

日期: 2016年3月18日

行业: 新三板



张凤展



021-53686158

zhangfengzhan@shzq.com

执业证书编号: S0870511030001

国内领先的医药 CMO 企业

■ 投资要点:

CMO 市场前景广阔

据 Business Insights 数据显示, 2011 年全球医药定制研发生产行业的市场规模仅为 319 亿美元, 到 2014 年已增长至 448 亿美元, 预计未来保持着约 10% 的增长速度, 预计到 2017 年将达到 628 亿美元的市场规模。根据 Informa 报告, 2012 年中国 CMO 市场规模已经接近 150 亿元, 预计未来将保持 15% 以上较快增长速度, 并于 2017 年超过 300 亿元。

具备创新的 CDMO 业务模式, 强大的研发能力和优良的客户基础

公司采取创新性的 CDMO 业务模式, 有利于公司同客户建立深度战略合作关系, 从而提升创新药商业化生产订单机会, 并且能够利用服务的技术附加值获得更大的利润空间。公司目前已经建立了一支由超过 600 名化学家组成的高水平研发团队, 是国内同类企业中规模最大、科研实力最强的研发团队之一。目前公司服务过超过 90 家的全球制药企业, 成为全球前 15 大制药公司中 12 家的医药定制研发生产服务提供商。

盈利预测

公司在未来几年业绩将会继续保持稳步增长, 预计 2015 年、2016、2017 年年收入增速为 17.85%、18.7%、18.88%, 净利润增速为 37.42%、17.95% 和 18.88%。

估值结论

公司在 2015 年 4 月在新三板挂牌, 交易方式为协议转让, 挂牌券商是中金公司, 总股本为 1.2 亿股, 2015 年 9 月 28 日, 公司完成定向配售 716 万股, 配售价格 69.65, 募集资金 4.98 亿元, 10 月 20 日公司增发 211 万股, 增发价格 5.38 元, 募集资金 1135 万元, 公司总股本变更为 1.29 亿股。

■ 数据预测与估值:

基本数据

保荐机构 中金公司

主要股东

上海药明康德新药开发有限公司 64.47%
Wuxi APPtec 23.21%
上海和全投资中心 1.63%

收入结构 (14Y)

临床前阶段 70%
临床后 30%

报告编号: ZFZ16-NSP01

首次报告日期:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	880.28	1077.73	1270.16	1507.67	1786.71
年增长率 (%)	29.05%	22.43%	17.85%	18.70%	18.51%
归属于母公司的净利润	176.30	238.78	328.12	387.02	460.10
年增长率 (%)	94.32%	35.44%	37.42%	17.95%	18.88%

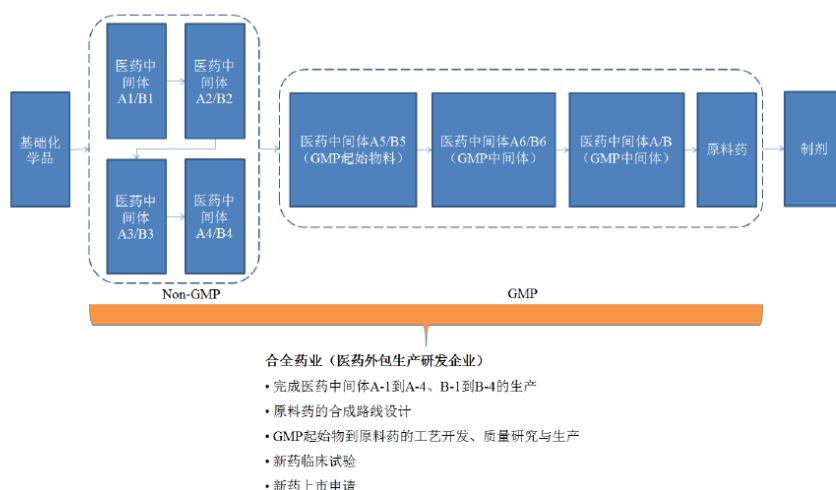
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、公司介绍

● 公司主营介绍

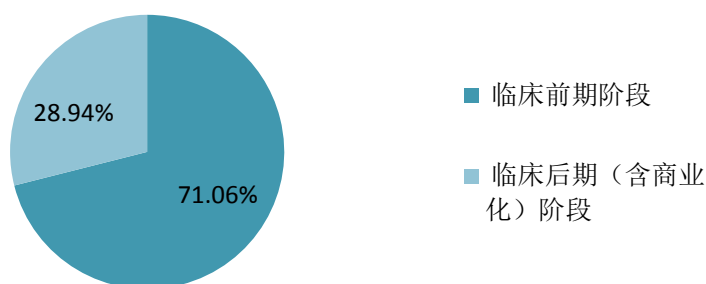
合全药业是一家以研究为导向、以客户为中心的公司，致力于全球制药工艺的技术创新及商业化应用，为国际主流医药企业提供创新药研发生产外包服务，服务范围主要涵盖了新药临床阶段工艺研发及制备、上市药物商业化阶段的工艺优化及规模化生产，为客户提供了一个一体化的开放式技术平台。公司的主要服务对象为跨国制药公司和生物制药公司；主要服务的药品类型为创新药，特别是其中的新分子实体药（NME, New Molecular Entity）；主要服务的药品治疗领域包括抗癌、抗艾滋病、抗丙肝、降血脂、镇痛、抗糖尿病、抗细菌感染、纤维性囊肿等；主要服务的药品生命周期为创新药的临床试验到专利药销售阶段。

图 1 公司所处产业链关系



资料来源：公司股票发行认购公告；上海证券研究所整理

图 2 公司主营结构

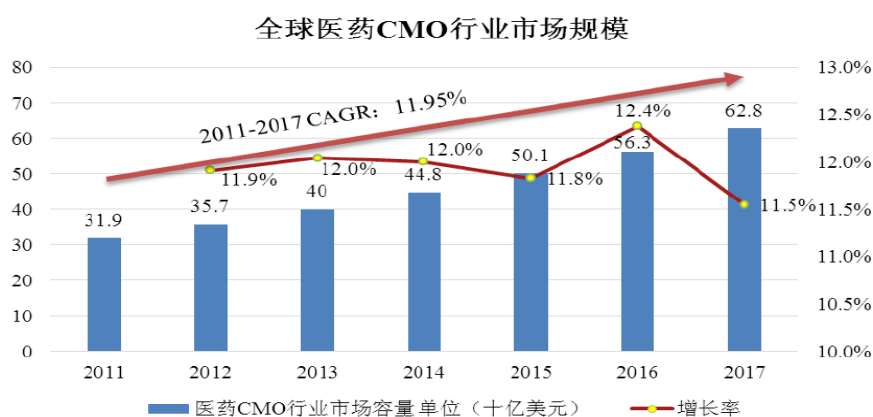


资料来源：公司股票发行认购公告；上海证券研究所整理

● 行业发展增长前景

全球 CMO 行业处于持续增长态势。据 Business Insights 数据显示 2011 年，全球医药定制研发生产行业的市场规模仅为 319 亿美元，到 2014 年已增长值 448 亿美元，预计未来保持着约 10% 的增长速度，预计到 2017 年将达到 628 亿美元的市场规模。从区域看，由于欧美制造成本较高，发达国家 CMO 增速低于全球平均速度，而新兴国家尤其是中国、印度增速则高于全球平均增速。目前中国医药定制生产处于发展期，根据 Informa 报告，2012 年中国 CMO 市场规模已经接近 150 亿元，预计未来将保持 15% 以上较快增长速度，并于 2017 年超过 300 亿元。

图 3 全球 CMO 市场发展情况

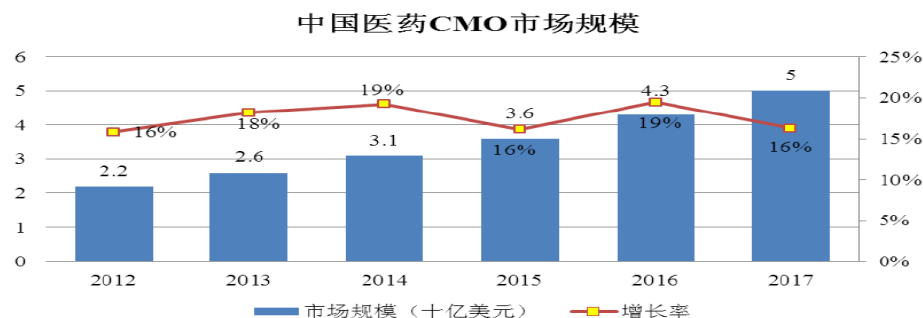


数据来源: Business Insights

资料来源: 公司股票发行认购公告; 上海证券研究所整理

中国凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，已经日益成为跨国制药公司优先选择的战略外包目的地。中国医药 CMO 市场近几年都保持了 10% 以上的增长速度，根据 Informa 的预测，2012-2017 年中国医药 CMO 市场平均增速为 17.4%，2017 年市场规模将达 50 亿美元。从市场结构来看，临床期生产平均增速为 9.5%，而商业化生产的市场平均增速将达 18.7%。

图 4 中国医药 CMO 发展情况



数据来源: Informa

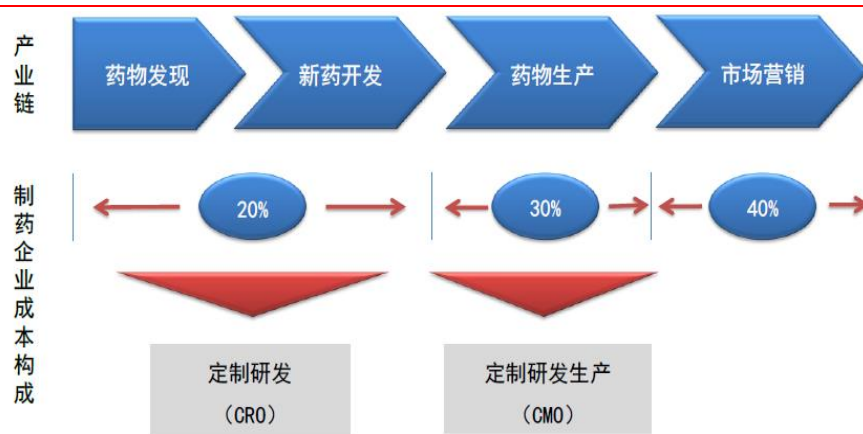
资料来源: 公司股票发行认购公告; 上海证券研究所整理

● 行业发展动力

药企成本控制趋严，对医药外包服务商依赖度提高

随着全球药物市场的竞争日益激烈、药物研发成本不断提高以及专利药物到期后受到仿制药的威胁，未来制药企业将把成本控制和提高效率推向更为重要的战略地位，采用开放合作业务模式来提高经营效率、获取最新技术、进入新兴市场。为了追求经营效率及商业利益的最大化，跨国制药公司对第三方外包服务商的依赖程度将进一步提升。据 Chemical Weekly 估计，生产环节占原研药全部成本的 30% 左右，而在低成本国家进行外包生产，这部分成本有望下降 40-60% 以上，合计可以减少总成本 15% 左右，这种成本节约是巨大的。

图 5 行业成本链构成



数据来源：Chemical Weekly

资料来源：公司股票发行认购公告；上海证券研究所整理

新兴国家仿制药需求迅速崛起

随着创新药的专利逐渐到期，以中国为代表的新兴国家制药企业正积极开拓仿制药市场，打破欧美主流跨国制药企业的垄断。由于专业医药服务外包企业在创新药的制造领域积累了大量的工艺研发和规模生产经验，同时拥有完善的生产设施，因此新兴国家的制药企业急于同专业 CMO/CDMO 企业合作以突破制药工艺壁垒，为全球医药外包服务行业发展注入了新动力。

● 行业竞争格局

医药 CMO/CDMO 行业是一个高度市场化的完全竞争的行业。根据 BusinessInsights 的统计，截至 2011 年底，全球一共只有 5 家 CMO/CDMO 企业的医药外包服务收入超过 5 亿美金。

从世界范围来看医药 CMO/CDMO 企业服务对象主要为欧美和日本等发达地区的制药公司和生物技术公司。目前全世界的 CMO/CDMO 企业主要集中在欧美和亚洲，其中亚洲市场中的 CMO/CDMO 企业主要集中在中国和

印度。

Catalent (Catalent Pharma Solutions, INC.): 总部位于美国的特拉华州, 非上市公司。Catalent 是美国最大的医药定制研发生产企业, 服务范围包括为创新药的临床试验阶段提供药品定制研发生产服务、为药品的商业化阶段提供制剂定制研发生产服务, 以及为药品提供包装服务。Catalent 在全球拥有 28 处研发生产服务设施, 雇佣超过 9,000 名员工, 业务覆盖近 100 个国家。

龙沙集团 (Lonza Group Ltd.) 是一家以生命科学为主导, 在生物化学、精细化工、功能化学等行业均处于领先地位的全球性跨国公司, 具有一百多年历史, 总部位于瑞士巴塞尔。龙沙是欧洲最大的医药定制研发生产企业, 向跨国制药公司和生物制药公司提供综合的医药定制研发生产服务。龙沙在全球雇佣 8,280 名员工, 并在中国广州和南京等地设有分支机构。

Boehringer Ingelheim GmbH 总部位于德国殷格翰。其在全球 13 个国家一共拥有 44,000 名员工, 全球范围内共有 145 家子公司、7 家研发中心和 20 家生产场所。Boehringer Ingelheim 的业务涉及新药研发领域、消费健康领域、动物医药领域、化学药生产及医药 CMO 领域, 其主要产品覆盖了大分子药物和小分子药物。

培森 (Patheon Inc.): 总部位于加拿大的多伦多, 并在多伦多证券交易所 (The Toronto Stock Exchange) 上市。培森是加拿大最大的医药定制研发生产企业, 为临床试验阶段及商业化阶段提供制剂的医药定制研发生产服务。培森在美国、加拿大和欧洲共拥有 10 处生产设施, 雇佣超过 4,000 名员工。荷兰皇家帝斯曼集团 (Royal DSM N.V.) 总部位于荷兰, 经营的领域覆盖了健康医疗、营养和原材料。在医药板块 DSM 是领先的原料药供应商, 同时也是领先的医药 CMO 供应商。其服务领域包括了研发阶段、临床阶段、商业化阶段尤其擅长于抗感染类药物的生产及生物技术和酶技术的运用。

凯莱英医药集团(天津)股份有限公司(简称“凯莱英”): 成立于 1998 年,

凯莱英为各大国际制药公司提供临床新药的研发生产服务, 经营涉及原料药及制剂产品的研究开发、工艺优化和规模化生产。2013 年实现营业收入 5.43 亿元, 净利润 8477 万元。

重庆博腾制药科技股份有限公司 (简称“博腾股份”): 成立于 2005 年, 博腾股份主要为国际制药公司提供医药定制生产服务。2013 年实现营业收入 7.34 亿元, 净利润 1 亿元。

● 公司竞争优势

创新的 CDMO 业务模式

公司采取创新性的 CDMO (Contract Development Manufacture Organization) 业务模式, 从临床前研究、临床试验到商业化生产阶段同制药企业的研发、采购、生产等整个供应链体系深度对接, 为制药企业提供创新性的工艺研发及规模化生产服务, 以附加值较高的技术输出取代单纯的产能输出。CDMO 模式有利于公司同客户建立深度战略合作关系, 从而提升创新药商业化生产订单机会, 并且能够利用服务的技术附加值获得更大的利润空间。

良好的客户基础

经过多年积累, 目前公司已经得到了跨国药企广泛认可, 客户基础良好, 服务过超过 90 家的全球制药企业, 成为全球前 15 大制药公司中 12 家的医药定制研发生产服务提供商。同时公司和重点客户关系稳定, 2013 年公司前五大客户包括强生、默克、礼来、Vertex Pharmaceuticals、Cubist Pharmaceuticals 等跨国知名创新药企业, 收入占比 57%, 2014 年公司这五家公司仍为公司前五大客户, 收入占比为 52%。

研发实力强大

公司目前已经建立了一支由超过 600 名化学家组成的高水平研发团队, 是国内同类企业中规模最大、科研实力最强的研发团队之一。研发团队多次获得 Merck 杰出贡献奖、礼来杰出成就奖、强生杰出贡献奖、葛兰素史克成就奖、Lexicon 优秀团队奖、Vertex 商业化 API 合作奖、PCYC 杰出贡献奖和本生药业杰出合作奖等各种奖项, 研发团队的技术实力和服务能力获得了国际一流制药企业的充分认可。凭借强大的研发团队和持续的研发投入, 公司已形成了在化学制药领域强大的技术竞争优势。公司是国内目前唯一能够获得 FDA 创新药申请批准 (New Drug Application) 的医药定制研发生产服务外包企业, 充分体现了公司强大的技术研发和生产服务实力。公司参与研发生产的创新抗癌药 ibrutinib 项目于 2013 年 8 月零缺陷通过了美国 FDA 的认证; 公司另一治疗纤维性囊肿的创新药项目也于 2014 年 7 月通过了美国 FDA 的认证。

激励机制完全

为了调动核心员工的积极性, 实现员工利益和公司利益的统一, 2015 年 4 月公司公布了针对中国籍中高层管理、核心技术 (业务) 人员以及外籍中高层管理、核心技术 (业务) 人员股权激励计划, 其中前者拟授予 165 名激励对象 540 万份股票期权, 行权价格 26.04 元/股, 并设置 24 个月等待期; 后者向 7 名核心外籍员工持股平台上海合全投资管理合伙企业 (有限合伙) 定向发行股票 211 万股, 增发价格 5.38 元/股, 2015 年该定向增发已完成。

两项股权激励计划均设置了同样的考核条件，即 2015~2017 年收入同比增长速度 15~16% 之间，2018、2019 年收入同比增速分别为 13% 和 10%，显示了公司管理层对未来保持增长态势的信心。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

上海合全药业股份有限公司前身为 2002 年成立的上海合全精细化工有限公司，于 2004 年 4 月更名为上海合全药业股份有限公司，2015 年 4 月在新三板挂牌，交易方式为协议转让。公司总股本为 120777029 股，公司控股股东为上海药明康德，持股比率 64.47%。

表 1 公司股本结构

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)
上海药明康德新药开发有限公司	83,336,129	64.4700
WuXi AppTec (BVI) Inc.	30,000,000	23.2100
上海合全投资中心(有限合伙)	2,110,091	1.6300
GeLi	1,318,000	1.0200
珠海高瓴天成股权投资基金(有限合伙)	861,000	0.6700
北京红杉信远股权投资中心(有限合伙)	861,000	0.6700
北京嘉实元泰投资中心(有限合伙)	790,000	0.6100
刘晓钟	557,676	0.4300
上海润沃丰股权投资管理有限公司(润沃丰华兴合全新三板一号专项基金)	495,000	0.3800
SuhanTang	448,133	0.3500
合计	120,777,029	93.44

资料来源：公司股票发行认购公告；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司的主营业务收入主要报告临床前期阶段和临床后期（含商业化阶段），临床前期阶段的收入占比较高，2015 年上半年临床前收入占比在 70% 左右，临床后期业务发展速度较快。

表 1：公司主营业务预测（元）

项目	2017E	2016E	2015E	2015H	2014	2013 年度	2012 年度
临床前期阶段	1,180,917,798	1,026,885,042	885,245,726	400,150,385.07	765,783,499.95	502,991,849.94	432,369,054.21
临床后期（含商业化）阶段	605,791,159	480,786,634	384,629,307	173,047,564.40	311,945,910.04	377,284,130.16	249,728,650.76
营业收入合计	1,786,708,957	1,507,671,676	1,270,155,826	573,197,949.47	1,077,729,410	880,275,980.10	682,097,704.97
增长率	18.51%	18.70%	17.85%		22.43%	29.05%	
综合毛利率	33.68%	33.64%	37.29%	38.16%	33.47%	32.03%	25.80%
临床前期阶段	33%	33%	37%	38.33%	35.64%	32.98%	21.25%

2016 年 3 月 18 日

临床后期(含商业化)阶段	35%	35%	38%	37.78%	28.14%	30.76%	33.67%
--------------	-----	-----	-----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司股票发行认购公告；上海证券研究所整理

三、公司财务状况及盈利预测

从收入结构上来看，临床前期阶段项目个数较多，临床后期(含商业化)阶段项目数量较少。这体现了公司的业务特性：以工艺研发为制药企业制备各种创新药的原料药或中间体为主，同时逐步发展商业化生产业务。

针对临床前期阶段项目，单个项目收入占整体收入比重较小，且不存在对于单个项目的重大依赖。因此，公司临床前期项目收入结构分散且有持续接单能力。

随着公司在医药研发生产服务外包领域的多年积累，服务正越来越得到全球制药企业客户的认可与肯定，公司所获得的临床后期(含商业化)阶段项目订单也逐年增加；同时，随着临床前期阶段项目发展进入临床后期(含商业化)阶段，会逐渐为公司贡献更多的临床后期(含商业化)阶段的项目订单。因此，临床后期(含商业化)阶段的项目数量逐年增加，呈现了良好的发展势头。

针对临床后期(含商业化)阶段项目，单个订单金额高，单个项目收入占整体收入状况变化较大，其发货时间和发货数量波动较大，此为该阶段项目特点。随着市场竞争格局的变化，可能单个商业化项目的产量在不同的年份、月份有着巨大的变动，从而影响其占整体收入的比例。

公司毛利率保持相对稳定，并且呈逐年上升的趋势。

业绩预测

公司在未来几年业绩将会继续保持稳步增长，预计2015年、2016、2017年年收入增速为17.85%、18.7%、18.88%，净利润增速为37.42%、17.95%和18.88%。

表2 公司损益简表及预测(单位：百万元)

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	682.1	880.28	1077.73	1270.16	1507.67	1786.71
减：营业成本	506.13	598.34	717.01	791.45	939.56	1113.82
营业税金及附加	2.15	3.37	1.76	2.08	2.47	2.92
营业费用	4.82	7.93	9.44	15.88	14.32	17.87
管理费用	31.65	51.5	79.73	113.04	128.15	151.87
财务费用	16.47	16.65	-1.33	-0.52	-7.76	-14.69
资产减值损失	16.81	7.11	4.77	0	0	0
加：投资收益	0	0	0.04	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0

其他经营损益	0	0	0	20	5	5
营业利润	104.07	195.38	266.39	368.23	435.93	519.93
加: 其他非经营损益	0.72	0.9	8.39	8.92	8.92	8.92
利润总额	104.78	196.28	274.78	377.15	444.85	528.85
减: 所得税	14.06	19.98	36	49.03	57.83	68.75
净利润	90.73	176.3	238.78	328.12	387.02	460.1
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	90.73	176.3	238.78	328.12	387.02	460.1

数据来源: wind; 上海证券研究所整理

四、风险因素

临床前期阶段项目运营风险

公司临床前期阶段项目指为制药企业提供临床前阶段、临床 I 期和临床 II 期新药研发外包服务。临床前期阶段收入是营业收入的主要来源。

由于临床前期新药研发具有较高的结果不确定性, 单个项目具有不可持续性且项目相比临床后期(含商业化)阶段项目规模偏小。公司需积累大量的临床前期阶段项目, 才能确保营业收入持续发展。

如果公司对于现有的老客户无法持续维持接单, 持续开发新客户进度受阻, 则将对业务带来不利影响。同时, 若整体行业新药研发需求减小, 如全球制药企业新药研发预算受到外部经济周期负面影响而削减, 也将是极大的负面影响因素。

临床后期(含商业化)阶段项目运营风险

公司临床后期(含商业化)阶段项目指为制药企业提供临床 III 期、新药审批、新药获批上市后的商业化阶段的新药研发外包服务。相比临床前期阶段项目, 临床后期(含商业化)阶段项目个数较小, 但单个项目的规模较大单个临床后期(含商业化)阶段项目的波动, 将对于收入产生较大影响。具体到单一品种, 可能存在终端市场情况变化, 如原来销售良好, 但由于新的竞争对手的出现, 销售不畅未达预期, 甚至市场份额大幅下降, 从而导致制药公司减少该药物医药外包需求。

核心技术人员流失的风险

公司所在的医药外包服务行业是高素质技术人才密集型行业, 拥有一支精英研发生产团队是公司核心竞争力之一。

五、估值及定价分析

● 公司可给的估值水平

公司在 2015 年 4 月在新三板挂牌, 交易方式为协议转让, 挂牌券商是中金公司, 总股本为 1.2 亿股, 2015 年 9 月 28 日, 公司完成定向配售 716

万股，配售价格 69.65，募集资金 4.98 亿元，10 月 20 日公司增发 211 万股，增发价格 5.38 元，募集资金 1135 万元，公司总股本变更为 1.29 亿股。

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。