

2023年07月16日

金凯生科 (301509.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周二（7月18日）有一家创业板上市公司“金凯生科”询价。
- ◆ 金凯生科（301509）：公司主要从事小分子药物中间体以及少量原料药 CDMO 服务。公司 2020-2022 年分别实现营业收入 4.64 亿元/5.49 亿元/7.17 亿元，YOY 依次为 11.83%/18.25%/30.50%，三年营业收入的年复合增速 19.95%；实现归母净利润 0.59 亿元/0.85 亿元/1.61 亿元，YOY 依次为 1.33%/43.46%/90.96%，三年归母净利润的年复合增速 40.54%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 2.14 亿元，同比上升 38.48%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比上升 22.46%。根据初步预测，预计公司 2023 年 1-6 月实现归母净利润 8,500 万元至 10,200 万元，较上年同期变动-14.88%至 2.15%。
- ① **投资亮点：1、公司依托较为全面和特色的含氟工艺在小分子 CDMO 领域形成了一定的竞争优势。**2018 至 2020 年 FDA 批准的 113 个小分子实体药物中，含氟药物占比近四成。公司拥有丰富的特色氟化技术和合成经验，能结合产品特点采取针对性的氟化技术，解决含氟类产品合成过程中物料不稳定、分离困难等痛点，为客户提供高效率、高质量、低成本、安全环保的中间体或原料药 CDMO 服务。2022 年公司 CDMO 业务收入中含氟类产品贡献营收超过 60%，其中含氟类中间体产品通常被应用在抗肿瘤、心血管、神经系统、免疫机能调节等领域。在抗肿瘤领域，公司的某款三氟甲苯产品被用作全球第一个治疗肝癌的多靶点、多激酶抑制剂索拉非尼，以及治疗转移性结直肠癌、肝癌的瑞戈非尼的中间体。目前已进入小试阶段的氟气氟化及部分特殊氟化装置投产有望进一步完善强化公司在小分子 CDMO 领域的氟化能力。**2、国际化技术团队领衔，客户覆盖全球知名药企。**依托内部培养及对外并购，公司建立了一支深谙国际标准的、国际化背景的技术研发团队，并在大连、阜新、美国威斯康星州三地设立了研发中心，助力深刻理解并快速响应跨国制药公司需求，掌握优质客户资源。目前公司已与包括拜耳、强生、诺华、阿斯利康、辉瑞、GSK、礼来等位列美国制药经理人杂志（《PharmExec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单企业以及 Concert Pharmaceutical 等 10 余家特色治疗领域的创新药企建立了较强的客户粘性，2020-2022 年取得了多款重磅药、创新药的中间体订单，收入稳步增长，CAGR 24.22%；并储备了一定数量的临床期项目，若未来获批上市、成为重磅药有望增厚业绩贡献。
- ② **同行业上市公司对比：**综合考虑业务与产品类型等方面，选取凯莱英、博腾股份、九洲药业、药石科技、永太科技、联化科技、诚达药业、诚达药业为金凯生科的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 55.63 亿元，销售毛利率为 40.48%；剔除极值的可比 PE-TTM（算术平均）为 22.15X；相较而言，公司营收规模低于行业可比公司平均，毛利率高于行业可比公司平均。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	64.53
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com.cn

相关报告

- 长华化学-新股专题覆盖报告（长华化学）
-2023 年第 151 期-总第 348 期 2023.7.14
- 逸飞激光-新股专题覆盖报告（逸飞激光）
-2023 年第 150 期-总第 347 期 2023.7.12
- 敷尔佳-新股专题覆盖报告（敷尔佳）-2023
年第 148 期-总第 345 期 2023.7.12
- 浙江荣泰-新股专题覆盖报告（浙江荣泰）
-2023 年第 149 期-总第 346 期 2023.7.12
- 盛邦安全-新股专题覆盖报告（盛邦安全）
-2023 年第 147 期-总第 344 期 2023.7.9



公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	464.4	549.2	716.7
同比增长(%)	11.83	18.25	30.50
营业利润(百万元)	72.0	99.4	193.9
同比增长(%)	0.59	38.10	95.00
净利润(百万元)	58.9	84.5	161.5
同比增长(%)	1.33	43.46	90.96
每股收益(元)	1.18	1.32	2.50

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、金凯生科	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	8
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	9
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 常规药物研发流程及专业化分工简介	5
图 6: CDMO 主要服务项目	6
图 7: 2016 年-2025 年中国 CDMO 市场规模	6
图 8: 2016 年-2025 年中国医药市场规模	7
图 9: 2011 年-2021 年我国化学农药原药产量	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	9
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、金凯生科

公司为世界大型跨国医药及生物制药集团、创新药公司、化工集团提供的小分子 CDMO 服务，主要涉及小分子药物中间体以及少量原料药。核心产品应用于肿瘤、心脑血管、糖尿病、肌萎缩侧索硬化（渐冻症）、阿尔茨海默症、艾滋病、新型冠状病毒等多个疾病治疗领域。

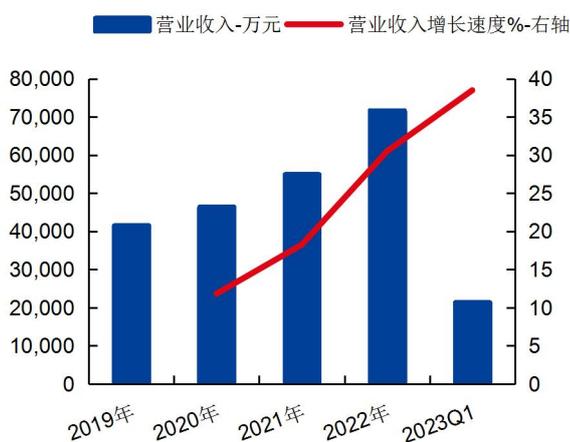
公司客户类型包括主要客户包括下游终端药厂、CDMO 厂商以及贸易商等。公司与包括拜耳、强生、诺华、赛诺菲、吉利德、阿斯利康、辉瑞、默克、GSK、礼来、武田、勃林格殷格翰等国际大型医药及生物制药集团，ConcertPharmaceutical、Biogen、Principia、SeattleGenetics 等特色治疗领域的创新药企业建立了业务合作关系；同时也为巴斯夫等跨国化工集团提供从产品试验到商业化应用所需农药中间体的配套研发和生产服务。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 4.64 亿元/5.49 亿元/7.17 亿元，YOY 依次为 11.83%/18.25%/30.50%，三年营业收入的年复合增速 19.95%；实现归母净利润 0.59 亿元/0.85 亿元/1.61 亿元，YOY 依次为 1.33%/43.46%/90.96%，三年归母净利润的年复合增速 40.54%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 2.14 亿元，同比上升 38.48%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比上升 22.46%。

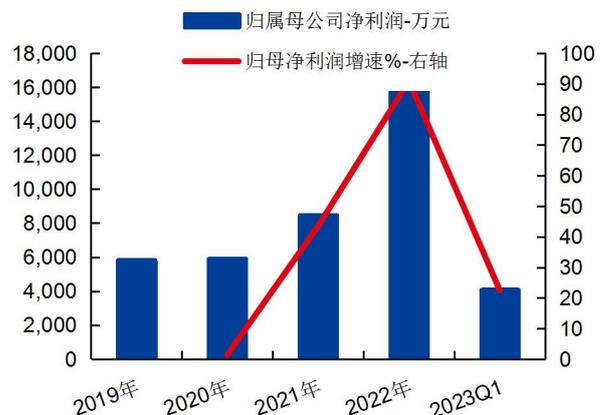
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为 CDMO 业务收入（6.93 亿元，96.72%）、贸易服务收入（0.23 亿元，3.28%）。其中 CDMO 业务收入按照产品类别可分为两部分，分别为含氟类产品（4.18 亿元，60.27%）、非含氟类产品（2.75 亿元，39.73%）；另外，CDMO 业务收入按照应用领域可分为三部分，分别为医药领域（3.33 亿元，48.04%）、农药领域（2.75 亿元，39.73%）、特殊化学品领域（0.85 亿元，12.23%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



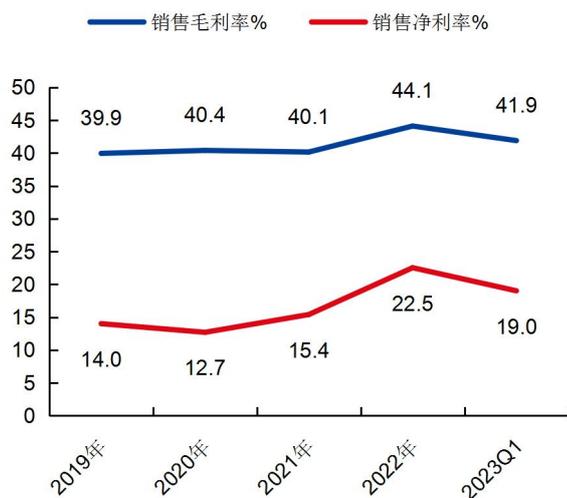
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



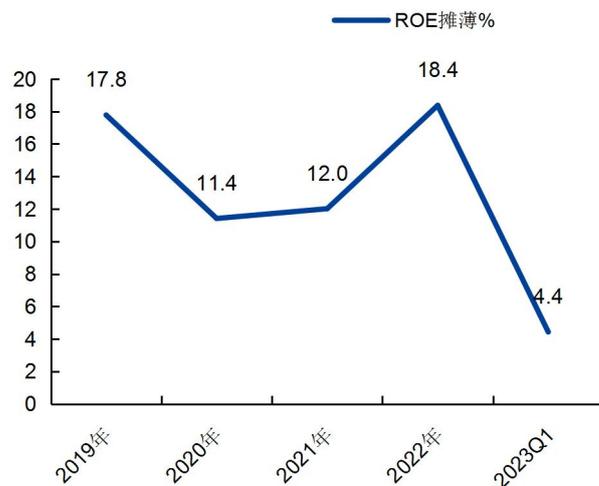
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化

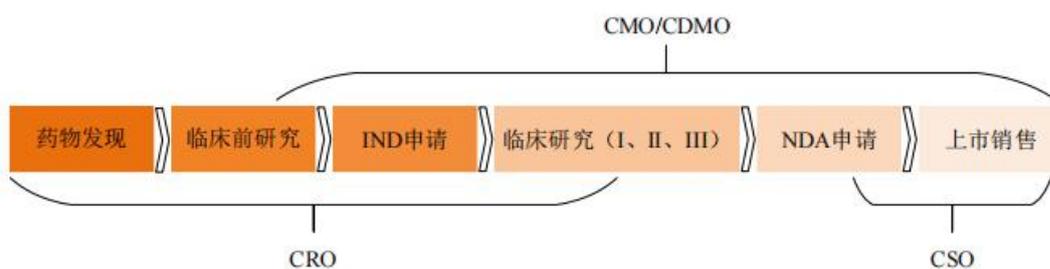


资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

按新药研发生产的生命周期所处的不同阶段，医药外包主要包括医药 CRO、医药 CMO/CDMO 和医药 CSO 服务。具体来说，CRO 主要负责实验室阶段小批量新药化合物的合成，以及临床前研究和各类临床试验服务。而 CMO 和 CDMO 则致力于在临床及商业化阶段开发制药工艺，并进行药物的制备工作。另外，CSO 则专注于为客户提供全面的产品销售方面的支持与服务。

图 5：常规药物研发流程及专业化分工简介



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

CDMO 企业是将自身的工艺研发能力和规模生产能力紧密结合起来，通过与客户的研发、采购和生产等整个供应链体系进行深度对接，为客户提供全方位的服务。具体而言，CDMO 企业可以为客户提供药品生产所需的工艺流程研发和优化，以及配方开发和试生产服务，并在上述研发、开发等服务的基础上进一步提供从公斤级到吨级的生产服务。通过与 CDMO 企业合作，客户可以充分利用其专业技术和经验，实现高效、高质量的药品生产。

图 6：CDMO 主要服务项目



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

根据 Frost&Sullivan 的统计数据，中国医药 CDMO 市场规模从 2016 年的 105 亿元增加至 2021 年的 473 亿元，年均复合增长率为 35.1%；中国化学药 CDMO 市场规模从 2016 年的 80 亿元增加至 2021 年的 314 亿元，年均复合增长率为 31.5%。根据 Frost&Sullivan 的预测，2025 年，中国医药 CDMO 市场规模将达到 1,595 亿元；中国化学药 CDMO 市场规模将达到 1,101 亿元。此外，至 2025 年我国医药 CDMO 市场增长速度将高于全球水平，占全球 CDMO 市场的份额不断提升，2017 年中国 CDMO 市场仅占全球 CDMO 市场总规模的 5.0%，到 2021 年已扩大至 13.2%，预计于 2025 年将占据全球市场的 19.6%。

图 7：2016 年-2025 年中国 CDMO 市场规模

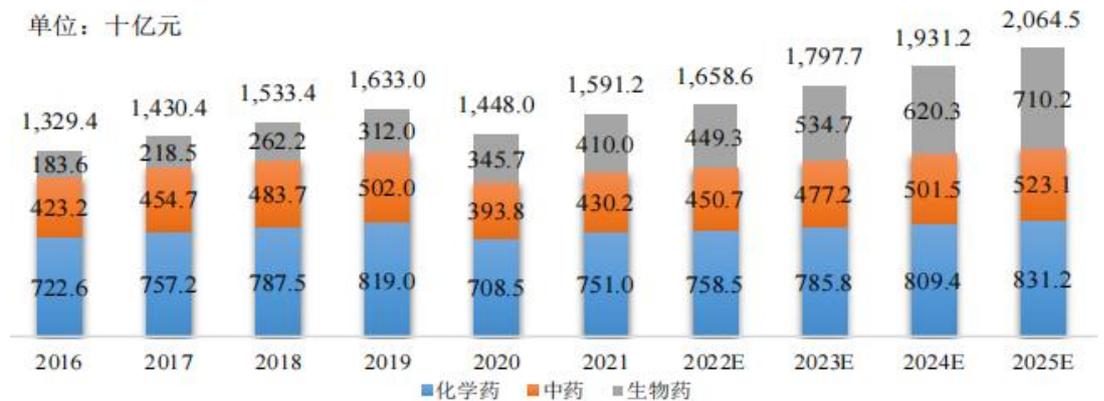


资料来源：Frost&Sullivan，华金证券研究所

根据国家统计局的数据，自 2016 年起至 2021 年，我国 65 岁以上人口所占比重已经从 10.8% 上升到了 14.2%。与此同时，我国的卫生总费用也在不断攀升。自 2016 年起至 2021 年，卫生总费用已经由 46,344.88 亿元增长到了 76,844.99 亿元。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，我国医药市场规模也在稳步扩大，从 2016 年的 13,294 亿元增长到 2021 年的 15,912 亿元，医药市场呈现出持续增长的趋势。该市场主要由化学药、中药、生物药三个板块构成。具体到化学药板块，从 2016 年至 2021 年，其市场规模也有所增加，从 7,226 亿元上升到 7,510 亿元，化学药市场表现出一定的增长势头。根据 Frost&Sullivan 的预测，未来几年内我国医药市场仍将继续扩大，

预计到 2025 年，医药市场规模将达到 20,645 亿元，其中化学药市场规模将达到 8,312 亿元。这一预测显示出了我国医疗领域潜力巨大，并且将为相关产业带来更多的发展机遇。

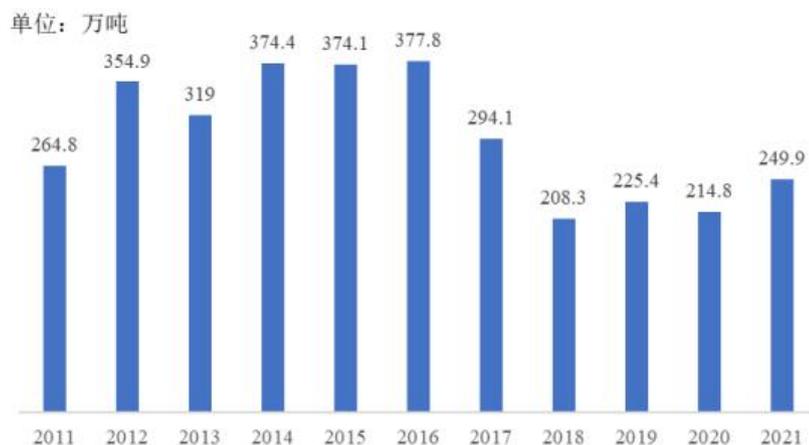
图 8：2016 年-2025 年中国医药市场规模



资料来源：2016 年-2025 年全球医药市场情况，华金证券研究所

农药用于预防和控制对农业和林业造成危害，可以通过化学合成或者来自生物和其他天然物质。根据不同的防治对象，农药可以分为杀虫剂、杀菌剂、除草剂、杀鼠剂、脱叶剂以及植物生长调节剂等多种类型。根据国家统计局的数据显示，在 2014 年，我国化学农药原药产量达到了 374.4 万吨。但随着供给侧改革以及安全环保监管力度的加强，我国化学农药原药产量有所下降。到 2021 年，我国化学农药原药产量为 249.9 万吨。

图 9：2011 年-2021 年我国化学农药原药产量



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

近年来，全球医药行业的研发投入一直呈现稳定增长的趋势。根据 Frost&Sullivan 的预测数据显示，全球医药行业研发投入从 2021 年的 2,241 亿美元到 2026 年预计将达到 3,129 亿美元，复合年增长率约为 6.9%。这个数据显示出全球医药领域对研发投入的持续关注和重视。同时，这种持续增长也成为推动医药外包产业链进一步发展壮大的源动力。

随着全球产业转移趋势的加速，中国作为一个拥有全方位承接优势的国家正迅速崛起。特别是在国内 CDMO（药物研发与制造外包）行业发展中，全球产业链转移起到了长期稳定的推动作用。由于药品研发成本不断攀升和药品价格竞争日益激烈，各方面考虑使得中间体生产向那些具

备承接优势的发展中国家转移变得必要。因此，在这一背景下，中国凭借其成本控制、环保等多方面优势成为了全球产业链转移的目标之一，这一趋势将为中国 CDMO 行业带来更多机遇和挑战。

国内外医药 CDMO 行业集中度较低，公司发展路径明晰且潜力巨大。医药 CDMO 市场高度分散、竞争激烈，全球领先的 CDMO 公司 Lonza 在 2021 财年的营业收入约为 59 亿美元，Catalent 在 2021 财年的营业收入约为 40 亿美元，占全球 CDMO 总市场份额的比例分别约为 9.35%、6.34%。我国的 CDMO 市场也已经发展出部分具有综合竞争力的参与者，如凯莱英、博腾股份、药明康德的子公司合全药业等，同时我国医药 CDMO 整体市场集中度同样较低，竞争激烈且没有绝对龙头。

（三）公司亮点

1、公司依托较为全面和特色的含氟工艺在小分子 CDMO 领域形成了一定的竞争优势。2018 至 2020 年 FDA 批准的 113 个小分子实体药物中，含氟药物占比近四成。公司拥有丰富的特色氟化技术和合成经验，能结合产品特点采取针对性的氟化技术，解决含氟类产品合成过程中物料不稳定、分离困难等痛点，为客户提供高效率、高质量、低成本、安全环保的中间体或原料药 CDMO 服务。2022 年公司 CDMO 业务收入中含氟类产品贡献营收超过 60%，其中含氟类中间体产品通常被应用在抗肿瘤、心血管、神经系统、免疫机能调节等领域。在抗肿瘤领域，公司的某款三氟甲苯产品被用作全球第一个治疗肝癌的多靶点、多激酶抑制剂索拉非尼，以及治疗转移性结直肠癌、肝细胞癌的瑞戈非尼的中间体。目前已进入小试阶段的氟气氟化及部分特殊氟化装置投产有望进一步完善强化公司在小分子 CDMO 领域的氟化能力。

2、国际化技术团队领衔，客户覆盖全球知名药企。依托内部培养及对外并购，公司建立了一支深谙国际标准的、国际化背景的技术研发团队，并在大连、阜新、美国威斯康星州三地设立了研发中心，助力深刻理解并快速响应跨国制药公司需求，掌握优质客户资源。目前公司已与包括拜耳、强生、诺华、阿斯利康、辉瑞、GSK、礼来等位列美国制药经理人杂志（《PharmExec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单企业以及 Concert Pharmaceutical 等 10 余家特色治疗领域的创新药企建立了较强的客户粘性，2020-2022 年取得了多款重磅药、创新药的中间体订单，收入稳步增长，CAGR 24.22%；并储备了一定数量的临床期项目，若未来获批上市、成为重磅药有望增厚业绩贡献。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、医药中间体项目：**本项目建设内容包含建设生产车间、含办公、研发等功能的综合楼、仓库，购置 6 个高端医药中间体产品生产所需生产装置等。本项目建成后，预计实现生产期年均营业收入 61,646.82 万元，年均利润总额 14,890.85 万元，项目内部收益率（税后）22.69%，投资回收期 7.25 年（税后，含建设期）。
- 2、年产 190 吨高端医药产品项目：**本项目建设内容包含建设生产车间、库房、罐区、动力站、中控室、罐区及泵池、变电所、综合楼及消防设施等。本项目建成后，预计实现生产期年均营业收入 48,500 万元，年均净利润 8,585.06 万元，项目内部收益率（税后）

26.96%，投资回收期 6.04 年（税后，含建设期）。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 额(万元)	项目建设期
1	医药中间体项目	52,261.23	43,886.66	3 年
2	年产 190 吨高端医药产品项目	40,000.00	28,656.10	3 年
3	补充流动资金	7,457.24	7,457.24	
	总计	99,718.47	80,000.00	

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 7.17 亿元，同比增长 30.50%；实现归属于母公司净利润 1.61 亿元，同比增长 90.96%。根据初步预测，预计公司 2023 年 1-6 月实现营业收入 40,000 万元至 45,000 万元，较上年同期变动 6.70%至 20.03%；预计实现归属于母公司所有者的净利润 8,500 万元至 10,200 万元，较上年同期变动-14.88%至 2.15%；扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 8,300 万元至 10,100 万元，较上年同期变动-10.72%至 8.64%。

公司主要从事小分子药物中间体以及少量原料药 CDMO 服务；综合考虑业务与产品类型等方面，选取凯莱英、博腾股份、九洲药业、药石科技、永太科技、联化科技、诚达药业、诚达药业为金凯生科的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 55.63 亿元，销售毛利率为 40.48%；剔除极值的可比 PE-TTM（算术平均）为 22.15X；相较而言，公司营收规模低于行业可比公司平均，毛利率高于行业可比公司平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊薄
002821.SZ	凯莱英	453.97	13.23	102.55	121.08%	33.02	208.77%	47.37%	21.10%
300363.SZ	博腾股份	163.95	8.51	70.35	126.55%	20.05	282.78%	51.96%	33.41%
603456.SH	九洲药业	234.24	23.57	54.45	34.01%	9.21	45.28%	34.66%	17.39%
300725.SZ	药石科技	99.83	33.15	15.95	32.71%	3.14	-35.42%	45.48%	11.82%
002326.SZ	永太科技	139.17	73.46	63.36	41.79%	5.54	97.63%	29.76%	16.16%
002250.SZ	联化科技	97.59	14.62	78.65	19.41%	6.97	120.93%	26.15%	10.02%
301201.SZ	诚达药业	39.79	39.83	4.11	-1.03%	1.06	6.02%	48.01%	4.81%
301509.SZ	金凯生科	/	/	7.17	30.50%	1.61	90.96%	44.11%	18.37%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 7 月 14 日），华金证券研究所

（六）风险提示

产品毛利率大幅波动、安全环保问题、存货跌价损失、汇率大幅波动、农药中间体下游原药被禁售或淘汰、客户临床试验进展不及预期、技术迭代不及预期、研发进展不及预期等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn