



资料来源: Wind, 公司年报和季报数据, 浙商证券研究所

图 31: 凯莱英 TOP 1 和 TOP 5 客户收入占比趋势变化



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

客户结构持续优化, 单个客户收入扰动持续降低。我们也分析了公司历年来前五大客户收入占比变化, 可以明显看到公司从 2016 年开始 TOP1 和 TOP5 客户收入占比持续保持稳定下降的状态, 2020H1 公司 TOP1 和 TOP5 客户收入占比分别达到 22.43% 和 51.82%, 意味着单个客户扰动对公司业绩影响逐步降低。我们认为 TOP5 客户收入占比有可能出现趋势性下降, 一方面跟公司 2017 年起就开始加大国内客户拓展及 MAH 订单进入收获期有关, 另一方面越来越多的订单逐步进入临床中后期甚至商业化阶段, 大大降低了单个品种/客户订单收入在总收入中占比, 这也体现了公司在新订单获取能力和新客户拓展能力持续提升。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 业务拆分与预测

基于以上对公司业务分析以及未来固定资产投资节奏，定制研发生产和技术开发服务的项目推进情况，我们对公司 2020-2022 年收入进行了预测。

1) 定制研发生产：①临床阶段项目：基于公司 2017-2019 年临床阶段项目数量变化以及收入变化趋势，我们认为公司 2020-2022 年临床阶段项目（I-III 期）数量有望从 2019 年的 191 个增加至 2020-2022 年的 223/273/333 个（漏斗效应+公司技术优势下承担项目数有望逐年增加，假设 2020-2022 年每年分别增加 32/50/60 个项目），项目单价由 2019 年的 5.2 百万/人增加至 2020-2022 年的 5.8/6.4/6.9 百万/个（从历史趋势看业务稳定后项目单价有望持续提升），对应收入增速有望达到 29%/35%/32%；**②商业化阶段项目：**基于公司 2017-2019 年临床阶段项目数量变化以及收入变化趋势，我们认为公司 2020-2022 年商业化项目数量有望从 2019 年的 30 个增长至 36/43/50 个（漏斗效应下公司商业化项目数量有望逐年稳步增加，假设 2020-2022 年每年分别增加 6/7/7 个项目），项目单价由 2019 年的 40.8 百万/人增加至 2020-2022 年的 42.8/46.8/52.8 百万/个（单价提升主要是因为规模化效应以及技术优势带来议价权提升），对应收入增速有望达到 26%/31%/31%。综合以上临床阶段和商业化阶段业务增速的预测，我们认为公司定制研发生产服务 2020-2022 年收入同比增速分别有望达到 28%/32%/31%。

2) 技术开发服务：基于公司 2017-2019 年技术开发服务项目数量变化以及收入变化趋势，我们认为公司 2020-2022 年技术开发服务项目数量从 2019 年的 328 个增加至 400/470/550 个（公司技术优势下承担项目数有望逐年增加，假设 2020-2022 年每年分别增加 72/70/80 个项目），项目单价由 2019 年的 0.72 百万/人增加至 2020-2022 年的 0.81/0.91/1.01 百万/个（单价提升主要是因为技术优势带来议价权提升），对应收入增速有望达到 38%/32%/30%。

3) 其他业务：基于 2020H1 其他业务收入，我们预计公司 2020 年有望达到 4 百万，假设公司其他业务收入 2020-2022 年保持稳定，收入端同比增速分别为 6567%/0%/0%。

表 6：凯莱英细分业务板块拆分及营收预测

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
定制研发生产收入	1294.14	1630.51	2224.31	2835.27	3754.58	4930.99
YOY	24.0%	26.0%	36.4%	27.5%	32.4%	31.3%
毛利率	50.0%	44.6%	43.7%	46.5%	47.2%	48.0%
毛利	647.56	726.85	972.27	1318.40	1773.37	2366.87
临床阶段收入	527.68	586.04	1,001.50	1,295.91	1,743.90	2,292.99
YOY	24.4%	11.1%	70.9%	29.4%	34.6%	31.5%
毛利率	48.6%	41.4%	46.4%	46.5%	47.5%	48.0%
毛利	256.66	242.74	464.20	602.60	828.35	1100.63
商业化阶段收入	766.46	1,044.47	1,222.81	1,539.36	2,010.68	2,638.00
YOY	23.7%	36.3%	17.1%	25.9%	30.6%	31.2%
毛利率	51.0%	46.4%	41.6%	46.5%	47.0%	48.0%
毛利	390.89	484.11	508.08	715.80	945.02	1266.24
技术开发服务收入	128.20	202.18	235.61	324.36	428.12	556.00
YOY	114.9%	57.7%	16.5%	37.7%	32.0%	29.9%

毛利率	70.0%	61.7%	62.4%	62.5%	63.0%	63.5%
毛利	89.71	124.79	147.04	202.73	269.72	353.06
其他业务收入	0.70	2.19	0.06	4.00	4.00	4.00
YOY		212.86%	-97.26%	6566.67%	0.00%	0.00%
毛利率		72.59%	70.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	-0.98	1.59	0.04	0.00	0.00	0.00
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	1423.04	1834.88	2459.98	3163.63	4186.70	5490.98
YOY	29.0%	28.9%	34.1%	28.6%	32.3%	31.2%
毛利率	51.7%	46.5%	45.5%	48.1%	48.8%	49.5%
毛利	736.29	853.22	1119.36	1521.13	2043.09	2719.93

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 估值与投资建议

基于公司核心业务分析,我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.03、4.08、5.38 元,按 2021 年 3 月 12 日收盘价对应 2020 年 85 倍 PE (2021 年为 63 倍)。参考可比公司估值,考虑到公司新技术应用领先性、CDMO 业务未来较大的成长空间、公司商业化订单进入收获期以及 API 和制剂产能持续释放,我们给予凯莱英 2021 年 75-80 倍 PE,对应市值区间约 741-790 亿元,首次覆盖并给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值

代码	重点公司	现价		EPS			PE			评级
		21/03/12	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
300363.SZ	博腾股份	42.26	0.34	0.60	0.80	124	70	53	买入	
600259.SZ	药明康德	139.84	0.76	1.18	1.52	184	119	92	买入	
300759.SZ	康龙化成	119.28	0.69	1.45	1.63	173	82	73	买入	
300725.SZ	药石科技	152.09	1.05	1.41	2.01	145	108	76	买入	
603456.SH	九洲药业	33.31	0.30	0.47	0.68	111	71	49	买入	
	平均值					147	90	69		
002821.SZ	凯莱英	256.50	2.28	3.03	4.08	113	85	63	买入	

资料来源：浙商证券研究所

5. 风险提示

1) **全球创新药研发投入景气度下滑的风险**。由于公司所处行业与创新药企研发投入相关性较大,也与全球生物医药行业投融资景气度息息相关,若全球研发投入不达预期有可能或造成公司业绩受到影响。

2) **竞争风险**。目前国际上有较多企业开展 CDMO 业务,存在竞争风险。

3) **新业务拓展不及预期风险**。公司在从事小分子 CDMO 业务的同时,不断拓展业务领域到大分子 CDMO、临床 CRO 服务等之前未涉及领域,存在新业务拓展不及预期风险。

4) **汇兑风险**。公司目前超过 90%收入来自海外客户,可能存在因为人民币升值带来的汇兑损失的风险。

5) **业绩不达预期风险**。公司订单等执行有可能不及预期,带来业绩不达预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1639	4598	4655	4807
现金	435	3002	2668	2440
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	659	784	986	1228
其它应收款	12	15	20	26
预付账款	28	35	45	58
存货	449	706	879	998
其他	56	56	56	56
非流动资产	2120	2704	3729	5217
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	201	250	250	250
固定资产	1271	1471	2058	3042
无形资产	122	146	158	176
在建工程	360	540	960	1440
其他	165	296	303	309
资产总计	3759	7301	8383	10024
流动负债	504	899	927	1192
短期借款	0	150	0	0
应付款项	267	411	493	637
预收账款	20	79	105	137
其他	217	259	330	418
非流动负债	209	255	320	390
长期借款	0	0	0	0
其他	209	255	320	390
负债合计	713	1154	1247	1582
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	3046	6147	7136	8441
负债和股东权益	3759	7301	8383	10024
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	601	904	976	1472
净利润	554	734	988	1306
折旧摊销	7	75	99	141
财务费用	(4)	20	42	76
投资损失	1	8	0	0
营运资金变动	(125)	135	(1)	37
其它	168	(68)	(152)	(89)
投资活动现金流	(700)	(835)	(1117)	(1623)
资本支出	(418)	(450)	(1100)	(1600)
长期投资	(201)	(49)	0	0
其他	(81)	(337)	(17)	(23)
筹资活动现金流	(102)	2398	(292)	(176)
短期借款	0	150	(150)	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(102)	2248	(142)	(176)
现金净增加额	(201)	2467	(434)	(328)

资料来源：浙商证券研究所

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2460	3164	4187	5491
营业成本	1341	1643	2144	2771
营业税金及附加	23	28	38	49
营业费用	88	111	142	181
管理费用	264	323	419	538
研发费用	193	269	350	450
财务费用	(4)	20	42	76
资产减值损失	10	12	16	21
公允价值变动损益	(12)	5	5	5
投资净收益	(1)	(8)	0	0
其他经营收益	91	75	75	65
营业利润	624	830	1116	1473
营业外收支	(0)	(3)	(3)	(3)
利润总额	624	826	1113	1470
所得税	70	92	124	164
净利润	554	734	988	1306
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	554	734	988	1306
EBITDA	620	861	1143	1547
EPS (最新摊薄)	2.28	3.03	4.08	5.38
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	34.07%	28.60%	32.34%	31.15%
营业利润	35.17%	33.05%	34.53%	31.98%
归属母公司净利润	29.32%	32.50%	34.68%	32.08%
获利能力				
毛利率	45.50%	48.08%	48.80%	49.53%
净利率	22.51%	23.20%	23.61%	23.78%
ROE	19.94%	15.97%	14.88%	16.76%
ROIC	17.84%	11.08%	13.00%	14.78%
偿债能力				
资产负债率	18.98%	15.80%	14.88%	15.79%
净负债比率	0.00%	13.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.25	5.11	5.02	4.03
速动比率	2.36	4.33	4.07	3.19
营运能力				
总资产周转率	0.71	0.57	0.53	0.60
应收帐款周转率	4.16	4.37	4.66	4.84
应付帐款周转率	4.94	4.85	4.74	4.90
每股指标(元)				
每股收益	2.28	3.03	4.08	5.38
每股经营现金	2.48	3.73	4.02	6.07
每股净资产	13.17	25.35	29.42	34.81
估值比率				
P/E	112.31	84.76	62.94	47.65
P/B	19.48	10.12	8.72	7.37
EV/EBITDA	47.66	68.91	52.07	38.63

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>