

强于大市

CXO 行业跟踪报告

高景气增长持续，投资进入精挑细选时期

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
药明康德	603259	98.05	买入
凯莱英	002821	259.50	买入
博腾股份	300363	71.45	买入
康龙化成	300759	116.80	买入
昭衍新药	603127	95.98	买入

资料来源：万得，中银证券

以2022年5月5日当地货币收市价为标准

CXO 行业内公司在 2021 年业绩表现出高景气度增长，2021 年的存货水平与合同负债水平也与 2020 年相比有显著的增长，预期 2022 年业绩仍然将表现出高景气度增长。抗击新冠疫情相关订单预期在 2022 年继续助力 CXO 行业业绩增长，同时将带来行业阶段性峰值。行业经过泡沫挤压进入合理估值区间，未来行业将面临分化趋势，投资进入精挑细选时期。

支撑评级的要点

- 行业内公司业绩增长表现优异，高景气度增长预期在 2022 年保持。CXO 业绩在 2021 年表现出高景气的增长，增速相较于往年处于较高水平。2022Q1 行业内公司保持高景气度增长，2022Q1 期末存货水平与合同负债水平也与 2021 年同期相比有显著的增长，预期行业在 2022 年仍然将表现出高景气度增长。全球生物医药研发投入预期将持续稳定增长，而医药研发外包的趋势也预期将会持续。全球药物开发的一个重要趋势是较小的公司正在开发更大比例的新分子，由于资金的可用性增加以及对专业药物的关注度增加使患者群体更加明确，对大型制药销售和分销网络的需求有所降低。这些小型生物医药越来越多地自行将其分子从临床试验到商业化，而不是在开发初期将其出售给大公司，他们对于研发外包的需求将持续。全球在 2022 年抗击新冠疫情仍然需要大量的疫苗和特效药供给，抗疫相关订单在 2022 年仍将助力 CXO 企业业绩增长。
- CXO 行业经过泡沫挤压，进入合理估值区间。2022 年 5 月 5 日股价与盈利预期，CXO 行业内主要公司基于 2022 年盈利预期的预期市盈率在 40 左右。若行业内主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率为 30%，2022 年预期 PEG 在 1.5 左右，已经进入合理估值区间。若行业内公司主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率可达到 40%，2022 年预期 PEG 可达到 1.25 左右。
- 抗击新冠疫情相关订单带来行业阶段性峰值，行业投资进入精挑细选时期。疫情相关订单预期在 2022 年为 CXO 行业带来阶段性峰值，2023 年后 CXO 行业将需要面临高基数下的增长压力，行业面临分化。企业需要通过技术和服务能力的优势获取更大份额的市场，而能力较差的公司则会面临增速下降的问题，CXO 行业投资将进入精挑细选时期。目前全球 CDMO 市场及中国 CRO 安评领域市场集中度仍然较低，存在较大整合空间。同时，全球生物药研发热度带来相应的生物药 CDMO 服务的较大需求，而生物药 CDMO 产能仍然相对短缺，且产能掌握在少数龙头公司手中。中国生物药及细胞与基因研发热度带来相应 CDMO 需求，中国 CDMO 企业积极在相应新兴领域进行布局。拥有技术与核心竞争力的龙头公司有望在化学小分子业务方面承接更多订单与更复杂的业务，并在生物大分子等新兴业务方面业绩有所增长。行业内竞争力较低的公司会面临整体增速降低的问题。投资预期将进入“精挑细选”时期，需要挑选拥有核心竞争力的 CXO 企业进行投资。

相关研究报告

《生物医药 2022 年创新药动态跟踪报告：沉淀进行中，国产创新药逐步绽放》 20220423

《化学原料药行业二季度投资策略：原料药行业迎来复苏期，新冠特效药物产业链带来新机遇》 20220413

《新冠常态化下，防控的发展与关键：新冠疫情回顾和展望，以及疫苗药物机会》 20220401

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

重点推荐

- 药明康德，凯莱英，博腾股份，康龙化成，昭衍新药

评级面临的主要风险

- 行业增速放缓风险；创新药行业融资不及预期风险；国际政治变动风险；汇率变动风险。

目录

1 CXO 行业保持高景气度增长	5
2 估值经过泡沫挤压进入合理估值区间	13
3 行业投资进入精挑细选时期	14
风险提示	29
药明康德	31
凯莱英.....	37
博腾股份	39
康龙化成	41
昭衍新药	46

图表目录

图表 1. 2018-2021 主要 CXO 公司营业收入情况 (单位: 百万人民币)	5
图表 2. 2018-2021 主要 CXO 公司毛利与归母净利润情况 (单位: 百万人民币)	6
图表 3. 2020-2021 主要 CXO 公司存货与合同负债情况 (单位: 百万人民币)	6
图表 4. 2020-2021 主要 CXO 公司 2022Q1 业绩情况 (单位: 百万人民币)	7
图表 5. 2022Q1 主要 CXO 公司存货与合同负债情况 (单位: 百万人民币)	7
图表 6. 2020-2021 主要 CXO 公司人员情况	8
图表 7. 2020-2021 主要 CXO 公司固定资产与在建工程情况 (单位: 百万人民币)	8
图表 8. 药明康德 2021 年产能建设情况	9
图表 9. 康龙化成 2021 年产能建设情况	10
图表 10. 药明康德制剂业务商业化生产项目	11
图表 11. 上海外高桥基地	11
图表 12. 凯莱英创新制剂研发中心	11
图表 13. 凯莱英制剂业务	12
图表 14. CXO 估值分析	13
图表 15. 全球医药市场规模 (单位: 十亿美元)	14
图表 16. 全球生物制品与化学药物市场规模 (单位: 十亿美元)	15
图表 17. 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)	15
图表 18. 2015 年全球生物药管线占比	16
图表 19. 2021 年全球生物药管线占比	16
图表 20. 全球 CRO 市场收入 (单位: 十亿美元)	17
图表 21. 全球 CDMO 市场收入 (单位: 十亿美元)	18
图表 22. 2017 年全球不同收入水平 CDMO 数量占比	18
图表 23. 2019 年全球不同收入水平 CDMO 数量占比	18
图表 24. . 2019 年全球不同收入水平 CDMO 市场收入占比	19
图表 26. 全球 CDMO 市场收入 (单位: 十亿美元)	21
图表 27. 中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)	22
图表 28. 中国 CRO 市场收入 (单位: 十亿美元)	22
图表 29. 中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)	23
图表 53. 药明康德基因与细胞业务研发与生产基地	25
图表 30. 博腾股份生物 CDMO 服务平台	26
图表 31. 2021 年公司引入生物大分子行业杰出人才代表	28
图表 32. 凯莱英生物药技术与平台	28
附录图表 33. 报告中提及上市公司估值表	30

图表 34. 药明康德技术平台与服务.....	32
图表 35. 药明康德业绩情况（单位：百万人民币）	33
图表 36. 药明康德各项业务业绩情况	34
图表 37. 药明康德全球产能布局	35
图表 38. 康龙化成技术平台	42
图表 39. 康龙化成业绩情况（单位：百万人民币）	42
图表 40. 康龙化成全球布局	44
图表 41. 康龙化成各地区客户收入占比	44

1CXO 行业保持高景气度增长

行业内公司业绩表现出高景气度增长

CXO 公司 2021 年业绩实现高速增长

图表 1. 2018-2021 主要 CXO 公司营业收入情况 (单位: 百万人民币)

		2018	2019	2020	2021	2018Q4	2019Q4	2020Q4	2021Q4
药明康德	603259	9,614	12,872	16,535	22,902	2693	3594	4721	6381
		24%	34%	28%	39%	29%	33%	31%	35%
凯莱英	002821	1,835	2,461	3,150	4,639	630	718	1067	1716
		29%	34%	28%	47%	20%	14%	49%	61%
博腾股份	300363	1,185	1,551	2,072	3,105	348	470	584	1075
		0%	31%	34%	50%	-2%	35%	24%	84%
康龙化成	300759	2,908	3,757	5,134	7,444	873	1131	1548	2142
		27%	29%	37%	45%	29%	30%	37%	38%
昭衍新药	603127	409	639	1,076	1,517	165	291	444	660
		36%	56%	68%	41%	25%	76%	53%	48%
美迪西	688202	325	449	666	1,167	94	136	233	381
		30%	38%	48%	75%	-	46%	71%	63%
泰格医药	300347	2,291	2,823	3,192	5,214	706	772	892	1819
		36%	23%	13%	63%	38%	9%	15%	104%

资料来源: 万得, 中银证券

行业内主要 CXO 公司业绩在 2021 年实现高速增长, 增长速度较往年处于较高水平。药明康德在高基数的基础上仍然实现了营业收入 39% 的同比增长, 2021 年全年营业收入达到 229 亿人民币。凯莱英、博腾股份、康龙化成、昭衍新药、美迪西与泰格医药 2021 年营业收入同比增长速度均超过 40%。

凯莱英与博腾股份在 2021 年 Q4 单季均实现营业收入大幅增长, 凯莱英 2021 年 Q4 营业收入同比增长 61%, 博腾股份 2021 年 Q4 营业收入同比增长幅度高达 84%。凯莱英与博腾股份均在 2021 年年末宣布大订单相关信息, 大订单交付时间为 2021 年-2022 年。

凯莱英于 2021 年 11 月 17 日发布公告, 公司持续为美国某大型制药公司的一款小分子化学创新药物提供合同 CDMO 服务, 公司全资子公司 Asymchem, Inc. 和吉林凯莱英医药化学有限公司与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》, 截至该合同签订日该产品的 CDMO 服务累计合同金额为 48,094 万美元, 合同供货时间为 2021 年至 2022 年。

博腾股份于 2021 年 11 月 30 日发布公告, 公司收到美国某大药企的新一批《采购订单》, 该订单为客户某小分子创新药相关的合同定制研发生产 (CDMO) 服务订单, 订单交付时间为 2021 年至 2022 年。截至订单送达日, 公司过去连续十二个月内累计收到相关产品的订单金额合计 2.17 亿美元。

图表 2. 2018-2021 主要 CXO 公司毛利与归母净利润情况 (单位: 百万人民币)

		毛利				归母净利润			
		2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
药明康德	603259	3,793	5,014	6,282	8,310	2,261	1,855	2,960	5,136
		17%	32%	25%	32%	84%	-18%	60%	72%
凯莱英	002821	853	1,120	1,466	2,056	428	554	722	1,069
		16%	31%	31%	40%	25%	29%	30%	48%
博腾股份	300363	396	587	864	1,284	124	186	324	476
		-9%	48%	47%	49%	16%	49%	75%	47%
康龙化成	300759	945	1,334	1,924	2,679	339	547	1,172	1,620
		26%	41%	44%	39%	47%	61%	114%	38%
昭衍新药	603127	217	337	553	739	108	178	315	556
		28%	55%	64%	34%	42%	65%	77%	77%
美迪西	688202	119	161	274	529	61	67	129	285
		39%	35%	70%	93%	46%	10%	94%	120%
泰格医药	300347	982	1,323	1,514	2,271	472	842	1,750	3,392
		36%	35%	14%	50%	57%	78%	108%	94%

资料来源: 万得, 中银证券

CXO 行业内 CXO 公司在利润端也表现出优秀的增长, 海外收入占比的公司受到汇率变动带来的对毛利端的负面影响影响, 但是毛利增速依然处于近年内较高的水平。药明康德 2021 年归母净利润同比增长高达 72%, 凯莱英与博腾股份 2021 年的归母净利润同比增长也超过了 40%。

2021 年全球医药研发投入持续稳定增长, 医药研发外包趋势持续。全球药物开发的一个重要趋势是较小的公司正在开发更大比例的新分子, 由于资金的可用性增加以及对专业药物的关注度增加使患者群体更加明确, 医药销售对大型制药销售和分销网络的需求有所降低。这些小型生物医药越来越多地自行将其分子从临床试验推进到商业化, 而不是在开发初期将其出售给大公司。这些中小型新兴医药公司往往需要对部分药品研发或部分早期药品生产进行外包, 带来了 CXO 服务的相应需求。同时, 制药技术、分子和递送方式的复杂性也带来了相应的研发外包需求。

新冠疫情带来针对疫苗与特效药的大量需要, 一方面药企大力进行新冠疫苗与特效药的研发, 带来了相应的药物发现、临床前研究和临床研究的需求; 另一方面, 药企需要在短时间内实现大量供给, 因此药企有动力将部分生产环节进行外包以提高效率。

CXO 行业景气度预期在 2022 年持续

图表 3. 2020-2021 主要 CXO 公司存货与合同负债情况 (单位: 百万人民币)

		存货		同比变动	合同负债		同比变动
		2020	2021	(%)	2020	2021	(%)
药明康德	603259	2,686	5,905	120	1,581	2,986	89
凯莱英	002821	726	1,396	92	90	131	45
博腾股份	300363	430	757	76	29	64	121
康龙化成	300759	282	680	141	473	680	44
昭衍新药	603127	406	701	72	584	972	67
美迪西	688202	33	83	155	54	152	183
泰格医药	300347	5	6	29	485	790	63

资料来源: 万得, 中银证券

CXO 行业公司在 2021 年存货水平与合同负债水平均实现了大幅的同比增长, 为 2022 年业绩的增长奠定了基础, 预期行业景气度将在 2022 年持续。药明康德截至 2021 年 12 月 31 日存货同比增长幅度高达 120%, 合同负债同比增长高达 89%, 合同负债高达 29.9 亿人民币。康龙化成截至 2021 年 12 月 31 日存货同比增长 141%, 合同负债达到 6.8 亿元。昭衍新药截至 2021 年 12 月 31 日存货与合同负债均实现大幅同比增长, 增长幅度超过 65%, 合同负债高达 9.72 亿元。

博腾股份截至 2021 年 12 月 31 日存货同比增长 76%，合同负债同比增长 121%。博腾股份于 2022 年宣布 Pfizer Inc 旗下 Pfizer Ireland Pharmaceuticals 的新一批《采购订单》，新获得订单金额合计 6.81 亿美元，交付时间为 2022 年。

凯莱英截至 2021 年 12 月 31 日存货同比增长 92%，合同负债同比增长 45%。凯莱英 2022 年宣布，全资子公司与客户签订了新一批的《供货合同》，合同金额折合人民币约 35.42 亿元，供货时间为 2022 年。

CXO 行业公司 2022 年一季度业绩持续高景气增长

图表 4. 2020-2021 主要 CXO 公司 2022Q1 业绩情况 (单位: 百万人民币)

	营业收入				归母净利润			扣非归母净利润		
	2022Q1	2021Q1	变动(%)	2022Q1	2021Q1	变动(%)	2022Q1	2021Q1	变动(%)	
药明康德	603259	8,474	4,950	71	1,643	1,500	10	1,714	830	107
凯莱英	002821	2,062	777	165	499	154	224	486	129	276
博腾股份	300363	1,443	543	166	382	88	334	381	75	406
康龙化成	300759	2,103	1,489	41	249	246	1	311	237	31
昭衍新药	603127	271	201	35	125	93	34	132	79	67
美迪西	688202	356	215	66	77	45	71	75	43	72
泰格医药	300347	1,818	902	102	518	455	14	378	229	65

资料来源: 万得, 中银证券

CXO 行业公司在 2022 年一季度业绩均表现出高景气度增长, 部分公司受到非经常性损益的影响归母净利润增速较低, 但是扣非归母净利润仍然表现出优秀增长。

凯莱英 2022 年一季度实现营业收入 20.6 亿元, 同比增长 165%, 实现归母净利润 5.0 亿元同比增长 224%。其中小分子业务营业收入同比增长 166%, 新兴业务营业收入同比增长 157%。公司 2022 年一季度毛利率为 45%, 同比提高 2.38 个百分点, 为公司产能充分利用所致。博腾股份 2022 年一季度实现营业收入 14.4 亿元, 同比增长 166%, 实现归母净利润 3.8 亿元, 同比提高 334%。

药明康德 2022 年一季度实现营业收入 84.7 亿元, 在高基数基础上仍然实现 71% 的同比增长, 归母净利润为 16.4 亿元, 同比增长 10%, 受到了非经常性损益的负面影响。公司扣非归母净利润同比增速仍然高达 107%, 达到 17.1 亿元。

康龙化成 2022 年一季度实现营业收入 21.0 亿元, 同比增长 41%。公司归母净利润为 32.5 亿元, 受到非经常性损益的负面影响归母净利润同比增速为 1%, 扣非归母净利润达到 3.1 亿元, 同比增长 31%。

昭衍新药 2022 年一季度实现营业收入 2.7 亿元, 同比增长 35%, 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 34%, 实现扣非归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 66.65%。公司 2022 年一季度管理费用为 0.6 亿元, 同比降低 5%, 管理费用率同比降低 9.8 个百分点。

图表 5. 2022Q1 主要 CXO 公司存货与合同负债情况 (单位: 百万人民币)

	存货			同比变动 (%)	合同负债		同比变动 (%)
	2022Q1	2021Q1	2021Q1		2022Q1	2021Q1	
药明康德	603259	6,415	3,085	108	3,296	1,635	102
凯莱英	002821	1,708	800	113	145	141	3
博腾股份	300363	981	465	111	50	41	23
康龙化成	300759	789	319	147	746	551	35
昭衍新药	603127	866	520	67	1,255	689	82
美迪西	688202	139	43	225	129	62	109
泰格医药	300347	8	5	45	836	623	34

资料来源: 万得, 中银证券

2022 年一季度末行业内 CXO 公司存货均实现较大幅的同比提高。药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成与美迪西 2022 年一季度末存货同比增长均超过 100%。药明康德、昭衍新药与美迪西 2022 年一季度末的合同负债也表现出较高的同比增长。

药明康德 2022 年一季度末存货高达 64.2 亿元，同比增长 108%，合同负债高达 33.0 亿元，同比增幅高达 102%。

昭衍新药 2022 年一季度末存货达到 8.7 亿元，同比增长 67%，合同负债高达 12.6 亿元，同比增幅高达 82%。2022 年第一季度公司新签订单超过 10 亿元，同比增长超 65%，截至 2022 年一季度期在手订单金额超 36 亿元人民币。

CXO 行业产能建设持续推进

CXO 行业在 2021 年持续进行产能建设，工厂、实验室、设施的建设持续推进，人员团队也在建设也在持续进行。CXO 行业的产能在 2021 年持续提升，并预期在 2022 年在产能建设方面持续投入，服务能力将不断提升。

图表 6. 2020-2021 主要 CXO 公司人员情况

		员工人数		员工人数	
		2020	2021H1	2021	同比变动 (%)
药明康德	603259	26411	28542	34912	32
凯莱英	002821	5477	5600	7126	30
博腾股份	300363	2635	3054	3782	44
康龙化成	300759	11000	12776	14923	36
昭衍新药	603127	1500	1600	2100	40
美迪西	688202	1642	1970	2440	49
泰格医药	300347	6032	7208	8326	38

资料来源：万得，中银证券

CXO 公司在 2021 年团队持续建设，截至 2021 年团队人数和 2020 年年末相比均有较大幅的同比提升，同比增长超过 30%。美迪西员工人数在 2021 年年末和上年相比增长了高达 49%，员工人数达到 2440。

图表 7. 2020-2021 主要 CXO 公司固定资产与在建工程情况 (单位: 百万人民币)

		固定资产		同比变动 (%)	在建工程	
		2020	2021		2020	2021
药明康德	603259	5,710	8,554	50%	3,086	5,772
凯莱英	002821	1,535	2,244	46%	671	1,047
博腾股份	300363	1,363	1,748	28%	189	342
康龙化成	300759	2,723	3,923	44%	821	1,374
昭衍新药	603127	446	493	11%	49	127
美迪西	688202	343	411	20%	11	101
泰格医药	300347	300	438	46%	55	217
博济医药	300404	183	-	-	3	-

资料来源：万得，中银证券

CXO 公司在 2021 年积极推进产能建设，药明康德、凯莱英与康龙化成截至 2021 年年末的固定资产与 2020 年年末相比同比增长超过 40%。药明康德截至 2021 年年末固定资产达到 85.5 亿人民币，同比增长 50%，同时在建工程为 57.7 亿元。凯莱英截至 2021 年年末固定资产达到 22.4 亿人民币，同比增长 46%，公司小分子产能在 2021 年得到了释放。同时，公司截至 2021 年年末在建工程高达 10.5 亿元，产能预期在未来进一步得到提升。

药明康德

图表 8. 药明康德 2021 年产能建设情况

	位置	建设方式	产能状态	相关业务
药明生基全新高端检测实验室	美国费城	自建	已投产	测试业务
药明生基细胞治疗及基因产品研发生产基地	上海临港	自建	已投产	基因及细胞疗法
OXGENE	英国	收购	-	基因及细胞疗法
GMP 制剂生产基地	瑞士库威	收购	-	化学业务
制剂和原料药生产基地	美国特拉华州	自建	预期 2025 年投产	化学业务

资料来源：药明康德年报，中银证券

药明康德在内生建设方面继续在全球范围内加强能力和规模的建设。

2021 年，公司子公司药明生基于上海临港的细胞治疗及基因产品的研发生产基地投入运营，该基地面积为 15,300 平方米，成为公司在中国境内除无锡惠山之后的第二个细胞及基因疗法的生产基地，可向全球客户提供从菌种建库、工艺开发、研究级质粒和病毒载体生产到 GMP 级生产的全方位、一体化定制服务。

公司子公司药明生基在美国费城基地扩建的全新高端检测实验室已正式投入运营。该实验室面积为 13,000 平方米，投产后使公司高端检测产能提升三倍，从而更好地满足全球客户对细胞和基因疗法产品日益增长的需求。

公司子公司合全药业 2021 年宣布在美国特拉华州建设制剂和原料药生产基地，预计将于 2025 年正式投入运营，将成为合全药业在美国建设的第二个基地。

在外延并购方面，药明康德注重通过产业链的整合提升服务能力，并通过全球布局进一步提升业务能力。2021 年公司完成了对英国 OXGENE 公司的收购，OXGENE 独特的腺相关病毒生产新型 TESSA™ 技术和用于慢病毒稳定生产的 XLenti 解决方案，可以显著提高细胞和基因疗法产品的生产效率并降低成本。

2021 年 7 月，公司子公司合全药业完成收购百时美施贵宝于瑞士库威的 GMP 制剂生产基地，该基地可完成胶囊和片剂大规模商业化生产，为合全药业在欧洲的首个生产基地。

药明康德截至 2021 年年末共拥有 34,912 名员工，其中 11,001 名获得硕士或以上学位，1,302 名获得博士或同等学位。其中，28,841 名员工负责研发工作，3,324 名员工负责生产工作。

凯莱英

目前凯莱英以天津为中心，在辽宁阜新、吉林敦化、上海金山等地区建立了多个小分子、生物大分子研发生产基地。

2021 年公司子公司吉林凯莱英完成新厂房启用，凯莱英生命科学、凯莱英制药、吉林凯莱英制药等子公司完成多个车间、厂房的升级改造。多个车间安装了连续性反应设备，通过将连续性反应技术的规模化应用，进一步提升反应效率与收率，为承接国内外客户从临床到商业化、从原料到 cGMP 中间体、API 一体化生产提供产能保障。截至 2021 年底，公司传统批次反应釜体积近 4,700m³，三月底传统批次反应釜体积 5,000m³。2022 年底，凯莱英小分子传统批次反应釜产能计划同比增长 46%。

同时，凯莱英持续加大连续性反应在各厂区的应用力度，对多个车间、厂房的升级改造，并在新建厂房中大力度增加连续性反应设备。在敦化厂区，凯莱英可以使用连续性反应实现某项目的关键原料 1.3 吨/天的生产，若实现相同生产规模需要使用 180m³ 批次产能。

博腾股份

博腾股份截至 2021 年年底拥有生产产能约 2,019 立方米，2021 年产能增长约 65%，产能增长主要来自新投产的长寿生产基地 109 车间以及通过外延方式收购的宇阳药业产能。公司长寿生产基地 109 车间 2021 年 6 月投入使用，半年时间为公司贡献经济效益约 3,082 万元。2021 年 9 月，公司收购宇阳药业 70% 股权，新增产能约 584 立方米。随着宇阳药业车间的陆续改造完成，该部分产能将在 2022 年继续释放。

制剂 CDMO 业务方面，公司位于重庆两江新区的制剂生产基地一期工程于 2021 年 11 月完成主体工程，预计于 2022 年第四季度建成投产。投产后，博腾股份将具备包括高活、口服固体制剂、注射剂等多剂型、多规格的制剂从研发、中试及临床样品制备和小规模商业化制剂生产能力。

康龙化成

图表 9.康龙化成 2021 年产能建设情况

	建设方式	产能状态	相关业务	说明
宁波第一园区二期第一部分	自建	已投产	实验室业务	120,000 m ²
宁波第一园区二期第二部分	自建	建设中	实验室业务	42,000 m ² ，已开始内部安装
宁波第三园区一期	自建	预计 2024 年 H1 投产	实验室业务	140,000 m ² ，生命科学服务
天津工厂三期	自建	已投产	小分子 CDMO	-
宁波第一园区二期	自建	已投产	小分子 CDMO	-
绍兴工厂一期工程	自建	2022 年投产 200m ³	小分子 CDMO	400 m ³ 预计 2022 年中期交付
英国 Cramlington 生产基地	收购	-	小分子 CDMO	可提供中试至吨级商业化规模 cGMP 原料药生产服务

资料来源：康龙化成年报，中银证券

康龙化成实验室业务方面在 2021 年继续加大实验室设施的建设。宁波第一园区二期工程的建设持续推进，二期工程的第一部分 120,000 平方米实验室已从 2021 年第一季度开始陆续投入使用，第二部分 42,000 平方米已完成主体结构建设工作并开始进行内部安装。二期工程全部完成后将可增加实验室服务科研人员近 2,000 名。生物科学服务方面，宁波第三园区一期工程的 140,000 多平方米的实验室于 2021 年开始建设，预计将于 2024 年上半年投入使用，将增加公司在药物安全性评价、药物代谢及药代动力学和药理学等动物实验方面的服务能力。同时，公司于 2021 年取得肇庆创药生物科技有限公司的控制权，并收购中科灵瑞 100% 股权。

小分子 CDMO 服务方面，公司天津工厂三期和宁波第一园区二期工程的陆续投入使用，将可增加 CMC 小分子 CDMO 服务的工艺开发及分析研发人员近 1,000 名。绍兴工厂占地面积 81,000 平方米的一期工程在 2021 年全速推进建设工作，其中 200 立方米已于 2022 年初投入生产，其余 400 立方米预计将于 2022 年中期完成并交付使用。公司于 2022 年 1 月完成收购位于英国的 Aesica Pharmaceuticals Limited，该生产基地拥有超过 100 立方米反应釜的生产能力，可提供从中试至吨级商业化规模的 cGMP 原料药生产服务。

昭衍新药

苏州昭衍 7,500 平米的饲养设施的装修工程已于 2021 年年底完工，设施已投入使用。同时，昭衍苏州在 2021 年完成了 1800 平米的实验室 (P2) 装修建设并获得生物安全二级实验室备案许可。

苏州昭衍在现有土地上进行 II 期工程的扩充建设工作，设计新增建筑面积约 20,000 平米，以饲养设施为主，并配套新的动力中心以及 IT 机房等辅助设施。工程在 2021 年底已完成基础框架封顶，预计 2022 年下半年投入使用，新设施的建设将进一步提升公司业务通量。广州昭衍安评基地于 2021 年 10 月已开工建设，目前在有序建设中。

公司还与江苏先通分子影像科技有限公司共同出资，在无锡建设国内领先的放药评价中心，该工程在 2021 年已经完成了主体建筑的框架结构，正在进行实验室内部装修工作。

CDMO 企业制剂业务表现亮眼

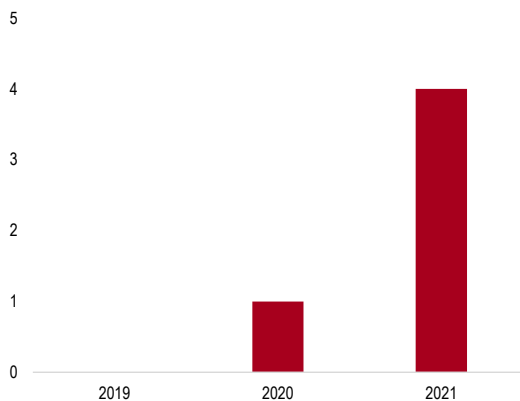
美国与欧洲的 CDMO 公司在 CDMO 产业链上往往位于高附加值的产业链下游部分，而中国大部分 CDMO 企业则集中在 CDMO 产业链上游，主要进行中间体生产，部分具有技术优势的 CDMO 公司从事原料药生产的业务。目前制剂 CDMO 业务主要仍由美国与欧洲的 CDMO 公司进行，中国 CDMO 企业随着技术与人才的积累已经在持续向产业链下游延申，龙头 CDMO 公司在 2021 年制剂业务方面均有亮眼的表现。

药明康德

药明康德截至 2021 年底已有 4 个制剂商业化生产项目，另有 8 个制剂项目正处于临床三期或 NDA 申请阶段。公司子公司合全药业累计通过美国 FDA、欧盟 EMA、中国 NMPA、日本 PMDA 等各大监管机构超过 40 多项检查。另外，2021 年 10 月公司外高桥基地顺利通过首个制剂项目美国 FDA 上市前检查 (PAI)，并在同一周内另有 2 个制剂项目顺利通过中国 NMPA 的 PAI。

产能方面，公司在 2021 年完成了常州二期、泰兴、无锡口服和无菌灌装制剂工厂等三项设施的投产，未来公司计划在无锡扩建制剂研发和生产基地、在美国建设原料药和制剂生产基地，进一步提高服务能力。

图表 10. 药明康德制剂业务商业化生产项目



资料来源：药明康德年报，中银证券

图表 11. 上海外高桥基地

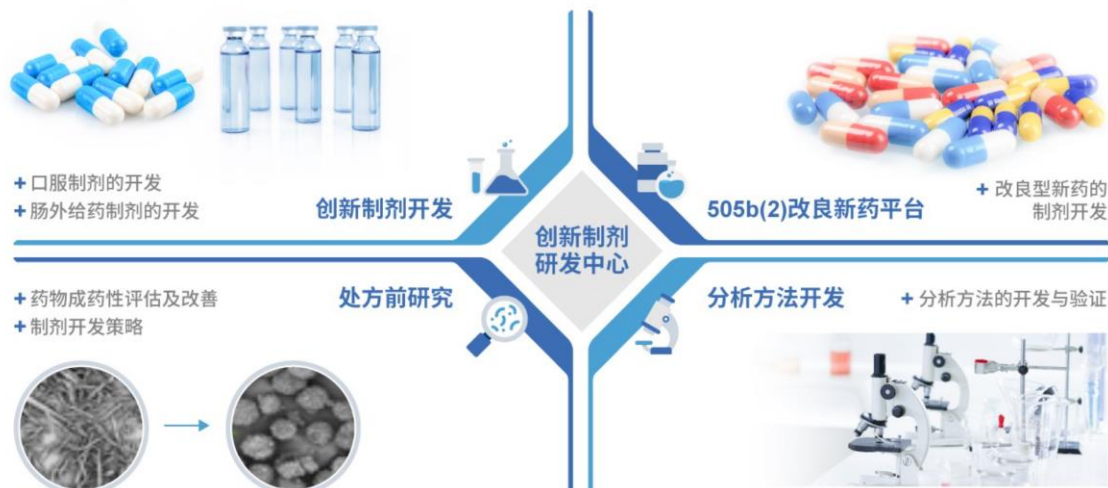


资料来源：药明康德官网演示材料，中银证券

凯莱英

凯莱英制剂业务可提供从临床前到商业化的一站式制剂研发和生产服务，服务包含处方前研究，处方和工艺开发，分析方法开发及验证，临床产品生产，注册申报及商业化生产。创新制剂研发中心是主要从事创新制剂（创新药制剂及 505b2 改良制剂）的开发及评价研发机构，具有独创的增溶技术及纳米制剂等研发平台，研究内容涵盖处方前研究、创新制剂工艺开发及优化、分析方法开发及验证、体内外评价。

图表 12. 凯莱英创新制剂研发中心



资料来源：凯莱英官网，中银证券

具体的研发内容包括：处方前研究和药物固态晶型性质研究，依据成药性评估制定适宜的制剂开发策略；固体分散体、纳米晶体、包合物、乳剂等增溶技术的开发和评估；脂质体、微球、纳米乳、蛋白药物等复杂制剂的开发和评估；分析方法开发，针对增溶技术及复杂制剂开发不同的分析方法并对其进行验证；体内外的评价，包含体外理化性质表征、体外细胞学评价以及体内药效学评价。

图表 13. 凯莱英制剂业务

晶型和处方前研究	<p>晶型研究：多晶型筛选、放大和评估；盐型筛选、放大和评估；共晶筛选、放大和评估；单晶培养和晶体结构解析；晶型定性和定量分析</p> <p>处方前研究：固态表征；溶解性质研究；稳定性研究；原辅料相容性研究；体内生物药剂学预测</p> <p>临床前处方开发：溶液剂；混悬剂；微乳；固体分散体</p>
口服固体制剂	干法制粒；湿法制粒；喷雾干燥；压片；薄膜包衣和肠溶包衣；胶囊灌装；颗粒剂的袋装；片剂和胶囊剂的瓶装和铝塑包装；外包装和贴签；能够加工较低 OEL 的化合物
注射剂	无菌注射液（安瓿瓶/西林瓶）、无菌冻干粉（西林瓶）
分析服务	分析方法开发，验证，确认及转移；稳定性研究以支持制剂开发；包材筛选，提取物及浸出物研究；原辅料，包材及产品质量标准制定；分析相关 CMC 资料的撰写，协助 IND/NDA/ANDA 等申报；可以支持 GMP 和非 GMP 的项目

资料来源：凯莱英官网，中银证券

凯莱英 2021 年制剂业务实现同比增长 80.33%，其中超过 40% 来自美国、韩国等国外客户，承接 API+ 制剂项目 40 个。固体制剂板块有望在 2022 年初触发中国官方 NDA 审计，进一步拓展商业化生产的市场空间；无菌制剂业务中无菌滴眼液业务订单数量同比增长 300%，小核酸和多肽注射剂项目显著增加并且有多个项目成功进入临床阶段。新建喷雾干燥车间投入使用，有机溶剂处理量每年可以达到 200 吨，已成功完成多个项目生产；新建热熔挤出技术平台已于 2021 年 9 月初投入使用，帮助客户解决难溶性药物的增溶；滴眼液车间投入 GMP 使用，年产能可以达到 1,000 万支。

博腾股份

博腾股份在 2021 年制剂业务实现从 0 到 1 的突破，实现营业收入 2,016 万元。在服务价值链上，公司在小分子 CDMO 领域打开了中间体-原料药-制剂一体化服务新局面。“原料药 (DS) + 制剂 (DP)” 协同服务正式开启，2021 年内协同项目达到 13 个，进一步打通端到端服务链条。2021 年，制剂 CDMO 业务引入新项目 31 个，新签订单 7,113 万元。

制剂开发方面，博腾药业在上海张江、重庆建立制剂研发中心，并协同美国 J-Star Research 全球一流的晶型筛选、结晶工艺开发、粉体工程、增溶技术等一同提供临床早期制剂和分析服务，提供临床中后期及仿制药制剂工艺开发、优化和生命周期管理服务。制剂生产方面，公司可进行临床样品生产、工艺放大、工艺验证和商业化生产，满足不同剂型在不同临床和上市阶段的开发和生产需要。分析服务业务方面，博腾股份可提供药物开发全过程方法开发与验证、分析检测、稳定性测试以及注册申报支持服务，助力客户完成药物研发和申报，确保新药尽快推进临床及上市进程。博腾股份制剂技术平台包括以固体分散为代表的增溶技术、基于 QbD 的工艺开发及生产技术、PK 体内建模及模拟等。

2 估值经过泡沫挤压进入合理估值区间

CXO 行业内公司经过泡沫挤压估值进入再平衡时期，根据截至 2022 年 5 月 5 日股价与盈利预期 CXO 行业内主要公司基于 2022 年盈利预期的预期市盈率在 40 倍左右。

若行业内主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率为 20%，则 2022 年-2025 年预期年均复合增速在 20% 左右，2022 年预期 PEG 在 2 左右。若行业内主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率为 30%，则 2022 年-2025 年预期年均复合增速在 30% 左右，2022 年预期 PEG 在 1.5 左右。若行业内公司主要公司在 2023-2025 年年均复合增长率可达到 40%，则 2022 年-2025 年预期年均复合增速可达到 35% 左右，2022 年预期 PEG 可达到 1.25 左右。

图表 14.CXO 估值分析

2023-2025 CAGR =20%							
	2022E	2023E EPS	2022 预期市盈率	2024EPS	2025EPS	2022-2025CAGR	预期 PEG
药明康德	2.78	3.30	35.27	3.96	4.75	0.20	1.80
凯莱英	8.07	9.19	32.16	11.03	13.23	0.18	1.79
博腾股份	1.61	1.97	44.38	2.36	2.84	0.21	2.14
康龙化成	2.52	3.15	46.33	3.78	4.54	0.22	2.14
昭衍新药	1.92	2.42	49.99	2.90	3.48	0.22	2.27
美迪西	7.78	11.94	44.75	14.33	17.20	0.30	1.48
泰格医药	3.85	4.65	22.87	5.58	6.69	0.20	1.13
2023-2025 CAGR =30%							
	2022E	2023E EPS	2022 预期市盈率	2024EPS	2025EPS	2022-2025CAGR	预期 PEG
药明康德	2.78	3.30	35.27	4.29	5.58	0.26	1.35
凯莱英	8.07	9.19	32.16	11.95	15.53	0.24	1.32
博腾股份	1.61	1.97	44.38	2.56	3.33	0.27	1.62
康龙化成	2.52	3.15	46.33	4.10	5.33	0.28	1.63
昭衍新药	1.92	2.42	49.99	3.15	4.09	0.29	1.74
美迪西	7.78	11.94	44.75	15.52	20.18	0.37	1.20
泰格医药	3.85	4.65	22.87	6.04	7.85	0.27	0.85
2023-2025 CAGR =40%							
	2022E	2023E EPS	2022 预期市盈率	2024EPS	2025EPS	2022-2025CAGR	预期 PEG
药明康德	2.78	3.30	35.27	4.6	6.5	0.3	1.1
凯莱英	8.07	9.19	32.16	12.9	18.0	0.3	1.0
博腾股份	1.61	1.97	44.38	2.8	3.9	0.3	1.3
康龙化成	2.52	3.15	46.33	4.4	6.2	0.3	1.3
昭衍新药	1.92	2.42	49.99	3.4	4.7	0.4	1.4
美迪西	7.78	11.94	44.75	16.7	23.4	0.4	1.0
泰格医药	3.85	4.65	22.87	6.5	9.1	0.3	0.7

资料来源：万得，中银证券（市盈率股价为截至 2022 年 5 月 5 日股价，凯莱英，药明康德，博腾股份，康龙化成，昭衍新药盈利预期来源于中银证券预测，其余盈利预期来源于万得一致预期。）

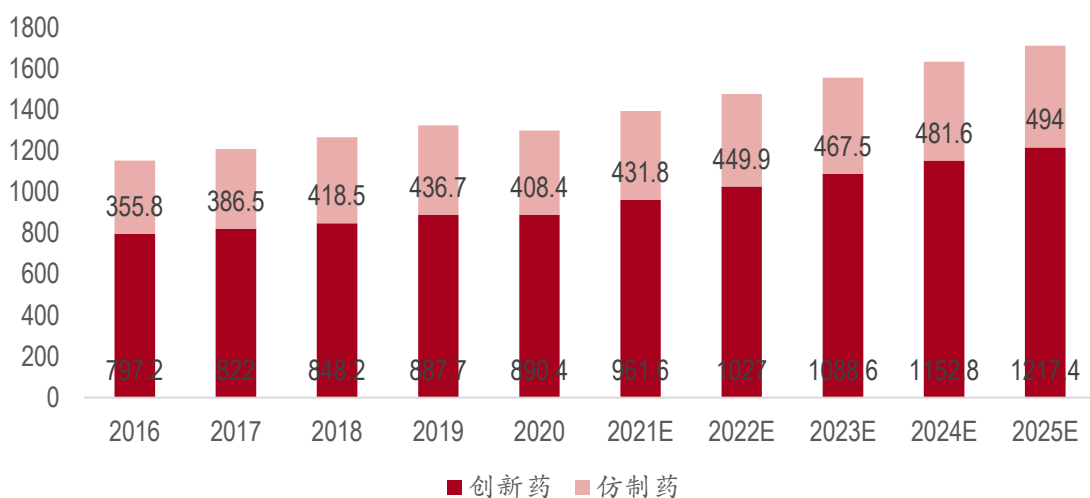
3 行业投资进入精挑细选时期

全球 CXO 行业持续稳定增长

全球医药研发投入与医药市场收入平稳增长，生物制品表现出较大增长潜力

全球医药市场保持稳定增长，根据 Frost&Sullivan 数据全球医药市场 2021 年市场收入预期为 13.93 千亿美元，2016 年-2021 年年均复合增长率为 3.9%，预期 2025 年全球医药市场收入将达到 17.11 千亿美元，2021 年-2025 年预期年均复合增长率为 5.3%。其中，2021 年全球创新药市场收入预期为 9.61 千亿美元，2016 年-2021 年年均复合增长率为 3.8%。全球创新药市场收入预期将于 2025 年达到 12.17 千亿美元，预期 2021 年-2015 年预期年均复合增长率为 6.1%。

图表 15. 全球医药市场规模（单位：十亿美元）

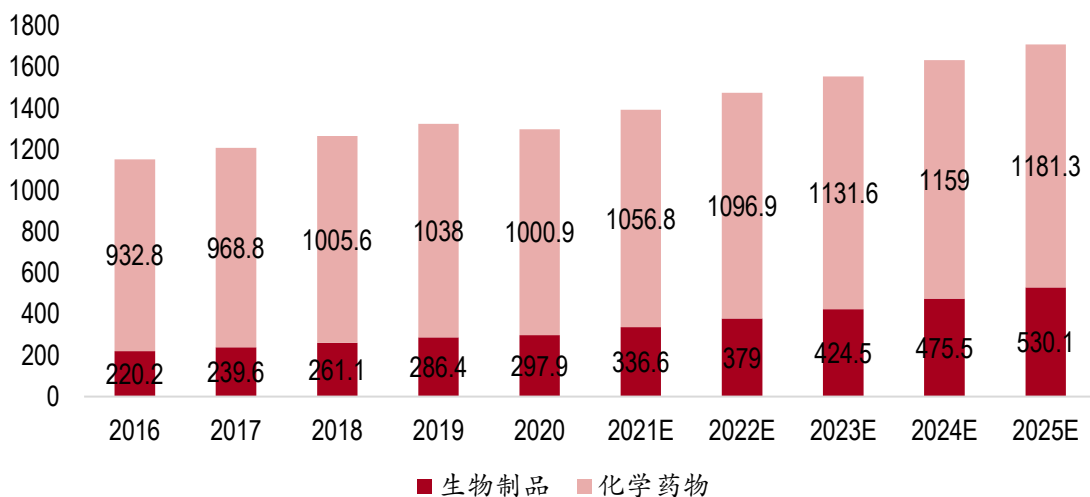


资料来源：凯莱英H股招股书，Frost&Sullivan，中银证券

药物根据分子特征可分为化学药物与生物制品，化学药物包括化学小分子药物、寡核苷酸、多肽、多糖等，生物制品包括抗体、抗偶联药物及 mRNA。化学药物收入在全球医药市场收入中仍保持高占比，全球化学药物 2020 年市场收入为 10.01 千亿美元，在整体全球医药市场中占比为 77%。全球化学药物市场 2016 年-2021 年年均复合增长率为 2.5%，预期 2021 年-2025 年预期年均复合增长率为 2.8%，预期将在 2025 年达到 11.81 千亿美元，在整体市场中占比为 69%。

根据 Frost&Sullivan 数据，全球生物制品 2020 年收入为 2.98 千亿美元，在全球医药市场总收入中占比为 23%，与 2016 年相比提高了 4 个百分点。生物制品 2021 年预期全球收入为 3.37 千亿美元，2016 年-2021 年年均复合增长率为 8.9%。2025 年全球医药市场生物制品预期收入将达到 5.30 千亿美元，在整体医药市场中占比增长至 31%，2021-2025 年预期年均复合增长率为 12.0%，增速高于整体医药市场。

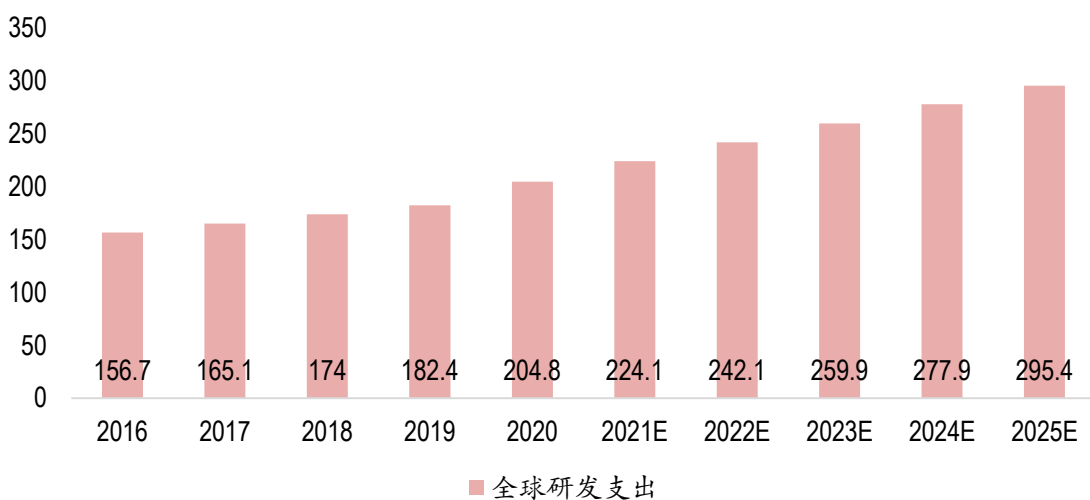
图表 16. 全球生物制品与化学药物市场规模 (单位: 十亿美元)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

全球医药研发支出稳定增长, 根据 Frost&Sullivan 数据全球 2021 年研发支出预期为 2.24 千亿美元, 2016 年-2021 年年均复合增长率为 7.4%。全球医药研发支出预期将于 2025 年增长至 2.95 千亿美元, 2021 年-2025 年年均复合增长率为 7.1%。

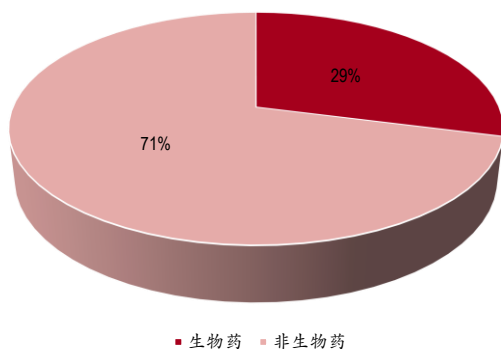
图表 17 全球医药研发支出 (单位: 十亿美元)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

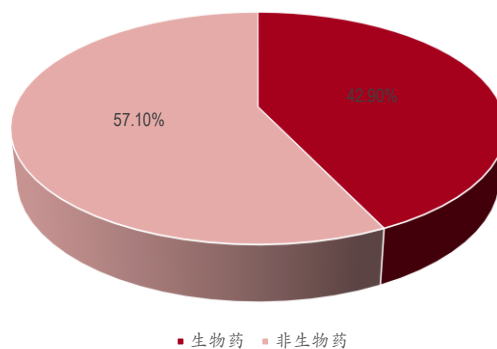
生物药在销售与治疗领域表现出较大的潜力, 对生物药的研发热度也随之提高。根据 Pharma Intelligence 数据, 生物药在 2015 年至 2021 年之间在全球研发管线中的占比从 29% 提升至 42.9%, 5 年内提高了 13.9 个百分点。生物药同时也面临较强的研发与生产门槛, 生物药的表征、纯度等特质比较难确定, 在生产中合成、分离也较为复杂。生物药的形态学复杂, 且由于分子结构很容易在外界条件变化的情况下被改变, 所以对于药物制剂的控制非常严格。同时生物大分子难以穿透细胞膜, 且强免疫原性, 导致生物药难以有效地穿透实体瘤。

图表 18. 2015 年全球生物药管线占比



资料来源: Pharma Intelligence, 中银证券

图表 19. 2021 年全球生物药管线占比



资料来源: Pharma Intelligence, 中银证券

全球 CXO 行业增速稳定, CDMO 行业仍然集中度较低

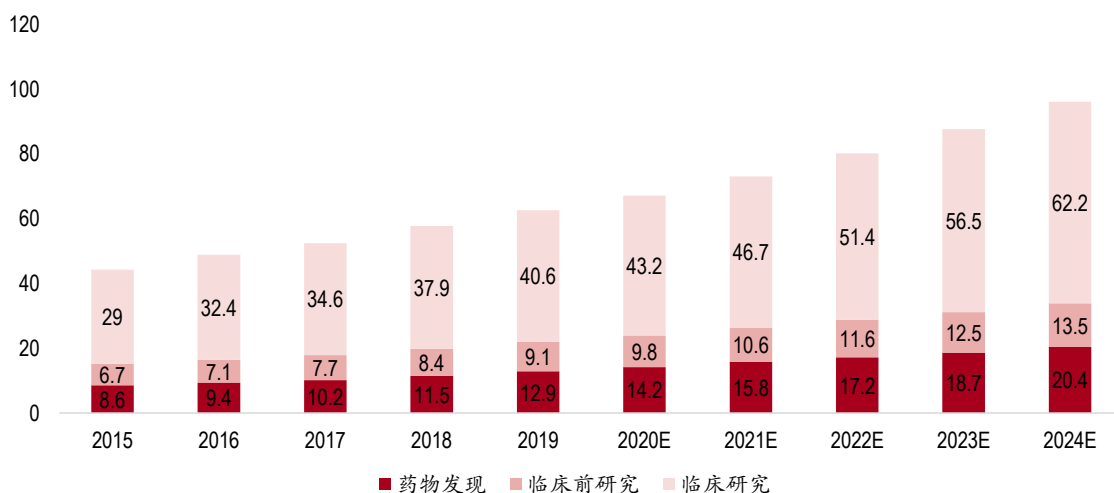
CXO 行业在 2022 年预期将维持高景气度的增长, 2021 年促进行业增长的因素仍然将持续发力, 疫情相关订单将在 2022 年为 CXO 行业带来阶段性峰值。

全球生物医药研发投入预期将持续稳定增长, 而医药研发外包的趋势也预期将会持续。全球药物开发的一个重要趋势是较小的公司正在开发更大比例的新分子, 由于资金的可用性增加以及对专业药物的关注度增加使患者群体更加明确, 医药销售对大型制药销售和分销网络的需求有所降低。这些小型生物医药越来越多地自行将其分子从临床试验推进到商业化, 而不是在开发初期将其出售给大公司, 他们对于研发外包的需求将持续。同时, 制药技术、分子和递送方式的复杂性也带来了相应的研发外包需求。

新冠疫情带来针对疫苗与特效药的大量需要, 药企需要在短时间内实现大量供给, 而全球在 2022 年抗击新冠疫情仍然需要大量的疫苗和特效药供给。疫情相关订单预期在 2022 年为 CXO 行业带来阶段性峰值, 2023 年后 CXO 行业将需要面临高基数下的增长压力, 行业面临分化。企业需要通过技术和服务能力的优势获取更大份额的市场, 而能力较差的公司则会面临增速下降的问题, CXO 行业投资将进入精挑细选时期。

根据 Frost&Sullivan 数据, 全球 CRO 服务收入在 2015 年至 2020 年间由 443 亿美元增长至 672 亿美元, 年均复合增长率为 8.7%。全球 CRO 服务收入预期将于 2024 年达到 960 亿美元, 2020 年-2024 年年均复合增长率为 9.3%。2024 年药物发现、临床前研究服务和临床研究服务市场预期收入分别为 204 亿美元, 135 亿美元和 622 亿美元, 在整体 CRO 中收入占比分别为 21%, 14%和 65%, 药物发现、临床前研究服务和临床研究服务三部分市场收入 2020 年-2024 年预期年均复合增长率分别为 9.5%, 8.3%和 9.5%。

图表 20. 全球 CRO 市场收入 (单位: 十亿美元)



资料来源: 昭衍新药H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

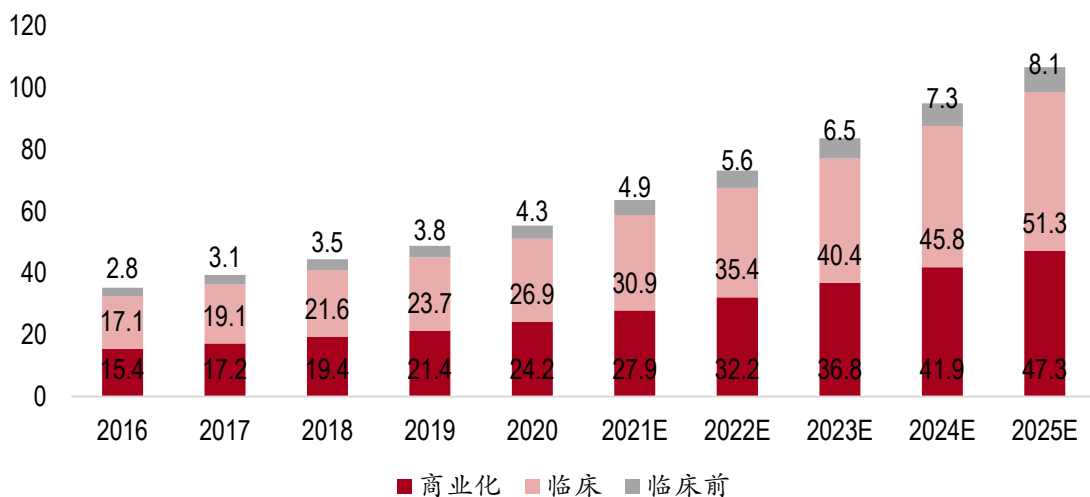
根据 Frost&Sullivan 数据, 2021 年全球 CDMO 市场收入预期为 637 亿美元, 其中商业化阶段服务收入与临床阶段收入占比较高, 收入预期分别为 279 亿美元和 309 亿美元。临床前阶段 CDMO 服务在整体市场中占比较小, 收入为 49 亿美元。全球 CDMO 市场收入 2016 年-2021 年年均复合增长率为 12.5%, 市场收入预期将于 2025 年达到 1066 亿美元, 2021 年-2025 年年均复合增长率为 13.7%。

全球药物研发投入增加, 在研药物数量持续增加, 制药公司在药物研发阶段及未来商业化阶段都需要更多的外包生产服务。全球药物开发的一个重要趋势是较小的公司正在开发更大比例的新分子, 这些公司越来越多地自行将其分子从临床试验到商业化, 而不是在开发初期将其出售给大公司。由于资金的可用性增加以及对专业药物的关注度增加使患者群体更加明确, 对大型制药销售和分销网络的需求有所降低。根据凯莱英招股书数据, 小型制药公司及生物科技初创公司的研发支出从 2016 年的 92 亿美元大幅增长至 2020 年的 151 亿美元, 年均复合增长率为 13.3%, 预计到 2025 年将进一步增长至 249 亿美元, 年均复合增长率预计为 10.5%。小型生物技术或小型制药公司通常专注于药物发现阶段, 自身不具备相应生产能力或生产能力较弱, 因此需要与 CDMO 公司进行合作。

全球药品管线分散化, 中小型制药公司及生物科技初创公司在新药审批中占比持续增长, 大型制药公司及中小型制药公司都更愿意将其部分研发及生产业务外包给 CDMO 公司, 从而缩短上市时间、节省成本、确保合规性, 重新分配内部资源。药企在药物开发过程的早期阶段与 CDMO 合作的趋势越来越明显, 而且由于高技术转移成本及合规风险, 在药物研发过程后期更换 CDMO 公司的可能性不高。

许多国家政府的医疗费用控制举措和专利到期后的仿制药竞争给药品价格带来了强大的下行压力。根据 Frost&Sullivan 的资料, 中国医疗报销系统的近期变动带来了巨大的价格压力, 仅于 2020 年 12 月就列入国家报销药品目录进行价格谈判期间列入国家报销药品目录的药品平均降价 50.7%。技术先进的 CDMO 公司可以为制药企业提供有效的解决方案, 以提高效率及降低成本, 从而在市场上获得有利的竞争条件。近期, 世界各地的监管机构强烈建议制药公司确保稳定的药物生产来源, 制药公司正在使用 CDMO 作为单种药物的多个制造商。

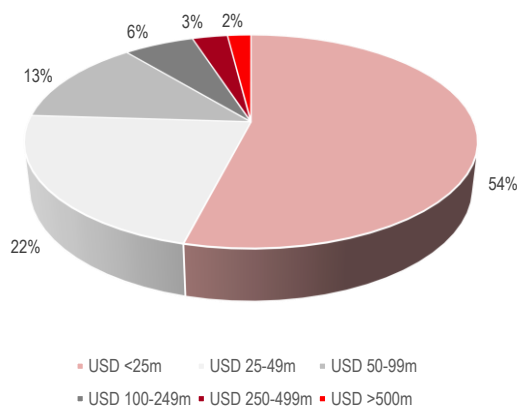
图表 21. 全球 CDMO 市场收入 (单位: 十亿美元)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

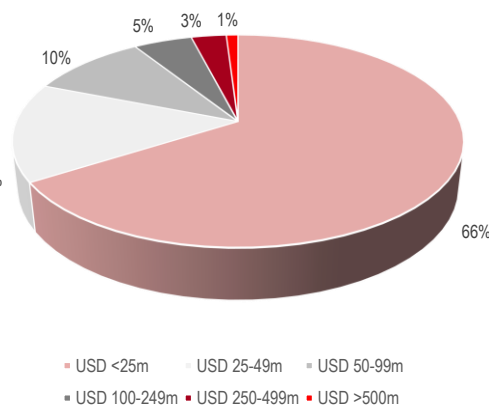
全球 CDMO 市场仍然较为分散, 存在大量的小型 CDMO 竞争者。CRO 行业也曾处于高度分散状态, 根据全球龙头 CDMO 公司 Recipharm 年报数据 CRO 行业经历近年整合后市场集中度有大幅提升, 收入规模前五名 CRO 公司的市场份额已达到 70%。CDMO 行业中存在整合增长机会, 但是行业整合需要一定的时间, 且公司在进行并购整合的过程中面临一定的不确定性。

图表 22. 2017 年全球不同收入水平 CDMO 数量占比



资料来源: Recipharm 年报, PricewaterhouseCoopers, 中银证券

图表 23. 2019 年全球不同收入水平 CDMO 数量占比



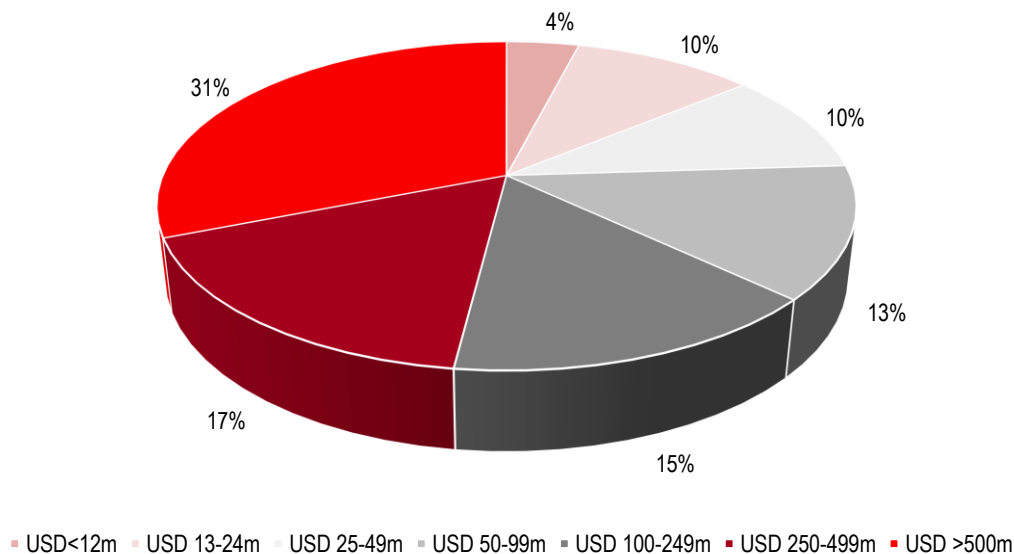
资料来源: Recipharm 年报, 中银证券

根据全球龙头 CDMO Recipharm 年报数据, 2017 年收入小于 2500 万美元的 CDMO 企业在行业中占比为高达 54%, 年收入在 2500 万美元至 4900 万美元之间的企业占比为 22%, 行业中存在大量的小规模竞争者。年收入在 2.5 亿美元至 5 亿美元之间的公司在行业中占比为 3%, 年收入在 5 亿美元以上的公司在行业内占比仅为 2%。

2019 年行业中仍存在大量的小规模竞争者, 年收入在 2500 万美元以下的公司在行业中的数量占比甚至有所提高, 收入可达到第一梯队的公司在行业中的数量占比有所下降。根据全球龙头 CDMO 公司 Recipharm 年报数据, 2019 年年收入小于 2500 万美元的 CDMO 企业数量在全行业 CDMO 企业数量占比为 66%。年收入在 2.5 亿至 4.9 亿美元之间的 CDMO 企业数量在全行业 CDMO 企业数量占比仅为 3%, 年收入大于 5 亿美元的 CDMO 企业数量在全行业 CDMO 企业数量占比仅为 1%。

在市场收入份额方面，年收入大于 5 亿美元的 CDMO 企业占据了高达 31% 的市场份额。收入规模达到全球第一梯队水平即大于 5 亿美元的公司包括 Patheon、Aenova、Boehringer Ingelheim、Siegfreid、三星生物、Recipharm、Curia (AMRI)、Celltrion、药明康德、药明生物、凯莱英。收入规模在 2.5 亿美元至 5 亿美元的公司包括 Jubilant、博腾股份和康龙化成，其中康龙化成虽然整体收入达到 5 亿美元以上，但是其中 CDMO 业务收入仍低于 5 亿美元。从收入规模来看，中国公司药明康德与药明生物虽然与顶尖 CDMO 公司收入仍有差距，但是收入水平已到达全球第一梯队水平，凯莱英、康龙化成与博腾股份收入规模已达到第二梯队水平。

图表 24. 2019 年全球不同收入水平 CDMO 市场收入占比



资料来源: Recipharm 年报, 中银证券

药企出于控制成本、控制包括技术转移与质量问题等在内的风险以及节约时间考虑，会倾向于和少数的 CDMO 进行合作，CDMO 行业有动力进行行业整合，进行产能扩张与业务拓展。行业中大型 CDMO 会通过收购小型 CDMO 来进行产能扩张，也会通过与其他竞争者合并来改善供应链效率，在行业趋向成熟的同时这种并购整合趋势预期会持续进行。在区域布局方面，目前大部分 CDMO 服务于本地市场，但是全球有不到 80 家的 CDMO 布局全球进行跨洲运营。

图 25. 2016-2019 年间披露交易价值超过 1 亿美元的收购

年度	收购方	收购方业务范围	收购方地点	收购目标	收购目标地点	交易金额(\$m)
2017	Thermo Fisher Scientific	生命科学	美国	Patheon	美国	7,200
2016	Lonza	医药合同定制研发生产	瑞士	Capsugel	美国	5,500
2019	Thermo Fisher Scientific	生命科学	美国	Brammer Bio	美国	1,700
2017	Carlyle, GTCR	私募股权	美国	AMRI	美国	1,500
2019	Catalent	医药合同定制研发生产	美国	Paragon Bioservices	美国	1,200
2017	Fosun Pharma	制药	中国	Gland Pharma	印度	1,090
2017	Catalent	医药合同定制研发生产	美国	Cook Pharmica	美国	950
2016	Mylan	制药	美国	DPT Laboratories	美国	950
2016	Ardian	私募股权	法国	Unither	法国	715
2017	AGIC Capital	私募股权	中国	Ritedose	美国	600
2016	Humanwell Healthcare, PuraCap	医疗解决方案, 医药合同定制研发生产	中国, 美国	Epic Pharma	美国	550
2017	AGC Asahi Glass	玻璃, 电子, 化工, 陶瓷	日本	CMC Biologics	丹麦	500
2018	Cambrex	医药合同定制研发生产	美国	Halo Pharma	美国	425
2016	AMRI	医药合同定制研发生产	美国	Euticals	意大利	358
2018	Cambrex	医药合同定制研发生产	美国	Avista Pharma	美国	252
2016	Recipharm	医药合同定制研发生产	瑞典	Kemwell Biopharma	印度	205
2017	Clinigen	制药, 临床试验	英国	Quantum Pharma	英国	192
2018	Aurobindo Pharma	制药	印度	Generis Farmacêutica	葡萄牙	154
2018	Clinigen	制药, 临床试验	美国	CSM	英国	150
2017	Thermo Fisher Scientific	生命科学	美国	Patheon	美国	7,200

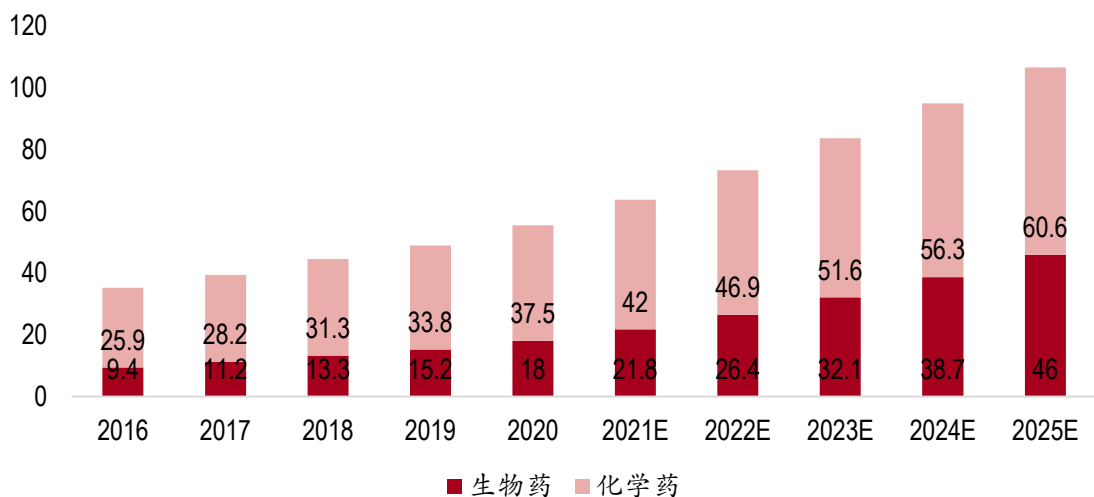
资料来源: PricewaterhouseCoopers, 中银证券

全球龙头科学服务企业 Thermo Fisher Scientific (赛默飞世尔) 于 2017 年以 72 亿美元的价格收购全球领先 CDMO 企业 Pathenon, 进军 CDMO 行业, 并于 2019 年以 17 亿美元收购生物 CDMO 公司 Brammer Bio。全球 CDMO 龙头瑞士 Lonza 于 2016 年以 55 亿美元收购 Capsugel, 以增强服务能力。全球龙头 CDMO 公司美国 Catalent 于 2017 年以 9.5 亿美元收购 Cook Pharm, 并于 2019 年以 12 亿美元收购 Paragon Bioservices, 进行生物 CDMO 业务发展。

生物药 CDMO 服务占比有望提高, 目前产能相对集中

在 CDMO 市场中, 生物药 CDMO 服务目前收入低于化学药 CDMO 服务, 但是增长潜力较大。根据 Frost&Sullivan 数据, 2021 年化学药 CDMO 收入预期为 420 亿美元, 在整体 CDMO 市场收入中占比为 66%。预期全球化学药 CDMO 服务收入 2016 年-2021 年年均复合增长率为 9.6%, 将于 2025 年达到 606 亿美元。生物药 CDMO 服务全球收入 2016 年-2021 年由 94 亿美元增长至 218 亿美元, 年均复合增长率为 18.3%。预期 2025 年全球生物药 CDMO 服务收入将达到 460 亿美元, 在整体 CDMO 服务收入中占比达到 43%, 2021 年-2025 年年均复合增长率为 20.5%, 增速高于整体 CDMO 服务市场。

图表 26. 全球 CDMO 市场收入 (单位: 十亿美元)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

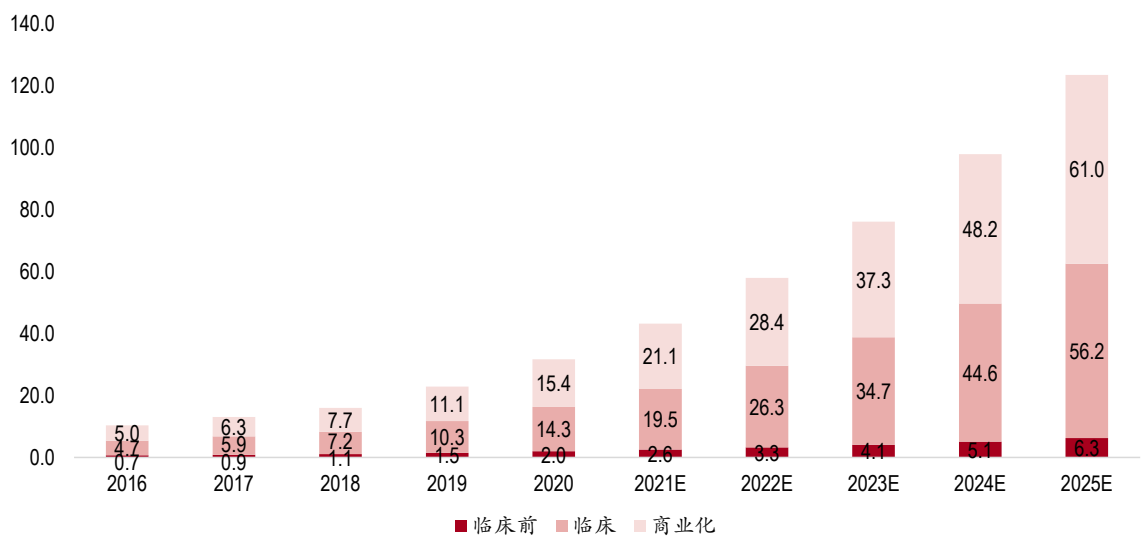
生物 CDMO 行业门槛较高, 目前全球生物 CDMO 产能主要由寡头垄断, 少数拥有大型制造设施的玩家为市场主导。根据 Samsung Biologics (三星生物) 半年报数据, 截至 2021 年上半年瑞士 Lonza 拥有 303,000L 产能, 德国 Boehringer Ingelheim 拥有 275,000L 产能, 并均在美国、瑞士、德国等核心市场进行积极的产能拓展。三星生物于 2018 年开始 180,000L 的产能建设, 于 2021H1 期末产能达到 364,000L。

中国 CXO 行业预期保持平稳增长, 新冠小分子业务带来阶段性峰值

全球医药外包趋势持续, CXO 行业保持稳定增长。中国 CXO 通过技术与人才的积累不断提高服务能力, 有能力承接更加复杂的订单, 从而有望提高在全球 CXO 市场中的份额。新冠订单带来了阶段性峰值, 峰值后 CXO 企业面临增长压力。中国 CXO 企业在 2020-2021 的部分订单来源于新冠疫情造成的相应疫苗与药物研发、生产需求, 新冠相应的需求在 2022 年仍然将推动中国 CXO 行业增长, 并带来阶段性峰值。但是新冠带来的峰值后, CXO 行业面临高基数上的增长压力

创新药投资更加精挑细选, 创新药企业压力部分将传导至 CXO 行业。近年中国创新药产业发展迅速, 创新药融资也表现出很高的热度, 但是同时中国创新药行业中靶点扎堆的现象很严重。2021 年 CDE 发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》, 政策将逐步收紧临床价值不大、竞争激烈的伪创新药空间。创新药行业仍然可以拿到融资, 但是拿到融资的会是经过精挑细选的创新药企业。创新药行业的压力部分会传导至 CXO 行业, 一方面拿不到融资的创新药企业不再成为 CXO 公司的客户, 另一方面创新药企业对 CXO 服务能力的要求也会有所提高。掌握核心技术的 CXO 企业仍然可以拿到订单, 但是能力圈较弱的公司会面临客户流失的问题。

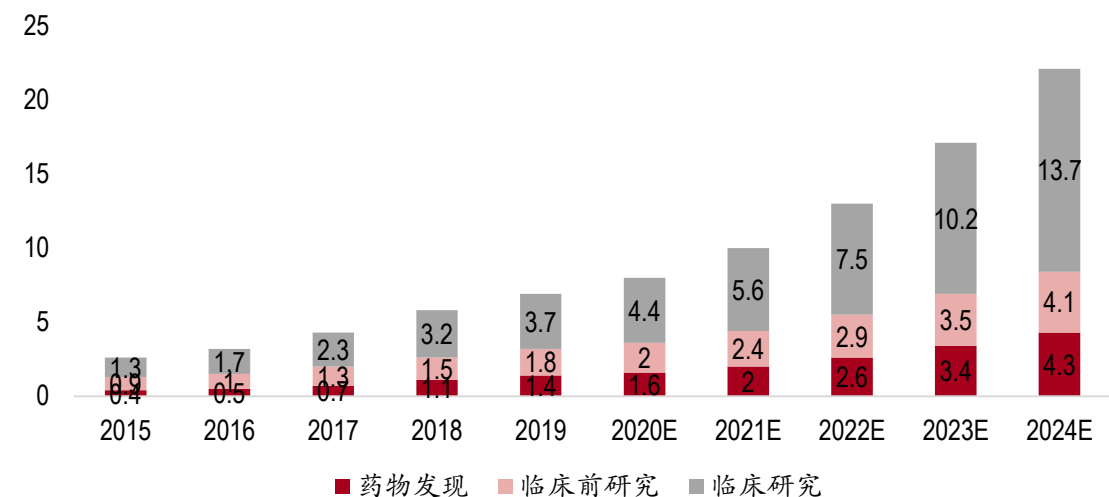
图表 27.中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)



资料来源: 凯莱英H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

根据 Frost&Sullivan 数据, 2021 年中国 CDMO 市场预期收入为 432 亿人民币, 2016-2021 年年均复合增长率为 32.7%。其中, 临床前项目 2021 年预期收入为 26 亿人民币, 临床项目 2021 年预期收入为 195 亿人民币, 商业化项目 2021 年预期收入为 211 亿人民币。预期 2021 年-2025 年中国 CDMO 市场收入年均复合增长率为 30.0%, 中国 CDMO 市场收入将于 2025 年达到 1235 亿人民币。其中, 临床前项目 2025 年预期收入为 63 亿人民币, 临床项目 2025 年预期收入为 562 亿人民币, 商业化项目 2025 年预期收入为 610 亿人民币。

图表 28.中国 CRO 市场收入 (单位: 十亿美元)



资料来源: 昭衍新药H股招股书, Frost&Sullivan, 中银证券

根据 Frost&Sullivan 数据, 中国 CRO 市场收入在 2015 年至 2020 年由 26 亿人民币增长至 80 亿人民币, 年复合增长率为 25.2%。中国 CRO 市场收入预期将于 2024 年达到 222 亿人民币, 2020 年-2024 年年均复合增长率为 29.1%。其中, 药物发现项目 2024 年预期市场收入为 43 亿人民币, 临床前研究项目 2024 年预期市场收入为 41 亿人民币, 临床研究项目 2024 年预期市场收入为 137 亿人民币。预期在 2020 年-2024 年间临床研究项目在市场收入中仍然占比较高, 而药物发现项目增长潜力较大。

中国 CRO 安评行业集中度低于全球，仍然存在市场整合空间

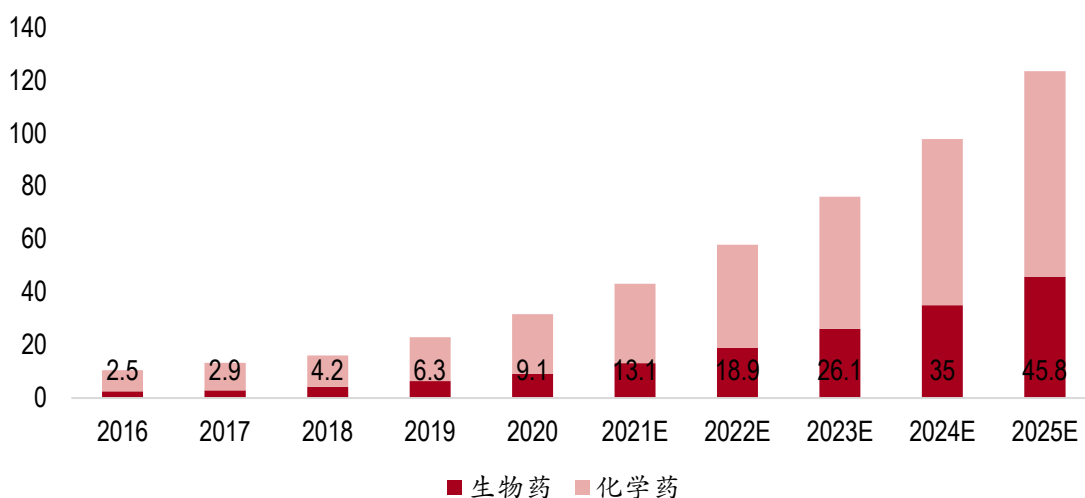
目前全球 CRO 行业的集中度较高，根据 PricewaterhouseCoopers 数据，收入前五名的 CRO 公司占据了全球 70% 的市场。而根据全球龙头 CRO 公司 Charles River 数据，Charles River 在 CRO 临床前研究中安评 (DSA) 全球市场中市场占有率高达 30%，LabCorp/Covance/Envigo 在全球市场中的占有率为 20%，第一梯队的 CRO 公司在安评市场中的占有率高达 50%。

中国目前 CRO 安评市场仍然较为分散，根据昭衍新药招股书数据，昭衍新药 2019 年在中国 CRO 安评市场占有率为 15.7%，排名第一。市场占有率第二到第六的公司占有率分别为 9.9%，5.1%，4.3%，3.5% 和 3.3%，市场占有率前六名的公司市场占有率总和为 41.9%。中国 CRO 安评市场相比美国仍然集中度较低，且存在大量区域性的小规模竞争者。

中国生物药 CDMO 需求增长潜力较大

生物药在治疗效果与全球收入方面均显示出了出色的潜力，中国医药研发在生物药方面目前已展现出一定的热度，带来了相应的生物药 CDMO 需求。根据 Frost&Sullivan 数据，中国生物药 CDMO 市场增长潜力较大。中国生物药 CDMO 预期 2021 年市场收入为 131 亿人民币，2016 年至 2021 年年均复合增长率高达 39.3%，高于中国整体 CDMO 行业市场收入增长速度。预期 2021 年-2025 年中国生物药 CDMO 市场年均复合增长率为 36.7%，中国生物药 CDMO 市场收入预期于 2025 年达到 458 亿人民币。目前中国 CDMO 企业除药明生物外，在生物药 CDMO 业务产能方面仍然规模较小，与海外龙头企业仍有较大差距。

图表 29. 中国 CDMO 市场收入 (单位: 十亿人民币)



资料来源: Frost&Sullivan, 凯莱英 H 股招股书, 中银证券

生物药与细胞与基因相关产品涉及的研发及生产门槛较高

生物药研发涉及较高的门槛，在生产方面也涉及较为复杂的工艺生产工艺和技术。生物制品包括抗体（单克隆抗体、多特异性抗体）、抗偶联药物及 mRNA。

抗体类药物

抗体类药物生产主要涉及两个主要步骤——（i）上游加工：依赖于来自哺乳动物细胞的细胞系生产抗体；（ii）下游处理：包括从细胞和细胞碎片、处理介质和其他杂质中回收、纯化和分离单克隆抗体。在过去几年中，抗体类药物的上游加工有了很大的改进，然而下游加工仍然是治疗性单克隆抗体生产的瓶颈。下游纯化步骤一般包括澄清、抗体捕获、病毒灭活、抛光（Polishing Step）、过滤病毒和最终制成制剂。抗体捕获的过程中需要涉及 Protein A，Protein A 价格昂贵需要尽量提高使用率。同时，Protein A 的质量也会影响到捕获的效果。

ADC

ADC 药物涉及化学小分子、连接子与生物大分子三部分，涉及的工作量较大。ADC 药物的生产涉及抗体生产、毒素与连接子合成、偶联过程和纯化，以及制剂灌装等流程。偶联反应需要关注反应浓度、投料量、时间、缓冲体系、pH 等因素，且过程中涉及放热反应，需要进行温度控制。

连接子与抗体进行偶联的过程中，需要控制抗体上所连接的毒素数量（DAR），从而保证了药品的均一性。若毒素药物的连接不能准确控制，产出的 ADC 药物均一性较差，裸抗、连接子毒素、DAR 过高和过低的 ADC 的混合物会影响全身毒性暴露从而带来安全性问题。

ADC 药物涉及高活性毒素，需要进行设施设备清洁管理杜绝交叉污染，同时需要做好人员和环境的安全防。为了保障稳定性 ADC 药物往往以冻干形式存在，涉及到冻干灌装的工艺。

细胞与基因相关产品

从生产方式分类，基因治疗常用病毒载体可分为非复制型病毒载体和可复制型病毒载体，其中可复制型病毒载体分为病毒产品可复制和不可复制两种。

慢病毒与腺相关病毒均属于非复制型病毒载体，需要通过瞬转的方式进行组装，涉及原料包括质粒和原材料细胞库。瞬转生成更多的病毒必须要培养更多的细胞，工艺放大性差，大规模生产的控制相当复杂。同时，生产涉及复杂的纯化过程，在进行富集的过程中杂质也会被富集，需要对杂质进行富集。

溶瘤病毒属于可复制型-病毒本身可复制，通过毒种扩增，关键在于建立毒种库，需要研究毒种库稳定性及能否在逐级放大的过程中保持毒种稳定性。

Bac-AAV 与逆转录病毒均属于可复制型-病毒本身不可复制，生产中使用可复制的病毒载体或细胞系的扩增来进行扩增。关键原料涉及毒种库或产毒细胞库，需要在逐级放大的过程中保证毒种或产毒细胞的稳定性。同时，还需要对病毒进行清除。

病毒载体产品的生产具有一定的特殊性，涉及生物安全问题，需要防止对厂区的污染及交叉污染问题。另外，病毒载体产品的生产放大并非线性放大，需要在研发、临床和商业化的过程中保证工艺的一致性。

中国小分子 CDMO 企业积极进行生物药与 CGT 相关 CDMO 服务布局

目前中国收入规模较大的 CDMO 企业中，大部分 CDMO 企业仍以化学小分子 CDMO 业务为主，但是龙头公司已经开始在生物药 CDMO 业务上进行布局，进行业务拓展。

药明康德

药明生基是药明康德旗下专注于细胞和基因疗法的 CDMO，可进行细胞及基因疗法的商业化及临床阶段生产，高端治疗部提供一体化生产及测试方案，加速新药上市进程。

药明生基工艺开发团队拥有丰富的工艺开发及临床申报经验，为客户提供产品设计定义、质量属性确定、工艺路线规划、物料工艺风险评估、设计空间、工艺优化、工程化、确认、放大及转移等服务，助力加速为客户提供完成项目的早期开发设计，排除工艺开发风险，开发适用于不同阶段的生产工艺，在符合监管要求的同时控制生产成本。

图表 53. 药明康德基因与细胞业务研发与生产基地



资料来源：药明生基官网，中银证券

药明生基产品包括细胞库、细胞治疗和病毒类产品。

药明生基质粒生产 CDMO 平台可为客户提供从质粒菌种构建、克隆筛选、菌种建库、工艺开发、非临床研究级别质粒生产到临床用 GMP 级别质粒生产的全方位、一体化定制服务。

病毒相关产品方面，生基医药与锦斯生物经过多年合作研发努力，目前已建立完善非复制生产型和可复制生产型病毒载体生产技术平台，以及符合国际法规要求的 GMP 病毒载体生产线，可向全球制药及生物技术公司提供从病毒载体构建、细胞库建立、工艺开发、规模放大、GMP 生产到方法开发、质量检测放行等全方位、高度灵活定制化的一站式 CDMO 服务。

细胞产品方面，生基医药开发了自动化、标准化、全封闭的细胞治疗制造平台，为自体 and 异体细胞疗法提供了集开发、生产和检测于一体的 CDMO 服务模式。平台工艺适用于各种来源的细胞（如外周血、脐带血、骨髓、脂肪等），细胞治疗产品业务范围包括 CAR-T, TCR-T, NK, DC 等免疫细胞治疗产品工艺开发及放大、分析方法开发与质量研究、临床样品生产与放行、商业化生产以及包括间充质干细胞（MSC），胚胎干细胞（ESC）以及诱导多功能干细胞（iPSC）在内的多种干细胞的大规模扩增及检定等。生基医药为干细胞治疗提供集开发、制造、检定于一体的 CDMO 服务，助力创新成果实现产品转化与临床申报。

药明康德细胞及基因疗法 CDMO 业务 (WuXi ATU) 2021 年实现收入人民币 10.26 亿元, 同比下降 2.79%。中国区细胞及基因疗法 CDMO 业务增长迅速, 实现收入同比增长 87%, 部分缓解了美国区业务由于客户产品上市申报推迟和新冠疫情的影响。公司进一步加强细胞和基因治疗产品测试、工艺开发和生产的能力, 为 74 个项目提供开发与生产服务, 其中包括 58 个临床前和 I 期临床试验项目, 5 个 II 期临床试验项目, 11 个 III 期临床试验项目。细胞及基因疗法 CDMO 业务 2022 年将是个业务发展的转折之年, 公司预计收入增长有望超过行业增长速度。

上海临港新建 15,300 平方米的工艺研发和商业化生产中心已于 2021 年 10 月正式投入运营, 新基地配备 200 多个独立套间和 6 条完整的载体和细胞生产线, 为全球客户提供病毒载体和细胞疗法的一体化工艺开发、生产和测试服务。美国费城扩建的 13,000 平方米基地已于 2021 年 11 月正式投入运营, 投产后将使公司高端细胞及基因疗法检测产能提升三倍。

药明康德于 2021 年完成了对英国 OXGENE 公司的收购, OXGENE 独特的腺相关病毒生产新型 TESSA™ 技术和用于慢病毒稳定生产的 XLenti 解决方案, 可以显著提高细胞和基因疗法产品的生产效率并降低成本, 这一并购加强了公司在细胞与基因疗法领域的 CDMO 技术能力。

博腾股份

博腾股份在生物 CDMO 服务方面目前已搭建质粒 CDMO 平台、病毒载体 CDMO 平台与细胞治疗 CDMO 平台。公司基因细胞治疗 CDMO 服务主要由二级控股子公司苏州博腾承接, 2020 年苏州博腾位于苏州腾飞创新园的研发中心及临床生产基地已投入使用。

2021 年 5 月, 苏州博腾与南凯地生物达成战略合作, 苏州博腾将作为独家 CDMO 合作伙伴为凯地生物提供多个 CAR-T 项目的 CMC 研究开发服务, 包括质粒、病毒载体和 CAR-T 细胞的工艺开发与生产及 CMC 部分的 IND 注册申报支持等服务。

2021 年公司基因细胞 CDMO 业务引入新项目 27 个, 新签订单 1.3 亿元, 主要涉及 AAV 病毒包装、CAR-T 细胞 IND 生产、CAR-NK 项目毒理批及注册批生产、质粒工艺开发、工程批及 GMP 生产、TIL 细胞 IND 申报、活菌项目等不同类型的服务。

图表 30. 博腾股份生物 CDMO 服务平台



资料来源: 博腾股份年报, 中银证券

康龙化成

康龙化成自 2019 年开始布局大分子和细胞与基因治疗服务：大分子药物发现服务包括大分子药物物质粒设计、细胞筛选、目标大分子表达和纯化、目标大分子分析方法的开发及其对产品的分析鉴定，主要服务于研发早期阶段课题对细胞及蛋白包括单抗的各类需求；细胞与基因治疗实验室服务包括各类蛋白、细胞分析方法的开发及验证、各类 DNA 及 RNA 分析方法的开发及验证，细胞与基因产品的活性、毒性、组织分布、病毒扩散分析以及细胞与基因产品的定量分析，能够满足细胞与基因产品在临床前和临床开发以及上市阶段对分析方法的特殊要求（包括对 GLP/GCP/GMP 法规的遵循）；细胞与基因治疗开发与生产服务（CDMO）包括含治疗基因的质粒合成、细胞系开发、细胞库建立、生产工艺开发及优化、制剂工艺优化、产品放大量生产、分析方法开发及其验证、产品相关杂质鉴定和分析、稳定性评估、产品分析鉴定及其 GMP 批次放行等，涵盖细胞与基因治疗产品工艺开发及其 cGMP 生产的全流程的全套 CDMO 服务，以支持细胞与基因产品的临床前安全性评价、临床试验一期、二期、三期以及上市后产品生命周期管理的需求。该等服务拥有英国药监机构 MHRA 的生物药生产许可证。

康龙化成于 2021 年正式开始将大分子和细胞与基因治疗服务作为独立板块管理，公司 2021 年大分子和细胞与基因治疗服务实现营业收入 1.5 亿元，实现毛利率-13.84%，板块亏损主要是由于公司的大分子和基因治疗 CDMO 业务均处于投入阶段和新收购的基因治疗药物开发与生产服务（CDMO）运营成本较高所致。大分子和细胞与基因治疗服务收入中来自北美客户的收入占比高达 93.37%，来自欧洲客户（含英国）的收入占比为 4.61%，来自中国客户的收入占 1.67%，来自其他地区客户的收入占 0.35%。

公司大分子和细胞与基因治疗服务相关业务子公司和部门从事大分子和细胞与基因治疗服务的员工截至 2021 年 12 月 31 日共计 341 人，相比 2020 年 12 月 31 日增加 213 人服务团队进一步成熟。

康龙化成于 2021 年第二季度完成收购位于英国利物浦的 Pharmaron Biologics UK。Pharmaron Biologics 具备先进、灵活的 cGMP 生物药生产设施及 100 多名经验丰富的科研技术和生产人员，为客户提供涵盖基因治疗产品工艺开发及其 cGMP 生产的全流程 CDMO 服务。Pharmaron Biologics UK 自 2007 年开始持有 MHRA 颁发的生物药生产许可证。康龙化成通过业务整合，已经将 Pharmaron Biologics UK 从原来的内部研发中心转变为向第三方客户提供基因治疗药物 CDMO 服务的公司，目前 Pharmaron Biologics UK 已开始承接外部订单。

康龙化成在大分子药物 CDMO 方面加快大分子药物 CDMO 平台的建设，宁波杭州湾第二园区一期项目将作为公司大分子药物开发和生产服务基地（近 70,000 平方米），预计在 2023 年上半年开始承接大分子 GMP 生产服务项目。项目完成后将能够提供细胞株与细胞培养工艺、上下游生产工艺、制剂处方和灌装生产工艺以及分析方法的开发服务，同时提供 200L 到 2000L 规模的中试至商业化阶段的原液及制剂生产服务。

凯莱英

凯莱英战略布局生物药 CDMO 服务，公司加快人才引进力度，引入新兴业务板块业务带头人，助推凯莱英药物一体化生态圈的构建，进一步提升了公司药物研发及管理水平。同时基于新兴业务快速发展的需求，公司进一步挖掘行业顶端人才、吸收优秀毕业生。

图表 31. 2021 公司引入生物大分子行业杰出人才代表

姓名	职位	背景
高凯	副总裁兼生物大分子首席技术官	第四军医大学生物化学与分子生物专业博士；曾就职于高瓴资本集团、世界卫生组织总比、国家药品监督管理局药品审评中心、中检院、拥有 20+ 年行业经验；专注于生物药物生产与质量控制标准化、国家/国际质控标准物质研制、生物药物技术指南/法规/药典起草制定等监管科学研究
陈维斌	生物大分子执行副总经理	美国普渡大学分析化学博士，在美国华盛顿大学从事蛋白质组学分析相关博士后研究；曾在生物分子的结构分析表征方面发表 40+ 篇科学论文及专著章节并拥有多项质谱技术和生物药物分析的美国专利。
刘冬连	生物大分子副总经理	曾就职于东曜药业、上海培恩生物、南京华欣生物、上海华新生物等大型制药公司；负责重组蛋白、病毒疫苗和 ADC 药物的工艺开发和商业化生产的技术及管理工作；在大分子生物药的研发、工艺技术、质量管理、商业化生产等方面具有丰富的专业知识和管理经验。

资料来源：凯莱英半年报，中银证券

公司位于上海金山的生物大分子研发生产中心已于 2019 年启动，公司持续引入具有丰富行业经验和能力的人才团队，完成生物药 CDMO 服务平台的搭建工作。目前该平台可提供 ADC 药物生物活性细胞毒素药物部分的研发生产服务；可为一系列重组 DNA (rDNA) 产品提供一站式 CMC 服务，包括单克隆抗体 (mAb) 及其他生物制品，拥有单抗的千克级原液生产能力；在 mRNA 分子的临床开发及商业化生产阶段为客户提供综合 CDMO 服务，涵盖体外 mRNA 转录以及酶修饰和合成，可以提供可靠的 cGMP 等级 mRNA 药品生产服务以及 cGMP 级关键原材料，包括 DNA 模板、mRNA 合成及修饰的酶集群，以及 mRNA 药物的其他主要成分。

图表 32. 凯莱英生物药技术与平台



资料来源：凯莱英官网，中银证券

凯莱英生物拥有符合欧美及中国 GMP 要求的生物药原液生产线，能够满足抗体，重组蛋白药物在中国、欧美以及全球其他地区的临床实验需求，并具有广泛的 CMC 开发和临床生产能力服务。公司上游细胞培养生产线采用 Sartorius 即抛式一次性生物反应器 (2x200 L, 2x500 L)，下游蛋白纯化生产线采用 GE、Pall 等公司的先进设备，可针对不同产品进行纯化工艺的组合生产。目前，凯莱英生物原液生产平台年生产原液能力达到公斤级别，足以支持临床申报和早期临床样品的生产。

截至凯莱英 2021 年年度报告披露日，生物大分子 CDMO 在手订单达到 1.3 亿元人民币。预计 2022 年年中将完成 2x2000L 一次性生物反应器抗体原液产能建设和 2x500L ADC 商业化偶联原液产能建设；目前苏州业务版块质粒、mRNA 的工艺开发实验室已具备承接研发级别订单的能力，2022 年年中将具备质粒和 mRNA 的中试产能和 IND 及临床样品制备的服务能力。

风险提示

- 1、行业增速放缓风险：目前全球 CXO 行业增长已经进入稳定状态，尤其是化学小分子 CDMO 行业增速相对放缓。行业内企业需要面临行业增速变缓的风险，尤其是在 CXO 企业营业收入达到一定规模后，会面临业务拓展速度降低与营业收入增速放缓的风险。
- 2、创新药行业融资不及预期风险：CXO 企业的部分订单来源于创新药企业，创新药行业的融资不及预期可能会导致 CXO 企业订单量减少。
- 3、国际政治变动风险：部分 CXO 企业订单来源于海外药企，且技术涉及海外企业授权问题。国际政治变动可能会导致海外药企减少给予中国企业的订单，或造成海外企业停止专业授权的问题。CXO 企业可能面临海外订单减少，或因为授权被停止造成业务受阻的问题。
- 4、货币汇率变动风险：部分 CXO 企业订单来源于海外药企且订单按照客户所在国家货币签订，汇率波动会造成 CXO 企业营业收入和毛利情况。

附录图表 33. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
002821	药明康德	买入	98.05	2,843.88	1.75	2.78	56.03	35.27	13.66
603259	凯莱英	买入	259.50	661.46	4.40	8.07	58.98	32.16	51.12
300363	博腾股份	买入	71.45	388.81	0.97	1.61	73.66	44.38	7.86
300759	康龙化成	买入	116.80	867.06	2.10	2.52	55.67	46.33	12.60
603127	昭衍新药	买入	95.98	335.94	1.51	1.92	63.56	49.99	19.04
688202	美迪西	未有评级	348.23	216.18	4.55	7.78	76.53	44.75	22.68
300347	泰格医药	未有评级	87.93	735.27	3.31	3.85	26.56	22.87	13.66

资料来源：万得，中银证券

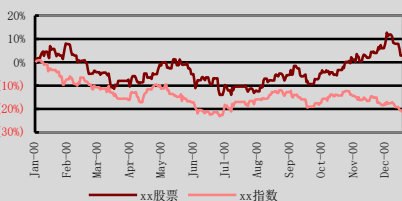
注：股价截止日为5月5日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

603259.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 98.05

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.9)	(10.1)	(6.4)	(25.7)
相对上证指数	5.7	(3.6)	2.3	(14.7)

发行股数(百万)	2,956
流通股(%)	86
总市值(人民币 百万)	289,827
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,803
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
HKSCC NOMINEES LIMITED	13

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 5 月 5 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

药明康德

行业龙头业绩持续高景气增长

药明康德 2021 年业绩表现出高景气度增长, 实现营业收入 229.0 亿元 (+38.5%), 实现归母净利润 51.0 亿元 (+72.2%), 化学业务、测试业务和生物业务均表现出高景气度增长。2022 年 Q1 公司实现营业收入 84.7 亿元 (+71.2%), 实现扣非归母净利润 17.1 亿元 (+106.5%)。

支撑评级的要点

- 公司作为行业龙头, 业绩持续增长。作为 CXO 行业龙头公司, 药明康德在 2017 年至 2021 年营业总收入由 77.7 亿元增长至 229.0 亿元, 年复合增长率为 25.4%, 2021 年同比增长 38.5%, 归母净利润在 2017 年至 2021 年由 12.3 亿元增长至 51.0 亿元, 年复合增长率 41.2%, 2021 年同比增长 72.2%。2021 年公司营业收入同比增长 38.5%, 归母净利润同比增长 72.2%。2021 年, 公司化学业务实现收入人民币 140.9 亿元, 同比增长 46.9%; 测试业务 2021 年实现收入人民币 45.2 亿元, 同比增长 38.0%; 生物业务实现收入人民币 19.9 亿元, 同比增长 30.1%。2022 年一季度公司实现营业收入 84.7 亿元, 同比增长 71.2%, 实现归母净利润 16.4 亿元, 同比增长 9.5%, 实现扣非归母净利润 17.1 亿元, 同比增长 106.5%。
- 新分子种类业务与制剂业务表现亮眼表现优异。寡核苷酸和多肽药物业务 CRDMO 工艺开发 2021 年实现营业收入 1.15 亿美元, 同比增长 145%。D&M 服务客户数量达到 57 个, 同比提升 128%。截至 2021 年底, 公司已有 4 个制剂商业化生产项目, 另有 8 个制剂项目正处于临床三期或 NDA 申请阶段。2021 年 10 月公司外高桥基地顺利通过首个制剂项目美国 FDA 上市前检查 (PAI), 同一周内外高桥基地另有 2 个制剂项目顺利通过中国 NMPA 的 PAI。
- 持续推进产能建设, 积极布局全球产能。产能方面, 公司在 2021 年完成了常州二期、泰兴、无锡口服和无菌灌装制剂工厂等三项设施的投产, 未来公司计划在无锡扩建制剂研发和生产基地、在美国建设原料药和制剂生产基地, 进一步提高服务能力。2021 年 7 月, 公司子公司合全药业完成收购百时美施贵宝于瑞士库威的 GMP 制剂生产基地, 该基地可大规模商业化生产胶囊和片剂。

估值

- 预期 2022 年, 2023 年, 2024 年公司净利润为 79.59 亿元, 97.57 亿元和 2.479 亿元, EPS 分别为 2.570 元, 3.301 元, 4.222 元。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 服务的主要创新药退市或被大规模召回的风险; 服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期风险; 境外市场运营风险; 汇率风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	16,535	22,902	38,051	45,253	58,083
变动(%)	28	39	66	19	28
净利润(人民币 百万)	2,960	5,097	7,597	9,757	12,479
全面摊薄每股收益(人民币)	1.212	1.724	2.570	3.301	4.222
变动(%)	7.9	42.2	49.0	28.4	27.9
全面摊薄市盈率(倍)	80.7	56.8	38.1	29.6	23.2
价格/每股现金流量(倍)	60.1	63.0	32.1	44.0	28.9
每股现金流量(人民币)	1.63	1.55	3.05	2.22	3.39
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.6	43.8	28.4	23.3	17.7
每股股息(人民币)	0.364	0.000	0.771	0.990	1.267
股息率(%)	0.4	n.a.	0.8	1.0	1.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

公司简介

药明康德向全球制药公司、生物技术公司以及医疗器械公司提供一系列全方位的实验室研发、研究生产服务，服务范围贯穿从小分子药物发现到推向市场的全过程，以及细胞治疗和基因治疗从产品开发到商业化生产服务、医疗器械测试服务等。

公司主要包括五项业务技术平台：**化学业务 (WuXi Chemistry)** 包括小分子业务 CRDMO、核苷酸业务 CRDMO 和多肽药物 CRDMO；**测试业务 (WuXi Testing)** 包括实验室分析及测试服务与临床 CRO 与 SMO 业务；**生物学业务 (WuXi Biology)** 涵括新药发现各个阶段及主要疾病领域，着力建设新分子种类相关的生物学能力，包括寡核苷酸、癌症疫苗、PROTAC、病毒载体、创新药递送系统等；**细胞及基因疗法 CTDMO 业务 (WuXi ATU)** 2021 年为 74 个项目提供开发与生产服务，其中包括 58 个临床前和 I 期临床试验项目，5 个 II 期临床试验项目，11 个 III 期临床试验项目；**国内新药研发服务部 (WuXi DDSU)** 2021 年为客户完成 26 个项目的 IND 申报工作，2022 年将迭代升级以满足客户对国内新药研发服务更高的要求。

图表 34. 药明康德技术平台与服务

技术平台	提供的服务
化学业务平台	CRDMO 模式，提供从化学药物的发现研究到商业化生产的端到端服务
生物学业务平台	全方位的生物学服务，支持从靶点发现到药物筛选再到临床的各类项目
测试业务平台	提供药物及医疗器械临床前测试、临床试验一体化测试解决方案
细胞及基因治疗业务平台	药明生基全球化 CTDMO 平台，提供整合的端到端解决方案，加速细胞和基因疗法产品的上市
国内新药研发平台	为中国创新化药企提供一体化新药研发服务

资料来源：药明康德年报，中银证券

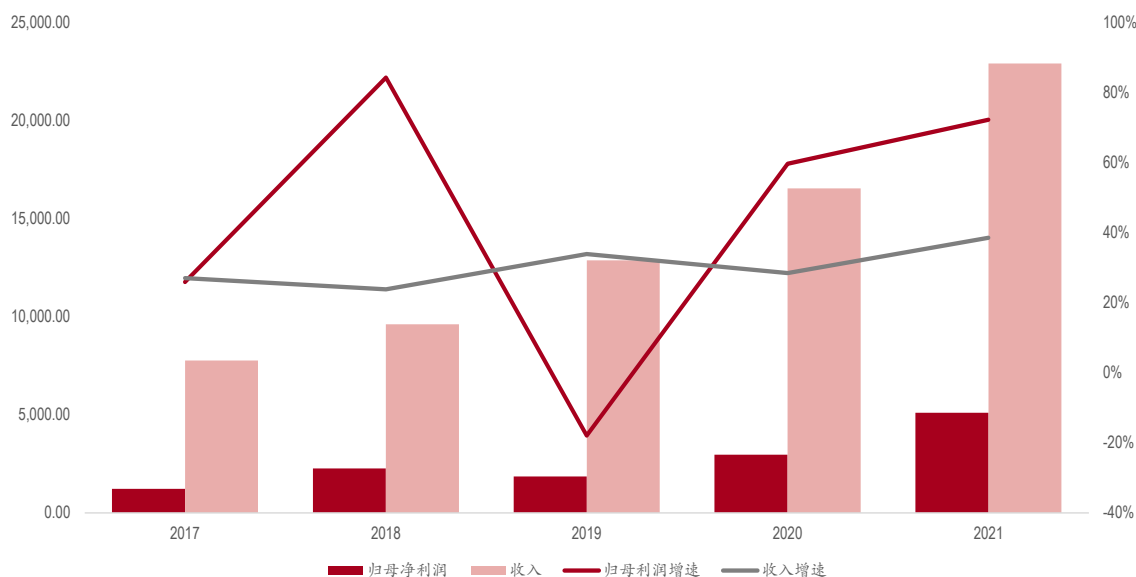
作为行业龙头，业绩持续稳定增长

业绩持续增长

药明康德在 2017 年至 2021 年营业总收入由 77.7 亿元增长至 229.0 亿元，年复合增长率 25.43%，2021 年同比增长 38.50%，归母净利润在 2017 年至 2021 年由 12.3 亿元增长至 51.0 亿，年复合增长率 41.2%，2021 年同比增长 72.2%。

2022 年一季度公司实现营业收入 84.7 亿元，同比增长 71.2%，实现归母净利润 16.4 亿元，同比增长 9.5%，实现扣非归母净利润 17.1 亿元，同比增长 106.5%。

图表 35. 药明康德业绩情况 (单位: 百万人民币)



资料来源: 万得, 中银证券

各项业绩 2021 年表现优异

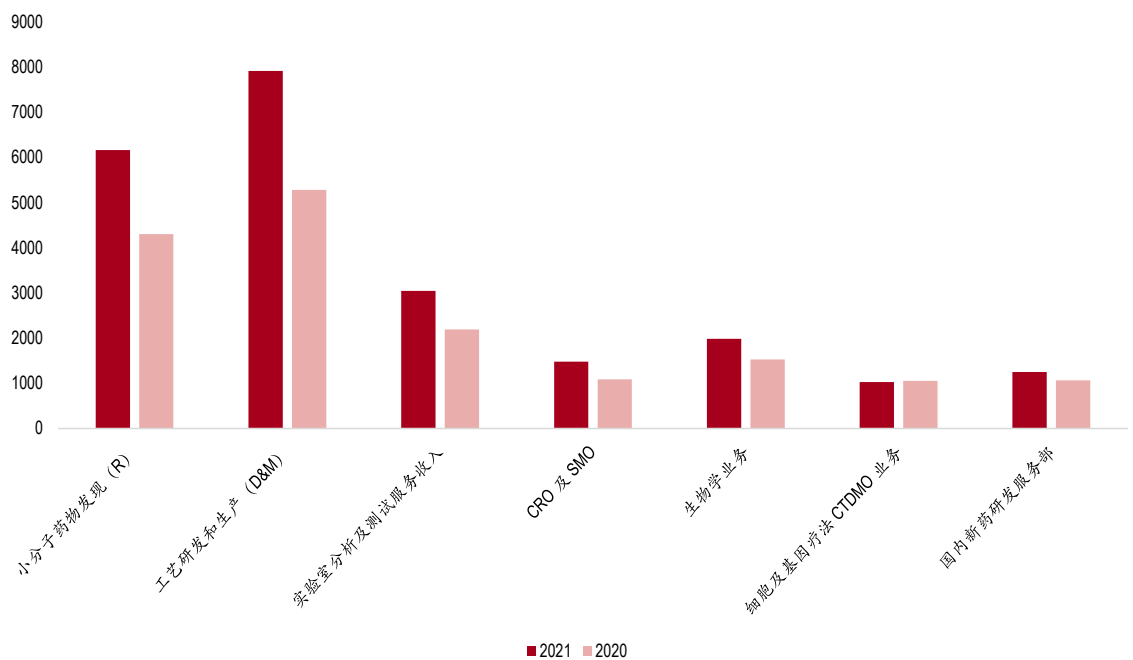
化学业务 (WuXi Chemistry) 包括小分子业务 CRDMO、核苷酸业务 CRDMO 和多肽药物 CRDMO。化学业务实现收入人民币 140.9 亿元, 同比增长 46.9%。

测试业务 (WuXi Testing) 包括实验室分析及测试服务与临床 CRO 与 SMO 业务, 2021 年实现收入人民币 45.2 亿元, 同比增长 38.0%。临床 SMO 服务持续快速扩张, 截至 2021 年末人员团队拥有超过 4,500 人, 同比增长 36%, 分布在全国 155 个城市的 1,000 多家医院。2021 年, SMO 赋能 25 个创新药获批上市, 对比 2020 年全年 17 个有大幅度提升。

生物学业务 (WuXi Biology) 实现收入人民币 19.9 亿元, 同比增长 30.0%。公司生物学业务平台能力涵括新药发现各个阶段及主要疾病领域, 预计生物学业务板块 2022 年收入增长将延续近几年的势头。

细胞及基因疗法 CTDMO 业务 (WuXi ATU) 实现收入 10.2 亿元, 同比下降 2.8%。国内新药研发服务部 (WuXi DDSU) 实现收入 12.5 亿元, 同比增长 17.5%。2021 年, 公司为客户完成 26 个项目的 IND 申报工作, 同时获得 23 个临床试验批件。

图表 36. 药明康德各项业务业绩情况



资料来源：药明康德年报，中银证券

新分子种类业务与制剂业务表现亮眼表现优异

寡核苷酸和多肽药物业务 CRDMO 工艺开发 2021 年实现营业收入 1.15 亿美元，同比增长 145%。D&M 服务客户数量达到 57 个，同比提升 128%，服务分子数量达到 99 个，同比提升 154%。寡核苷酸和多肽药物业务的工艺开发能力与产能持续提升，从实验室研究到工艺开发和制造持续导流，预期 2021 年寡核苷酸和多肽药物业务增速相较 2021 年更快。

截至 2021 年底，公司已有 4 个制剂商业化生产项目，另有 8 个制剂项目正处于临床三期或 NDA 申请阶段。合全药业累计通过美国 FDA、欧盟 EMA、中国 NMPA、日本 PMDA 等各大监管机构超过 40 多项检查。2021 年 10 月公司外高桥基地顺利通过首个制剂项目美国 FDA 上市前检查 (PAI)，同一周内外高桥基地另有 2 个制剂项目顺利通过中国 NMPA 的 PAI。

2022 年各项业务业绩持续增长

化学业务 2022 年一季度实现收入 61.2 亿元，同比增长 102.1%，其中小分子药物发现 (R) 的服务收入人民币 17.5 亿元，同比增长 46.6%，工艺研发和生产 (D&M) 的服务收入人民币 43.7 亿元，同比增长 138.1%。剔除新冠商业化项目，化学业务板块收入同比增长 52.3%。在小分子药物发现 (R) 方面，公司在第一季度完成了超过 9 万个定制化合物合成，赋能早期小分子新药研发客户，并成为公司下游业务部门重要的“流量入口”。截至 2022 年第一季度末，化学业务服务项目所涉新药物分子 1,808 个，其中临床 III 期阶段 49 个、临床 II 期阶段 271 个、临床 I 期及临床前阶段 1,446 个、已获批上市的 42 个。在产能建设方面，化学业务板块 2022 年一季度完成了用于原料药生产的常熟工厂的投产，并开始陆续投产用于 GMP 生产的常州三期工厂，包括一个研发中心和两个生产车间。

测试业务 2022 年一季度实现收入人民币 12.8 亿元，同比增长 31.7%，其中实验室分析及测试服务收入人民币 9.1 亿元，同比增长 39.85%，临床 CRO 及 SMO 收入人民币 3.7 亿元，同比增长 15.2%。2022 年第一季度，WIND 服务平台签约 47 个服务项目。药物安全性评价业务，相比较于去年同期，销售收入同比增长高达 53% 的同比增长。医疗器械测试业务显著恢复，2022 年一季度收入同比增长 27%。在临床 CRO 服务方面，公司在 2022 年第一季度为合计约 160 个项目提供临床试验开发服务，助力客户完成 4 项临床研究申请获批。在临床 SMO 服务方面，截至 2022 年第一季度末公司人员团队拥有超过 4,600 人，同比增长 26%，分布在全国约 150 个城市的 1,000 多家医院。SMO 在 2022 年第一季度赋能 4 个创新药获批上市。

生物学业务 2022 年一季度实现收入人民币 5.3 亿元,同比增长 26.2%,其中新分子种类及生物药相关收入同比增长 110%,占生物学业务收入比例由 2021 年的 14.6%提升至 17.6%,新分子种类相关生物学服务已成为生物学板块增长的重要驱动力。

细胞及基因疗法 CTDMO 业务 2022 年一季度实现收入人民币 2.99 亿元,同比增长 36.99%。公司进一步加强细胞和基因治疗产品测试、工艺开发和生产的能力,为 74 个项目提供开发与生产服务,其中包括 59 个临床前和 I 期临床试验项目,7 个 II 期临床试验项目,8 个 III 期临床试验项目(其中 4 个项目处于上市申请准备阶段)。2022 年 3 月,公司正式发布 TESSA™ 技术,这是一项用于规模化生产无转染的腺相关病毒(AAV)的革命性技术。在相同的生产体积中,利用 TESSA™ 载体生产的 AAV 是基于质粒方法生产的 10 倍。

产能建设持续推进,服务能力不断提高

产能建设持续推进

产能方面,公司在 2021 年完成了常州二期、泰兴、无锡口服和无菌灌装制剂工厂等三项设施的投产,未来公司计划在无锡扩建制剂研发和生产基地、在美国建设原料药和制剂生产基地,进一步提高服务能力。

内生自建方面,2021 年公司子公司合全药业宣布在美国特拉华州建设制剂和原料药生产基地,预计将于 2025 年正式投入运营,将成为合全药业在美国建设的第二个基地,同时也是公司在全球范围布局的第八个研发生产基地;公司子公司药明生基于上海临港的细胞治疗及基因产品的研发生产基地投入运营,该基地面积为 15,300 平方米,可向全球客户提供从菌种建库、工艺开发、研究级质粒和病毒载体生产到 GMP 级生产的全方位、一体化定制服务;公司子公司药明生基在美国费城基地扩建的全新高 端检测实验室已正式投入运营,该实验室面积为 13,000 平方米,投产后使公司高端检测产能提升三倍。

外延并购方面,公司在 2021 年完成对英国 OXGENE 公司的收购,OXGENE 独特的腺相关病毒生产新型 TESSA™ 技术和用于慢病毒稳定生产的 XLenti 解决方案,可以显著提高细胞和基因疗法产品的生产效率并降低成本。2021 年 7 月,公司子公司合全药业完成收购百时美施贵宝于瑞士库威的 GMP 制剂生产基地,该基地可大规模商业化生产胶囊和片剂。

产能布局全球

公司 2021 年 53%的营业收入来源于美国客户,16%的营业收入来自欧洲客户,全球化布局有利于提高服务全球客户的能力。同时,在全球布局产能也是全球龙头 CXO 的重要趋势。

图表 37. 药明康德全球产能布局



资料来源:药明康德官网展示材料,中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	16,535	22,902	38,051	45,253	58,083
销售成本	(10,288)	(14,646)	(23,303)	(27,564)	(35,152)
经营费用	(1,548)	(1,793)	(5,172)	(6,234)	(8,231)
息税折旧前利润	4,700	6,463	9,576	11,456	14,700
折旧及摊销	(817)	(1,076)	(1,086)	(1,213)	(1,333)
经营利润(息税前利润)	3,883	5,387	8,489	10,243	13,367
净利息收入/(费用)	(520)	(84)	(114)	(136)	(174)
其他收益/(损失)	638	1,241	535	1,193	1,481
税前利润	4,001	6,544	8,910	11,300	14,674
所得税	(383)	(880)	(1,313)	(1,534)	(2,100)
少数股东权益	26	39	0	8	95
净利润	2,960	5,097	7,597	9,757	12,479
核心净利润	3,642	5,623	7,595	9,755	12,476
每股收益(人民币)	1.212	1.724	2.570	3.301	4.222
核心每股收益(人民币)	1.492	1.902	2.569	3.300	4.221
每股股息(人民币)	0.364	0.000	0.771	0.990	1.267
收入增长(%)	28	39	66	19	28
息税前利润增长(%)	27	39	58	21	31
息税折旧前利润增长(%)	25	38	48	20	28
每股收益增长(%)	8	42	49	28	28
核心每股收益增长(%)	0	28	35	28	28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	10,237	8,239	17,554	22,052	29,471
应收帐款	3,699	5,007	9,941	7,818	14,745
库存	2,686	5,905	4,652	8,857	9,069
其他流动资产	6,437	2,835	2,442	2,787	2,916
流动资产总计	23,059	21,986	34,589	41,515	56,201
固定资产	9,215	15,059	14,157	13,129	11,981
无形资产	998	1,600	1,455	1,311	1,166
其他长期资产	10,270	13,018	9,723	10,864	11,070
长期资产总计	20,483	29,677	25,336	25,304	24,217
总资产	46,291	55,127	63,365	70,245	83,794
应付帐款	941	1,931	1,727	2,924	3,176
短期债务	1,230	2,261	50	50	50
其他流动负债	5,749	8,792	10,292	9,118	13,965
流动负债总计	7,920	12,985	12,069	12,092	17,191
长期借款	1,819	607	1,434	1,287	1,109
其他长期负债	3,833	2,778	3,056	3,223	3,019
股本	2,442	2,956	2,956	2,956	2,956
储备	31,005	38,266	43,584	50,414	59,150
股东权益	33,447	41,222	46,540	53,370	62,105
少数股东权益	225	266	266	274	369
总负债及权益	46,291	55,127	63,365	70,245	83,794
每股帐面价值(人民币)	13.70	13.95	15.75	18.06	21.01
每股有形资产(人民币)	13.29	13.40	15.25	17.61	20.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.69)	(2.02)	(5.92)	(7.44)	(9.95)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	4,001	6,544	8,910	11,300	14,674
折旧与摊销	817	1,076	1,086	1,213	1,333
净利息费用	520	84	114	136	174
运营资本变动	547	1,841	(1,884)	1,557	(2,223)
税金	(989)	(1,369)	(1,313)	(1,534)	(2,100)
其他经营现金流	(923)	(3,587)	2,090	(6,096)	(1,840)
经营活动产生的现金流	3,974	4,589	9,003	6,576	10,018
购买固定资产净值	80	602	40	40	40
投资减少/增加	605	909	1,050	1,200	1,500
其他投资现金流	(9,461)	(6,350)	359	(94)	(82)
投资活动产生的现金流	(8,776)	(4,839)	1,449	1,146	1,458
净增权益	(890)	0	(2,279)	(2,927)	(3,744)
净增债务	(1,307)	1,250	(2,301)	(14)	39
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	12,085	(3,001)	3,390	(386)	(573)
融资活动产生的现金流	9,888	(1,724)	(1,137)	(3,224)	(4,057)
现金变动	5,086	(1,974)	9,315	4,498	7,419
期初现金	5,227	10,237	8,239	17,554	22,052
公司自由现金流	(4,802)	(250)	10,452	7,721	11,475
权益自由现金流	(5,590)	1,085	8,266	7,844	11,688

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.4	28.2	25.2	25.3	25.3
息税前利润率(%)	23.5	23.5	22.3	22.6	23.0
税前利润率(%)	24.2	28.6	23.4	25.0	25.3
净利率(%)	17.9	22.3	20.0	21.6	21.5
流动性					
流动比率(倍)	2.9	1.7	2.9	3.4	3.3
利息覆盖率(倍)	7.5	64.1	74.4	75.4	76.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.6	1.2	2.5	2.7	2.7
估值					
市盈率(倍)	80.7	56.8	38.1	29.6	23.2
核心业务市盈率(倍)	65.6	51.5	38.1	29.7	23.2
市净率(倍)	7.1	7.0	6.2	5.4	4.7
价格/现金流(倍)	60.1	63.0	32.1	44.0	28.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.6	43.8	28.4	23.3	17.7
周转率					
存货周转天数	78.6	107.0	82.7	89.4	93.1
应收帐款周转天数	73.8	69.4	71.7	71.6	70.9
应付帐款周转天数	16.9	22.9	17.5	18.8	19.2
回报率					
股息支付率(%)	30.1	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	11.5	13.7	17.3	19.5	21.6
资产收益率(%)	9.3	9.2	12.2	13.3	14.9
已运用资本收益率(%)	2.5	3.1	4.1	4.7	5.3

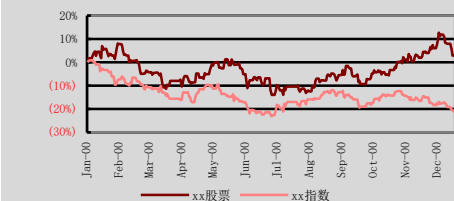
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

002821.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 259.50

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(33.7)	(27.9)	(20.3)	(21.0)
相对深证成指	(8.4)	(18.3)	(3.2)	2.5

发行股数(百万)	264
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	68,597
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,040
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	33

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 5 月 5 日收市价为标准

相关研究报告

《凯莱英: 业绩实现高景气度增长, 毛利率改善明显》20220420

《凯莱英: 传统业务增长强劲, 新兴业务快速发展》20220331

《凯莱英: 业绩稳定增长, 持续建设产能服务能力》20211027

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

凯莱英

大订单助力公司业绩增长, 新兴业务表现亮眼

公司 2022Q1 业绩高速增长, 实现营业收入 20.6 亿元 (+165.28%), 实现归母净利润 5.0 亿元 (+223.6%)。其中小分子业务营业收入同比增长 165.9%, 新兴业务营业收入同比增长 157.4%。2022Q1 公司毛利率为 45.2% (+2.38pct), 为公司产能充分利用所致。

支撑评级的要点

- 业绩实现高速增长, 产能充分利用推进毛利率上升。公司 2021 年实现营业总收入 46.4 亿元, 同比增长 47.3%。2022 年一季度公司实现营业收入 20.6 亿元, 同比增长 165.3%, 其中小分子业务同比增长 165.9%。利润端公司 2022 年一季度实现归母净利润 5.0 亿元, 同比增长 223.6%, 利润端增速高于收入端。公司 2022 年一季度毛利率为 45.2%, 同比提高 2.38 个百分点, 为公司产能充分利用所致。
- 大订单预期助力业绩增长, 产能建设持续推进。凯莱英持续为客户的一款小分子化学创新药物提供 CDMO 服务, 2022 年 2 月凯莱英公告公司全资子公司吉林凯莱英与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》, 合同金额折合人民币约 35.42 亿元, 供货时间为 2022 年。2021 年年末公司小分子传统批次反应釜体积为近 4700 m³, 2022 年底公司小分子传统批次反应釜产能计划较 2021 年年底增长 46%。2022 年 2 月, 公司敦化生产基地完成一栋新厂房的交付工作, 预计新增批次产能近 500m³, 天津生产基地又一 API 厂房启动生产, 预计新增批次产能 160m³。
- 新兴业务持续推进, 业绩表现出高速增长。2021 年公司动制剂、化学大分子、生物合成技术、生物大分子等新兴业务快速发展, 实现收入近 4 亿元, 同比增长 67.4%, 完成新兴服务类项目 327 个。2022 年一季度新兴业务营业收入同比增长 157.4%, 化学大分子、生物大分子、制剂、临床 CRO 收入增速均超过 100%。

估值

- 预期公司 2022 年, 2023 年, 2024 年实现净利润 21.34 亿, 24.30 亿, 29.12 亿元, EPS 分别为 8.071 元, 9.194 元, 11.017 元。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 服务的主要创新药退市或被大规模召回的风险; 服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期风险; 境外市场运营风险; 汇率风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	3,150	4,639	9,181	10,435	12,563
变动(%)	28	47	98	14	20
净利润(人民币 百万)	722	1,069	2,134	2,430	2,912
全面摊薄每股收益(人民币)	2.978	4.065	8.071	9.194	11.017
变动(%)	24.4	36.5	98.6	13.9	19.8
全面摊薄市盈率(倍)	96.5	70.7	35.6	31.3	26.1
价格/每股现金流量(倍)	122.4	668.4	78.0	26.4	68.8
每股现金流量(人民币)	2.35	0.43	3.69	10.87	4.18
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.2	42.2	28.0	23.7	19.7
每股股息(人民币)	0.600	0.000	2.421	2.758	3.305
股息率(%)	0.2	n.a.	0.8	1.0	1.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	3,150	4,639	9,181	10,435	12,563
销售成本	(1,708)	(2,607)	(5,061)	(5,759)	(6,937)
经营费用	(235)	(371)	(1,655)	(1,857)	(2,258)
息税折旧前利润	1,208	1,661	2,465	2,818	3,368
折旧及摊销	(157)	(205)	(204)	(230)	(255)
经营利润(息税前利润)	1,051	1,456	2,261	2,589	3,114
净利息收入/(费用)	(44)	(7)	92	104	126
其他收益/(损失)	(7)	47	28	29	26
税前利润	1,000	1,496	2,381	2,722	3,265
所得税	(92)	(124)	(248)	(283)	(353)
少数股东权益	(0)	(0)	0	8	(0)
净利润	722	1,069	2,134	2,430	2,912
核心净利润	907	1,372	2,134	2,430	2,912
每股收益(人民币)	2.978	4.065	8.071	9.194	11.017
核心每股收益(人民币)	3.742	5.216	8.071	9.194	11.017
每股股息(人民币)	0.600	0.000	2.421	2.758	3.305
收入增长(%)	28	47	98	14	20
息税前利润增长(%)	41	39	55	14	20
息税折旧前利润增长(%)	61	38	48	14	20
每股收益增长(%)	24	36	99	14	20
核心每股收益增长(%)	30	39	55	14	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,125	6,234	7,099	9,320	9,655
应收帐款	1,025	1,839	3,199	2,729	4,533
库存	726	1,396	2,233	2,035	3,220
其他流动资产	154	841	387	599	572
流动资产总计	4,030	10,310	12,918	14,682	17,980
固定资产	2,206	3,291	3,138	2,960	2,757
无形资产	286	374	363	351	340
其他长期资产	591	989	729	841	930
长期资产总计	3,082	4,654	4,230	4,152	4,026
总资产	7,158	15,156	17,308	18,982	22,128
应付帐款	522	552	1,603	896	2,045
短期债务	10	375	50	50	50
其他流动负债	393	1,278	795	1,450	1,395
流动负债总计	925	2,205	2,449	2,396	3,489
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	238	341	263	281	295
股本	242	263	264	264	264
储备	5,894	12,838	14,331	16,033	18,071
股东权益	6,136	13,101	14,596	16,297	18,336
少数股东权益	(0)	0	0	8	8
总负债及权益	7,158	15,156	17,308	18,982	22,128
每股帐面价值(人民币)	25.31	49.81	55.22	61.65	69.36
每股有形资产(人民币)	24.13	48.38	53.84	60.32	68.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.72)	(22.27)	(26.67)	(35.07)	(36.33)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,000	1,496	2,381	2,722	3,265
折旧与摊销	157	205	204	230	255
净利息费用	44	7	(92)	(104)	(126)
运营资本变动	(98)	(495)	(536)	169	(683)
税金	(278)	(426)	(248)	(283)	(353)
其他经营现金流	(255)	(673)	(735)	140	(1,254)
经营活动产生的现金流	569	113	975	2,874	1,104
购买固定资产净值	164	88	40	40	40
投资减少/增加	(121)	(98)	33	17	26
其他投资现金流	(1,144)	(2,196)	207	(87)	(89)
投资活动产生的现金流	(1,102)	(2,205)	280	(30)	(23)
净增权益	(146)	0	(640)	(729)	(874)
净增债务	10	378	(334)	1	2
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2,403	5,805	531	1	(96)
融资活动产生的现金流	2,268	6,211	(390)	(623)	(746)
现金变动	1,735	4,119	865	2,221	335
期初现金	435	2,125	6,234	7,099	9,320
公司自由现金流	(532)	(2,092)	1,255	2,844	1,081
权益自由现金流	(479)	(1,707)	829	2,741	958

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.3	35.8	26.9	27.0	26.8
息税前利润率(%)	33.4	31.4	24.6	24.8	24.8
税前利润率(%)	31.7	32.2	25.9	26.1	26.0
净利率(%)	22.9	23.1	23.2	23.3	23.2
流动性					
流动比率(倍)	4.4	4.7	5.3	6.1	5.2
利息覆盖率(倍)	24.0	207.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.6	4.0	4.4	5.3	4.2
估值					
市盈率(倍)	96.5	70.7	35.6	31.3	26.1
核心业务市盈率(倍)	76.8	55.1	35.6	31.3	26.1
市净率(倍)	11.4	5.8	5.2	4.7	4.1
价格/现金流(倍)	122.4	668.4	78.0	26.4	68.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.2	42.2	28.0	23.7	19.7
周转率					
存货周转天数	125.6	148.6	130.9	135.3	138.3
应收帐款周转天数	98.2	112.7	100.2	103.7	105.5
应付帐款周转天数	45.7	42.2	42.8	43.7	42.7
回报率					
股息支付率(%)	20.2	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.6	11.1	15.4	15.7	16.8
资产收益率(%)	17.5	12.0	12.5	12.8	13.5
已运用资本收益率(%)	3.9	2.7	3.8	3.9	4.2

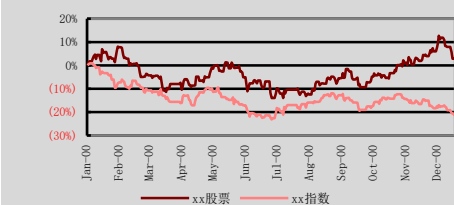
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300363.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 71.45

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.5)	(24.9)	(7.9)	29.4
相对深证成指	18.8	(15.2)	9.2	52.9

发行股数(百万)	544
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	38,881
3个月日均交易额(人民币 百万)	976
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
重庆两江新区产业发展集团有限公司	15

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 5 月 5 日收市价为标准

相关研究报告

《博腾股份: 2021 业绩亮眼, 深化拓展&能力建设未来可期》20220326

《博腾股份: 公司 2021 年业绩预告收入和净利润增长强劲, 业绩超预期》20220117

《博腾股份: 传统业务增长强劲, 新业务有望厚积薄发》20211029

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

博腾股份

业绩增长强劲, 大订单预期继续助力

公司 2021 年实现营业收入 31.05 亿元, 同比增长 50%, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 5.24 亿元, 同比增长 61%。公司 2022 年一季度实现营业收入 14.4 亿元 (+166%), 实现归母净利润 3.82 亿元 (+334%)。公司 2022 年新增大订单, 预期继续助力公司业绩增长。

支撑评级的要点

- 营业收入高速增长, 大订单预计继续助力业绩增长。2021 年公司实现营业收入 31.05 亿元, 同比增长 50%, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 5.24 亿元, 同比增长 61%。公司收入贡献主要来自核心业务板块原料药 CDMO 业务, 实现营业收入 30.69 亿元, 同比增长 51%。公司 2022 年一季度实现营业收入 14.4 亿元, 同比增长 166%, 实现归母净利润 3.82 亿元, 同比提高 334%。博腾股份于 2022 年 2 月宣布收到 Pfizer Ireland Pharmaceuticals 的新一批《采购订单》, 新获得订单金额合计 6.81 亿美元, 交付时间为 2022 年, 预期将对公司 2022 年业绩增长产生积极作用。
- 持续提升客户覆盖深度和广度, 不断拓展客户管线。2021 年公司持续加大市场推广和商务拓展, 引入新客户 113 家, 其中原料药 CDMO 业务新客户 76 家, 制剂 CDMO 业务新客户 23 家, 基因细胞治疗 CDMO 业务新客户 15 家。2021 年公司服务客户数为 277 家, 前十大客户收入占比 63%。2021 年, 公司服务项目数 (仅含报告期内实现销售的项目, 不含 J-STAR) 合计 410 个, 同比增长 14%。其中, 209 个项目处于临床前及临床一期, 65 个项目处于临床二期, 44 个项目处于临床三期, 10 个项目处于新药上市申请阶段, 87 个项目处于上市阶段。
- 积极进行产能建设。截至 2021 年底, 公司拥有生产产能约 2,019 立方米, 2021 年产能增长约 65%, 主要来自新投产的长寿生产基地 109 车间以及通过外延方式收购的宇阳药业产能随着宇阳药业车间的陆续改造完成, 该部分产能将在 2022 年继续释放。

估值

- 预期 2022 年, 2023 年, 2024 年公司净利润分别为 12.60 亿元, 14.20 亿元和 17.80 亿元, EPS 分别为 2.314 元, 2.609 元, 3.270 元。维持**买入**评级

评级面临的主要风险

- 服务的主要创新药退市或被大规模召回的风险; 服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期风险; 境外市场运营风险; 汇率风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	2,072	3,105	6,819	7,861	9,904
变动(%)	34	50	120	15	26
净利润(人民币 百万)	538	610	1,260	1,420	1,780
全面摊薄每股收益(人民币)	0.596	0.962	2.314	2.609	3.270
变动(%)	74.8	61.5	140.5	12.7	25.3
全面摊薄市盈率(倍)	119.9	74.2	30.9	27.4	21.9
价格/每股现金流量(倍)	77.1	81.0	26.8	20.6	20.5
每股现金流量(人民币)	0.93	0.88	2.67	3.47	3.49
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.2	47.2	23.0	19.6	15.4
每股股息(人民币)	0.120	0.193	0.357	0.403	0.505
股息率(%)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,072	3,105	6,819	7,861	9,904
销售成本	(1,214)	(1,835)	(3,932)	(4,512)	(5,694)
经营费用	(147)	(464)	(1,286)	(1,554)	(2,024)
息税折旧前利润	711	806	1,601	1,795	2,186
折旧及摊销	(131)	(164)	(152)	(157)	(162)
经营利润(息税前利润)	580	642	1,449	1,638	2,024
净利息收入/(费用)	(43)	2	(42)	(53)	(1)
其他收益/(损失)	40	(9)	6	7	(3)
税前利润	577	635	1,413	1,592	2,021
所得税	(41)	(73)	(158)	(178)	(247)
少数股东权益	1	48	5	5	7
净利润	538	610	1,260	1,420	1,780
核心净利润	539	608	1,260	1,420	1,779
每股收益(人民币)	0.596	0.962	2.314	2.609	3.270
核心每股收益(人民币)	0.989	1.118	2.315	2.609	3.268
每股股息(人民币)	0.120	0.193	0.357	0.403	0.505
收入增长(%)	34	50	120	15	26
息税前利润增长(%)	60	11	126	13	24
息税折旧前利润增长(%)	49	13	99	12	22
每股收益增长(%)	75	61	140	13	25
核心每股收益增长(%)	53	13	107	13	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,262	1,217	4,154	4,789	6,033
应收帐款	424	1,102	708	731	916
库存	430	757	1,840	1,146	2,525
其他流动资产	66	135	128	117	176
流动资产总计	2,182	3,211	6,830	6,783	9,650
固定资产	1,552	2,090	1,970	1,844	1,718
无形资产	89	131	115	100	84
其他长期资产	432	786	778	782	782
长期资产总计	2,073	3,007	2,863	2,727	2,584
总资产	4,497	6,562	10,028	9,836	12,553
应付帐款	513	1,111	1,853	1,536	2,674
短期债务	144	390	1,279	1,080	727
其他流动负债	327	618	703	579	980
流动负债总计	984	2,119	3,835	3,195	4,381
长期借款	107	24	774	0	0
其他长期负债	13	233	83	110	142
股本	543	544	544	544	544
储备	2,897	3,526	4,592	5,793	7,298
股东权益	3,440	4,071	5,136	6,337	7,842
少数股东权益	2	205	200	194	188
总负债及权益	4,497	6,562	10,028	9,836	12,553
每股帐面价值(人民币)	6.32	7.48	9.43	11.64	14.41
每股有形资产(人民币)	6.17	7.24	9.22	11.46	14.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.86)	(1.48)	(3.86)	(6.81)	(9.75)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	577	635	1,413	1,592	2,021
折旧与摊销	131	164	152	157	162
净利息费用	43	(2)	42	53	1
运营资本变动	82	20	1,380	(492)	1,270
税金	(255)	(208)	(158)	(178)	(247)
其他经营现金流	(74)	(129)	(1,377)	756	(1,305)
经营活动产生的现金流	504	480	1,452	1,888	1,901
购买固定资产净值	5	41	16	16	20
投资减少/增加	(7)	(403)	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(427)	(554)	(32)	(32)	(40)
投资活动产生的现金流	(429)	(916)	(16)	(16)	(20)
净增权益	(65)	(105)	(195)	(219)	(275)
净增债务	65	121	1,648	(965)	(361)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	52	308	(6)	(156)	(222)
融资活动产生的现金流	52	350	1,500	(1,237)	(637)
现金变动	127	(86)	2,937	635	1,244
期初现金	1,175	1,262	1,217	4,154	4,789
公司自由现金流	75	(436)	1,436	1,872	1,881
权益自由现金流	183	(317)	3,127	960	1,521

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.3	26.0	23.5	22.8	22.1
息税前利润率(%)	28.0	20.7	21.3	20.8	20.4
税前利润率(%)	27.9	20.5	20.7	20.3	20.4
净利率(%)	26.0	19.7	18.5	18.1	18.0
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.5	1.8	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	13.5	n.a.	34.2	31.1	1,844.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.2	1.3	1.8	1.6
估值					
市盈率(倍)	119.9	74.2	30.9	27.4	21.9
核心业务市盈率(倍)	72.2	63.9	30.9	27.4	21.9
市净率(倍)	11.3	9.6	7.6	6.1	5.0
价格/现金流(倍)	77.1	81.0	26.8	20.6	20.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.2	47.2	23.0	19.6	15.4
周转率					
存货周转天数	116.1	118.1	120.6	120.8	117.7
应收帐款周转天数	70.1	89.7	48.4	33.4	30.4
应付帐款周转天数	81.8	95.4	79.3	78.7	77.6
回报率					
股息支付率(%)	12.2	17.2	15.4	15.4	15.4
净资产收益率(%)	16.4	16.3	27.4	24.8	25.1
资产收益率(%)	12.8	10.3	15.5	14.7	15.9
已运用资本收益率(%)	2.3	3.1	5.2	4.7	5.4

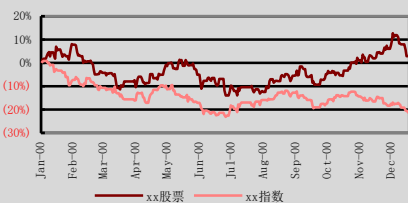
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

300759.SZ
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 116.80

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.3)	(0.5)	(1.2)	(27.8)
相对深证成指	13.0	9.2	15.9	(4.4)

发行股数(百万)	794
流通股(%)	36
总市值(人民币 百万)	92,760
3个月日均交易额(人民币 百万)	628
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
深圳市信中康成投资合伙企业(有限合伙)	19

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 5 月 5 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
医药生物: 医疗服务
证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

康龙化成

业绩持续增长, 积极拓展新兴业务

公司 2021 年实现营业收入 74.4 亿元 (+45.0%), 实现归母净利润 16.6 亿元 (+41.7%), 实验室服务实现营业收入 45.7 亿元 (+41.1%), CMC 服务实现营业收入 17.5 亿元 (+42.9%)。公司 2022Q1 实现营业收入 21.0 亿元 (+41.2%), 扣非归母净利润达到 3.1 亿元 (30.8%)。

支撑评级的要点

- 业绩持续增长, 积极拓展新兴业务。康龙化成营业总收入在 2017 年至 2019 年从 22.9 亿元增长至 74.4 亿元, 年复合增长率 33.2%, 归母净利润在 2017 年至 2019 年从 2.3 亿元增长至 16.6 亿, 年复合增长率 68.6%。2021 年公司营业收入同比增长 45.0%, 归母净利润同比增长 41.7%, 均表现出高景气度增长。公司 2021 年实验室服务实现营业收入 45.7 亿元, 同比增长 41.1%, 其中生物科学服务占比有所提高。CMC 服务 2021 年实现营业收入 17.5 亿元同比增长 42.9%。公司在 2021 年通过康龙临床整合临床研发服务, 并加深中美两地的紧密合作。大分子和 CGT 服务业务在 2021 年开始作为独立板块管理, 来自北美客户的收入占公司大分子和 CGT 服务收入的 93.4%。公司 2022 年一季度实现营业收入 21.0 亿元, 同比增长 41.2%; 归母净利润为 2.49 亿元, 受到非经常性损益的负面影响归母净利润同比增速为 1.3%; 扣非归母净利润达到 3.11 亿元, 同比增长 30.8%。
- 传统业务收入主要来源于境外客户, 公司客户结构优化。目前康龙化成实验室服务与 CMC 业务收入主要来源于美国与欧洲, 而临床业务中来自中国国内的占比较高。2021 年, 公司约 90% 的收入来自重复客户, 引入新客户数量超过 800 家。前二十大客户的收入较去年增长 19.2% 的同时, 集中度下降 7.3%, 客户结构持续优化。
- 积极布局全球产能。公司持续进行全球布局, 协作提高服务能力。实验室业务方面, 公司在中国、美国和英国均设有实验室, 可提供服务。CMC 业务布局覆盖中国与英国, 两地工艺开发团队紧密合作, 以创新的混合模式提供定制化的解决方案, 获得越来越多客户的认可。临床业务方面, 公司中美两地的紧密合作, 为客户开展中美两国间的临床。

估值

- 预期公司 2022 年, 2023 年, 2024 年净利润为 20.02 亿元, 25.05 亿元, 33.61 亿元, EPS 分别为 2.521 元, 3.154 元, 4.231 元。首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 政策变化风险; 新业务拓展不达预期; 市场竞争加剧; 境外运营风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	5,134	7,444	10,093	13,407	17,232
变动(%)	37	45	36	33	29
净利润(人民币 百万)	1,172	1,661	2,002	2,505	3,361
全面摊薄每股收益(人民币)	1.476	2.092	2.521	3.154	4.231
变动(%)	114.3	41.7	20.5	25.1	34.2
全面摊薄市盈率(倍)	84.8	59.9	49.7	39.7	29.6
价格/每股现金流量(倍)	60.3	48.3	42.8	32.9	40.7
每股现金流量(人民币)	2.08	2.59	2.93	3.80	3.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	66.9	48.1	41.5	30.4	22.6
每股股息(人民币)	0.300	0.000	0.756	0.946	1.269
股息率(%)	0.2	n.a.	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

公司简介

康龙化成成为领先的全流程一体化医药研发服务平台，业务遍及全球，致力于协助客户加速药物创新。公司在药物发现、临床前及早期临床开发服务方面处于领先地位，并一直致力于拓展下游业务，包括临床后期开发及商业化生产等服务。

图表 38. 康龙化成技术平台

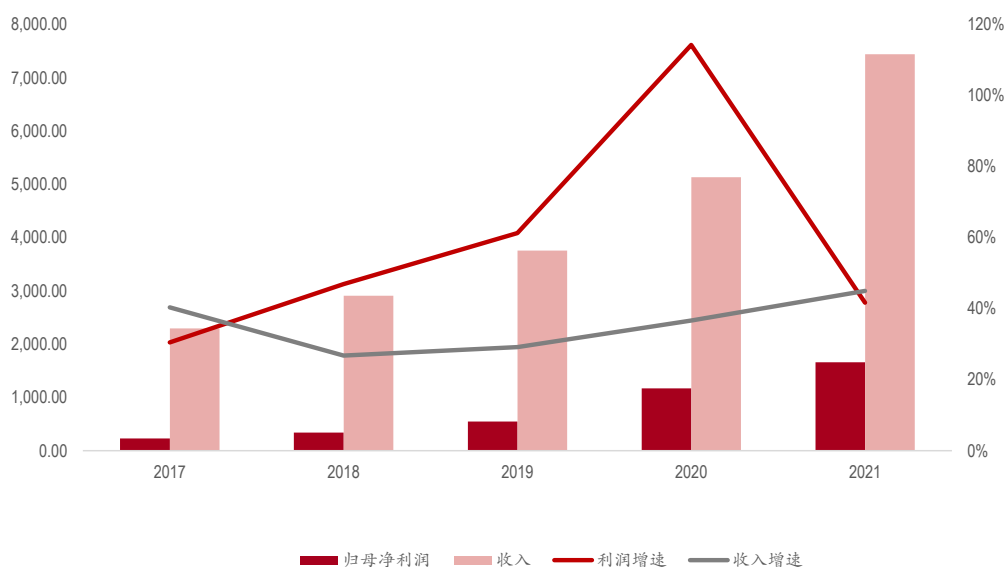
技术平台	提供的服务
合成化学	设计合成路线并提供毫克级至千克级化合物的研发服务
药物化学	负责靶标化合物的发现(HI)，先导化合物的发现(LG)和先导化合物的优化(LO)项目
体外生物学	提供多层次、全方位的服务，涵盖药物靶点的验证、苗头化合物的发现、从苗头化合物到先导化合物的过渡、先导化合物的优化，以及临床前候选化合物的选择
药物发现和临床前研究	全面的体外 ADME、体外毒理以及体内药代动力学(PK)服务，以便能快速评价候选药物的 DMPK 开发的药代动力学性质和毒性，包括体外 ADMET、体内药代动力学、PD/PK、支持新药临床试验申请的药代动力学研究

资料来源：康龙化成年报，中银证券

公司业绩表现出高景气度增长

康龙化成营业总收入在 2017 年至 2019 年从 22.9 亿元增长至 74.4 亿元，年复合增长率 33.2%，归母净利润在 2017 年至 2019 年从 2.3 亿元增长至 16.6 亿，年复合增长率 68.6%。2021 年公司营业收入同比增长 45.0%，归母净利润同比增长 41.7%，均表现出高景气度增长。

图表 39. 康龙化成业绩情况（单位：百万人民币）



资料来源：万得，中银证券

实验室服务

实验室化学服务包括药物化学、合成化学、分析及纯化化学和计算机辅助药物设计等业务，生物科学服务包括体内外药物代谢及药代动力学、体外生物学和体内药理学、药物安全性评价及美国实验室服务。公司通过中、英、美三地的实验室服务团队协同，为客户提供更灵活更全面的实验室服务。

公司 2021 年实验室服务实现营业收入 45.7 亿元元 (+41.09%)，毛利率 43.47% (+0.70pct)，其中生物科学为实验室服务收入贡献率提高到 46.6% (+5.8%)。参与 565 个药物发现项目，为国内医药及生物技术公司开展 IND 或 NDA 的临床试验申报 77 个，其中多国同时申报的项目 56 个。

药物安全性评价业务三次顺利通过美国 FDA 和比利时 OECD 的 GLP 现场检查，并于 2021 年顺利通过 NMPA 的 GLP 复查。美国实验室服务的 San Diego 分部于 2021 年成功通过美国 FDA 的 GLP 现场检查。公司现拥有实验室化学研究员近 4,900 人，是全球范围内在规模上和经验上均处于领先地位的实验室化学服务队伍。

小分子 CDMO 服务 (CMC)

CMC 业务为客户提供包括小分子原料药工艺开发及生产、材料科学/预制剂、制剂开发及生产和分析开发服务以支持临床前和各阶段临床研究以及商业化生产需求。

公司 CMC 服务 2021 年实现营业收入 17.5 亿元 (+42.90%)，实现毛利率 34.92% (+2.20pct)。订单数量与质量持续提高，服务涉及药物分子或中间体 1,013 个，其中临床前项目 754 个，临床 I-II 期 224 个，临床 III 期 30 个，工艺验证和商业化阶段 5 个。

CMC 收入中约 80% 来源于药物发现服务的现有客户，导流效果明显。公司 2021 年 CMC 收入约 80% 来源于临床前至临床 II 期阶段，随着相关项目的推进和公司 CMC 后期产能的提升，后期业务的收入贡献将逐步增加。

临床服务

公司临床服务包括国外和国内临床研究服务，国外临床研究服务包括放射性标记科学及早期临床试验服务。2021 年公司临床研究服务实现营业收入 9.6 亿元 (+51.96%)，实现毛利率 10.31% (-8.48 pct)，毛利率较低的原因主要是公司为满足业务发展需要在人员方面超前投入。

公司在 2021 年通过康龙临床整合了包括临床运营、临床现场管理、数据管理与统计、法规注册、医学事务、定量药理、受试者招募、生物样本分析、药物警戒、医疗器械服务等在内的临床研发服务，并加深中美两地的紧密合作，为客户开展中美两国间的临床研究与互补性试验提供一站式解决方案。先后收购恩远医药和德泰迈，加强了康龙临床在定量药理学、药物警戒、医学监查、医学策略和医学撰写方面的能力。

大分子与 CGT 服务

包括大分子药物发现及开发与生产服务 (CDMO) 和细胞与基因治疗实验室及基因治疗药物开发与生产服务。

2021 年开始，大分子和 CGT 服务作为独立板块管理，实现营业收入 1.51 亿元，毛利率为 -13.84%，亏损主要是由于业务处于投入阶段和新收购的部分运营成本较高所致。其中，来自北美客户的收入占公司大分子和细胞与基因治疗服务收入的 93.37%。

布局全球，客户结构持续优化

公司持续进行全球布局，协作提高服务能力。实验室业务方面，公司在中国、美国和英国均设有实验室，可提供服务。CMC 业务布局覆盖中国与英国，两地工艺开发团队紧密合作，以创新的混合模式提供定制化的解决方案，获得越来越多客户的认可。临床业务方面，公司中美两地的紧密合作，为客户开展中美两国间的临床。

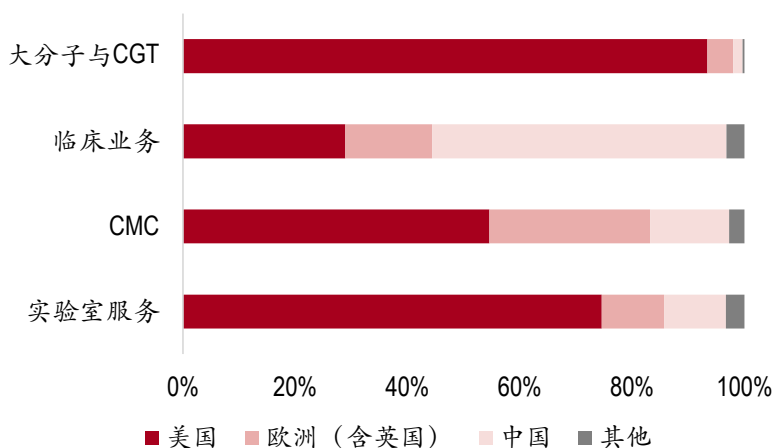
图表 40. 康龙化成全球布局



资料来源：康龙化成官网展示材料，中银证券

目前康龙化成实验室服务于 CMC 业务收入主要来源于美国与欧洲，而临床业务中来自中国国内的占比较高。2021 年，公司约 90% 的收入来自重复客户，引入新客户数量超过 800 家。前二十大客户的收入较去年增长 19.2% 的同时，集中度下降 7.3%，客户结构持续优化。

图表 41. 康龙化成各地区客户收入占比



资料来源：康龙化成官网展示材料，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	5,134	7,444	10,093	13,407	17,232
销售成本	(3,243)	(4,809)	(6,404)	(8,410)	(10,611)
经营费用	(437)	(614)	(1,328)	(1,857)	(2,482)
息税折旧前利润	1,454	2,021	2,361	3,141	4,139
折旧及摊销	(305)	(405)	(379)	(412)	(443)
经营利润(息税前利润)	1,149	1,616	1,982	2,729	3,696
净利息收入/(费用)	(82)	(23)	(30)	(40)	(52)
其他收益/(损失)	344	424	398	236	299
税前利润	1,411	2,017	2,350	2,925	3,944
所得税	(172)	(291)	(348)	(420)	(584)
少数股东权益	(25)	(41)	0	0	0
净利润	1,172	1,661	2,002	2,505	3,361
核心净利润	1,212	1,766	2,002	2,504	3,360
每股收益(人民币)	1.476	2.092	2.521	3.154	4.231
核心每股收益(人民币)	1.526	2.224	2.521	3.153	4.231
每股股息(人民币)	0.300	0.000	0.756	0.946	1.269
收入增长(%)	37	45	36	33	29
息税前利润增长(%)	56	41	23	38	35
息税折旧前利润增长(%)	46	39	17	33	32
每股收益增长(%)	114	42	21	25	34
核心每股收益增长(%)	119	46	13	25	34

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2,942	3,544	2,368	4,981	6,912
应收帐款	1,120	1,345	2,614	2,412	3,896
库存	282	680	277	1,082	725
其他流动资产	1,197	3,075	2,469	2,719	2,961
流动资产总计	5,540	8,644	7,728	11,194	14,494
固定资产	3,543	5,440	5,137	4,801	4,434
无形资产	566	693	657	621	585
其他长期资产	859	1,345	1,183	1,445	1,653
长期资产总计	4,968	7,478	6,976	6,867	6,671
总资产	11,909	18,389	16,734	19,817	22,693
应付帐款	191	316	310	527	543
短期债务	377	422	50	50	50
其他流动负债	1,413	2,245	1,814	2,461	2,454
流动负债总计	1,982	2,982	2,174	3,038	3,047
长期借款	395	4,423	2,112	2,497	3,011
其他长期负债	598	689	524	604	606
股本	794	794	794	794	794
储备	8,160	9,563	10,964	12,718	15,070
股东权益	8,954	10,357	11,758	13,512	15,864
少数股东权益	63	166	166	166	166
总负债及权益	11,909	18,389	16,734	19,817	22,693
每股帐面价值(人民币)	11.27	13.04	14.81	17.01	19.98
每股有形资产(人民币)	10.56	12.17	13.98	16.23	19.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.73)	(2.73)	(1.71)	(5.00)	(7.44)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,411	2,017	2,350	2,925	3,944
折旧与摊销	305	405	379	412	443
净利息费用	82	23	30	40	52
运营资本变动	326	346	(1,261)	912	(1,520)
税金	(289)	(438)	(348)	(420)	(584)
其他经营现金流	(186)	(295)	1,174	(848)	109
经营活动产生的现金流	1,649	2,058	2,325	3,021	2,444
购买固定资产净值	146	127	40	40	40
投资减少/增加	(955)	(795)	150	174	222
其他投资现金流	(2,562)	(4,590)	(581)	(210)	(240)
投资活动产生的现金流	(3,371)	(5,258)	(391)	4	22
净增权益	(238)	0	(601)	(751)	(1,008)
净增债务	(42)	669	(394)	(6)	11
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	0	2,966	(2,168)	242	241
融资活动产生的现金流	(280)	3,661	(3,110)	(412)	(535)
现金变动	(2,003)	461	(1,176)	2,613	1,932
期初现金	4,460	2,942	3,544	2,368	4,981
公司自由现金流	(1,722)	(3,200)	1,934	3,025	2,466
权益自由现金流	(1,682)	(2,508)	1,570	3,059	2,529

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.3	27.1	23.4	23.4	24.0
息税前利润率(%)	22.4	21.7	19.6	20.4	21.5
税前利润率(%)	27.5	27.1	23.3	21.8	22.9
净利率(%)	22.8	22.3	19.8	18.7	19.5
流动性					
流动比率(倍)	2.8	2.9	3.6	3.7	4.8
利息覆盖率(倍)	14.0	69.6	65.5	67.9	71.5
净权益负债率(%)	净现金	12.4	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	2.7	3.4	3.3	4.5
估值					
市盈率(倍)	84.8	59.9	49.7	39.7	29.6
核心业务市盈率(倍)	82.0	56.3	49.7	39.7	29.6
市净率(倍)	11.1	9.6	8.5	7.4	6.3
价格/现金流(倍)	60.3	48.3	42.8	32.9	40.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	66.9	48.1	41.5	30.4	22.6
周转率					
存货周转天数	24.7	36.5	27.3	29.5	31.1
应收帐款周转天数	73.2	60.4	71.6	68.4	66.8
应付帐款周转天数	11.0	12.4	11.3	11.4	11.3
回报率					
股息支付率(%)	20.3	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	14.0	17.2	18.1	19.8	22.9
资产收益率(%)	9.2	9.1	9.6	12.8	14.8
已运用资本收益率(%)	3.2	3.3	3.4	4.1	4.8

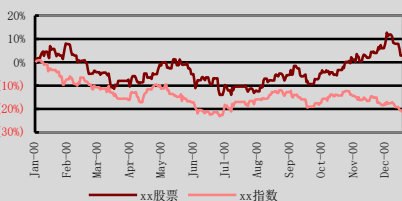
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

603127.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 95.98

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.6)	(13.4)	(0.9)	(11.8)
相对上证指数	5.0	(6.9)	7.8	(0.8)

发行股数(百万)	382
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	36,627
3个月日均交易额(人民币 百万)	331
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
冯宇霞	24

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 5 月 5 日 收市价为标准

相关研究报告

《昭衍新药: 业绩保持高速增长, 服务能力持续提升》20220331

《昭衍新药: 服务能力不断提升, 产能建设持续推进》20211101

《昭衍新药: 业绩稳定增长, 服务能力持续提升》20210831

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医疗服务

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

昭衍新药

业绩保持高速增长, 服务能力持续提升

公司 2021 年实现营业收入 15.17 亿元 (+40.97%), 实现归母净利润 5.58 亿元 (同比+76.96%); 2021 年 Q4 实现营业收入 6.60 亿元 (+48.49%), 实现归母净利润 3.10 亿元 (+80.48%)。公司 2022Q1 实现营业收入 2.71 亿元 (+34.82%), 实现归母净利润 1.25 亿元 (+34.27%)。2022 年第一季度公司新签订单超过 10 亿元, 同比增长超 65%, 截至 2022 年一季度期在手订单金额超 36 亿元人民币。

支撑评级的要点

- 业绩保持高速增长, 在手订单为未来业绩奠定基础。公司 2021 年实现营业收入 15.17 亿元, 同比增长 40.97%, 实现归母净利润 5.58 亿元, 同比增长 76.96%; 2021 年 Q4 实现营业收入 6.60 亿元, 同比增长 48.49%, 实现归母净利润 3.10 亿元, 同比增长 80.48%。在海外业务方面, 昭衍国内公司承接海外订单约 1.6 亿元人民币, 同比增长超过 100%, 海外子公司 BIOMERE 承接订单约 2.8 亿元人民币, 同比增长约 75%。公司 2022 年一季度实现营业收入 2.71 亿元, 同比增长 34.82%, 实现归母净利润 1.25 亿元, 同比增长 34.27%, 实现扣非归母净利润 1.32 亿元, 同比增长 66.65%。2022 年第一季度公司新签订单超过 10 亿元, 同比增长超 65%, 截至 2022 年一季度期在手订单金额超 36 亿元人民币。
- 产能建设持续推进, 不断提高订单承接能力。苏州昭衍于 2021 年启动的约 7,500 平方米的饲养设施装修工程已于 2021 年年底完工并投入使用, 1800 平方米的实验室 (P2) 已完成装修建设并获得生物安全二级实验室备案许可。苏州昭衍 II 期工程扩充建设设计新增建筑面积约 20,000 平方米, 以饲养设施为主, 预计将在 2022 年下半年投入使用。广州昭衍安评基地于 2021 年 10 月已开工建设, 目前在有序建设中。新成立子公司昭衍易创计划租赁约 9000 平方米的实验室并于 2022 年底完成室内装修设计。为缓解海外子公司 BIOMERE 设施紧张的局面, 昭衍加州于 2021 年新装修投入约 6,000 平方米的试验设施。
- 积极进行业务能力建设, 不断提升服务能力。在非临床业务方面公司围绕创新药物的新热点、新技术、新靶点重点技术的需求, 在创新型细胞治疗、双特异性抗体及多靶点抗体、创新型 ADC、基因治疗、核苷酸药物、创新技术路线疫苗以及创新型吸入大分子药物等领域, 开展了众多国内原创新药的非临床评价工作。公司在 2021 年引入专业技术人才组建了细胞检定团队, 细胞检定业务未来将成为公司新的增长点。在实验模型研究方面, 2021 年昭衍新药子公司苏州启辰的哺乳动物体细胞克隆技术平台, 获得了首批体细胞克隆巴马猪以及体细胞克隆小鼠。

估值

- 预期公司 2022 年, 2023 年, 2024 年净利润分别为 7.30 亿元, 9.20 亿元, 12.09 亿元, EPS 分别为 1.917 元, 2.415 元, 3.174 元。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 政策变化风险; 新业务拓展不达预期; 市场竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	1,076	1,517	2,127	2,903	3,861
变动(%)	68	41	40	36	33
净利润(人民币 百万)	315	557	730	920	1,209
全面摊薄每股收益(人民币)	0.827	1.463	1.917	2.415	3.174
变动(%)	76.6	77.0	31.0	26.0	31.4
全面摊薄市盈率(倍)	114.8	64.8	49.5	39.3	29.9
价格/每股现金流量(倍)	84.4	52.7	17.0	(216.0)	19.8
每股现金流量(人民币)	1.12	1.80	5.58	(0.44)	4.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	92.8	60.0	38.8	29.0	21.1
每股股息(人民币)	0.249	0.144	0.587	0.738	0.975
股息率(%)	0.3	0.2	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	1,076	1,517	2,127	2,903	3,861
销售成本	(530)	(786)	(1,021)	(1,374)	(1,823)
经营费用	(159)	(196)	(328)	(470)	(646)
息税折旧前利润	387	534	779	1,059	1,392
折旧及摊销	(61)	(74)	(76)	(81)	(88)
经营利润(息税前利润)	326	460	704	978	1,304
净利息收入/(费用)	(2)	19	19	19	19
其他收益/(损失)	60	174	115	60	92
税前利润	384	653	838	1,058	1,416
所得税	(47)	(86)	(109)	(137)	(184)
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	0	22
净利润	315	557	730	920	1,209
核心净利润	335	568	730	920	1,209
每股收益(人民币)	0.827	1.463	1.917	2.415	3.174
核心每股收益(人民币)	0.880	1.491	1.917	2.415	3.174
每股股息(人民币)	0.249	0.144	0.587	0.738	0.975
收入增长(%)	68	41	40	36	33
息税前利润增长(%)	43	41	53	39	33
息税折旧前利润增长(%)	43	38	46	36	31
每股收益增长(%)	77	77	31	26	31
核心每股收益增长(%)	57	69	29	26	31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	384	653	838	1,058	1,416
折旧与摊销	61	74	76	81	88
净利息费用	2	(19)	(19)	(19)	(19)
运营资本变动	226	379	334	(259)	350
税金	(71)	(97)	(109)	(137)	(184)
其他经营现金流	(173)	(304)	1,005	(890)	175
经营活动产生的现金流	428	686	2,125	(167)	1,825
购买固定资产净值	17	14	40	40	40
投资减少/增加	10	(5)	20	2	13
其他投资现金流	(282)	(2,078)	(143)	(104)	(132)
投资活动产生的现金流	(255)	(2,070)	(83)	(62)	(79)
净增权益	(95)	(55)	(224)	(281)	(371)
净增债务	2	7	34	3	3
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	56	5,312	(56)	(84)	(202)
融资活动产生的现金流	(37)	5,290	(193)	(259)	(349)
现金变动	137	3,906	1,849	(488)	1,398
期初现金	177	309	4,154	6,003	5,514
公司自由现金流	173	(1,384)	2,042	(229)	1,747
权益自由现金流	178	(1,397)	2,057	(246)	1,731

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	309	4,154	6,003	5,514	6,912
应收帐款	100	121	125	423	148
库存	406	701	367	1,284	939
其他流动资产	368	838	745	828	800
流动资产总计	1,183	5,814	7,239	8,049	8,799
固定资产	514	695	673	645	611
无形资产	124	137	123	109	95
其他长期资产	136	1,738	675	885	1,132
长期资产总计	773	2,570	1,471	1,640	1,839
总资产	2,108	8,537	8,849	9,805	10,735
应付帐款	60	54	45	60	70
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	700	1,161	997	1,291	1,340
流动负债总计	760	1,214	1,092	1,401	1,460
长期借款	21	5	5	5	5
其他长期负债	102	173	125	133	144
股本	227	381	381	381	381
储备	978	6,732	7,239	7,878	8,716
股东权益	1,206	7,113	7,620	8,259	9,097
少数股东权益	(1)	8	7	7	29
总负债及权益	2,108	8,537	8,849	9,805	10,735
每股帐面价值(人民币)	3.16	18.67	20.00	21.68	23.88
每股有形资产(人民币)	4.00	25.76	27.68	30.09	33.24
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.06)	(15.32)	(21.96)	(20.16)	(25.32)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.0	35.2	36.6	36.5	36.1
息税前利润率(%)	30.3	30.3	33.1	33.7	33.8
税前利润率(%)	35.7	43.0	39.4	36.4	36.7
净利率(%)	29.3	36.8	34.3	31.7	31.3
流动性					
流动比率(倍)	1.6	4.8	6.6	5.7	6.0
利息覆盖率(倍)	131.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	4.2	6.3	4.8	5.4
估值					
市盈率(倍)	114.8	64.8	49.5	39.3	29.9
核心业务市盈率(倍)	107.8	63.6	49.5	39.3	29.9
市净率(倍)	30.0	5.1	4.7	4.4	4.0
价格/现金流(倍)	84.4	52.7	17.0	(216.0)	19.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	92.8	60.0	38.8	29.0	21.1
周转率					
存货周转天数	209.1	256.9	190.8	219.3	222.5
应收帐款周转天数	36.0	26.6	21.1	34.4	27.0
应付帐款周转天数	17.6	13.7	8.5	6.6	6.1
回报率					
股息支付率(%)	30.1	9.9	30.6	30.6	30.7
净资产收益率(%)	30.8	13.4	9.9	11.6	13.9
资产收益率(%)	16.2	7.5	7.0	9.1	11.0
已运用资本收益率(%)	7.5	3.3	2.5	2.9	3.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371