

增持（首次）

拥有特色氟工艺的小分子 CDMO 服务商

金凯生科（301509）深度报告

2024年3月27日

投资要点：

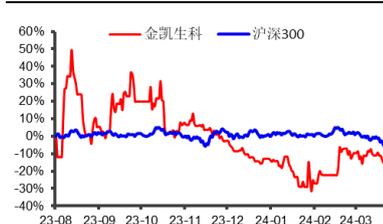
分析师：谢雄雄
SAC 执业证书编号：
S0340523110002
电话：0769-22110925
邮箱：
xiexiongxiong@dgzq.com.cn

分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2024年3月26日

收盘价（元）	58.89
总市值（亿元）	50.67
总股本（亿股）	0.86
流通股本（亿股）	0.22
ROE（TTM）	7.11%
12月最高价（元）	108.36
12月最低价（元）	49.40

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- 公司是一家面向全球生命科学领域客户的小分子CDMO服务商。公司为全球原研药厂的新药研发项目提供小分子药物中间体以及少量原料药的定制研发生产服务，经过多年技术创新发展，公司能够自主研发众多小分子化合物的工艺路线，解决生产过程中的技术瓶颈，并利用公司全面的反应能力保证研发的技术路线得以实施，协助其解决创新药研发过程中化合物合成的工艺开发、工艺优化、工艺放大和规模化生产等难题，能够为客户在含氟药物领域提供高效率、高质量、低成本、安全环保的中间体或原料药定制研发、生产服务。
- 全球CDMO市场规模持续保持高增长。根据Frost&Sullivan的统计数据，2016年至2021年，全球医药CDMO市场规模从353亿美元增加至631亿美元，年均复合增长率为12.3%。全球医药研发投入的持续增长是推动医药外包产业链发展的源动力。此外，中小型新药研发机构的研发投入的快速增长也为CDMO行业带来了新的发展机遇。根据Frost&Sullivan的预测，全球医药CDMO市场在2022年至2025年间将保持快速增长的势头，市场规模在2025年将达到1,246亿美元。
- 公司在含氟化合物合成领域具有独特优势。现代医药的分子复杂程度不断提高，而分子中不同官能团/基团的活性相异，如何在反应中保护相关的官能团/基团在氟化反应中不被氟化是关键的技术难点。通过多年项目经验积累，与从事CDMO的竞争对手相比，公司拥有更多氟化学领域的项目经验并掌握更加全面的氟化学技术能力，包括氟化氢氟化、碱金属氟化物氟化、四氟化硫氟化、氟化氢有机盐氟化、自由基氟化、电解氟化等。公司有能力强把氟化学整合到上下游的反应中，能够为客户提出更完善的解决方案。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后，公司将成为全球生命科学领域小分子CDMO企业中氟化能力较为完善、具有较强竞争力的企业。
- 投资建议：预计公司2023年、2024年每股收益分别为1.76元和2.04元，对应估值分别为33倍和29倍。公司是一家拥有全面以及特色的含氟工艺的小分子CDMO服务商，拥有客户资源优势。首次覆盖，给予对公司“增持”评级。
- 风险提示。技术和创新风险、主要客户销售收入波动的风险、农药中间体下游原药被禁售、撤销登记、替代或淘汰风险和原材料供应及其价格波动的风险等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

1、公司致力向全球客户提供 CDMO 服务	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司目前主要产品	5
1.3 公司近几年营收和归母净利润保持快速增长	6
1.4 公司盈利能力有所改善	7
2. 全球 CDMO 市场规模持续保持高增长	8
2.1 CDMO 行业简介	8
2.2 CDMO 行业市场规模及竞争格局	9
2.2.1 全球 CDMO 行业市场规模	9
2.2.2 中国 CDMO 行业市场规模	10
2.2.3 全球 CDMO 行业竞争格局	11
2.3 CDMO 行业未来发展趋势	11
2.3.1 医药市场持续扩容为 CDMO 市场规模高增长提供基础	11
2.3.2 CDMO 业务加速从欧美地区向亚太地区转移	12
2.3.3 医疗研发外包企业深度参与客户创新药的研发过程	12
3、公司工艺能力全面，拥有客户资源优势	12
3.1 公司在含氟化合物合成领域具有独特优势	12
3.2 公司拥有客户资源优势	13
4、投资建议	14
5、风险提示	15

插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构及其主要子公司（截至 2023 年三季度末）	4
图 3：公司营收及其同比增速	6
图 4：公司归母净利润及其同比增速	6
图 5：公司主营业务收入的主要构成	7
图 6：公司 CDMO 业务收入按照产品类别构成	7
图 7：公司 CDMO 业务收入按照应用领域构成	7
图 8：公司期间费用率情况	7
图 9：公司毛利率和净利率情况	7
图 10：CDMO 企业主要服务项目情况	8
图 11：2016-2025 年全球化学药 CDMO 市场规模	9
图 12：2016-2025 年全球生物药 CDMO 市场规模	9
图 13：2016-2025 年中国化学药 CDMO 市场规模	10
图 14：2016-2025 年中国生物药 CDMO 市场规模	10
图 15：中国 CDMO 市场占全球的比重	10
图 16：2016 年-2025 年全球医药市场规模及其预测	11
图 17：2016 年-2025 年中国医药市场规模及其预测	11

表格目录

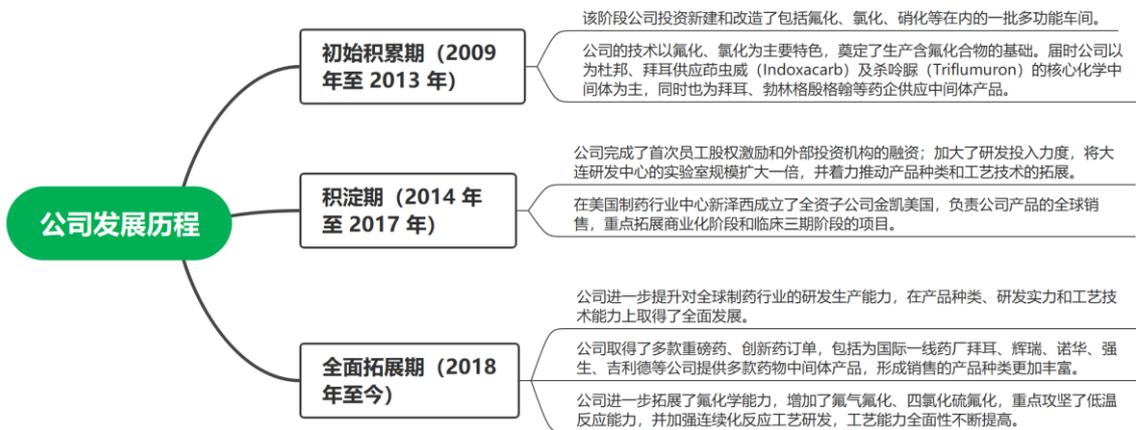
表 1：公司产品及其应用领域	5
表 3：公司在氟化学领域拥有的技术能力	13
表 4：公司部分重要客户简介	14
表 5：公司盈利预测简表（截至 2024 年 3 月 26 日）	14

1、公司致力向全球客户提供 CDMO 服务

1.1 公司概况

公司是一家面向全球生命科学领域客户的小分子 CDMO 服务商。公司总部坐落于辽宁阜新氟产业开发区，为全球原研药厂的新药研发项目提供小分子药物中间体以及少量原料药的定制研发生产服务，经过多年技术创新发展，公司能够自主研发众多小分子化合物的工艺路线，解决生产过程中的技术瓶颈，并利用公司全面的反应能力保证研发的技术路线得以实施，协助其解决创新药研发过程中化合物合成的工艺开发、工艺优化、工艺放大和规模化生产等难题，能够为客户在含氟药物领域提供高效率、高质量、低成本、安全环保的中间体或原料药定制研发、生产服务。公司的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，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，Concert Pharmaceutical、Biogen、Principia、Seattle Genetics 等特色治疗领域的创新药企业建立了业务合作关系。此外，公司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。

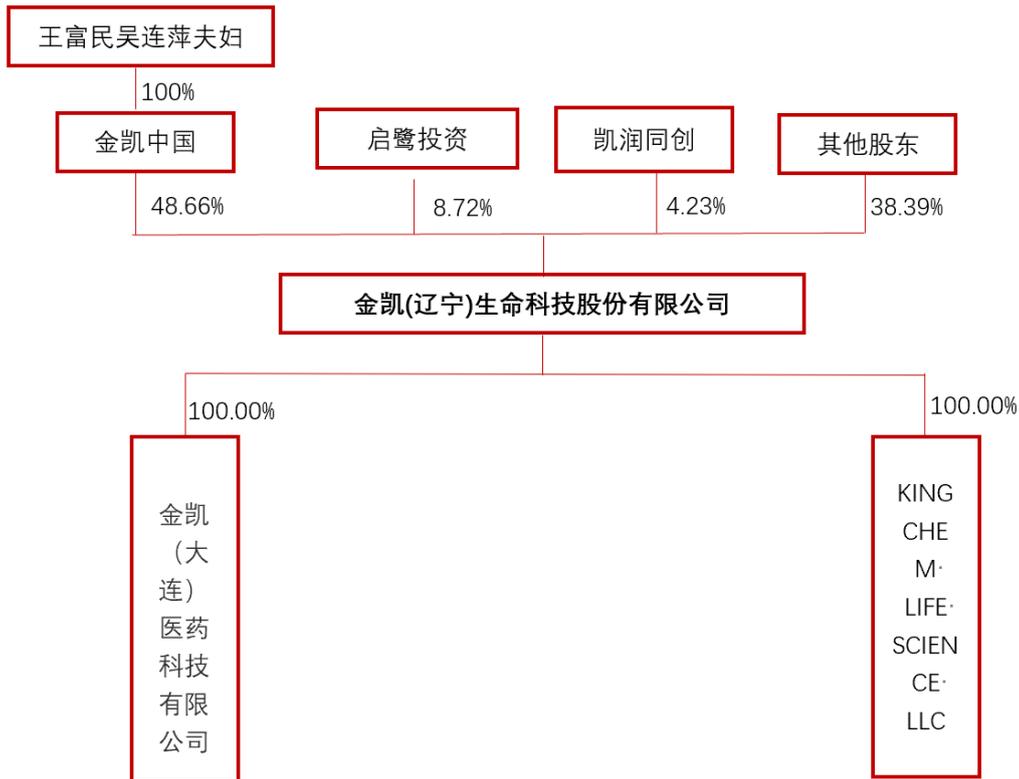
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司实际控制人为王富民吴连萍夫妇。根据 IFind 数据以及公司招股说明书数据显示，截至 2023 年三季度末，王富民吴连萍夫妇通过金凯中国持有公司 48.66% 股份，王富民作为凯润同创的执行事务合伙人，通过凯润同创间接控制股份的比例为 4.23%，王富民吴连萍夫妇为夫妻关系，系一致行动人，王富民吴连萍夫妇是公司实际控制人。公司拥有 KINGCHEMLIFESCIENCELLC 和金凯（大连）医药科技有限公司 2 个全资子公司，金凯（大连）医药科技有限公司主要负责公司医药中间体、原料药及制剂的研发、生产和销售。KINGCHEMLIFESCIENCELLC 是公司位于美国新泽西的销售子公司。

图 2：公司股权结构及其主要子公司（截至 2023 年三季度末）



资料来源：IFind，公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2 公司目前主要产品

公司产品可分为含氟类和非含氟类中间体产品。公司为全球原研药厂的新药研发项目提供小分子药物中间体以及少量原料药的定制研发生产服务。销售商品是公司 CDMO 服务成果的最终交付形态，产品形态主要为中间体，产品应用领域包括医药、农药和特殊化学品。公司为客户提供定制化产品，种类繁多，可应用于心脑血管、肿瘤、神经系统、抗病毒等多个疾病领域，按照产品结构可分为含氟类产品和非含氟类产品。公司含氟类产品主要包括三氟甲氧基或三氟甲基的苯类中间体、氟代芳环类中间体等。三氟甲基/三氟甲氧基具有很强的电负性、亲脂性和高稳定性，可改变药物分子的吸收、分布及代谢，使得含氟药物的疗效明显优于不含氟药物；氟代芳香族化合物芳香环上的氢原子被氟取代，与其他芳香族化合物相比具有更强的脂溶性，可以作为含氟砌块用于医药分子的开发和生产中。含氟类产品的存在还可使得农药具有低用量、低残留、对环境友好等特点，公司三氟甲氧基系列产品可用于合成杀虫剂茚虫威（Indoxacarb）、杀菌剂噻唑酰胺（Thifluzamide）、除草剂氟唑磺隆（Flucarbazone-sodium）等。公司的非含氟类产品品种众多，主要包括了含氮杂环系列、氨的脂肪族有机衍生物、羧酸及其衍生物、烯烃类、非氟卤代苯类、酚类、酮类、异氰酸酯类等，该产品服务的药物覆盖肿瘤、糖尿病、心血管、病毒、神经系统、免疫系统等疾病治疗领域。

表 1：公司产品及其应用领域

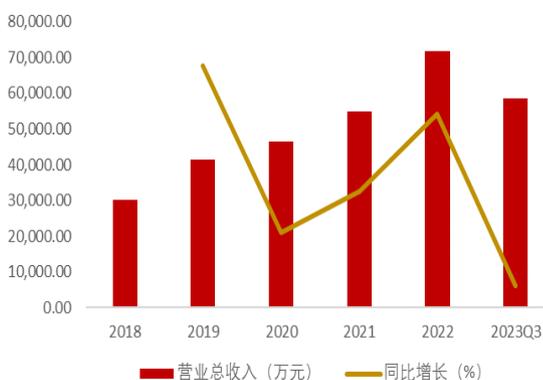
分类	产品名称	应用领域
含氟类中间体产品	三氟甲氧基或三氟甲基的苯类中间体、氟代芳环类中间体等	公司的含氟类中间体产品被应用在抗肿瘤、心血管、神经系统、免疫机能调节等领域。例如在抗肿瘤领域，全球第一个用于治疗肝癌的多靶点、多激酶抑制剂索拉非尼（Sorafenib），治疗转移性结肠癌、肝细胞癌的瑞戈非尼（Regorafenib）均使用公司的某种三氟甲苯产品作为该类药物的中间体；在心血管领域，公司的一类氟代芳环类中间体可用于合成显著降低心衰死亡率和再住院风险的药物维立西呱（Vericiguat）和治疗肺动脉高压的药物利奥西呱（Riociguat）；在神经系统领域，公司的某种三氟甲氧基产品用于延长渐冻症患者生存期的药物利鲁唑（Riluzole）的合成；在免疫性机能调节领域，公司的一类氟代芳环类中间体用于合成治疗免疫性血小板减少症的药物利扎布替尼（Rilzabrutinib）。公司三氟甲氧基系列产品可用于合成杀虫剂茚虫威（Indoxacarb）、杀菌剂噻唑酰胺（Thifluzamide）、除草剂氟唑磺隆（Flucarbazone-sodium）等。
非含氟类中间体产品	氮杂环系列、氮的脂肪族有机衍生物、羧酸及其衍生物、烯烃类、非氟卤代苯类、酚类、酮类、异氰酸酯类等	含氮杂环常见于核苷、氨基酸、糖、维生素、生物碱等天然产物中，因此成为小分子医药中的重要组成部分。公司含氮杂环类医药中间体包含吡啶类、吗啉类、噻啶类、喹啉类等多种化合物，这些化合物由于氮原子的存在而具有良好的生物活性。例如吡啶环具有较好的内吸性，常常可以明显提高生物活性的同时大幅降低毒性；噻啶衍生物与 DNA 和 RNA 的碱基类似，这些含氮杂环类中间体可以用于合成治疗肿瘤、心血管、自身免疫性疾病的药品。氮的脂肪族有机衍生物，在生命过程中起着重要的作用，可用于与有机酸类化合物形成酰胺类医药、农药，也可根据不同官能团环合形成含氮杂环类中间体，主要包含氨基酸类、取代烷基胺类、环烷基胺类及其相应盐酸盐。公司某种酸及其酯类化合物可用于合成小分子吸收增强剂，应用在糖尿病新药索马鲁肽口服制剂（Sermaglutide）合成，具有大分子蛋白皮下注射相同的给药效果，改善糖尿病患者的生活。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.3 公司近几年营收和归母净利润保持快速增长

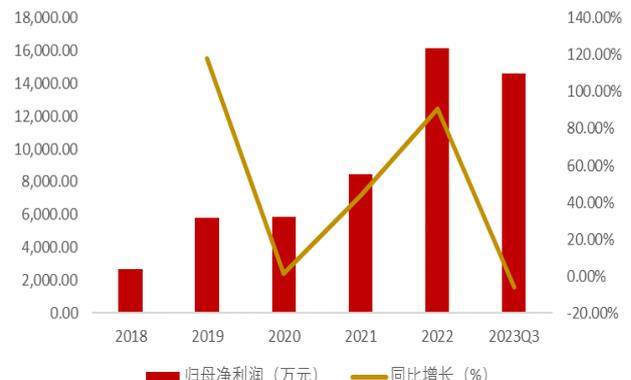
公司近几年营收和归母净利润保持快速增长。2018-2022 年，公司营收从 3.01 亿元增长至 7.17 亿元，GAGR 为 24.25%；公司归母净利润从 0.27 亿元增长至 1.61 亿元，归 GAGR 为 56.83%，公司近几年营收和归母净利润保持快速增长。2020 年，公司营业收入同比增长 11.83%，净利润同比增长 1.33%，增速明显放缓，主要由于公司当年受阜新化工园区污水处理厂爆炸事故停产损失与汇率波动产生的汇兑损失影响。2023 年前三季度，公司实现营收 5.68 亿元，同比增长 3.39%；实现归母净利润 1.46 万元，同比下滑 5.75%，公司业绩增速有所放缓。

图 3：公司营收及其同比增速



资料来源：IFind，东莞证券研究所

图 4：公司归母净利润及其同比增速



资料来源：IFind，东莞证券研究所

公司主营业务收入主要来源于 CDMO 业务收入。公司主营业务收入分为 CDMO 业务收入和

贸易服务收入，公司 CDMO 业务收入近三年营收占比超过 95%，是公司主营业务主要收入来源，公司不断丰富产品种类、取得了多款重磅药、创新药的中间体订单，包括为国际一线药厂拜耳、辉瑞、诺华、强生、吉利德等公司提供药物中间体产品；进一步提升 CDMO 业务收入占比，降低贸易服务收入比重，整体业务收入结构保持稳定并持续优化。公司 CDMO 业务中间体产品包括含氟类产品和非含氟类产品，其中含氟类产品近三年营收占比超过 60%；在应用领域方面，公司中间体产品主要应用于医药、农药和特殊化学品领域，近三年应用于医药领域占比为 50%左右，应用于农药领域占比为 40%左右。

图 5：公司主营业务收入的主要构成

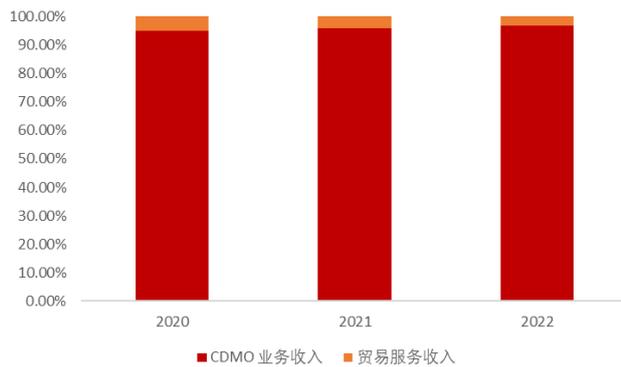
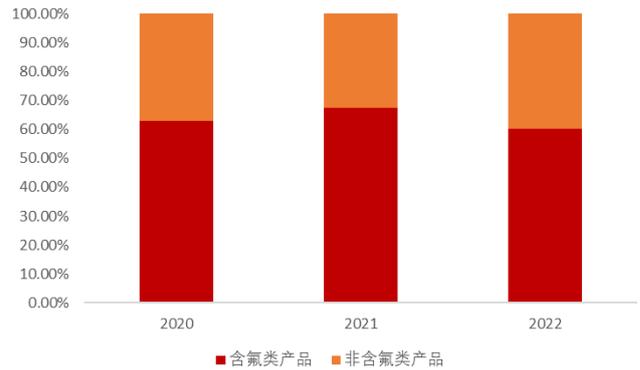


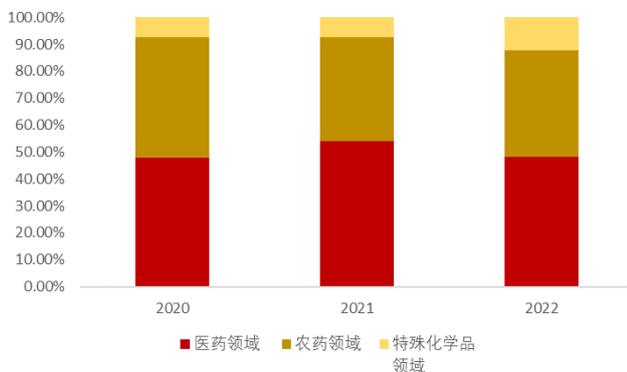
图 6：公司 CDMO 业务收入按照产品类别构成



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 7：公司 CDMO 业务收入按照应用领域构成



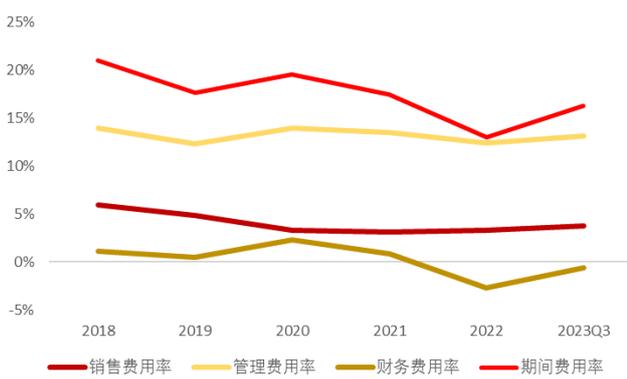
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.4 公司盈利能力有所改善

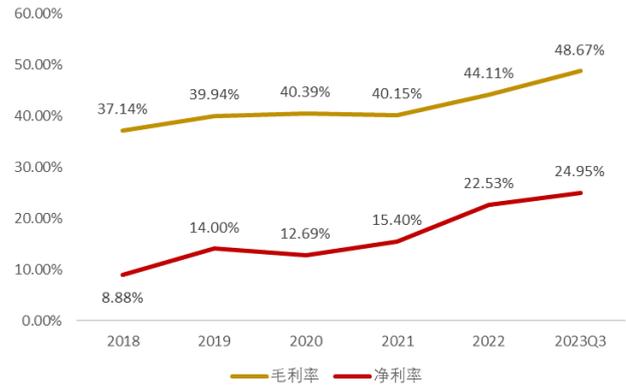
公司近几年毛利率和净利率有所提高。公司 2018-2022 年的期间费用率分别为 20.93%、17.59%、19.47%、17.43%和 12.98%；毛利率分别为 37.14%、39.94%、40.39%、40.15%和 44.11%；净利率分别为 8.88%、14.00%、12.69%、15.40%和 22.53%。2022 年，公司毛利率同比提升近 4 个百分点，主要原因是公司高毛利产品妥卡替尼中间体产品及非奈利酮中间体产品销售规模及占比上升所致。随着公司营收规模不断扩大，规模化效应进一步显现，公司期间费用率有所优化，叠加公司高毛利产品营收占比提升，带动公司盈利能力进一步提升。

图 8：公司期间费用率情况

图 9：公司毛利率和净利率情况



资料来源：IFind，东莞证券研究所



资料来源：IFind，东莞证券研究所

2. 全球 CDMO 市场规模持续保持高增长

2.1 CDMO 行业简介

CDMO 企业服务覆盖新药上市全部阶段。CDMO 产业链可以简单概括为从化学原料开始通过多步化学合成最终形成原料药和制剂的过程。中间体或原料药分子构成一般较为复杂，产品生产涉及多步化学反应，覆盖整个原研药厂的药物研发生命周期。对于临床前以及临床阶段 CDMO 业务，产业链上的企业主要为原研药厂提供药物分子的工艺设计、工艺放大和优化以及小规模定制化生产服务；对于已上市阶段的 CDMO 业务，产业链上的企业主要为原研药厂提供成本工艺优化改进及大规模定制化生产服务。在 CDMO 模式下，原研药厂主导研发出对某一疾病起治疗作用的化合物，CDMO 企业将自有工艺研发能力与规模生产能力深度结合，通过临床试生产、商业化生产的供应模式深度对接客户的研发、采购、生产等整个供应链体系，可以为客户提供药品生产所需要的工艺流程研发及优化、配方开发及试生产服务，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。随着制药企业对成本控制和效率提升的要求不断加强，外包服务商需要利用自身生产设施及技术积累承担更多工艺研发、改进的服务，进一步帮助制药企业改进生产工艺、提高合成效率并最终降低制造成本，在 CDMO 产业链上，通常由原研药厂作为供应链的决策者来选择供应商；但处于产业链上的 CDMO 厂商亦可选择在生产处于产业链后端的产品时向其他企业采购产业链前端的产品，以弥补企业自身在工艺、技术、生产排期、成本等方面的短板。

图 10：CDMO 企业主要服务项目情况



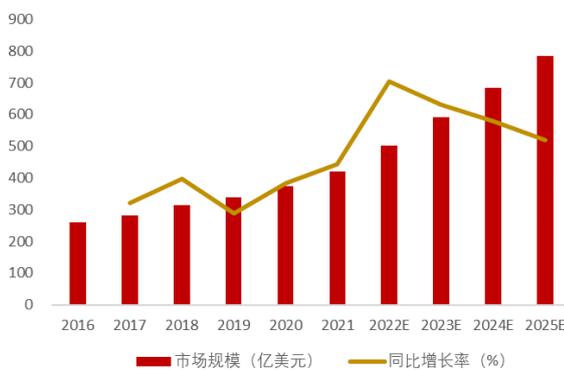
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2.2 CDMO 行业市场规模及竞争格局

2.2.1 全球 CDMO 行业市场规模

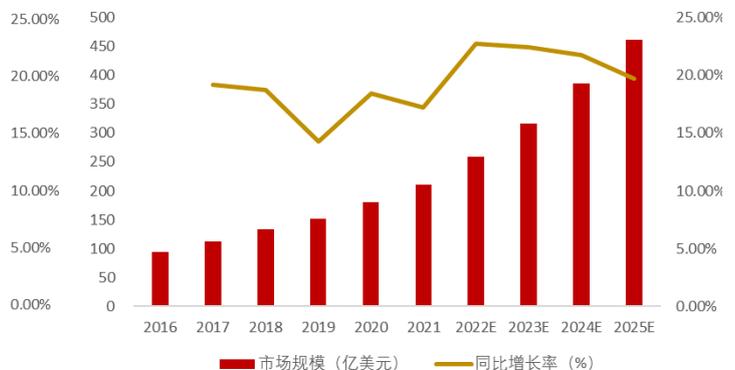
全球医药 CDMO 行业市场规模在 2025 年有望达到 1,246 亿美元。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，2016 年至 2021 年，全球医药 CDMO 市场规模从 353 亿美元增加至 631 亿美元，年均复合增长率为 12.3%。全球医药 CDMO 市场主要由化学药和生物药两大板块组成。2016 年到 2021 年，全球化学药 CDMO 市场规模从 259 亿美元增加至 420 亿美元，年均复合增长率为 10.2%；全球生物药 CDMO 市场规模从 94 亿美元增加至 211 亿美元，年均复合增长率为 17.6%。中小型新药研发机构的研发投入的快速增长也为 CDMO 行业带来了新的发展机遇。中小型生物医药公司一般具有轻资产、重研发的特点，不具备大规模生产条件，甚至也不具备生产工艺的自主研发能力和实验室级产品的合成能力，其工艺开发和规模化生产主要依赖于 CDMO 公司。根据 Frost&Sullivan 的预测，全球化学药 CDMO 市场规模将在 2025 年有望达到 784 亿美元，全球生物药 CDMO 市场规模将在 2025 年有望达到 462 亿美元，全球医药 CDMO 市场在 2022 年至 2025 年间将保持快速增长的势头，市场规模在 2025 年将达到 1,246 亿美元。

图 11：2016-2025 年全球化学药 CDMO 市场规模



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 12：2016-2025 年全球生物药 CDMO 市场规模



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2.2.2 中国 CDMO 行业市场规模

中国医药 CDMO 行业市场规模在 2025 年有望达到 1595 亿元。全球产业链转移是国内 CDMO 行业发展的长期助力。在新药品研发成本不断上升、药品价格竞争激烈的背景下，出于研发速度、成本控制、环保等各方面考虑，中间体生产有向具备承接优势的发展中国家转移的需要。国内上游化工产业链齐全、产能丰富；国内高学历人才数量多，为行业提供充足的人力资源，拥有更高的研发和生产效率，具备承接优势。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，中国化学药 CDMO 市场规模从 80 亿元增加至 314 亿元，年均复合增长率为 31.5%；中国生物药 CDMO 市场规模从 25 亿元增加至 159 亿元，年均复合增长率为 44.8%；2016 年到 2021 年，中国医药 CDMO 市场规模从 105 亿元增加至 473 亿元，年均复合增长率为 35.1%。根据 Frost&Sullivan 的预测，中国医药 CDMO 市场规模将于 2025 年达到 1,595 亿元；其中，中国化学药 CDMO 市场规模将于 2025 年达到 1,101 亿元；中国生物药 CDMO 市场规模将于 2025 年达到 494 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 13：2016-2025 年中国化学药 CDMO 市场规模

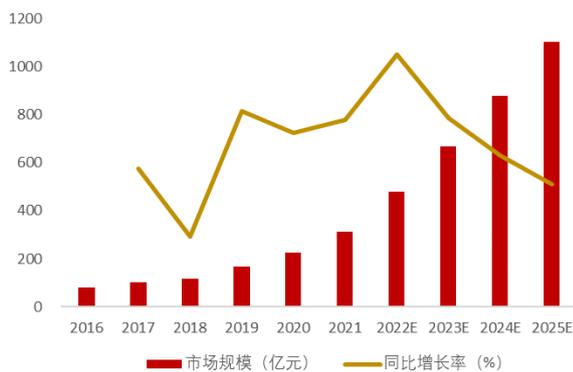
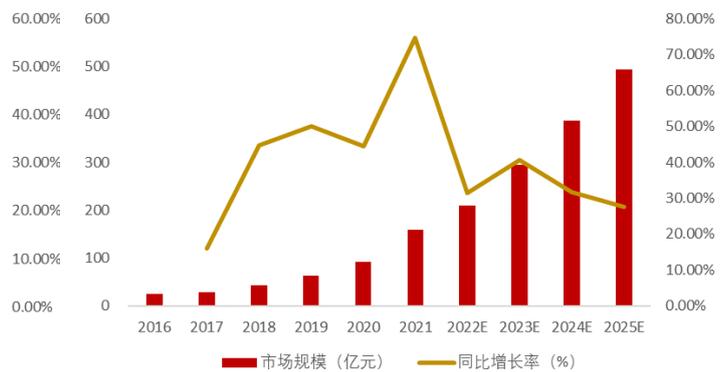


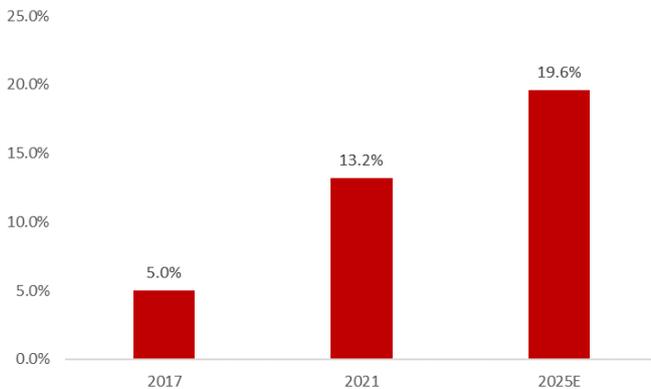
图 14：2016-2025 年中国生物药 CDMO 市场规模



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 15：中国 CDMO 市场占全球的比重



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

2.2.3 全球 CDMO 行业竞争格局

全球 CDMO 市场已陆续开始从西方成熟市场向亚洲等新兴市场转移。在药物的生产过程之中，由于初期的合成路线往往不够成熟，无法进行大规模制备或者成本较高，因此需要 CDMO 企业进行合成路线设计、工艺优化、中试放大、质量标准研究等方面的工作，才能使得药物能够在低本地进行大规模商业化生产，这要求 CDMO 企业必须具备较强的研发能力，才能完成上述工作。目前 CDMO 企业的竞争主要集中于以下核心能力的比拼：研发能力、新技术开发及应用、质量体系、原材料供应保障、成本优化、生产能力（设备、人员、经验）、安全环保以及客户渠道利用能力。欧美的 CDMO 企业发展时间较长，成熟度高，但增长较为缓慢；而中国和印度的 CDMO 企业属于新兴势力，虽然发展时间相对较短，但由于欧美市场劳动力及环保成本日趋昂贵，叠加以中国为代表的亚洲药品市场需求爆发，以及在药品专利保护制度建设上逐步完善，全球 CDMO 市场已陆续开始从西方成熟市场向亚洲等新兴市场转移。另一方面，客户在选择 CDMO 企业时不仅仅关注能否降低生产成本，同样也会关注企业在新技术开发、质量体系、知识产权保护等多个领域的综合能力，进而确定出最终的合作方。相比于其他大多数亚洲国家，中国在以上领域中优势明显，在未来 CDMO 产业向亚洲地区转移的趋势之中，中国企业有望获得更多份额。

2.3 CDMO 行业未来发展趋势

2.3.1 医药市场持续扩容为 CDMO 市场规模高增长提供基础

医药市场持续扩容为 CDMO 市场规模高增长提供基础。在全球人口总量增长、老龄化、社会医疗卫生支出和医药行业研发投入等因素的共同影响下，全球医药市场保持稳定增长。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，全球医药市场的规模由 2016 年的 11,530 亿美元增长至 2021 年的 14,012 亿美元，全球医药市场的规模将于 2025 年达到 17,188 亿美元。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，我国医药市场规模由 2016 年的 13,294 亿元增长至 2021 年的 15,912 亿元。根据 Frost&Sullivan 的预测，我国医药市场的规模将于 2025 年达到 20,645 亿元。由于医药市场的扩容，带动全球医药研发投入持续增长，全球医药研发投入的持续增长是推动医药外包产业链发展的源动力。

图 16：2016 年-2025 年全球医药市场规模及其预测

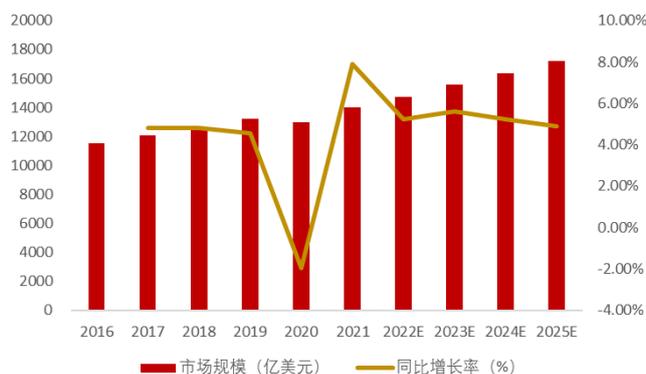
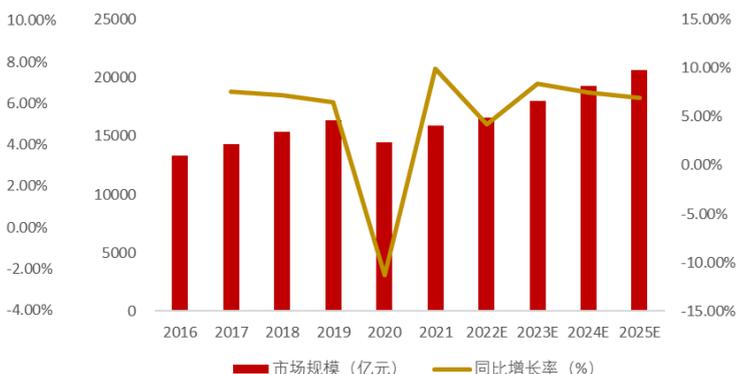


图 17：2016 年-2025 年中国医药市场规模及其预测



2.3.2 CDMO 业务加速从欧美地区向亚太地区转移

CDMO 业务加速从欧美地区向亚太地区转移。CDMO 行业主要服务于跨国制药公司和新兴研发公司的创新药，在技术水平、管理能力、知识产权保护等方面具有较高的要求。在药品研发成本不断上升、药品价格竞争激烈的背景下，出于成本控制、环保等各方面考虑，中间体生产有向具备承接优势的发展中国家转移的需要。随着中国、印度等新兴国家的 CDMO 企业的综合技术水平和综合管理体系不断提升、知识产权法律逐渐完善，中国和印度 CDMO 企业已经成为北美、欧洲和日本的 CDMO 企业的强有力竞争对手。根据 Frost&Sullivan 的统计数据，2016 年到 2021 年，中国医药 CDMO 市场规模年均复合增长率为 35.1%，同期全球医药 CDMO 市场规模年均复合增长率为 12.3%。未来中国承接欧美 CDMO 业务的趋势将进一步强化，其主要原因在于：一方面，中国拥有强大的产业链供应能力和相对低成本的技术人才；另一方面，中国 CDMO 企业在项目管理能力及知识产权保护等软实力方面的提升，也将吸引更多药企将生产业务进行外包。

2.3.3 医疗研发外包企业深度参与客户创新药的研发过程

医疗研发外包企业深度参与客户创新药的研发过程。为加强成本管控，跨国大型医药集团逐渐剥离其生产职能，纷纷大幅裁员并关闭部分工厂，并与第三方 CDMO 机构建立定制研发及生产合作模式，实现专业化分工，各类专业服务厂商取得了快速发展。采用 CRO、CDMO 模式将部分研发和生产环节外包，使得各大药企更加聚焦研发管线建设，提高资源配置效率，从而加快研发进程和降低研发成本，并保障供应链的稳定性。一些全球领先的医药生产外包企业的经营模式正由传统的“技术转移+定制生产”变为“合作研发+定制生产”模式转变，深度参与客户创新药的研发过程，从创新药研发早期即介入其中，同制药企业的研发、采购、生产等整个供应链体系深度对接。在这样的模式下，医药生产外包企业通过和客户在创新药的整个生命周期中持续合作，双方的技术理念和管理体系不断磨合，能够形成深度的战略合作伙伴关系。这样在创新药上市后，为了保障药品的质量稳定性以及持续、可靠供应，客户会倾向于延续之前与医药生产外包企业的合作关系，从而提高客户复购率。

3、公司工艺能力全面，拥有客户资源优势

3.1 公司在含氟化合物合成领域具有独特优势

公司在含氟化合物合成领域具有独特优势。公司长期专注于中间体化合物的合成与制备，具备全面的工艺能力，可提供从小容量到多吨位的商业化生产的灵活产能，可控制的反应温度在 -100°C - 300°C 区间，可控制的反应压力在 -0.1Mpa - 10Mpa 区间，可以规模化生产五百多种复杂的有机化合物，在氟化、氯化、加氢、光气化、低温、Grignard、Hofmann 重排、Suzuki 偶联、Skraup 喹啉合成、VanLeusen 等化学反应方面具有突出优势，还可完成酰胺化、重氮化、卤甲基化、硝化、磺化、Dieckmann 反应、Heck 反应、Friedel-Crafts 反应、Michael 加成、Ullmann 反应、手性合成、连续流反应等。现代医药的分子复杂程度不断提高，而分子中不同官能团/基团的活性相异，如何在反应中

保护相关的官能团/基团在氟化反应中不被氟化是关键的技术难点。通过多年项目经验积累，与从事 CDMO 的竞争对手相比，公司拥有更多氟化学领域的项目经验并掌握更加全面的氟化学技术能力，包括氟化氢氟化、碱金属氟化物氟化、四氟化硫氟化、氟化氢有机盐氟化、自由基氟化、电解氟化等。公司有能力强把氟化学整合到上下游的反应中，能够为客户提出更完善的解决方案。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后，公司将成为全球生命科学领域小分子 CDMO 企业中氟化能力较为完善、具有较强竞争力的企业。

表 2：公司在氟化学领域拥有的技术能力

技术名称	技术优势
氟化氢氟化技术	公司的氟化氢氟化技术使用液态氟化氢在高压条件下实现氯代烷烃的氯氟交换获得相应氟化产物，该技术适用范围广，工艺简单，成本低，非常适合大规模生产。公司现有 1000L-3000L 反应设备可用于氟化氢氟化，拥有上千吨产能。
碱金属氟化物氟化技术	的碱金属氟化物氟化技术使用氟化钾、氟化铯等碱金属氟化物实现氯代芳烃的氯氟交换获得相应氟化产物，公司一方面利用特殊反应设备，可以无溶剂或使用更少溶剂进行反应，另一方面采用特殊的碱金属氟化物前处理技术，确保水分、粒度处于最优状态，并配合自制高效催化剂，可以实现反应收率高，后处理工艺简单，三废少的效果。公司现有 200L-6300L 反应设备可用于碱金属氟化物氟化，拥有吨级产能。
四氟化硫氟化技术	公司的四氟化硫氟化技术使用四氟化硫将含氧的有机化合物（醇、酸、酮、醛等）转化成有机氟化物，例如将羧酸转化为三氟甲基化合物，酮和醛转化为二氟化物，该类反应可以在常压下进行，反应速度快，通常不需要催化剂，有效解决了有些特殊物质用氟化氢难以氟化的问题。公司现有 500L-2000L 反应设备可用于四氟化硫氟化，拥有吨级产能。
氟化氢有机盐氟化技术	公司的氟化氢有机盐氟化技术使用自制的氟化氢有机盐例如三乙胺三氢氟酸盐、氟化氢吡啶、氟化氢尿素等进行选择性氟化或加成，该类氟化试剂温和、沸点高、腐蚀性小，便于运输，可以在常温常压下进行反应，极有利于进行临床期含氟医药产品的开发。
自由基氟化技术	公司的自由基氟化技术以含氢化合物为原料使用氟气一步直接合成含氟化合物，过程简单，可以合成一些用普通方法难以进行制备的化合物，能够解决部分氟化物合成工艺路线长，收率低的问题。
电解氟化技术	公司的电解氟化技术采用电解的方法使有机物中的氢元素全部被氟元素取代获得全氟有机化合物，是制备全氟化合物的主要方法。公司是目前少数具有电解氟化技术的企业之一，现有 50L-830L 电解槽，可实现吨级产能。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

3.2 公司拥有客户资源优势

公司凭借自身实力与多家国际大型医药公司建立合作关系。由于医药研发定制生产对专业性要求很高，客户对于 CDMO 企业的选择非常慎重，通常会选择行业内拥有较为丰富研发定制经验的企业，以便于借助企业成熟的行业经验提高自身新药研发的效率；CDMO 企业通常需要接受客户较长时间的考察，才能获得客户的信任并逐步成为其核心供应商。由于研发定制生产产品的质量标准、生产工艺、制备方法等因素非常重要，更换供应商容易引起中间体和下游产品质量的变化，同时增加定制客户的成本，因此确定合作关系后，客户一般不会轻易更换供应商，且合作的深度与广度也会逐渐加深。公司成员分别来自中国、北美和欧洲等国家或地区，形成了公司国际化的经营能力。国际化的团队有利于公司掌握全球制药行业技术的发展动态和趋势，深刻理解跨国制药公司的需求；有利于公司整合资源，按照国际标准建立研发、生产、销售、质量、EHS 和项目管理等运营体系，为客户提供高质量的定制研发生产服务；有利于公司与跨国制药公司

进行全面、良好的沟通，从而建立良好的客户关系，构建长期战略合作伙伴关系。在强大的技术研发实力和高质量的产品交付能力保障下，公司的产品销往境内外三十多个国家和地区，客户群体不断扩大，公司已与包括拜耳、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，Concert Pharmaceutical、Biogen、Principia、Seattle Genetics 等特色治疗领域的创新药企业建立了合作关系。

表 3：公司部分重要客户简介

客户名称	客户简介
拜耳	总部位于德国的跨国医药制药、农化集团公司，在医药保健和农业领域具有核心竞争力，制药行业是拜耳最大的销售领域，主要集中在心血管及相关疾病、肿瘤学和妇科治疗领域，位列美国制药经理人杂志（《Pharm Exec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单第 16 位。
强生	总部位于美国的跨国医疗健康企业，业务涉及医疗器材、制药和消费品三大领域，制药业务主要集中在心血管疾病、肿瘤、肺动脉高压和神经疾病治疗领域，位列美国制药经理人杂志（《Pharm Exec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单第 4 位。
礼来 /Evonik	礼来是总部位于美国的跨国制药公司，生化医药是其规模最大的业务，主要集中在糖尿病、肿瘤、免疫、骨质疏松和男性健康治疗领域，位列美国制药经理人杂志（《Pharm Exec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单第 13 位。礼来 API 和中间体供应商 Evonik 是全球领先的特种化工企业，位列安迅思 2021 全球化工企业百强名单第 18 位。
辉瑞	总部位于美国的跨国制药公司，是全球最大的以研发为基础的生物制药公司。辉瑞公司的产品覆盖了包括化学药物、生物制剂、疫苗、健康药物等诸多广泛而极具潜力的治疗及健康领域，制药业务主要集中在精神健康、心血管疾病、血栓、炎症、肿瘤、男性疾病及女性疾病治疗领域，位列美国制药经理人杂志（《Pharm Exec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单第 1 位。
赛诺菲	总部位于法国的跨国医药健康企业，主要业务涵盖三个领域：制药、人用疫苗和动物保健，制药业务主要集中在心肾与抗凝、肿瘤、中枢神经系统疾病、免疫炎症与罕见病以及糖尿病领域，位列美国制药经理人杂志（《Pharm Exec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单第 8 位。
诺华	总部位于瑞士的跨国制药企业，业务主要集中在眼科、肿瘤、神经疾病、心血管、肾脏和新陈代谢领域，位列美国制药经理人杂志（《Pharm Exec》）2022 年全球制药企业 TOP50 榜单第 3 位。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

4、投资建议

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司 2023 年、2024 年每股收益分别为 1.76 元和 2.04 元，对应估值分别为 33 倍和 29 倍。公司是一家拥有全面以及特色的含氟工艺的小分子 CDMO 服务商，拥有客户资源优势。首次覆盖，给予对公司“增持”评级。

表 4：公司盈利预测简表（截至 2024 年 3 月 26 日）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2024E
营业总收入	717	740	848	980
营业总成本	525	561	638	736
营业成本	401	410	469	541
营业税金及附加	5	6	6	7

销售费用	24	27	29	33
管理费用	89	99	111	127
财务费用	-19	-7	-9	-12
研发费用	26	27	32	38
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(8)	(9)	(9)	(11)
营业利润	194	180	210	243
加：营业外收入	0	1	0	1
减：营业外支出	0	1	0	0
利润总额	194	180	210	243
减：所得税	32	29	34	39
净利润	161	151	175	204
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	161	151	175	204
摊薄每股收益(元)	1.88	1.76	2.04	2.37
PE（倍）	31.38	33.49	28.88	24.87

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

5、风险提示

(1) 技术和创新风险。随着药物分子结构日益复杂，医药行业的研发投入持续加大，制药企业对 CDMO 企业的工艺研发能力和速度提出了更安全、更环保、更经济的要求。公司需要持续不断地以客户的需求为导向，不断进行创新研发。由于新技术的应用和新产品的研发存在一定不确定性，如果公司对相关技术和产品的创新未能顺利实现产业化，则可能面临创新失败的风险。

(2) 主要客户销售收入波动的风险。公司对单一客户的销售收入存在一定的波动性，主要是由于公司销售的中间体产品会受终端药企用户的具体需求、产品生产周期及其每年采购计划和药品研发上市进展等因素的影响。虽然公司不存在对于单个客户销售依赖的情况，但仍存在可能因个别客户减少对公司产品的采购，对公司营业收入和利润产生较大影响的风险。

(3) 农药中间体下游原药被禁售、撤销登记、替代或淘汰风险。2020 年至 2022 年，公司在农药领域销售收入营业收入的比重分别为 42.55%、36.77%和 38.41%。公司销售的农药中间体对应的下游原药主要是杀铃脲、苯嘧磺草胺、氟唑磺隆、氟啶唑菌胺和联苯吡菌胺。下游原药厂商在不同国家或地区对农药原药防治的不同作物和防治对象进行了登记；长期未按照科学合理的方法使用农药会产生抗药性。若因农药更新换代、各国监管机构对农药的环保要求提升等原因，原有登记被撤销、农药被禁售，或因农药抗药性、新竞品的出现，导致原有农药品种被淘汰或替代，且公司未能及时跟上农药市场的发展趋势，将会对公司农药中间体业务产生重大不利影响

（4）原材料供应及其价格波动的风险。公司原材料成本占产品成本比重约为 60%，因而原材料价格的波动将会对公司成本产生直接影响。尽管公司与客户协商确定产品价格时通常会考虑原材料价格的波动，但若出现主要原材料价格持续上涨，且公司无法有效将原材料价格上涨压力进行转移的情形，将对公司的经营业绩产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券公司、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn