

药明康德 VS 凯莱英 VS 博腾

2021 年 6 月跟踪，小分子 CDMO 产业链深度梳理

今天，我们继续跟踪 CXO 行业的近况。本文，我们重点跟踪小分子 CDMO 龙头：凯莱英 VS 药明康德 VS 博腾股份。

2021 年 4 月 23 日，**凯莱英**发布 2021 年一季报：实现营业收入 7.77 亿元，同比增长 63.45%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 42.86%。

2021 年 4 月 30 日，**药明康德**发布 2021 年一季报：实现营业收入 49.5 亿元，同比增长 55.31%；归母净利润 15 亿元，同比增长 394.92%。

2021 年 4 月 28 日，**博腾股份**发布 2021 年一季报：实现营业收入 5.43 亿元，同比增长 38.99%；归母净利润 0.88 亿元，同比增长 82.9%。

从机构预测收入情况来看：

凯莱英——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 41.61 亿元、54.5 亿元、70.93 亿元，同比增速分别为 32.11%、30.99%、30.13%。根据其历史三年中报收入占全年收入的平均比重（41.98%）计算，中报收入需达到 17.47 亿元，同比增长 37.99%，才能符合市场预期。

药明康德——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 217.14 亿元、282.75 亿元、369.61 亿元，同比增速分别为 31.32%、30.21%、30.72%。根据其历史三年中报收入占全年收入的平均比重（45.13%）计算，中报收入需达到 98 亿元，同比增长 35.52%，才能符合市场预期。

博腾股份——2021-2023 年，wind 机构一致预测收入规模大约为 27.49 亿元、35.92 亿元、46.68 亿元，同比增速分别为 32.66%、30.67%、29.97%。根据其历史三年中报收入占全年收入的平均比重（42.66%）计算，中报收入需达到 11.73 亿元，同比增长 26.78%，才能符合市场预期。

看到这里，有几个值得我们思考的问题：

1) 这个领域近期的增长变动情况，背后原因是什么？

2) 几家公司的关键经营数据，以及长期竞争优势，变动如何？

(壹)

首先，我们先从收入体量和业务结构方面，对几家公司有一个大致了解。

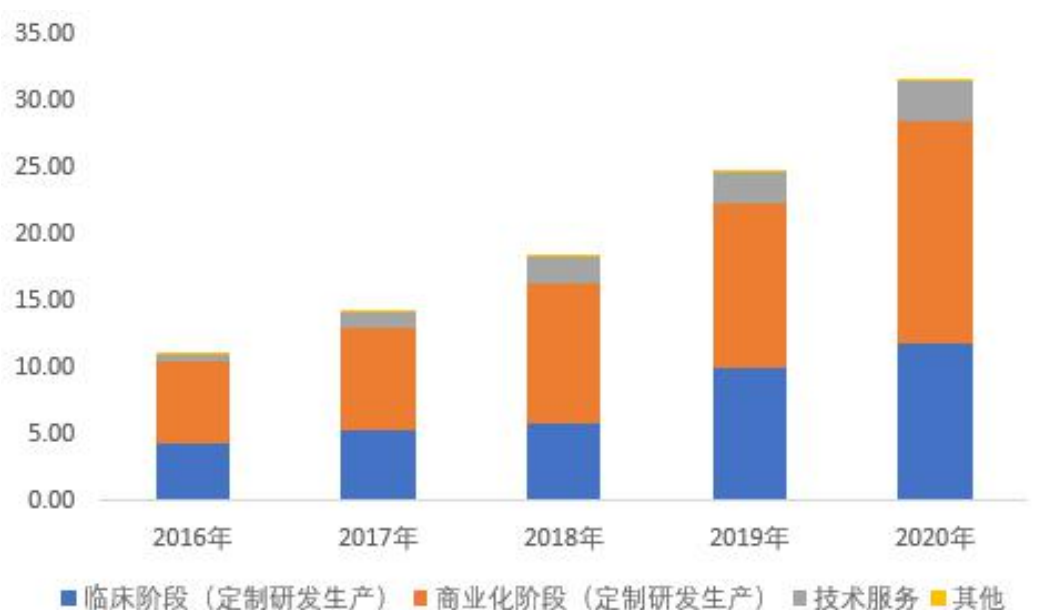
以 2020 年年报为例，药明康德（165.35 亿元）> 凯莱英（31.5 亿元）> 博腾股份（20.72 亿元）。

从收入结构来看：

凯莱英——2020 年，其临床阶段（定制研发生产）业务占比 37.46%（2019 年为 40.71%），商业化阶段（定制研发生产）业务占比 52.63%（2019 年为 49.71%），技术服务业务占比 9.85%（2019 年为 9.58%）。

其中，其商业化阶段业务占比略有提升，可能由于客户商业化产品放量所致。

同时，报告期内，凯莱英还在拓展化学大分子业务（多肽、多糖、寡核苷酸、毒素-连接体、多肽-药物偶联体等）、制剂、生物大分子 CDMO、临床研究服务等业务。

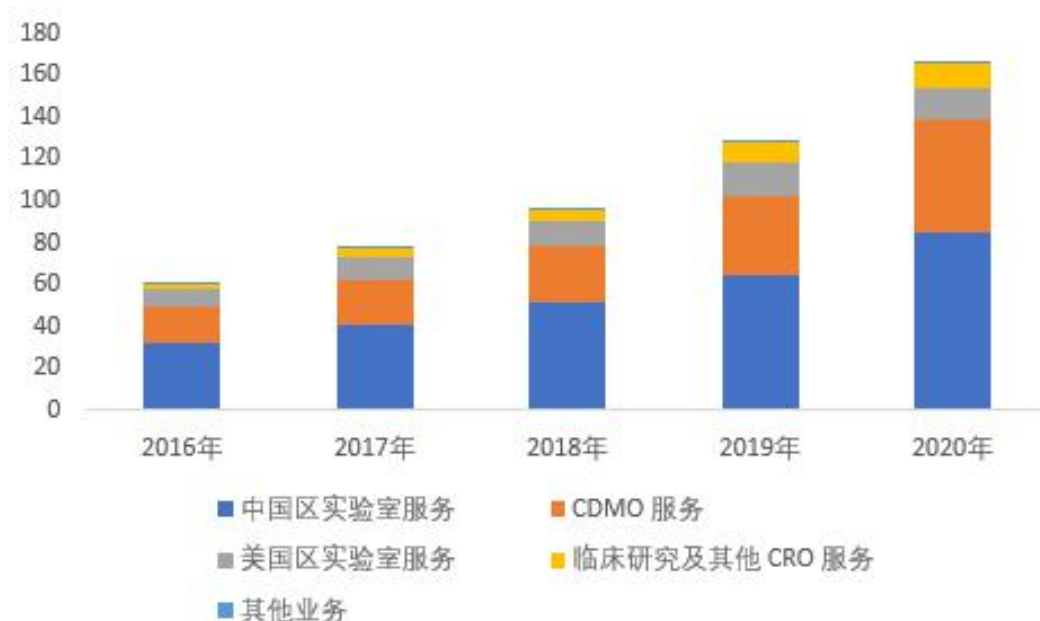


图：凯莱英收入结构

来源：塔坚研究

药明康德——2020 年，其中国区实验室业务占比 51.68%（2019 年为 50.29%），CDMO 业务占比 31.94%（2019 年为 29.15%），美国区实验室业务占比 9.17%（2019 年为 12.14%），临床研究及其他 CRO 业务占比 7.07%（2019 年为 8.26%）。

其中，美国区实验室业务占比略有下降，主要受卫生事件影响，国外客户项目延期所致；临床研究及其他 CRO 业务占比略有下降，主要受卫生事件影响，执行和新订单签订困难所致。



图：药明康德收入结构

来源：塔坚研究

博腾股份——2020年,其临床后期及商业化业务占比69.93%(2019年为66.19%),临床早期业务占比27.24%(2019年为31.67%),其他业务占比2.82%(2019年为2.14%)。

需要注意的是,2017年其临床后期及商业化业务收入占比有较大幅度的下降,主要由于其大客户的丙肝产品市场需求下降,以及抗糖尿病产品客户备货策略调整,导致收入下滑。

同时,随着2017年开始进行战略转型,新增了针对临床早期(2期及之前)的研究开发服务,且随着临床早期项目数量增加,该部分业务占比也随之逐渐提升。

此外，报告期内其还在拓展生物 CDMO 和制剂 CDMO 业务，但目前仍在培育初期。



图：博腾股份收入结构

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增速情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增长



图：季度收入增速

来源：塔坚研究

2020 年之前增速来看，凯莱英 > 药明康德 > 博腾股份，不过 2020 年之后，博腾股份 > 药明康德 > 凯莱英。

2020 年之前——

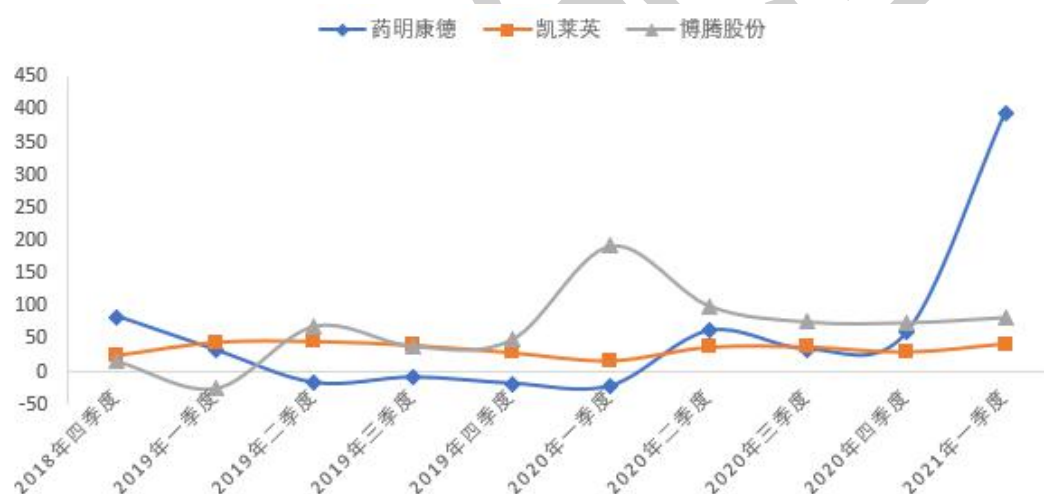
凯莱英的收入增速较快，一方面受益于合作大客户的药品放量（来自大客户收入同比增长 29.69%）；另一方面，则受益于中小创新药公司客户的拓展带来的收入增长（来自中小创新药公司收入同比增长 45.09%）。

博腾股份收入增速相对较慢，主要受其核心客户的丙肝产品市场需求下降，以及抗糖尿病产品客户备货策略调整，导致其收入出现下滑。不过随着该影响的逐渐消化，2019 年收入增速出现回升。

2020 年——

博腾股份的收入增速较快，主要受益于原有商业化产品的需求增加，以及新增临床后期项目带来的销售增长。而凯莱英收入增速较低，主要受卫生事件影响，产能释放受限，且汇兑损益影响较多所致。

2) 利润增长



图：季度归母净利润增速

来源：塔坚研究

对比来看，博腾股份的归母净利润增速较高，而药明康德则波动较大。

博腾股份的归母净利润增速较高,一方面受益于其近年来收入增速不断提升;另一方面,则受益于附加值较高的原料药项目占比提升,拉升整体毛利率所致。

药明康德的归母净利润增速波动较大,主要受投资收益及公允价值变动净收益的波动影响所致。

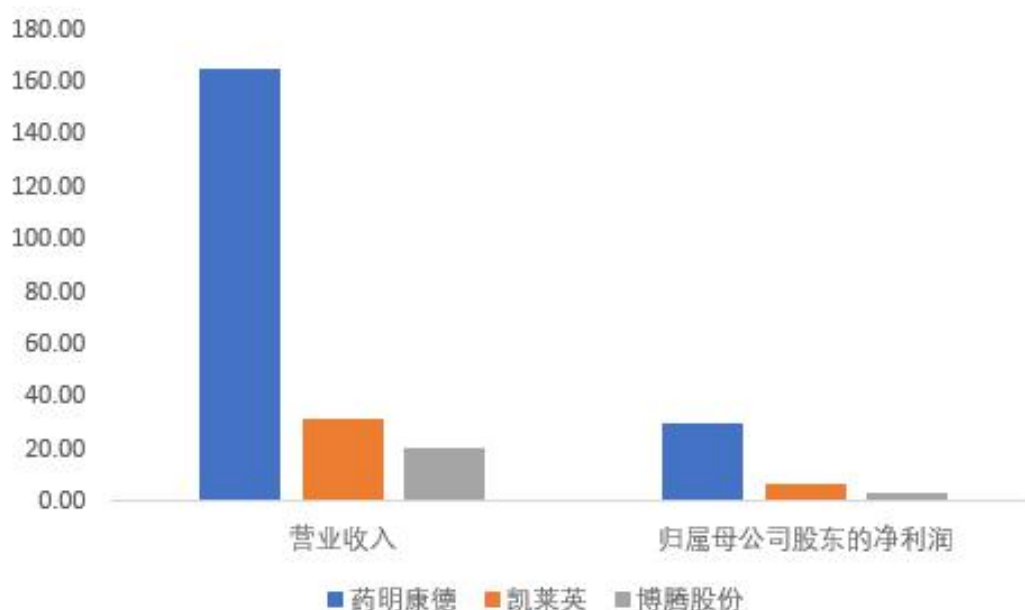
(叁)

对增长态势有感知后,我们再将三家公司的收入和利润情况拆开,单看 2020 年年报数据。

	营业收入	营业收入 (同比增长率)	归属母公 司股东的 净利润	归属母公 司股东的 净利润(同 比增长率)	销售毛利 率	销售净利 率
药明康德	165.35	28.46	29.60	59.62	37.99	18.06
凯莱英	31.50	28.04	7.22	30.37	46.55	22.92
博腾股份	20.72	33.56	3.24	74.84	41.68	15.60

图：2020 年报数据

来源：塔坚研究



图：收入及归母净利润

来源：塔坚研究

从收入规模上来看，药明康德 > 凯莱英 > 博腾股份。从收入增速上来看，博腾股份 > 药明康德 ≈ 凯莱英。

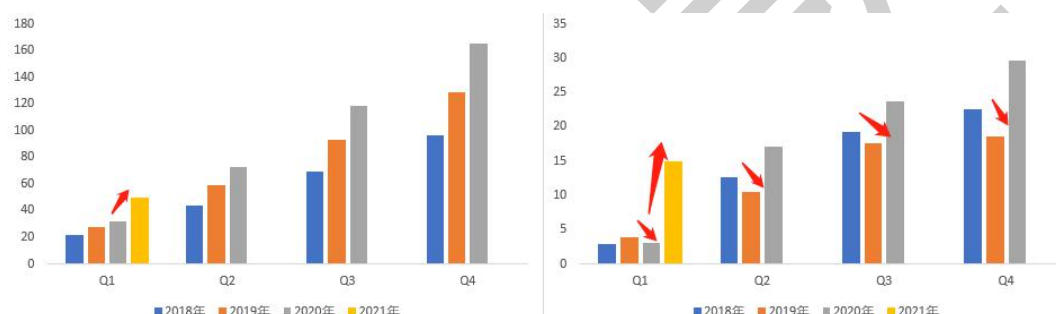
药明康德——2020 年，其收入为 165.35 亿元，同比增长 28.46%；归母净利润为 29.6 亿元，同比增长 59.62%。

从单季度收入上来看，2021 年 1 季度，其收入为 49.5 亿元，同比增长 55.31%；归母净利润为 15 亿元，同比增长 394.92%。

其收入增速较快，主要由于 2020 年受卫生事件影响，基数较低。分业务来看，其 CDMO 业务同比增长高达 100%，中国区实验室和临

床研究及其他 CRO 两块业务同比增长接近或超过 50%。而其归母净利润增长较快，主要受投资收益及公允价值变动驱动。

此外，其 2019 年 Q2-Q4、2020 年一季度归母净利润出现下滑，以及 2021 年 Q1 大幅上升，均受投资收益及公允价值变动影响。若剔除这部分影响，其归母净利润仍保持增长态势。



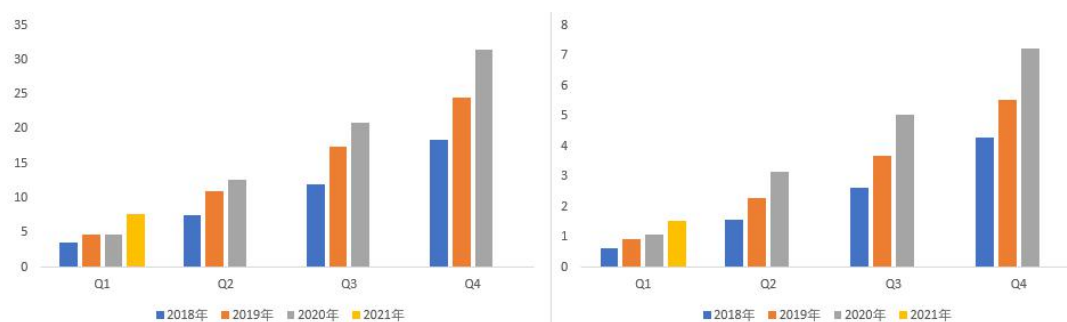
图：季度收入（图左）、季度归母净利润（图右）

来源：塔坚研究

凯莱英——2020 年，其收入为 31.5 亿元，同比增长 28.04%；归母净利润为 7.22 亿元，同比增长 30.37%。

从单季度收入上来看，2021 年一季度，其收入为 7.77 亿元，同比增长 63.45%；归母净利润为 1.54 亿元，同比增长 42.86%。

其收入增速较快,一方面,由于 2020 年一季度受卫生事件基数较低;另一方面,由于其交付订单和服务增长所致。同时,其归母净利润增速低于收入增速,主要由于人民币升值导致营业成本增加所致。



图：季度收入（图左）、季度归母净利润（图右）

来源：塔坚研究

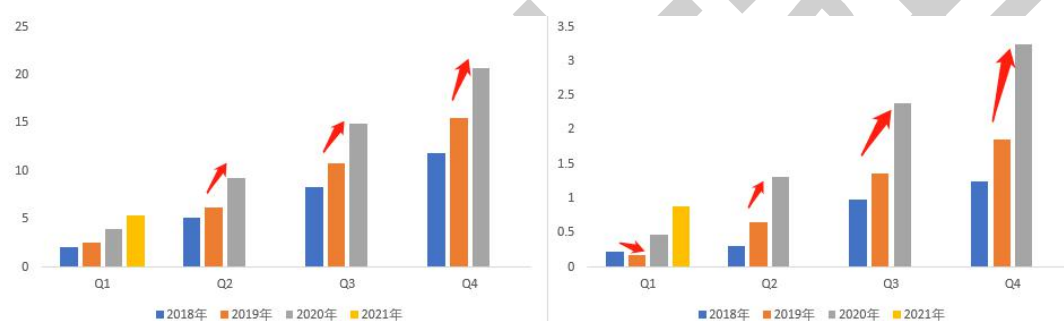
博腾股份——2020 年，其收入为 20.72 亿元，同比增长 33.56%；归母净利润为 3.24 亿元，同比增长 74.84%。

其 2020 年收入和归母净利润均有较大幅度的提升,主要受原有商业化品种需求增加,以及新增临床后期阶段项目带动收入增长。加之,由于产能利用率、运营效率和产品结构的优化,毛利率提升(同比增加 3.84 个百分点),使其净利润增速较高。

从单季度收入上来看,2021 年一季度,其收入为 5.43 亿元,同比增长 38.99%;归母净利润为 0.88 亿元,同比增长 82.9%。

其收入增速较快，主要由于其原料药 CDMO 业务的产品交付能力和服务产品数量均有较大提升。同时，由于毛利率提升（同比增加 2.45 个百分点），使其净利润增速较高。

需要注意的是，2019 年一季度，其归母净利润出现下滑，一方面，由于其对应收账款计提资产减值损失；另一方面，由于 2018 年全资子公司处置房产获得一次性的资产处置收益所致。



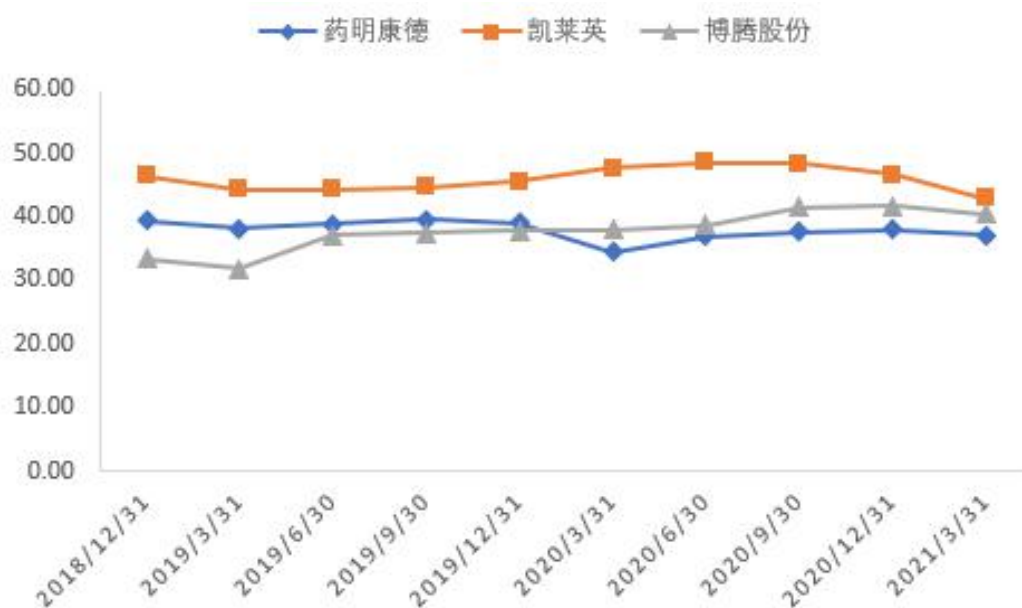
图：季度收入（图左）、季度归母净利润（图右）

来源：塔坚研究

（肆）

对比完增长情况，我们再来看利润率、费用率的变动情况：

首先，来看毛利率：



图：毛利率

来源：塔坚研究

从近十个季度来看，凯莱英 > 博腾股份 > 药明康德。其中：

药明康德——毛利率较低，主要受低毛利的美国区实验室服务和临床研究及其他 CRO 服务业务拖累，单从 CDMO 业务毛利率来看，在 40% 左右，与博腾股份相近。

博腾股份——毛利率持续提升，主要由于产能利用率、运营效率和产品结构的优化所致。

凯莱英——毛利率较高，一方面，受益于其持续加大连续性反应、酶催化等技术在研发生产中的应用；另一方面，受益于产能利用率保

持较高水平。而从 2020 年 3 季度开始，其毛利率出现下滑，主要受汇率影响。

从各家的成本结构上来看，凯莱英和博腾股份的成本主要为直接材料（占比 50%左右），而由于药明康德主要收入来源为中国区实验室（药物发现和临床前 CRO），因此，成本主要为直接人工和制造费用。

	药明康德 (2017年)	凯莱英	博腾股份
直接材料	25.10%	48.89%	58.70%
直接人工	38.24%	12.13%	8.43%
制造费用	36.66%	36.72%	26.64%
其他		2.26%	6.23%

图：营业成本构成

来源：塔坚研究

再来看净利率：



图：净利率

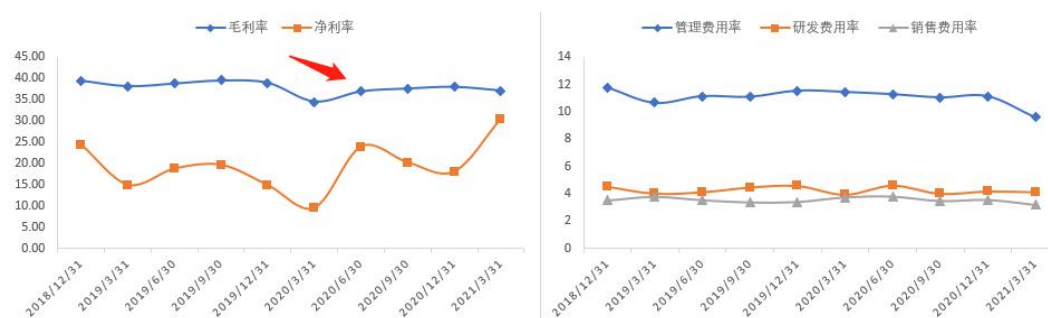
来源：塔坚研究

对比来看，凯莱英 > 博腾股份 > 药明康德。其中，凯莱英的净利率较高，主要由于其毛利率较高，而博腾股份的净利率较低同样受毛利率影响。药明康德的净利率波动较大，则主要受投资收益和公允价值变动损益的波动影响。若剔除这部分影响，则与毛利率变动趋势一致。

(伍)

对利润率变动情况有感知后，我们再将三家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

药明康德——2021 年 Q1，毛利率为 37.1%，同比上升 2.6%；净利率为 30.44%，同比上升 20.87%。



图：药明康德利润率情况

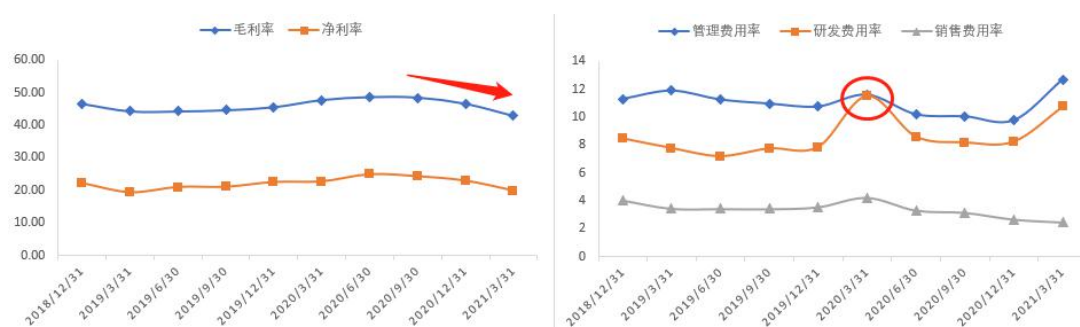
来源：塔坚研究

毛利率方面，基本维持平稳，但在 2020 年一季度出现较大幅度下降，主要由于受卫生事件影响，美国区实验室业务运营效率下降，临床研究及其他 CRO 业务在病人招募和项目开展上出现延迟，导致毛利率阶段性下降。不过随着该影响的减弱，其毛利率也逐渐恢复。2021 年一季度，其毛利率已经基本恢复至 2019 年水平。

净利率方面，波动较大，主要受投资收益和公允价值变动损益的波动影响。

费用率方面，基本维持稳定。

凯莱英——2021 年 Q1，毛利率为 42.87%，同比下降 4.83%；净利率为 19.86%，同比下降 2.86%。其毛利率出现较大幅度下滑，主要受人民币升值影响。



图：凯莱英利润率情况

来源：塔坚研究

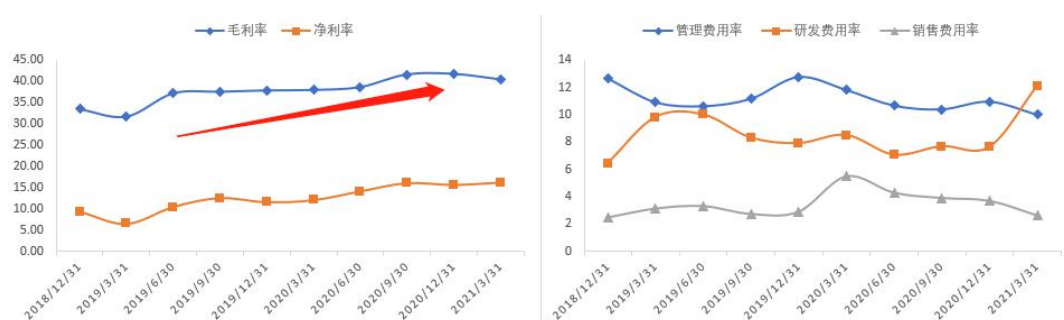
毛利率方面，基本维持稳定，2020 年三季度之后出现下滑，主要受汇率影响。

净利率方面，基本与毛利率变动趋于一致。

费用率方面，基本维持稳定。其中，2020 年一季度，各费用率均出现了上涨，主要由于受卫生事件影响，当期收入同比下滑，加之其加大对研发投入所致。此外，2021 年一季度，其管理费用和研发费用均出现上升，主要由于加大对高端人才引进、支付薪酬及股权激励费用增加所致。

同时，需要注意的是，其销售费用在持续下降，近两个季度甚至略低于药明康德。说明其在客户中的地位持续提升，不再需要投入大量销售费用拓展客户。

博腾股份——2021 年 Q1，毛利率为 40.39%，同比增长 2.45%；
净利率为 16.15%，同比增长 4.09%。



图：博腾股份利润率情况

来源：塔坚研究

毛利率方面，近年来持续提升，主要受益于产能利用率、运营效率和产品结构的优化所致。

净利率方面，与毛利率变动趋势基本一致。

费用率方面，其管理费用，虽然有一定波动，但变动不大；研发费用，整体呈上升趋势。主要由于其持续对实验室、研发设备和研发人员的投入所致；销售费用，虽有一定波动，但变动不大。其中，2020 年 Q1 较高，主要受市场营销投入增加，以及年终奖及销售提成增加所致。

(陆)

成本、费用问题都解决后，我们再来看另外一个重要的经营环节：资本支出。

从资本支出占收入的比重来看，三家均较高，凯莱英>博腾股份>药明康德。各家的资本支出方向，主要集中在建设产线、实验室等设施上，其中，凯莱英的扩产力度较大。

从单位资本支出带来的毛利上来看，博腾股份>药明康德>凯莱英。其中，凯莱英较低，主要由于其近年来资本支出较高所致；药明康德则是由于 2020 年毛利率下滑所致。

从单位固定资产带来的毛利上综合来看，药明康德>凯莱英>博腾股份。

	资本支出		资本支出占收入比重		单位资本支出带来毛利	单位固定资产带来毛利
	2020年	2021年Q1	2020年	2021年Q1	2020年	2020年
药明康德	30.31	10.72	18%	22%	2.07	1.10
凯莱英	10.15	2.24	32%	29%	1.44	0.96
博腾股份	3.94	1.46	19%	27%	2.19	0.63

图：经营指标

来源：塔坚研究

从在建工程上来看，药明康德主要为常州合全新药生产和研发、新药制剂开发及生产项目、费城基地、成都基地、苏州安评中心扩建等项目扩建；

凯莱英主要为吉林车间扩建、上海生物大分子项目、辽宁高端项目、制药项目、连续反应模块化推广工程等项目；109 车间 GMP 多功能车间项目、上海实验室建设、苏州博腾 3 号楼 CD&BD 设计项目、废气深度治理 RTO 项目等。

从各家的资本支出方向来看，主要仍在普通产能扩建、高端产能拓展上。

(柒)

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据。

小分子 CDMO 行业，主要看**新增订单量、产能、客户黏性、技术平台**。（注意，此前我们在一体化 CXO 龙头的跟踪报告中，已经对药

明康德各业务布局及增长情况做了详细的分析，此处，我们重点跟踪其小分子 CDMO 业务)

接下来，我们挨个拆解：

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未详细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾