

全球小分子 CDMO 行业领先者，资本开支加速和战略重视长尾客户驱动公司业绩加速

凯莱英(002821)

全球小分子 CDMO 行业领先者，资本开支加速和战略重视长尾客户驱动公司业绩加速

公司已深耕小分子 CDMO 领域 20 多年，建立了拥有接近 3000 名科学家及工程师的世界顶级研发平台，同时公司 2020 年以来升级组建了工艺科学中心、连续科学技术中心、生物合成技术研发中心和智能制造技术中心四大技术平台，用于各类技术的研发和储备，支撑凯莱英的 CDMO+服务能力的持续提升、为公司在研管线实现持续赋能。公司 2021 年上半年小分子 CDMO 业务实现营业收入 16.17 亿元，同比增长 34.1%，其中商业化业务占比 51.3%、临床阶段业务占比 48.7%。展望未来 3 年，考虑到持续深耕大客户和加速开拓长尾客户带来的订单增量，以及叠加资本开支加速带来供给端加速，我们整体判断公司业绩将实现加速增长的趋势。

新业务拓展：多元化业务布局，为公司增添想象力
公司在深耕小分子 CDMO 业务的基础上，快速发展化学大分子业务（寡核苷酸、多肽、脂质体等）、制剂、生物工程等业务，以及稳健拓展临床研究服务、生物大分子 CDMO 等业务，其中制剂业务和生物工程领域持续为公司小分子、寡核苷酸、多肽、生物大分子领域持续赋能、实现协同业务合作。2021 年上半年，公司新业务实现营业收入 1.44 亿元，同比增长 144.62%，其中化学大分子业务同比增长 98.39%、制剂板块同比增长 82.72%。展望未来，伴随着合成大分子、生物大分子、临床 CRO、生物合成等业务持续布局推进，将为公司实现与小分子业务的一站式服务业务、业务将实现高速增长、增添未来业绩增长的想象力。

业绩预测及投资建议

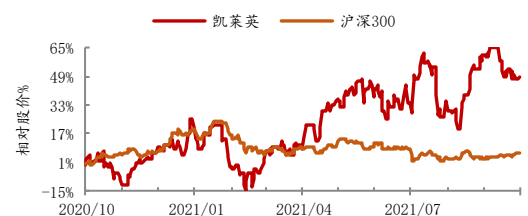
公司作为国内领先的小分子 CDMO 供应商，展望未来持续深耕小分子“中间体+API+制剂”一体化服务能力，另外在合成大分子和生物大分子领域持续强化布局，为公司的中长期业绩增长保驾护航。我们预计公司 21-23 年营收分别为 43.59/60.69/82.22 亿元，EPS 分别为 4.04/5.79/7.79 元，对应 2021 年 10 月 25 日 402.59 元/股收盘价，PE 分别为 99.6/69.6/51.7 倍。考虑到公司作为国内 CDMO 行业龙头之一，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、核心技术人员流失风险、汇率波动风险、新型冠状病毒疫情影响国内外业务的拓展。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	402.59
股票代码：	002821
52 周最高价/最低价：	459.86/227.5
总市值(亿)	984.98
自由流通市值(亿)	938.60
自由流通股数(百万)	233.14



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519110002

研究助理：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西医药】CDMO 行业深度：基于工程师红利和高固定资产产出比，中长期战略性看好国内 CDMO 行业

2021年02月28日

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,460	3,150	4,359	6,069	8,222
YoY (%)	34.1%	28.0%	38.4%	39.2%	35.5%
归母净利润(百万元)	554	722	989	1,416	1,905
YoY (%)	29.3%	30.4%	37.0%	43.2%	34.6%
毛利率 (%)	45.5%	46.6%	44.0%	44.3%	44.5%
每股收益 (元)	2.42	3.10	4.04	5.79	7.79
ROE	18.2%	12.0%	14.2%	16.9%	18.5%
市盈率	166.36	129.87	99.60	69.56	51.70

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 全球 CDMO 行业领先者，多元化布局加速产业拓展	5
2. 全球小分子 CDMO 行业领先者，未来 3 年将呈现加速趋势	7
2.1. CDMO 行业：具有成本和工程师红利优势的国内 CDMO 企业将继续呈现产业链转移趋势	7
2.2. 具有核心技术优势：持续完善升级的四大技术平台，为公司在研管线实现持续赋能	8
2.3. BD 策略转变：持续深耕 Big Pharma 客户，加速美国 Biotech 长尾客户拓展	9
2.4. 产能供给端加速：资本开支加速，供给端加速、为未来增长奠定基础	12
2.5. 全球 CDMO 行业龙头，未来 3 年业绩将延续高速增长趋势	14
3. 新业务拓展：多元化业务布局，为公司增添想象力	14
3.1. 化学大分子（寡核苷酸和多肽等）：战略布局寡核苷酸、多肽、脂质体等新业务领域	15
3.2. 生物药 CDMO 领域：稳健推进生物药 CDMO 业务，将为单抗、ADC、mRNA 药物及相关管线持续赋能	17
3.3. 临床 CRO 领域：并购冠勤生物加速临床 CRO 业务布局，为客户提供“CMC+临床研究”一站式综合服务	18
3.4. 多元化拓展新业务，增添未来业绩增长想象力	18
4. 盈利预测和估值	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	21

表目录

表 1：公司核心指标对比情况	8
表 2：公司四大核心技术平台	9
表 3：公司产能布局情况以及未来展望投产情况	12
表 4：公司产能布局情况以及未来展望投产情况	13
表 5：公司业绩拆分情况（百万元）	20
表 6：公司盈利预测及估值	21
表 7：可比公司估值情况（20211025）	21

图目录

图 1：凯莱英重大发展历程	5
图 2：公司股权结构及业务情况（截止 2021 年中报）	5
图 3：公司营业收入及其增长情况	6
图 4：公司扣非净利润及其增长情况	6
图 5：公司毛利率及净利率变化	6
图 6：公司期间费用率变化	6
图 7：全球化学药市场规模及其增长（亿美元）	7
图 8：全球化学药 CDMO 行业市场规模情况（亿美元）	7
图 9：小分子 CDMO 行业分梯队分布情况	8
图 10：公司 2016-2020 年研发与分析人员数量（人）	8
图 11：公司研发支出变化情况（百万元）	8
图 12：公司从大客户战略转变为“做深”大客户和“做广”中小客户战略	10
图 13：近几年，公司管线数量持续增长（个）	10
图 14：公司大客户实现收入及其增长情况（百万元）	11
图 15：公司客户结构变化情况	11
图 16：公司中小客户（包括国内客户和海外中小客户）营业收入及其增速情况（百万元）	11

图 17: 公司海外中小客户营业收入变化 (百万元)	12
图 18: 公司国内客户营业收入变化 (百万元)	12
图 19: 2020 年以来公司资本开支明显加速	13
图 20: 公司 CDMO 产能变化情况及未来展望	13
图 21: 公司固定资产原值及其增速	13
图 22: 公司小分子 CDMO 业务收入及其增长情况	14
图 23: 公司小分子 CDMO 业务阶段分布情况	14
图 24: 公司新业务布局情况	15
图 25: 全球寡核苷酸市场 (亿美元)	16
图 26: 全球多肽类药物市场规模 (亿美元)	17
图 27: 全球多肽 CDMO 市场规模 (亿美元)	17
图 28: 全球生物药市场规模及其增长 (亿美元)	17
图 29: 全球生物药 CDMO 行业市场规模情况 (亿美元)	17
图 30: 全球临床 CRO 市场规模及其增长 (亿美元)	18
图 31: 国内临床 CRO 市场规模情况 (亿元)	18
图 32: 公司新业务营业收入及其增长情况	19

1. 全球 CDMO 行业领先者，多元化布局加速产业拓展

公司最早成立于 1998 年，后续在天津、辽宁阜新、吉林敦化等产能基地持续投产、多次通过美国 FDA 的官方审查，目前已成为全球领先的小分子 CDMO 供应商。公司成立以来持续深耕技术能力建设，目前已建立 4 大技术平台（工艺科学中心、连续科学技术中心、生物合成技术研发中心、智能制造技术中心），以支撑核心业务小分子 CDMO 的发展及拓展新业务布局（制剂、多肽、多糖、寡聚核苷酸、生物大分子等 CDMO 业务）。

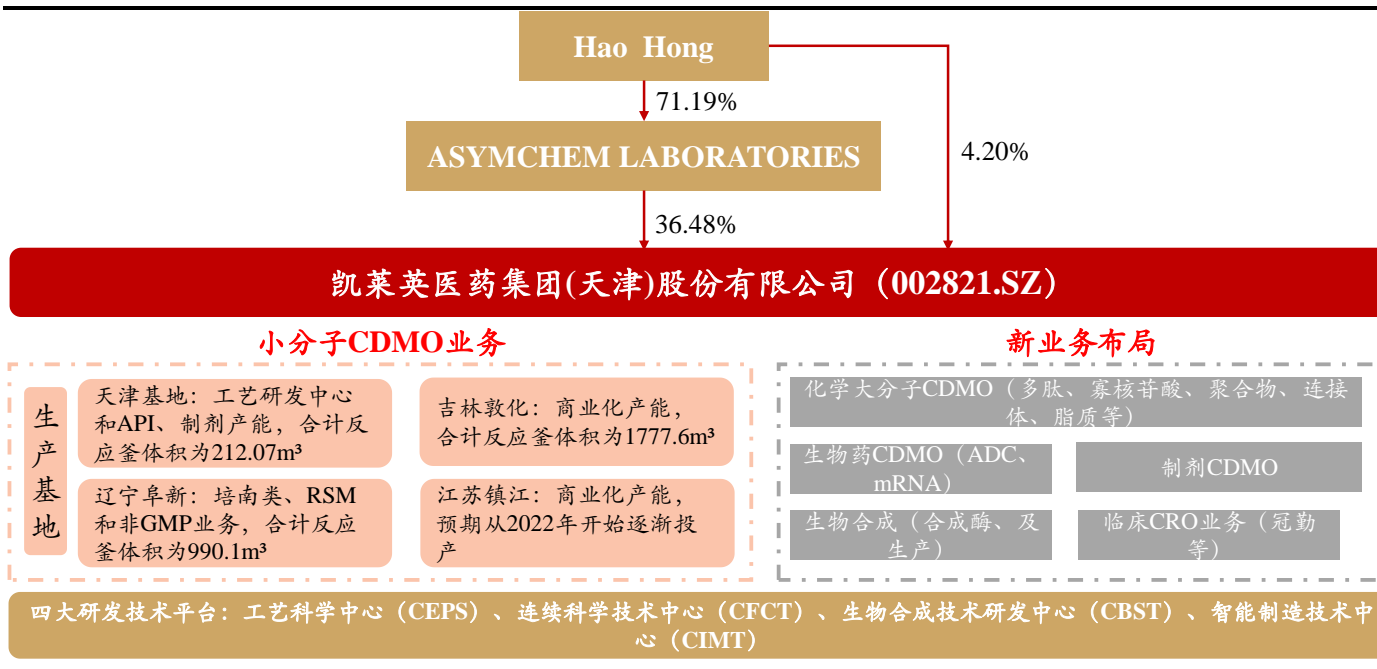
图 1：凯莱英重大发展历程



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

公司实际控制人为 Hao Hong，通过 ASYMCHEM LABORATORIES 间接持有上市公司 36.48% 和直接持有 4.20%，共计合计持有 40.68%。

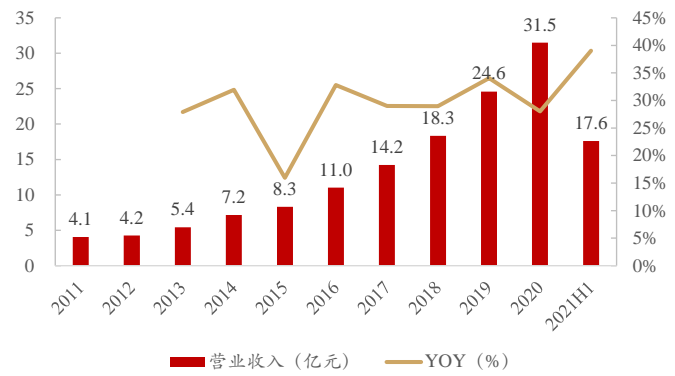
图 2：公司股权结构及业务情况（截止 2021 年中报）



资料来源：公司官网及公告，华西证券研究所

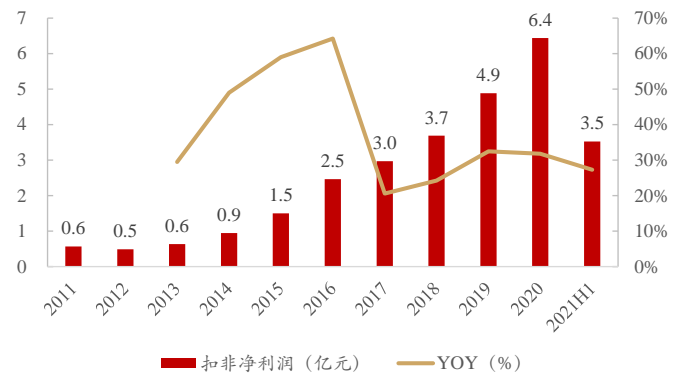
2016-2020 年公司业绩呈现高速增长：公司 2021 年上半年实现营业收入 17.6 亿元，同比增长 39.0%，其 2016-2020 年复合增长率为 30.0%，呈现高速增长；2021 年上半年实现扣非净利润 3.5 亿元，同比增长 27.3%，其 2016-2020 年复合增长率为 27.3%，呈现高速增长

图 3：公司营业收入及其增长情况



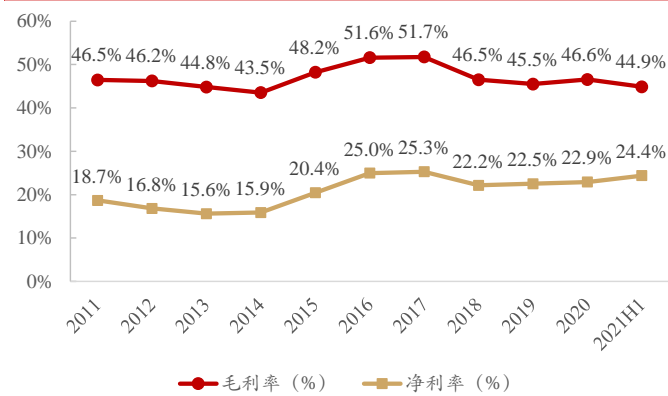
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4：公司扣非净利润及其增长情况



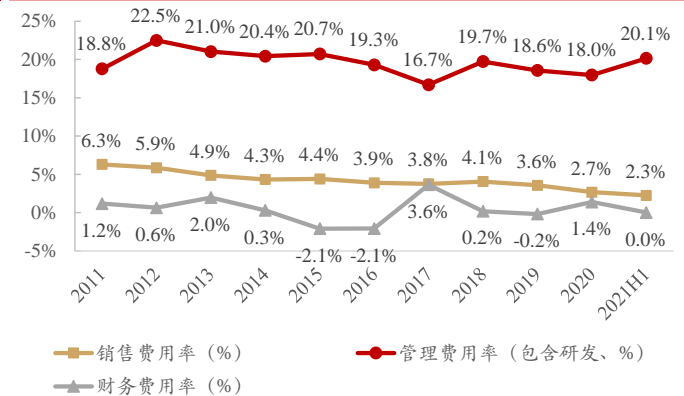
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5：公司毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6：公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

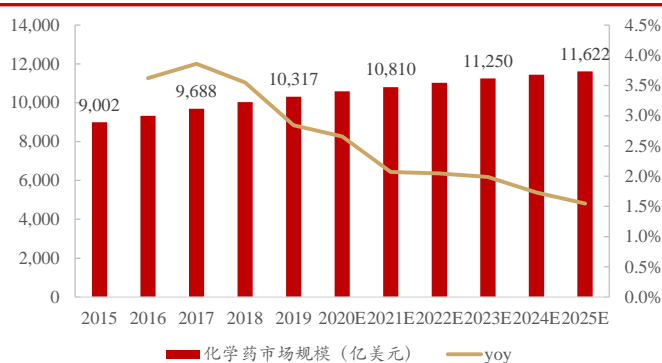
2.全球小分子 CDMO 行业领先者，资本开支加速和战略重视长尾客户驱动公司业绩加速

2.1.CDMO 行业：具有成本和工程师红利优势的国内 CDMO 企业将继续呈现产业链转移趋势

华西医药团队在 2021 年 2 月 28 日发布 CDMO 行业深度报告《基于工程师红利和高固定资产产出比，中长期战略性看好国内 CDMO 行业》，报告中基于系统性的对全球医药产业的结构性变化研究，以及国内 CDMO 依托于“工程师红利引流+高固定资产投入产出比承接”的模式，且国内 CDMO 企业依然只占据较小的市场，我们整体判断国内 CDMO 企业在未来 5~10 年将能持续呈现高速增长、且能在全球医药产业链占据重要的市场份额。

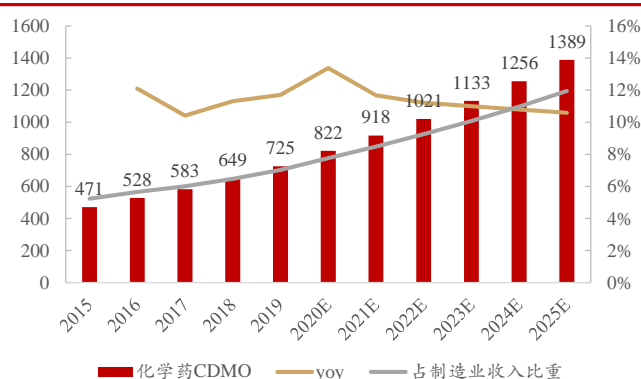
小分子 CDMO 行业渗透率仍有较大提升空间，预期到 2025 年市场规模将达到 1389 亿美元：根据弗若斯特沙利文报告，全球 2019 年小分子 CDMO 市场规模为 725 亿美元，考虑到 2019 年化学药市场规模达到 1.03 万亿美元，小分子 CDMO 行业/化学药市场规模为 7.03%，相对行业完全外包水平的 20%尚有比较大的提升空间。展望未来受益于跨国药企剥离生产职能和 Biotech 企业管线占比逐渐提升而带来外包率持续提升，即小分子 CDMO 行业/化学药市场规模比例将呈现逐渐提升，我们判断到 2025 年整体比例将达到 11.95%、小分子 CDMO 市场空间达到 1389 亿美元，期间复合增长率为 11.44%。

图 7：全球化学药市场规模及其增长（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

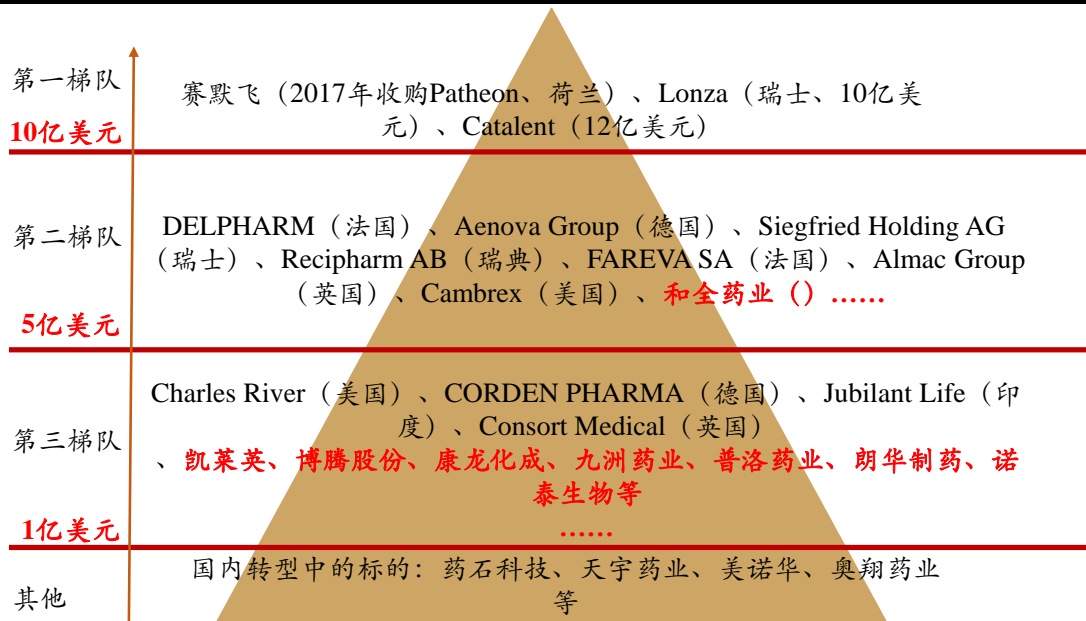
图 8：全球化学药 CDMO 行业市场规模情况（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

小分子 CDMO 市场竞争格局相对分散，对具有成本优势和工程师红利的中国 CDMO 企业具有重大利好。从全球来看，全球最大的小分子 CDMO 公司收入规模在 10~12 亿美元，其中技术和细节领域布局最完善的是 Lonza、另外制剂领域业务比较突出的是 Catalent。从市场竞争格局来看，市场参与者相对分散，国内最大的小分子 CDMO 企业 2020 年实现收入 52.8 亿元（8.095 亿美元），占全球市场仅为 0.98%，尚具有巨大的提升空间。

图 9：小分子 CDMO 行业分梯队分布情况

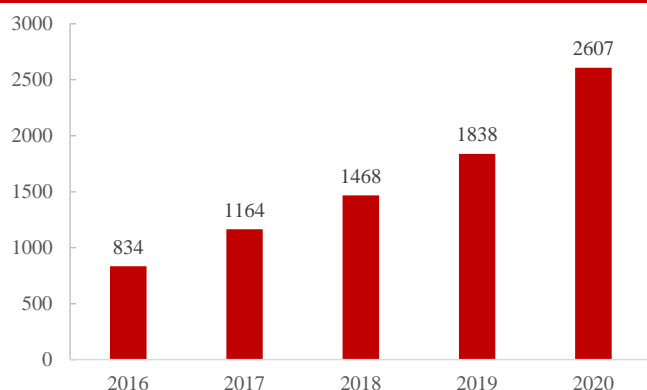


资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

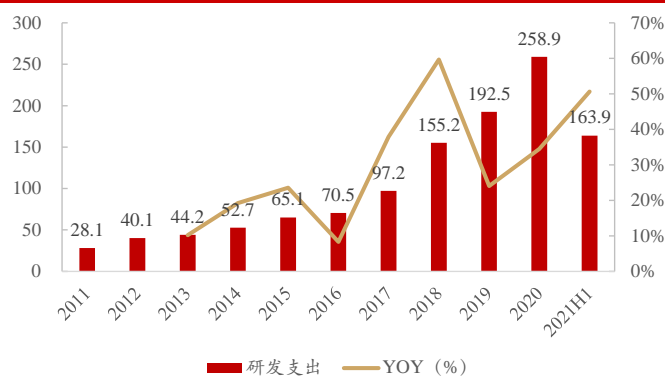
2.2.具有核心技术优势：持续完善升级的四大技术平台，为公司在研管线实现持续赋能

相对国内其他 CDMO 同行，公司研发人员和研发费用均处于行业前列：公司成立以来，持续强化技术平台能力建设，截止 2020 年底，公司拥有 5477 名员工，其中硕士及博士学历的员工有 1063 人（占比 19.4%）、研发及分析人员 2,607 人（占比 47.6%），相对国内其他同行均处于前列水平。另外公司持续加强研发支出、完善技术平台能力，即 2021 年上半年研发支出为 1.64 亿元，同比增长 50.7%。

图 10：公司 2016-2020 年研发与分析人员数量（人） **图 11：公司研发支出变化情况（百万元）**



资料来源：公司公告，华西证券研究所



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 1：公司核心指标对比情况

公司	合全药业	凯莱英	博腾股份	九洲药业	药明生物
时间	2020 年	2020 年报	2020 年报	2020 年报	2020 年报

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

成立时间	2001 年	1998 年	2005 年	1998 年	2014 年
收入规模 (2020 年、亿元)	52.52	31.5	20.72	26.47	56.17
总人员	6485	5477	2635	3586	6646
研发人员数量		2607	599	580	2763
研发人员占比		47.60%	22.73%	16.17%	41.57%
硕士以上人员占总人员比		19.41%	19.51%	4.10%	7.76% (博士学历占比)
研发费用率		8.22%	7.62%	4.31%	5.41%
毛利率	41.22%	46.55%	41.68%	37.51%	45.13%
净利率	19.47%	22.92%	15.60%	14.35%	30.14%

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

四大技术平台升级组建，为公司在研管线实现持续赋能。公司已深耕小分子 CDMO 领域 20 多年，建立了拥有接近 3000 名科学家及工程师的世界顶级研发平台，同时公司 2020 年以来升级组建了工艺科学中心 (CEPS, Center of Excellence for Process Science)、连续科学技术中心 (CFCT, Center of Flow & Continuous Technology)、生物合成技术研发中心 (CBST, Center of Biosynthesis Technology) 和智能制造技术中心 (CIMT, Centre for Intelligent Manufacture Technology) 四大技术平台，用于各类技术的研发和储备，支撑凯莱英的 CDMO+服务能力的持续提升，为公司在研管线实现持续赋能。

表 2：公司四大核心技术平台

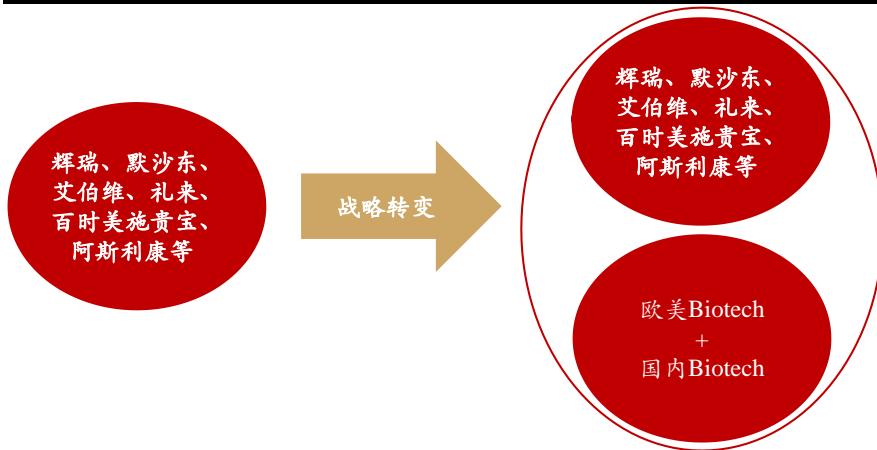
技术平台	应用领域	应用情况
工艺科学中心 (CEPS)	小分子 CDMO 业务的关键研发平台	支持了 177 个研发攻关项目，实验数量约 6 万个，其中连续生产项目 31 个，设计了 39 条合成路线，完成了 8 条新路线的开发；完成了多个高难度的特殊寡核苷酸的合成优化；4AA 新路线今年顺利实现了量产，彻底排除了两个重大三废产生源，大幅压缩了生产周期，显著降低成本。
连续科学技术中心 (CFCT)	连续性反应技术	进一步推进实现了连续反应技术的大规模自制、安装及生产应用，相比 2020 年同期使用连续性反应技术的项目数量明显提升，应用连续反应生产的原料药或中间体产品已超过 75mt
生物合成技术研发中心 (CBST)	小分子工艺催化酶；承担搭建蛋白质、多肽、核酸等药物技术平台	为公司小分子 CDMO 业务提供酶工程解决方案；承担蛋白质、多肽和核酸等药物的核心技术平台的搭建、新技术的开发及生产能力建设
智能制造技术中心 (CIMT)	自动化、数字化的平台	开发智能制造技术及数字化营运及供应链管理

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

2.3.BD 策略转变：持续深耕 Big Pharma 客户，加速美国 Biotech 长尾客户拓展

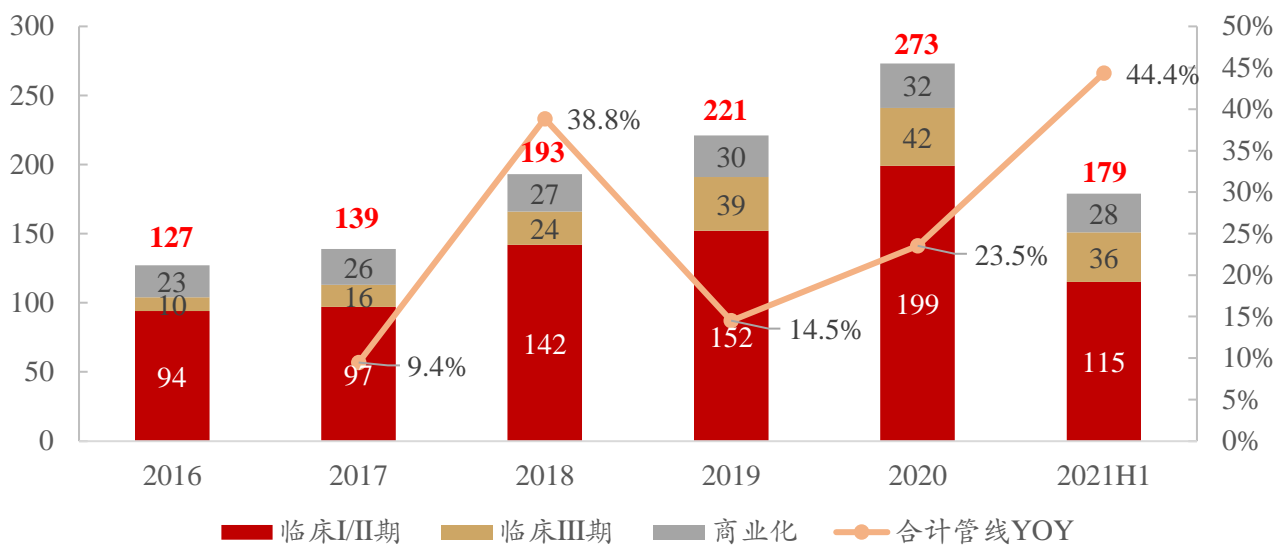
从大客户战略转变为“做深”大客户和“做广”中小客户战略，增强未来业绩增长的动力：公司成立以来持续深耕 Big Pharma 客户，形成 5 大核心大客户（默沙东、辉瑞、BMS、艾伯维、礼来），另外公司在 2019 年明确提出着力开拓中小药企客户的战略、且在 2020 年成立美国研发中心，提升服务中小客户的覆盖“广度”、为公司储备更多的在研管线、带来未来业绩增长的动力。2020 年公司服务 273 个临床阶段及商业化阶段管线，同比增长 23.5%，且 2021 年上半年服务管线数量为 179 个，同比增长 44.4%，侧面证实战略转变后的成果。

图 12：公司从大客户战略转变为“做深”大客户和“做广”中小客户战略



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

图 13：近几年，公司管线数量持续增长（个）



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

大客户战略持续深耕，带来业绩增长基本盘：公司持续深耕海外大型药企客户，目前已与全球前 20 大药企中的 15 家建立了合作、并连续服务了 8 家公司超过 10 年，2020 年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中后期研发管线的比例从 2019 年的 25% 进一步提升至 27%，其中一家客户超过 50%。公司 2020 年来自服务海外大客户的营业收入为 20.79 亿元，同比增长 22.0%，继续维持稳健较快增长。展望未来，伴随公司进一步深耕大客户战略的推进，公司管线渗透率有望进一步提升，驱动业务保持稳健较快增长。

图 14：公司大客户实现收入及其增长情况（百万元）

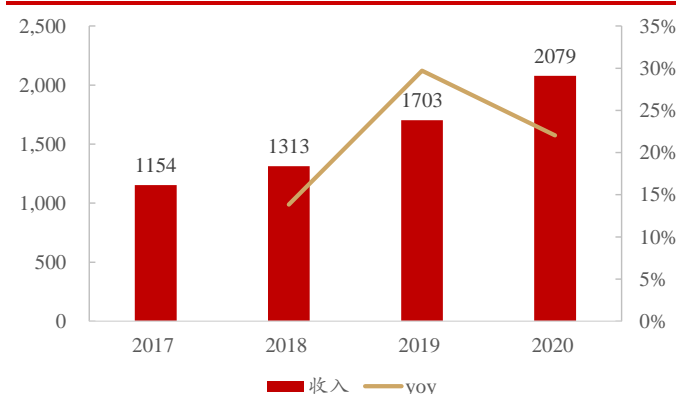
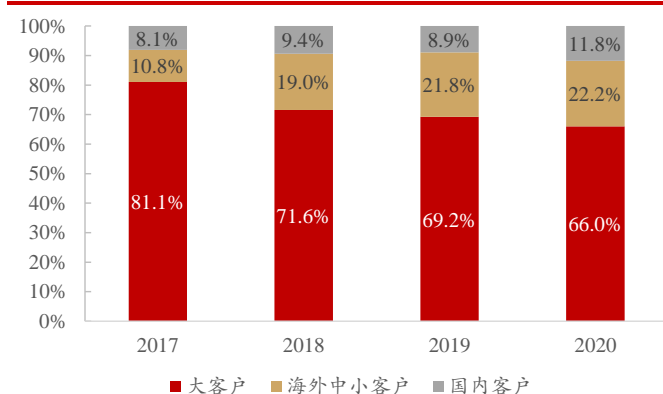


图 15：公司客户结构变化情况



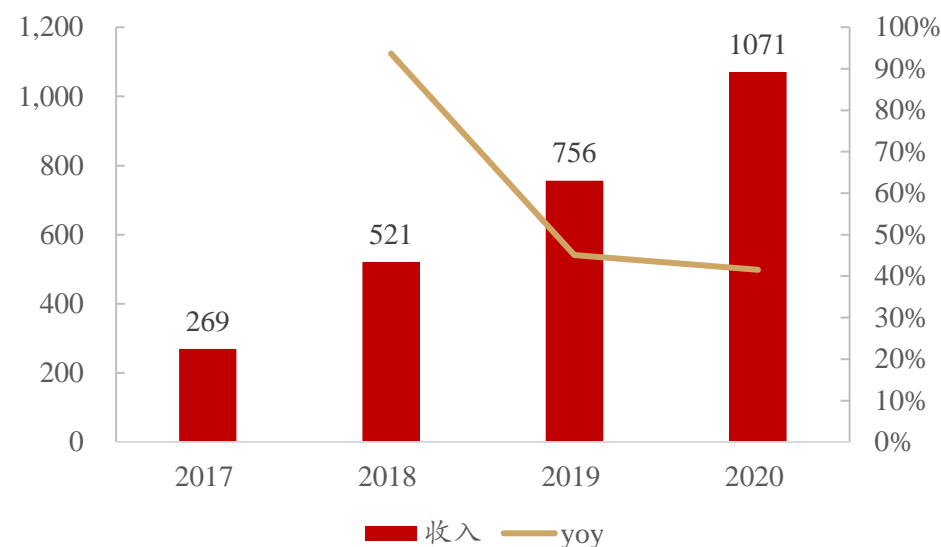
资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

中小客户贡献业绩弹性：公司服务中小客户（包括国内客户和海外中小客户）实现营业收入 10.71 亿元，同比增长 41.5%，延续高速增长的趋势，为公司业绩增长增添弹性。

- **加速拓展美国中小客户市场，为公司贡献核心业绩弹性。**2020 年公司海外中小客户实现营业收入 7.00 亿元，同比增长 30.24%，在欧美新冠疫情蔓延影响的基础上、继续实现高速增长。2020 年 12 月 11 日公司公告在美国投资设立创新药 CDMO 研发中心，及 2021 年上半年强化高级人才引进、推进美国研发中心建设和美国 Biotech BD 团队构建，展望未来，公司积极强化欧美长尾客户市场的拓展，为公司的业绩持续带来业绩弹性。
- **国内市场持续开拓，业绩持续维持高速增长。**公司随着再鼎医药的尼拉帕利和和黄医药的索凡替尼陆续获批上市，2020 年实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 69.20%。公司 2021 年上半年新增服务国内 2 个 NDA 通过 NMPA 现场核查、合计在手 NDA 阶段项目数量超过 30 个，展望未来随着在手 NDA 阶段项目陆续进入商业化，将推动公司收入呈现高速增长。

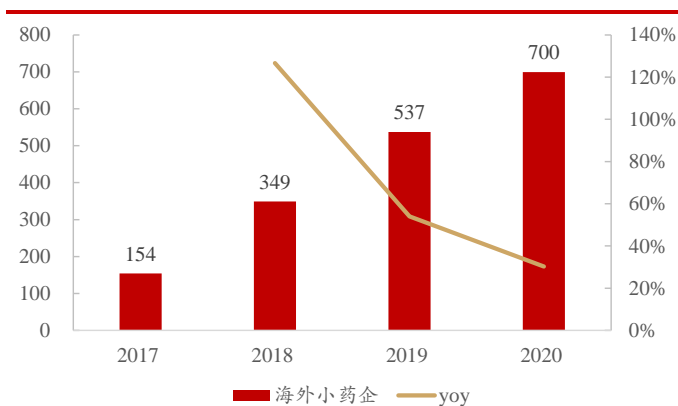
图 16：公司中小客户（包括国内客户和海外中小客户）营业收入及其增速情况（百万元）



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

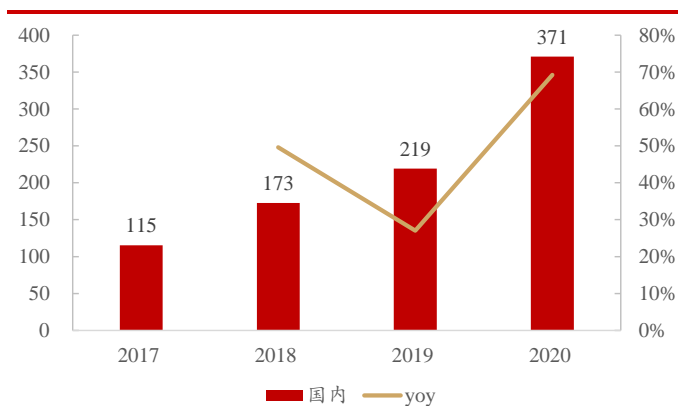
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 17：公司海外中小客户营业收入变化（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18：公司国内客户营业收入变化（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.4. 产能供给端加速：资本开支加速，供给端加速、为未来增长奠定基础

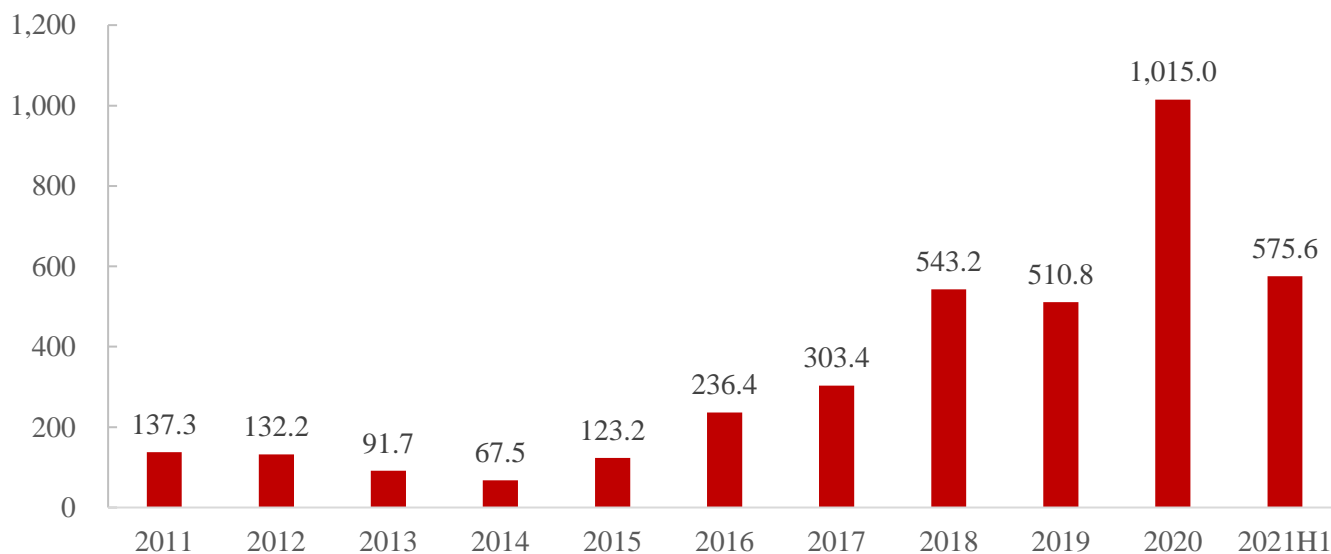
接近百亿的未来产能建设规划，为未来的业绩增长增添想象力。公司在 2020 年初定增募集 22.75 亿元用于产能建设，以及在 2020 年底公告的江苏镇江小分子生产季度项目、2021 年初公告的天津经开区生物酶和合成答案分子 CDMO 项目，预期在未来 3~5 年将合计投资接近 100 亿元用于新增产能建设、为未来的业绩增长增添想象力。从公司在建工程变化和资本开支变化，公司能明显看到 2020 年呈现明显的产能加速建设状态，尤其是吉林敦化的项目、天津小分子项目；考虑吉林敦化、天津、江苏镇江等地产能持续加速建设，展望未来 3 年，我们判断公司资本开支将继续呈现高速增长趋势、为未来的业绩增长奠定基础。

表 3：公司产能布局情况以及未来展望投产情况

地点	投资规模	项目	投产阶段
江苏镇江	40-50 亿元	小分子药物综合性研发生产基地	预期 2022 年及以后逐渐投产
天津经开区	20 亿元	生物酶及和合成大分子 CDMO 项目	生物酶项目计划 2021 年 4 月份开工，2022 年投产；合成大分子 CDMO 项目，计划 2022 年 5 月份开工，2024 年投产。
定增项目（天津）	6.8 亿元	小分子中间体和制剂临床阶段生产	预期 2021 年及之后逐渐投产
定增项目（上海）	6.2 亿元	抗体药物研发及中试、制剂研发及中试	

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

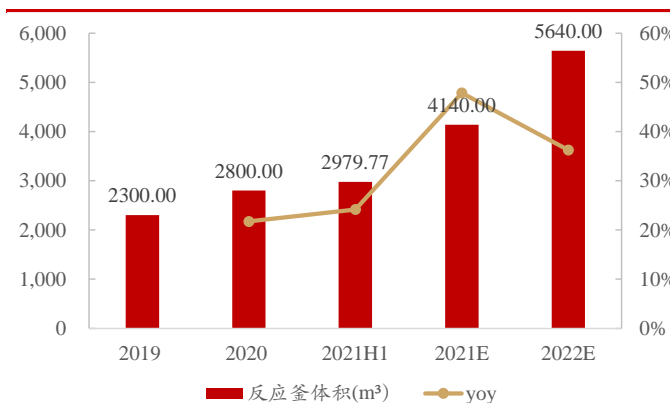
图 19：2020 年以来公司资本开支明显加速（百万元）



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

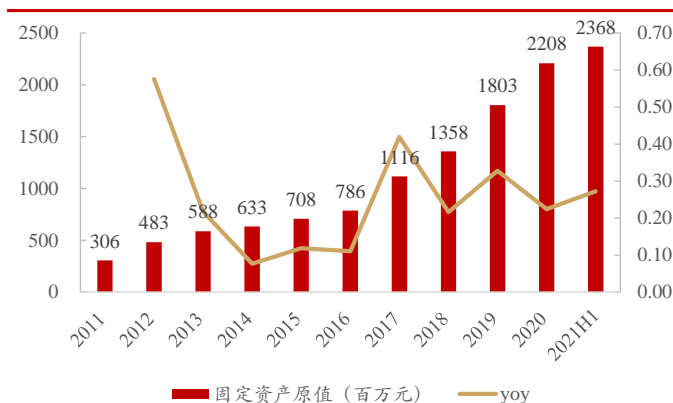
考虑到自 2020 年以来，公司加速在吉林敦化、江苏镇江等地的产能建设，展望未来 2 年，产能将呈现加速释放的状态，即预期到 2022 年底公司反应釜产能将达到 5640m³，相对 2020 年底产能将实现翻倍、且展望 2023 年及之后伴随江苏镇江产能的投产，我们判断公司产能将继续呈现加速释放的趋势。

图 20：公司 CDMO 产能变化情况及未来展望



资料来源：2021 年中报，华西证券研究所

图 21：公司固定资产原值及其增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4：公司产能布局情况以及未来展望投产情况

生产基地	工厂	产能 (反应釜 m ³ 、2021H1)	未来新增产能		产能说明
			2021H2	2022	
天津	TJ1	5.35			高活性 API 开发及 cGMP 生产
	TJ2	7.47			工艺开发中心
	TJ3	199.25	160		cGMP 生产
辽宁阜新	FX1	618			RSM & 培南类产品
	FX2	372.1			Non-GMP 生产

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

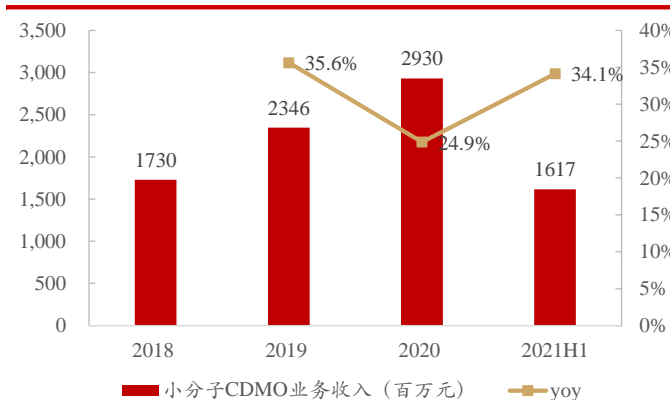
吉林敦化	DH1	1490.6	1000		cGMP 生产、RSM 生产
	DH2	287	230		培南类产品
	DH3	--		1200	cGMP 生产
江苏镇江	ZJ1	--		300	cGMP 生产
合计		2979.77	1390	1500	

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

2.5.全球 CDMO 行业龙头，资本开支加速和战略重视长尾客户 驱动公司业绩加速

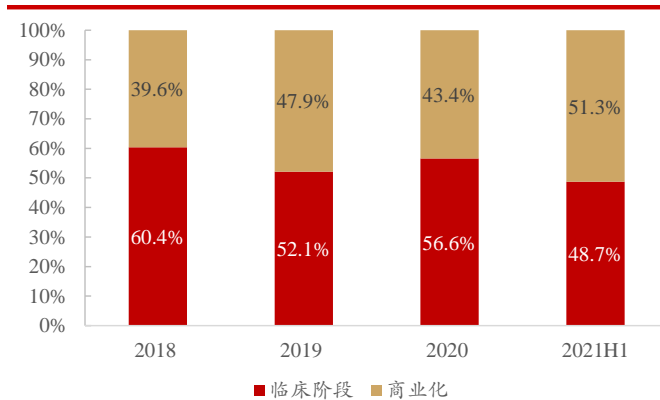
公司具有 20 多年的小分子工艺研发、生产等经验，目前已形成四大技术平台，为公司在研管线实现持续赋能。公司 2021 年上半年小分子 CDMO 业务实现营业收入 16.17 亿元，同比增长 34.1%，其中商业化业务占比 51.3%、临床阶段业务占比 48.7%。展望未来 3 年，考虑到持续深耕大客户和加速开拓长尾客户带来的订单增量，以及叠加资本开支加速带来供给端加速，我们整体判断公司业绩将实现加速增长的趋势。

图 22：公司小分子 CDMO 业务收入及其增长情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23：公司小分子 CDMO 业务阶段分布情况

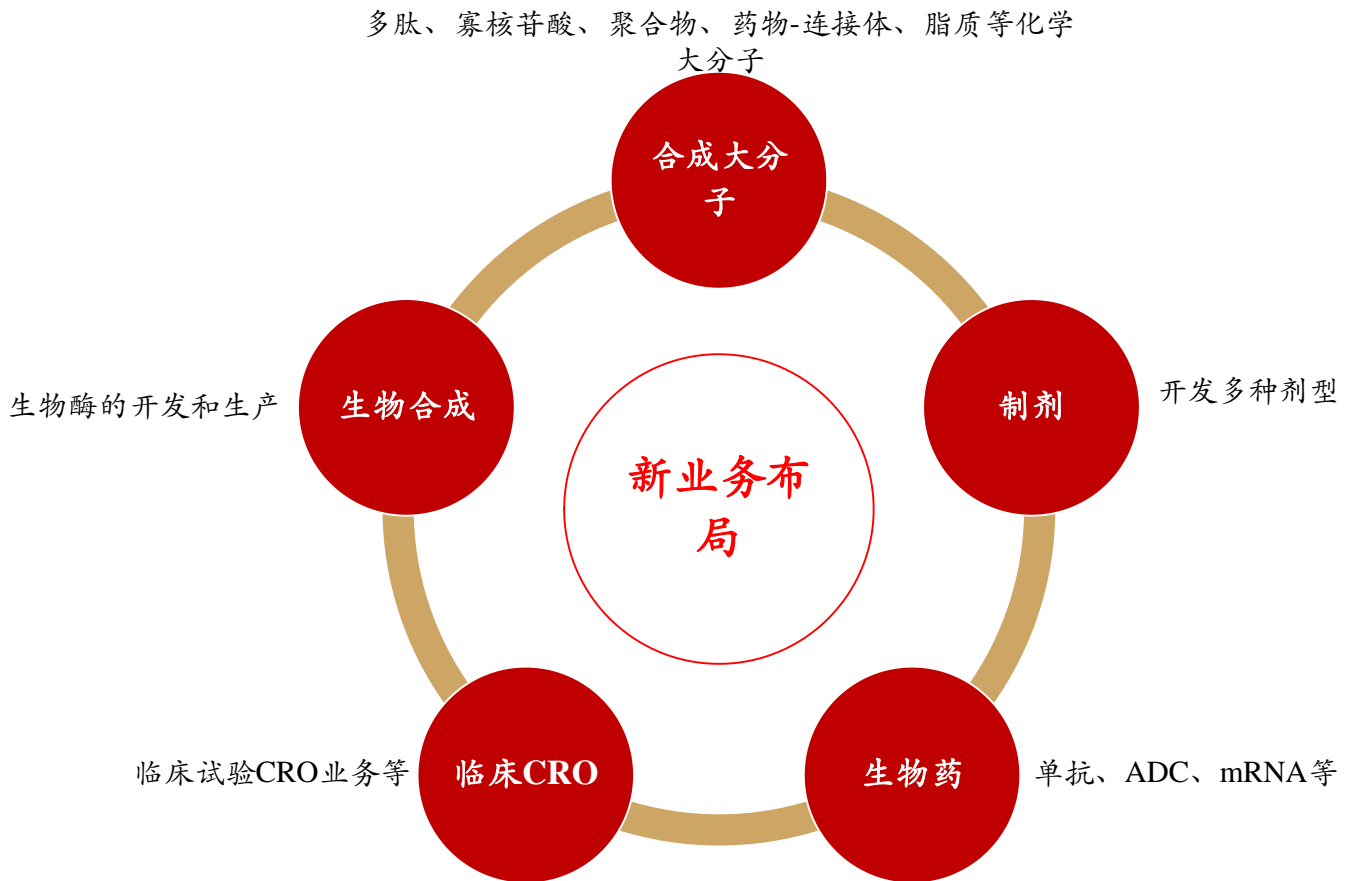


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.新业务拓展：多元化业务布局，为公司增添想象力

公司在深耕小分子 CDMO 业务的基础上，快速发展化学大分子业务、制剂、生物工程等业务，以及稳健拓展临床研究服务、生物大分子 CDMO 等业务，其中制剂业务和生物工程领域持续为公司小分子、寡核苷酸、多肽、生物大分子领域持续赋能、实现协同业务合作。

图 24：公司新业务布局情况



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

3.1.化学大分子（寡核苷酸和多肽等）：战略布局寡核苷酸、多肽、脂质体等新业务领域

公司战略性布局化学大分子领域（寡核苷酸、多肽、脂质体等），2020 年新建 1200 平研发中心、第 3 条毒素-连接体生产线和寡核苷酸中试车间相继投入使用，期间服务国内外客户 30 多家、50 多个项目。另外公司在积极建设 mRNA 药物的生产成分，例如 LNP 制剂的聚乙二醇衍生化磷脂和阳离子脂质体，且目前公司在 mRNA 药物中已介入多个进入临床后期的项目。

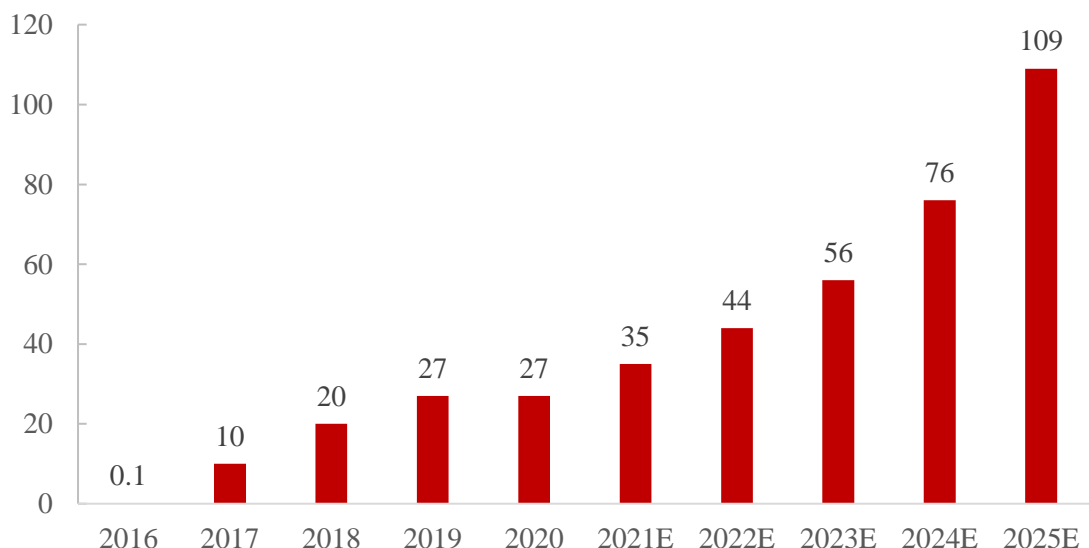
3.1.1.寡核苷酸：战略加码寡核苷酸细分领域，打造全球领先的寡核苷酸 CDMO 平台

随着递送技术领域关键技术的突破，寡核苷酸药物正在成为全球一种快速增长的细分领域：寡核苷酸是短的、单链或者双链的 DNA 或 RNA 分子，主要类型包括 RNA 干扰 (RNAi)、反义寡核苷酸 (ASO)、小干扰 RNA (siRNA)、小发夹 RNA (shRNA)、双链 RNA (dsRNA)、和胞嘧啶硫代鸟嘌呤 (CpG) 寡核苷酸。根据公司港股招股说明书，截止 2021 年 5 月 28 日，全球正在进行的寡核苷酸临床试验有 91 项，其中 I 期临床 26 项、II 期临床 40 项、III 期临床 25 项，预期其全年销售额将从 2020 年的 27 亿美元增至 2025 年的 109 亿美元，期间复合增长率为 31.7%。

战略加码寡核苷酸细分领域，打造全球领先的寡核苷酸 CDMO 平台：考虑到寡核苷酸商业化过程中面临缺乏多元化工艺、合成效率低和成本高昂等因素，公司目前

寡核苷酸已有 40 名工艺化学家和分析员组成，已承接多个 IND 到 Phase III 阶段的原料药 CMC 项目落地，项目类型涵盖反应寡核苷酸、siRNA 和核酸适配体。另外通过与 Ribo Life Science（苏州瑞博、一家致力于开发寡核苷酸药物的领先生物制药企业）的战略合作，将快速建立寡核苷酸的工艺开发和生产平台，为客户提供从 API 到制剂的寡核苷酸的 CDMO 服务。

图 25：全球寡核苷酸市场（亿美元）

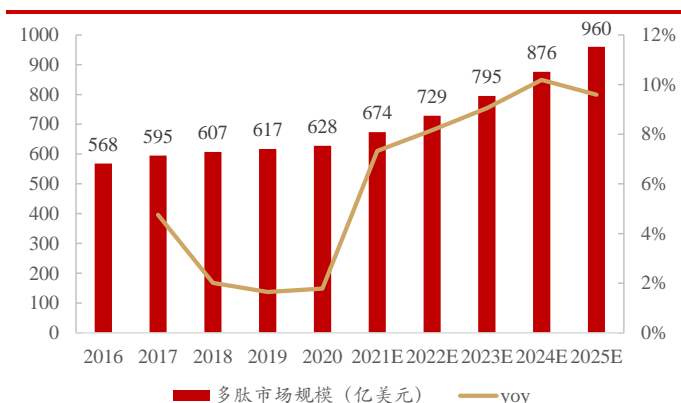


资料来源：公司港股招股说明书，华西证券研究所

3.1.2. 多肽：已建成 3 条生产线，为国内外项目持续赋能

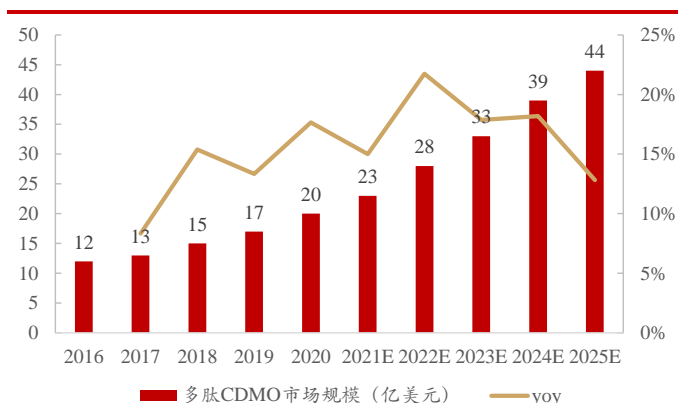
多肽是由 2 到 50 个氨基酸通过酰胺键连接组成的短链，是许多生理功能的内在信号分子，在人体的多种生理过程（包括激素、神经递质）或者在炎症反应中发挥作用，已在糖尿病、艾滋病等治疗领域有药品获批上市。根据昂博港股招股说明书，截止 2020 年底，全球市场约有 80 种多肽药物获批上市、约 440 种多肽药物处于临床试验中、另有约 400-600 种药物正处于临床前研究中，预期其多肽（包括胰岛素）全年销售额将从 2020 年的 628 亿美元增长到 2025 年的 960 亿美元，其相应的 CDMO 市场从 2020 年的 20 亿美元增长到 2025 年的 44 亿美元，期间复合增长率为 17.7%。

图 26：全球多肽类药物市场规模（亿美元）



资料来源：昂博招股说明书，华西证券研究所

图 27：全球多肽 CDMO 市场规模（亿美元）



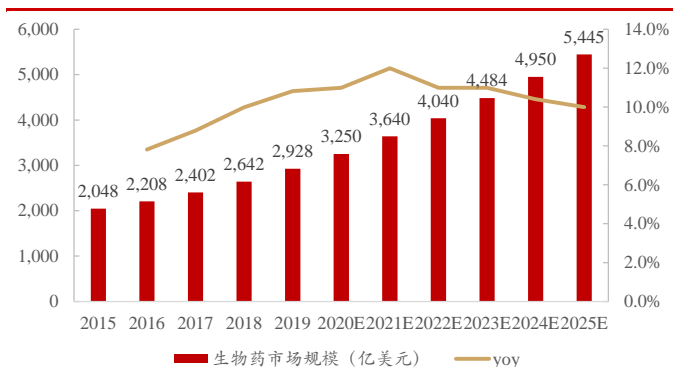
资料来源：昂博招股说明书，华西证券研究所

积极推进公司 CDMO 能力建设，为国内外多肽项目赋能：伴随公司多肽业务固-液合成、液相合成和 PDC 合成技术能力持续提升以及 3 条生产线的投产，能有效提供传统多肽、伪肽、多肽-药物偶联物和聚合物-药物偶联物的一站式开发和生产服务。截止 2021 年中报，公司目前已完成了多批用于临床阶段多肽原料药的交付，展望未来，伴随公司相关能力平台持续完善和产能提升，有望为国内外多肽项目赋能。

3.2. 生物药 CDMO 领域：稳健推进生物药 CDMO 业务，将为单抗、ADC、mRNA 药物及相关管线持续赋能

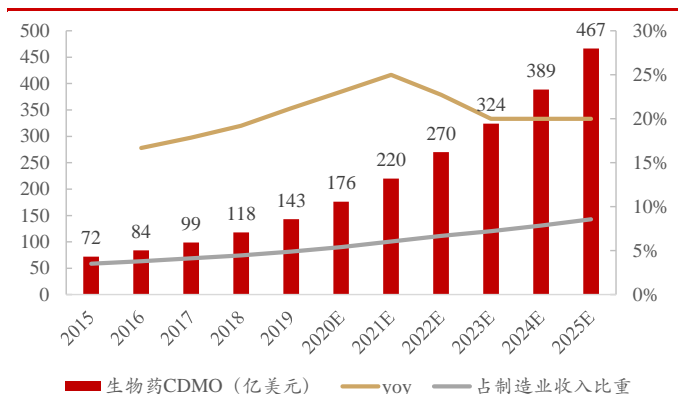
高景气度的生物药 CDMO 赛道：根据药明生物年报信息，2019 年生物药 CDMO 行业市场规模为 143 亿美元，其相对生物药市场规模的 4.88%，且考虑到生物药继续保持快速增长和外包率逐渐提升，我们整体判断，到 2025 年生物药 CDMO/生物药市场规模达到 8.57%、其市场规模达到 467 亿美元，期间复合增长率为 21.79%。

图 28：全球生物药市场规模及其增长（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

图 29：全球生物药 CDMO 行业市场规模情况（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华西证券研究所

稳健推进生物药 CDMO 业务，将为单抗、ADC、mRNA 药物及相关管线持续赋能：生物大分子业务作为公司持续培育的战略型布局的业务，公司在 2019 年开始启动建设上海金山生物大分子研发中心、2020 年重点组建了生物大分子研发和生产

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

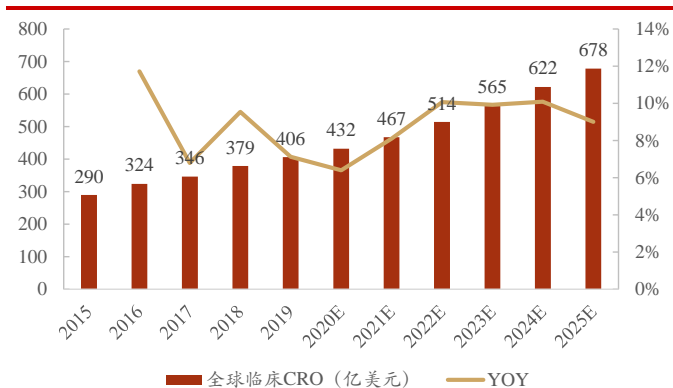
的核心团队，建设了符合 GMP 规定的中试车间生产线（200L 和 500L 的一次性反应器生产线）、2021 年上半年引进包括高凯、陈维斌、刘冬连在内的生物大分子业务管理及核心技术团队，完成生物药 CDMO 平台的搭建工作，展望未来，公司将为单抗、ADC、mRNA 药物及相关管线持续赋能。

3.3. 临床 CRO 领域：并购冠勤生物加速临床 CRO 业务布局，为客户提供“CMC+临床研究”一站式综合服务

临床 CRO 业务细分业务主要包括医学撰写、临床监管、现场服务、数据管理及统计分析、质量保证等业务，一般后续也会提供医学翻译、注册申报等服务，即从临床研究到申报上市及上市后研究的全产业链服务。

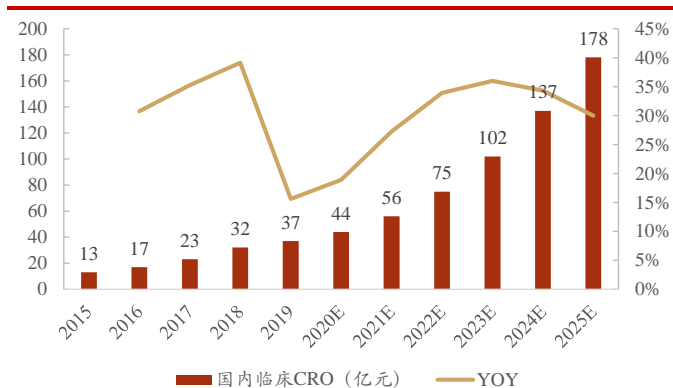
- **全球临床研究 CRO 业务：**2019 年市场规模为 406 亿美元，预期到 2025 年市场规模达到 678 亿美元，期间复合增长率为 8.92%，保持稳健快速增长。
- **国内临床研究 CRO 业务：**2019 年市场规模为 37 亿美元，预期到 2025 年市场规模达到 178 亿美元，期间复合增长率为 29.94%，继续呈现快速增长。

图 30：全球临床 CRO 市场规模及其增长（亿美元）



资料来源：泰格医药港股招股说明书，华西证券研究所

图 31：国内临床 CRO 市场规模情况（亿元）



资料来源：泰格医药港股招股说明书，华西证券研究所

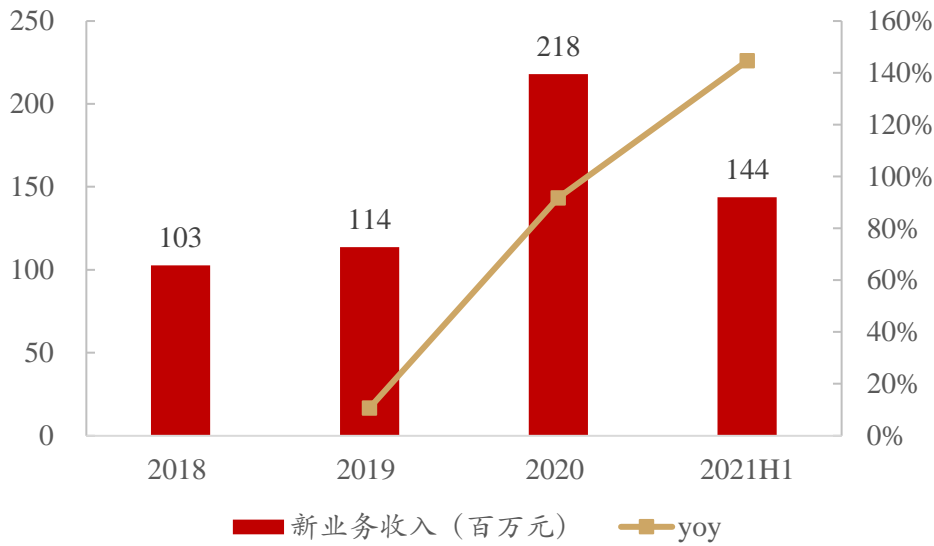
并购冠勤医药加速临床 CRO 业务布局，为客户提供“CMC+临床研究”一站式综合服务。2019 年公司发起组建“天津药物临床研究技术创新中心（TICCR）”，在 2020 年并购冠勤医药的基础上，实现业务和团队的整合，团队规模超过 200 人，在北京、天津、上海、郑州、广州等地设立分支机构，且与 4 家医院建立战略合作关系、与近百家医院建立合作。2021 年上半年，公司临床板块新增签署 66 个项目，其中 40 个为创新药项目、在手订单超过亿元。展望未来公司将持续推进全国范围内的网点布局以及临床中心建设，实现“CMC+临床研究”一站式综合服务布局，为公司的中长期增长增添动力。

3.4. 多元化拓展新业务，增添未来业绩增长想象力

公司在合成大分子、制剂、生物药、生物工程、临床研究等领域的持续布局，为公司的未来业绩增长增添想象力。2020 年公司新业务实现营业收入 2.18 亿元，同比增长 91.7%，其中制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶等合计实现收入 1.70 亿元，同比增长 53.51%，另外临床研究服务考虑到冠琴医药的并表实现营业收入 0.48 亿元；2021 年上半年实现营业收入 1.44 亿元，同比增长 144.62%，其中化学大分子业务同比增长 98.39%、制剂板块同比增长 82.72%。展望未来，伴随着合

成大分子、生物大分子、临床 CRO、生物合成等业务持续布局推进，将为公司实现与小分子业务的一站式服务业务、业务将实现高速增长、增添未来业绩增长的想象力。

图 32：公司新业务营业收入及其增长情况



资料来源：公司官网和公告，华西证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1. 盈利预测

核心假设：

- (1) **小分子商业化阶段业务：**伴随商业化管线增多和公司商业化产能供给增加，预测 2021-2023 年增速分别为 28%/40%/35%；预期毛利率水平保持相对稳健，且略有提升，即 2021-2023 年毛利率分别为 44.5%/44.8%/45.0%。
- (2) **小分子临床阶段业务：**伴随临床阶段管线增多和公司研发人员数量的增加，预测 2021-2023 年增速分别为 47%/35%/35%；预期毛利率水平保持相对稳健，且略有提升，即 2021-2023 年毛利率分别为 43.5%/43.8%/44.0%。
- (3) **新业务：**考虑到新业务布局持续推荐和进展，预测 2021-2023 年增速分别为 68.6%/56.2%/40.0%；预期毛利率水平保持相对稳健，且略有提升，即 2021-2023 年毛利率分别为 44.2%/44.3%/44.4%。

表 5：公司业绩拆分情况（百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
商业化阶段						
营业收入	1044	1223	1658	2122	2971	4011
yoy	36.3%	17.1%	35.6%	28.0%	40.0%	35.0%
毛利	484	508	751	944	1331	1805
毛利率	46.4%	41.6%	45.3%	44.5%	44.8%	45.0%
临床阶段						
营业收入	686	1123	1272	1870	2524	3408
yoy		63.9%	13.2%	47.0%	35.0%	35.0%
毛利				813	1106	1500
毛利率				43.5%	43.8%	44.0%
新业务						
营业收入	103	114	218	368	574	804
yoy		10.7%	91.7%	68.6%	56.2%	40.0%
毛利				162	254	357
毛利率				44.2%	44.3%	44.4%
合计						
营业收入	1835	2460	3150	4359	6069	8222
yoy	28.9%	34.1%	28.0%	38.4%	39.2%	35.5%
毛利	853	1119	1466	1920	2691	3661
毛利率	46.5%	45.5%	46.6%	44.0%	44.3%	44.5%

资料来源：公司官网资料和公告，华西证券研究所

4.2. 投资建议

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司作为国内领先的小分子 CDMO 供应商，展望未来持续深耕小分子“中间体+API+制剂”一体化服务能力，另外在合成大分子和生物大分子领域持续强化布局，为公司的中长期业绩增长保驾护航。我们预计公司 21-23 年营收分别为 43.59/60.69/82.22 亿元，EPS 分别为 4.04/5.79/7.79 元，对应 2021 年 10 月 25 日 402.59 元/股收盘价，PE 分别为 99.6/69.6/51.7 倍。考虑到公司作为国内 CDMO 行业龙头之一，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：公司盈利预测及估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,460	3,150	4,359	6,069	8,222
YoY (%)	34.1%	28.0%	38.4%	39.2%	35.5%
归母净利润(百万元)	554	722	989	1,416	1,905
YoY (%)	29.3%	30.4%	37.0%	43.2%	34.6%
毛利率 (%)	45.5%	46.6%	44.0%	44.3%	44.5%
每股收益 (元)	2.42	3.10	4.04	5.79	7.79
ROE	18.2%	12.0%	14.2%	16.9%	18.5%
市盈率	166.36	129.87	99.60	69.56	51.70

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 7：可比公司估值情况 (20211025)

代码	公司	股价 (元/股)	2020EPS	2021EPS	2022EPS	2020PE	2021PE	2022PE
603259.SH	药明康德	139.30	1.21	1.47	1.95	115	95	71
300363.SZ	博腾股份	98.82	0.60	0.85	1.15	165	116	86
603456.SH	九洲药业	50.28	0.47	0.74	0.97	107	68	52
平均						129	93	70
002821.SZ	凯莱英	402.59	3.1	4.04	5.79	130	100	70

资料来源：Wind，华西证券研究所（注释：可比公司药明康德、博腾股份、九洲药业数据来自于 Wind 一致性预期）

5. 风险提示

- (1) 核心技术骨干及管理层流失风险：**CRO 行业作为人力密集型行业，商业模式高度依赖核心技术股东及管理层，若出现核心人员的流失，公司未必能及时招募、培训合适的替代人员，有可能会对公司业务造成不利影响；
- (2) 竞争加剧的风险：**全球来看，药品、细胞与基因疗法和医疗器械的研发及生产外包服务商市场竞争极端激烈；竞争加剧会对公司产品服务的定价构成压力，从而对公司的经营业务造成不利影响；
- (3) 核心技术人才流失风险：**随着医药行业的不断发展，行业内的人才竞争将日趋激烈，如果公司未来在发展前景、薪酬福利、工作环境等方面无法保持持续的竞争力，可能存在公司核心技术人才流失，进而对公司长期发展造成不利的风险。
- (4) 汇率波动风险：**考虑到公司业务主要来源于海外，且以美元等外币计价，汇率波动对公司盈利能力有一定程度的影响。
- (5) 新型冠状病毒疫情影响：**新型冠状病毒疫情未来蔓延趋势具有不确定性，或对公司的正常经营活动造成影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,150	4,359	6,069	8,222	净利润	722	989	1,416	1,905
YoY (%)	28.0%	38.4%	39.2%	35.5%	折旧和摊销	160	737	846	986
营业成本	1,683	2,439	3,378	4,561	营运资金变动	-351	-294	-504	-581
营业税金及附加	24	37	49	68	经营活动现金流	569	1,415	1,739	2,293
销售费用	84	96	134	181	资本开支	-1,015	-718	-823	-770
管理费用	307	447	607	832	投资	-83	-135	-102	-118
财务费用	44	0	0	0	投资活动现金流	-1,102	-835	-906	-872
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	2,394	2	0	0
投资收益	-10	17	18	16	债务募资	10	-10	0	0
营业利润	817	1,114	1,596	2,147	筹资活动现金流	2,268	-8	0	0
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	1,707	572	833	1,421
利润总额	814	1,114	1,596	2,147	主要财务指标				
所得税	92	125	180	242	成长能力				
净利润	722	989	1,416	1,905	营业收入增长率	28.0%	38.4%	39.2%	35.5%
归属于母公司净利润	722	989	1,416	1,905	净利润增长率	30.4%	37.0%	43.2%	34.6%
YoY (%)	30.4%	37.0%	43.2%	34.6%	盈利能力				
每股收益	3.10	4.04	5.79	7.79	毛利率	46.6%	44.0%	44.3%	44.5%
资产负债表 (百万元)					净利率率	22.9%	22.7%	23.3%	23.2%
货币资金	2,125	2,697	3,530	4,951	总资产收益率 ROA	10.1%	11.9%	13.7%	15.0%
预付款项	66	74	118	148	净资产收益率 ROE	12.0%	14.2%	16.9%	18.5%
存货	726	935	1,376	1,803	偿债能力				
其他流动资产	1,113	1,391	1,982	2,600	流动比率	4.36	4.57	4.15	4.36
流动资产合计	4,030	5,096	7,006	9,502	速动比率	3.50	3.67	3.27	3.46
长期股权投资	270	405	506	624	现金比率	2.30	2.42	2.09	2.27
固定资产	1,535	1,227	802	241	资产负债率	16.2%	16.2%	18.6%	19.0%
无形资产	286	370	494	598	经营效率				
非流动资产合计	3,128	3,243	3,322	3,225	总资产周转率	0.44	0.52	0.59	0.65
资产合计	7,158	8,339	10,328	12,726	每股指标 (元)				
短期借款	10	0	0	0	每股收益	3.10	4.04	5.79	7.79
应付账款及票据	522	621	954	1,224	每股净资产	24.73	28.55	34.34	42.13
其他流动负债	393	494	734	957	每股经营现金流	2.35	5.78	7.11	9.37
流动负债合计	925	1,115	1,688	2,181	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	238	238	238	238	PE	129.87	99.60	69.56	51.70
非流动负债合计	238	238	238	238	PB	12.10	14.10	11.72	9.56
负债合计	1,163	1,353	1,926	2,419					
股本	242	245	245	245					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,995	6,986	8,402	10,307					
负债和股东权益合计	7,158	8,339	10,328	12,726					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。