

投资评级 **买入** **维持**
股票数据

6 个月内目标价 (元)	156.00
04 月 21 日收盘价 (元)	130.43
52 周股价波动 (元)	36.64-149.97
总股本/流通 A 股 (百万股)	115/23
总市值/流通市值 (百万元)	15007/2982

主要估值指标

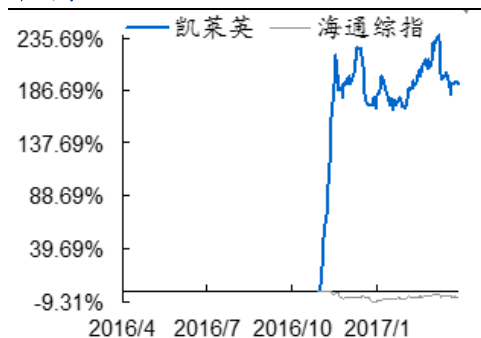
	2016	2017E	2018E
市盈率	59.4	41.8	29.5
市净率	8.4	7.0	5.6
市销率	13.60	10.31	7.87
EV/EBITDA	39.2	26.1	18.3
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《1 亿美元单品订单保证业绩持续增长》
2017.04.20

《商业化项目占比提升拉动业绩高增长》
2017.03.31

《凯莱英：国内 CMO 领先企业》2016.11.11

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.8	10.2	5.9
相对涨幅 (%)	-4.2	10.5	2.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@htsec.com

证书:S0850513110005

联系人:刘浩

Tel:01056760098

Email:lh11328@htsec.com

凯莱英：确定性高成长的 CMO 龙头

● 市场对 CMO 公司存在误解：认为 CMO 公司就是简单的订单加工，缺乏护城河。我们认为，CMO 龙头公司的业务壁垒无法突破。原因在于：以凯莱英为代表的国内 CMO 龙头公司都是和全球制药巨头经过 10 年以上深度嵌入式合作形成，而和这种持续合作又会对 CMO 公司的信誉和服务体系形成正反馈。正反馈机制不断强化导致从最初的 CMO 公司依赖大客户，逐渐变成互相依赖，粘性不断提升最终形成 CMO 公司的业务壁垒。这个壁垒是通过 10 年以上的持续成功合作积累形成，导致制药巨头切换 CMO 龙头公司的成本远高于生产成本，并最终导致 CMO 行业具有非常鲜明的强者恒强特性。

● 三大理由推荐凯莱英：

理由一：高确定性，商业化业务迎来收获期，多个处于上升期的重磅品种保障未来 3 年业绩 40% 增长。 CMO 公司商业化品种的数量和质量决定业绩弹性。根据凯莱英招股书和 2016 年报披露的信息，我们对公司可能承担的商业化项目进行了分析。预计在 Venclexta、Orkambi、Xtandi、Zepatier、Sprycel、Kyprolis 以及新型抗生素 Avycaz 等一批处于上升周期品种的拉动下，公司未来 3 年有望实现复合 30% 营收增速和 40% 的净利润增速。

理由二：中国 CMO 行业站在成长的起点，市场空间 600 亿元，商业化业务渗透率仅 4%。 看一个公司首先要看所处行业的景气度。中国 CMO 行业在软硬件、人才、成本和专利保护等各方面拥有全球最强的综合实力。目前国内整体承接临床项目比例约在 20% 左右，由于临床项目不存在供应链管理压力，国内承接比例有望继续提高到 50%，订单总额有望达到 100 亿元。中国 CMO 商业化业务市场空间可达 75 亿美元，2016 年国内主要 CMO 公司商业化项目合计营收约为 21 亿元，折合仅约 3 亿美元，渗透率仅 4%，成长空间巨大。

理由三：凯莱英战略契合 CMO 行业发展趋势，有能力打破行业天花板。 存量业务方面，公司深挖项目潜力，产品的规模和毛利率不断提升。增量业务方面：公司率先切入新药 MAH 业务、储备仿制药 API 业务、布局制剂业务，未来有望在产业链的后端不断延伸。

● **盈利预测和估值建议。** 我们预计，2017-19 年 EPS 分别为 3.12、4.42、5.98 元，当前股价对应 2017-19 年估值分别为 42X、29X 和 22X。公司为国内领先 CMO 企业，并处于业绩向上阶段，当前 PEG=1，给予公司 2017 年 50 倍 PE 估值，目标价 156 元，买入评级。

● **风险提示。** 1) 客户新药销售不达预期；2) 客户新药研发进度不达预期；3) 估值偏好向下风险。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	830.61	1103.19	1456.22	1907.64	2479.94
(+/-)YoY(%)	15.97%	32.82%	32.00%	31.00%	30.00%
净利润(百万元)	153.55	252.74	358.96	508.83	687.58
(+/-)YoY(%)	50.84%	64.60%	42.03%	41.75%	35.13%
全面摊薄 EPS(元)	1.33	2.20	3.12	4.42	5.98
毛利率(%)	48.22%	51.60%	52.00%	52.00%	52.00%
净资产收益率(%)	17.45%	14.45%	17.03%	19.45%	20.81%

资料来源：公司年报 (2015-2016)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1 三大理由推荐凯莱英	5
1.1 理由一：公司是国内稀缺的确定性成长的 CMO 龙头	5
1.1.1 资质确定性：强者恒强，以凯莱英为代表的 CMO 龙头壁垒无法突破	5
1.1.2 业绩确定性：商业化业务迎来收获期，一批重磅品种确保 3 年 40% 增长	5
1) Venclexta（维奈妥拉）：高成长多适应症重磅，预计公司供应 API	7
2) Zepatier：低价放量，单品年订单有望达到 3 亿元	8
3) Xtandi（恩杂鲁胺）：确定性重磅，年 API 需求可达 30 吨	9
4) Orkambi：终身使用药物，未来超 50 亿美元品种	10
5) Sprycel（达沙替尼）：供应 API，患者数量不断增加	10
1.2 理由二：中国 CMO 行业处于成长期，龙头将长期享受高于行业增速	11
1.2.1 中国是全球最适合承接欧美日 CMO 业务转移的国家	11
1.2.2 中国 CMO 行业空间测算：临床业务看承接，商业化业务看分配	11
1) 中国 CMO 临床市场有望达到 100 亿元	12
2) 中国 CMO 商业化业务市场空间约 75 亿美元，龙头公司渗透率仅 4%	13
1.3 理由三：凯莱英战略契合 CMO 行业发展趋势，有能力打破天花板	13
1.3.1 深挖存量业务，提升单个项目营收利润率	14
1.3.2 拓展增量业务打破市值天花板	14
1) 创新药制剂 MAH 业务	14
2) 仿制药 API 业务	15
2 估值建议和盈利预测	16
2.1 国内 CMO 公司估值理应高于海外：行业高景气	16
2.2 国内 CMO 龙头公司理应给予高估值：强者恒强的行业特性	16
2.3 盈利预测和估值建议	17
风险提示	17
财务报表分析和预测	18

图目录

图 1	中国新药 CMO 公司主要业务分布	5
图 2	凯莱英 2015 年商业化项目营收（亿元）	6
图 3	凯莱英商业和临床业务同比增速	6
图 4	凯莱英业务结构	6
图 5	商业化业务占比不断提升	6
图 6	凯莱英商业化项目列表	7
图 7	Venclexta 分子结构和用药指导	7
图 8	Venclexta 临床数据（左图）和美国与欧洲五国潜在适应症患者人数（右图，单位：千人）	8
图 9	Venclexta 后续适应症开发计划	8
图 10	Zepatier 季度销售额（百万美元）	9
图 11	凯莱英丙肝药订单（万元）	9
图 12	Xtandi 销售攀升	9
图 13	Orkambi 每日剂量	10
图 14	两种 CF 药物销售额（亿美元）和市场空间测算	10
图 15	美国 CML 存量患者（万人）	11
图 16	达沙替尼销售额（亿美元）	11
图 17	凯莱英 BMS 订单金额（亿元）	11
图 18	中国 CMO 市场空间测算方法	12
图 19	全球新药研发支出（单位：10 亿美元）	13
图 20	全球在研新药数量（个）	13
图 21	全球专利处方药市场（单位：10 亿美元）	13
图 22	中国 CMO 商业化业务市场（亿美元）	13
图 23	CMO 产业链拓展示意图	13
图 24	CMO 业务毛利率变化	14
图 25	CMO 商业化业务毛利率变化	14
图 26	凯莱英商业化项目数据	14
图 27	凯莱英整体毛利率变化	14
图 28	MAH 上报药监局统计（个）	15

图 29	国内 MAH 项目统计	15
图 30	凯莱英 DMF 品种	15
图 31	CMO 公司营收（单位：亿）和同比增速	16
图 32	Catelent 估值 PE（倍，TTM）	16
图 33	CMO 公司营收拆分（单位：亿元）	17

1 三大理由推荐凯莱英

1.1 理由一：公司是国内稀缺的确定性成长的 CMO 龙头

1.1.1 资质确定性：强者恒强，以凯莱英为代表的 CMO 龙头壁垒无法突破

市场对 CMO 公司存在误解：认为 CMO 公司就是简单的拿订单加工，拼的是成本和报价，国内任何一家制药或者原料药甚至特种化工企业都可以做，尤其是部分中间体 CMO 供应项目，缺乏业务护城河。

我们对此有不同的看法。

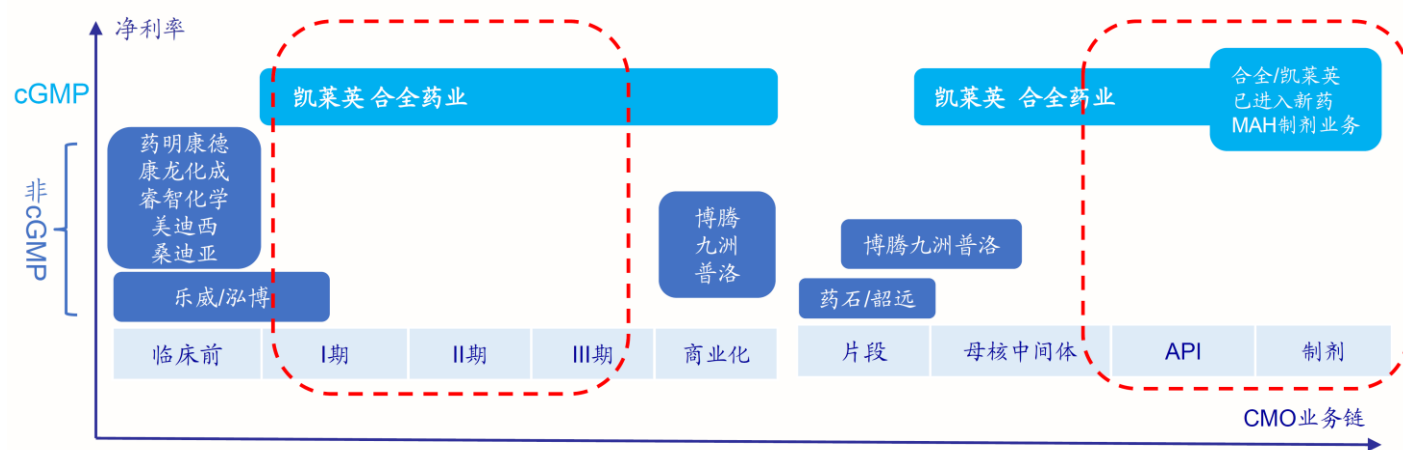
我们认为：以凯莱英为代表的国内 CMO 龙头公司的业务壁垒无法突破。原因在于，国内龙头 CMO 公司都是经过 10 年以上和全球制药巨头的深度嵌入式合作形成，而和制药巨头持续合作又会对 CMO 公司的信誉和服务体系形成正反馈。正反馈机制不断强化导致从最初的 CMO 公司依赖大客户，逐渐变成互相依赖，服务粘性不断提升，最终形成 CMO 龙头的业务壁垒。

CMO 龙头的业务壁垒是通过 10 年以上的持续成功合作积累形成，导致制药巨头切换 CMO 龙头公司的成本远高于生产成本，并最终导致 CMO 行业具有非常鲜明的强者恒强特性。

强者恒强的典型特征：1) CMO 龙头垄断了创新药临床项目订单；2) CMO 龙头开始进入创新药 API 定制生产业务。

凯莱英是国内 CMO 行业龙头，也是国内稀缺的深度嵌入全球新药定制开发生产（新药 CDMO）体系的公司，拥有国内首屈一指的 cGMP 体系和首屈一指的全球制药巨头客户信誉。

图1 中国新药 CMO 公司主要业务分布

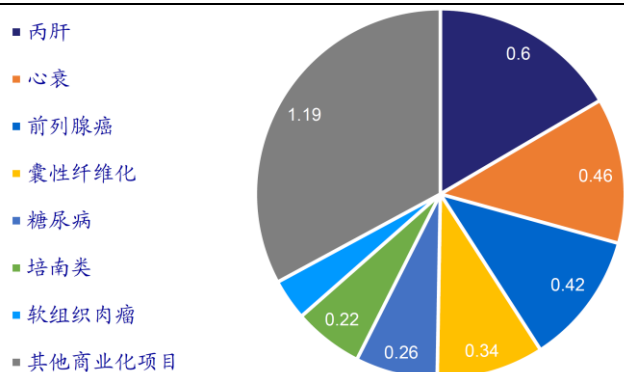


资料来源：海通证券研究所

1.1.2 业绩确定性：商业化业务迎来收获期，一批重磅品种保障未来 3 年 40% 增长

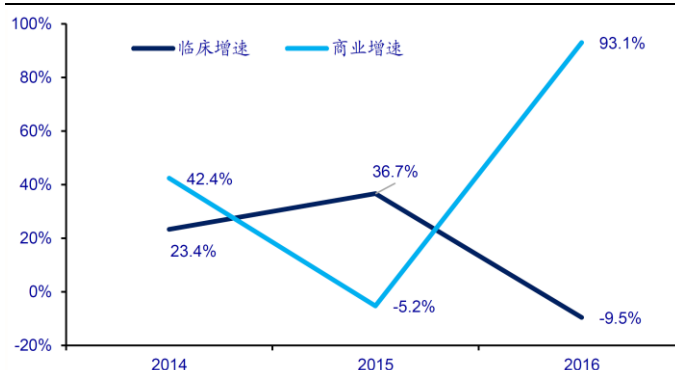
2015 年，凯莱英商业化业务营收 3.21 亿元，单个项目的规模均小于 1 亿元，因此单个项目下滑对整体业绩的影响较小，但一旦这些小的商业化项目都处于向上周期时，公司业绩势必会出现持续的爆发性增长。而凯莱英当前正处于这一阶段，2016 年是公司商业化业务迎来收获期的第一年，也是业绩爆发元年。

图2 凯莱英 2015 年商业化项目营收（亿元）



资料来源：凯莱英招股书，海通证券研究所

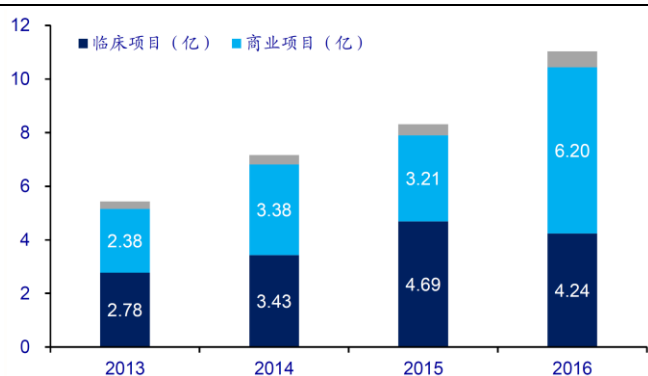
图3 凯莱英商业和临床业务同比增速



资料来源：凯莱英招股书&年报，海通证券研究所

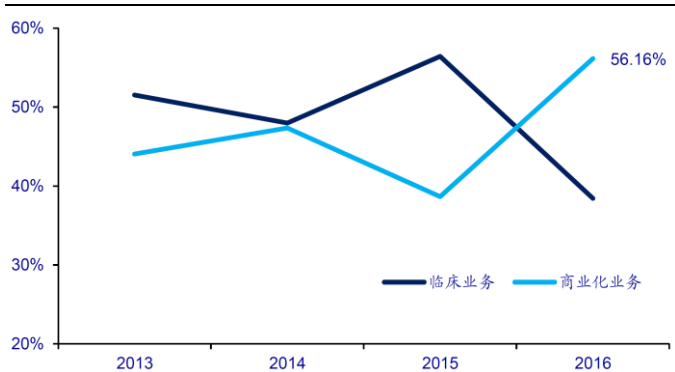
商业化业务占比大幅提升，拉动公司业绩增长。公司商业化业务占比逐渐升高，2016年，公司商业化项目收入 6.20 亿元，占比从 2015 年的 38.64% 提高到 56.16%，商业化项目营收实现 93% 的同比增速。预计随着公司商业化项目持续增长，相应收入比例将不断提升，保障业绩持续高速增长。

图4 凯莱英业务结构



资料来源：凯莱英招股书&年报，海通证券研究所

图5 商业化业务占比不断提升



资料来源：凯莱英招股书&年报，海通证券研究所

我们在 2017 年 1 月 22 日发布的《CMO 公司分析框架梳理》报告中深度剖析过 CMO 公司的行业特性。

商业化品种的数量和质量决定 CMO 公司业绩弹性。商业化业务的特点是“体量大、项目少”，供货量达到吨级，单个项目业绩占比较高。因此，重磅品种的市场空间、生命周期以及竞争格局成为考察商业化业务的最重要指标。

根据凯莱英招股书和 2016 年报披露的信息，我们对公司可能承担的商业化项目进行了推测。重点关注 Venclexta、Orkambi、Xtandi、Zepatier、Sprycel、Kyprolis 以及新型抗生素 Avycaz 等重磅品种。我们预计在下列一批处于上升周期品种的拉动下，未来 3 年，公司整体业务有望保持 30% 以上营收增速和 40% 以上的复合净利润增速。

图6 凯莱英商业化项目列表

商品名	通用名	公司	适应症	凯莱英营收 (万元)		药物销售额 (亿美元)		备注	美国API 用量峰值E (吨/年)
				2015	2016H1	2016	2020E		
Zepatier	Elbasvir/Grazoprevir	MSD	丙肝	6025	11426	5.55	14.5	供货量大	1.45
Orkambi	Ivacaftor/Lumacaftor	Vertex	囊性纤维化	3351	794	9.80	54.5	确定性重磅	14
Xtandi	Enzalutamide	Pfizer/Astellas	前列腺癌	4230	351	21.4 (2015)	47.8	确定性重磅	30
Venclexta	Venetoclax	Abbvie/Roche	CLL	--	--	--	29.1	供应API	3.8
Kyprolis	Carfilzomib	Amgen	骨髓瘤	--	--	6.92	--		
Sprycel	Dasatinib	BMS	白血病	18761	12095	18.24	--	供应API	
Kuvan	Sapropterin	BioMarin	苯丙酮尿症	--	--	3.48	--		
Avycaz	Ceftazidime/Avibactam	AZ/Allergan	抗生素	2202	4911	--	--	供货量大	

资料来源：凯莱英招股书&年报，各公司年报，FiercePharma，海通证券研究所

1) Venclexta (维奈妥拉): 高成长多适应症重磅, 预计公司供应 API

Venclexta (Venetoclax, 维奈妥拉) 日用药量 400mg, 每个患者年用药量达到 146g, FiercePharma 预测 2020 年销售额达到 29.1 亿美元, 年费用 11 万美元, 对应患者 2.6 万人, 原料药需求量峰值为 3.8 吨/年。

公司 2016 年报披露: “公司服务的临床阶段项目中获批上市的新药也带来了其上市的红利分享, 主要包括 **2016 年上市** 的新型丙肝复方药物和 **慢性淋巴细胞白血病药物项目表现突出**”。该药物为 Venetoclax, 且对公司业绩影响较大, 由于 Venclexta 于 2016 年 4 月份获批上市, 获批适应症为二线用药, 患者人数较少, 如果只供应中间体, 很难对业绩产生太大影响, 因此我们推测公司大概率给 Abbvie 供应原料药。

同时, 由于 Venclexta 的结构复杂, 分子量达到 868g/mol, 需要多个片段拼接, 项目的毛利率更高。

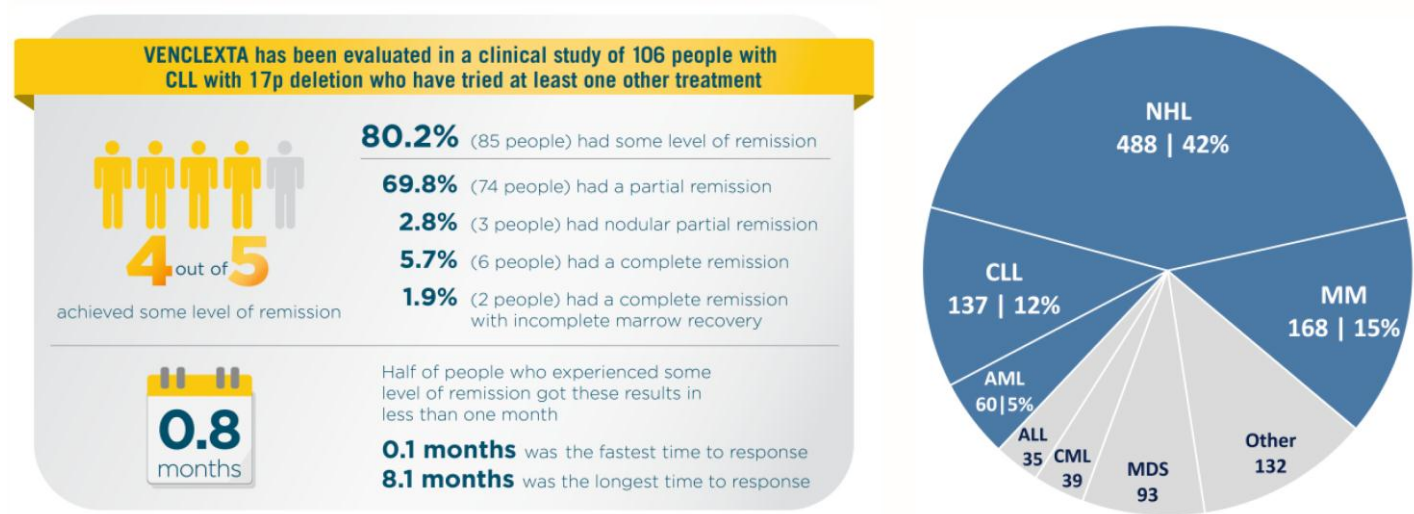
图7 Venclexta 分子结构和用药指导



资料来源：Abbvie，海通证券研究所

Venclexta 是 FDA 批准的首个 Bcl-2 抑制剂 (B 细胞淋巴瘤因子-2, Bcl-2 蛋白支持癌细胞的生长, 并在部分 CLL 患者中过表达), 由 Roche 和 Abbvie 合作开发。慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 是成人中最常见的白血病类型, 每年美国新发 1.5 万例。染色体异常删除突变 del17p (17 号染色体部分片段丢失) 与 CLL 的恶化和耐药性相关, 发生在约 30% 的 CLL 患者中。此类患者通常预后较差, 平均寿命不到 3 年, 没有药物选择。在一个 106 人参与的二期临床中, 80.2% 复发 p17 缺失型 CLL 患者对 Venetoclax 产生应答, 其中 85% 患者应答维持至少一年。

图8 Venclexta 临床数据 (左图) 和美国与欧洲五国潜在适应症患者人数 (右图, 单位: 千人)



资料来源: Abbvie, 海通证券研究所

美国和欧洲五国 (英德意法西) 存量 CLL 患者约 13.7 万人, 年新发 1.9 万人, 随着 BTK 抑制剂依鲁替尼等药物的普及, 预计存量患者人数将不断增加, 其中约 30% 的患者均适用于 Venetoclax 治疗, 预计仅美国市场成熟期存量患者有望达到 2 万人。

同时, 艾伯维和罗氏正在开发 Venetoclax 单药及组合疗法治疗多种类型血癌, 包括一线 CLL、NHL、弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL)、急性髓性白血病 (AML) 和多发性骨髓瘤 (MM) 等。任何一个适应症获批均有望大幅提高患者人群, API 需求量有望出现翻倍式增长。

图9 Venclexta 后续适应症开发计划

Venclexta	LEUKEMIA		NON-HODGKIN'S LYMPHOMA			MYELOMA
	CLL	AML	MCL	FL	DLBCL	MM
Current Indication						
In development	2L+ 17p del 1L+	1L	2L+	2L+	1L	2L+

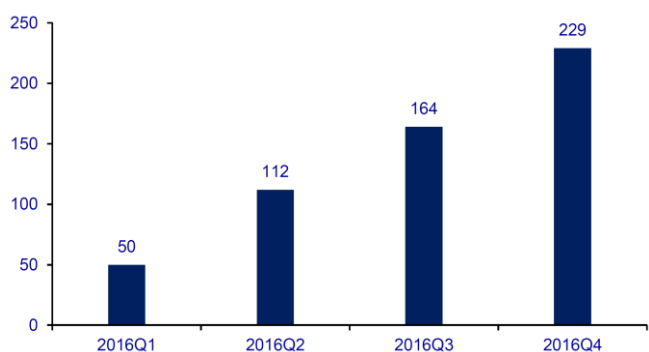
资料来源: Abbvie, 海通证券研究所

2) Zepatier: 低价放量, 单品年订单有望达到 3 亿元

Zepatier 为每日口服一次的固定剂量组合片剂, 由 NS5A 抑制剂 Elbasvir (50mg) 和 NS3/4A 抑制剂 Grazoprevir (100mg) 组成。Zepatier 于 2016 年 1 月与 8 月分别获得美国与欧盟批准用于治疗基因型 1 或 4 型成人丙肝感染。Zepatier 的价格为 54600 美元/12 周, 远低于吉利德 Solvadi 84000 美元/12 周和 Harvoni 94000 美元/12 周的定价, 因此尽管上市时间晚, 但销售额快速增长, 全年销售额 5.55 亿美元。FiercePharma 预计 2020 年 Zepatier 销售额有望达到 14.5 亿美元, 对应治疗患者 2.65 万人, 对应年原料药需求量 1.45 吨。

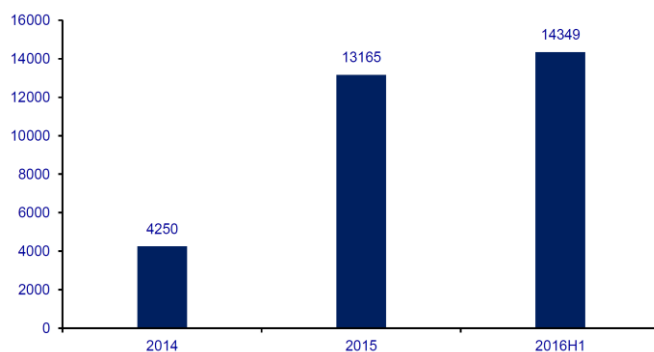
凯莱英从 2002 年起介入默克上一代抗丙肝特效药的工艺研发及关键中间体生产, 大幅度降低了高昂的原料药生产成本并成功保障该新药于 2011 年顺利获批上市。随后又顺利进入 Zepatier 的供应体系, 2016 年上半年订单金额达到 1.4 亿元, 预计成熟期年订单金额有望达到 3 亿元。

图10 Zepatier 季度销售额 (百万美元)



资料来源: Merck, 海通证券研究所

图11 凯莱英丙肝药订单 (万元)



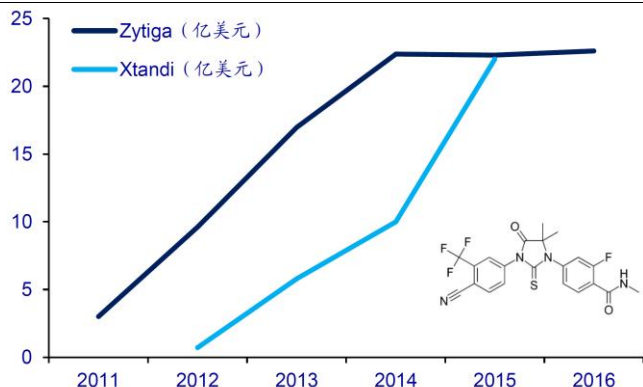
资料来源: 凯莱英招股书, 海通证券研究所

3) Xtandi (恩杂鲁胺): 确定性重磅, 年 API 需求可达 30 吨

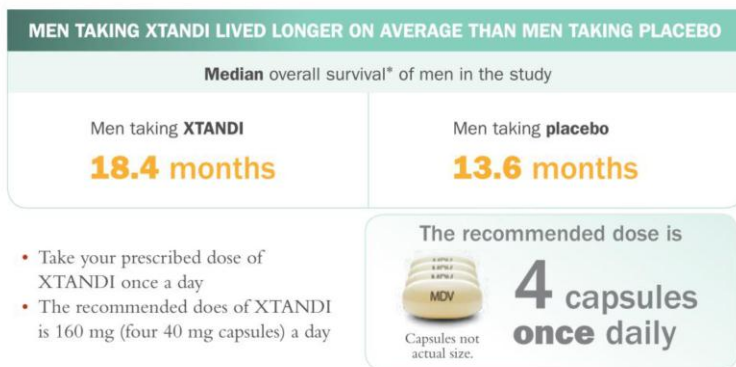
恩杂鲁胺日用药量 160 mg, 每个患者年用药量 58.4g, 美国年新发患者 18 万人, 5 年生存期高达 99% (美国 CDC), 目前 mCRPC 患者用药时间约为 3 年, 年用药人数峰值将超过 50 万人。也就是说, 仅美国市场恩杂鲁胺原料药需求量空间将达到 30 吨。

由于 Xtandi 的单独用药优势, 一上市便被临床医生快速采纳, 作为前列腺癌化疗后治疗的首选药物。后来又获批用于雄激素剥夺疗法治疗失败但尚未接受化疗 (PREVAIL 试验) 的无症状或轻微症状的转移性去势抵抗前列腺癌 (mCRPC) 成人患者的治疗。尽管强生的前列腺癌口服药物 Zytiga (需联合强的松用药) 先在 2011 年上市, 但预计 Xtandi 将颠覆 Zytiga 的地位, 并在 2020 年达到 50 亿元的销售额。

图12 Xtandi 销售攀升



资料来源: Astellas, 海通证券研究所



PREVAIL 试验共入组了 1717 例未接受既往化疗的无症状或仅有轻度症状的转移性去势抵抗性前列腺癌患者。研究对象经随机分组分别接受恩杂鲁胺 160 mg/d 或安慰剂治疗。该试验的并列主要终点为恩杂鲁胺减少死亡风险 29%, 减少放射学进展风险 81%。根据软组织疾病成像结果, 研究者发现恩杂鲁胺治疗组总缓解率为 59% (其中 20% 为完全缓解, 39% 为部分缓解), 而安慰剂组的这一数字仅为 5%。

恩杂鲁胺可使患者对化疗的需要平均推迟 17 个月: 恩杂鲁胺治疗组化疗中位时间为 28 个月, 安慰剂组为 10.8 个月, 风险减少 65%。从实用角度看这点非常重要, 许多患者不愿接受化疗, 特别是无症状或仅有轻度症状的患者。而基于化疗前治疗标签扩展, Xtandi 的患者群体将不断扩张, 患者临床用药时间将翻番, 化疗前治疗的患者群体将翻 3 倍。

4) Orkambi: 终身使用药物, 未来超 50 亿美元品种

Orkambi (Lumacaftor 200 mg/ivacaftor 125 mg) 于 2015 年被批准用于 12 岁及以上年龄、携带 F508del 突变的囊性纤维化 (CF) 患者。CF 是一种严重的遗传性障碍, 可导致稠厚粘液的形成, 而这种粘液能在肺、消化道及导致严重呼吸及消化问题的其它部位积聚, 还可导致其它并发症, 如感染及糖尿病。CF 在美国影响大约 2.05 万人 (Vertex 年报数据), 它在高加索是一种最常见的致命性遗传疾病。F508del 突变是最常见的 CF 因素。有两种拷贝 F508del 突变 (一种遗传自父母) 的人在美国占 CF 人群的大约一半, 约 1 万人左右。大于 12 岁患者每日剂量达到 2.6g, 仅美国市场每年原料药需求量达到 9.5 吨。

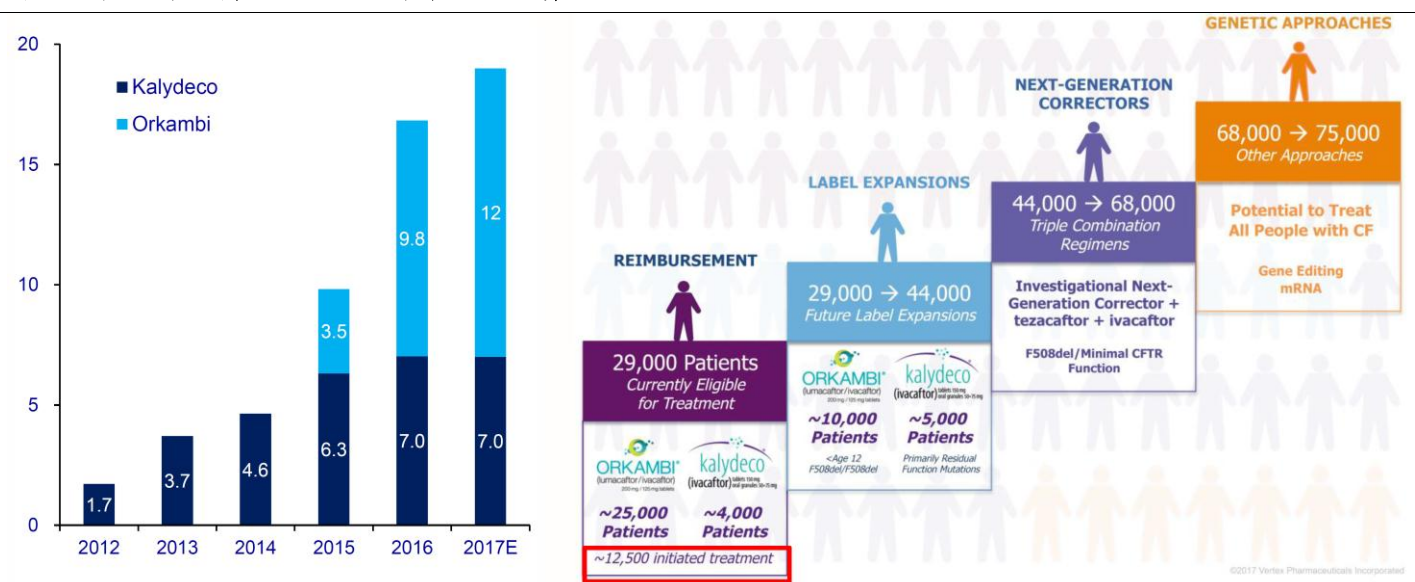
图13 Orkambi 每日剂量

Clinical Situation	Dose	Administration Frequency	Total Daily Dose
Recommended Doses			
For patients age 6-11 years, taken with fat-containing food	2 tablets of ORKAMBI (each containing lumacaftor 100 mg/ ivacaftor 125 mg)	Every 12 hours	lumacaftor 400 mg/ivacaftor 500 mg
For patients age 12 years and older, taken with fat-containing food	2 tablets of ORKAMBI (each containing lumacaftor 200 mg/ ivacaftor 125 mg)	Every 12 hours	lumacaftor 800 mg/ivacaftor 500 mg

资料来源: Vertex, 海通证券研究所

2016 年, Orkambi 和 Kalydeco 欧美合计接受治疗患者人数为 1.25 万人, 当前适应症渗透率为 43%, Vertex 给予的 2017 年业绩指引为二者合计销售 19 亿美元。Orkambi 有望通过适应症拓展以及开发新复方药物, 将患者人群扩大到 6.8 万人, 潜在市场将扩大 5 倍。FiercePharma 预计 2020 年, Orkambi 销售有望达到 54.5 亿美元, 空间巨大。

图14 两种 CF 药物销售额 (亿美元) 和市场空间测算

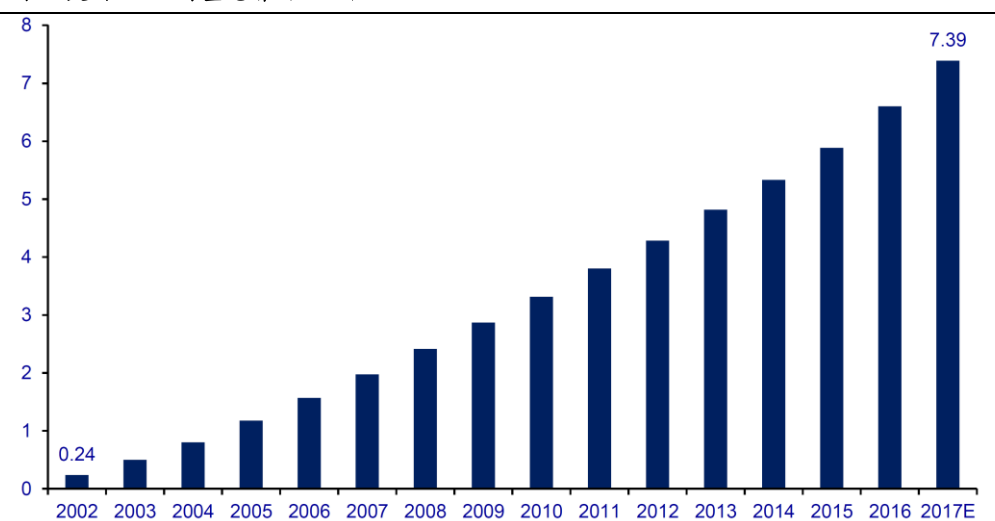


资料来源: Vertex, 海通证券研究所

5) Sprycel (达沙替尼): 供应 API, 患者数量不断增加

达沙替尼 (Dasatinib) 用于已经治疗、包括甲磺酸伊马替尼耐药或不能耐受的慢性骨髓性白血病 (CML) 的成人患者。随着全球 CML 患者的生存期不断延长, 存量患者数量不断增加, 预计 2017 年, 仅美国存量 CML 患者达到 7.39 万人, 达沙替尼的用量也将随着未来全球 CML 患者数量不断增加。

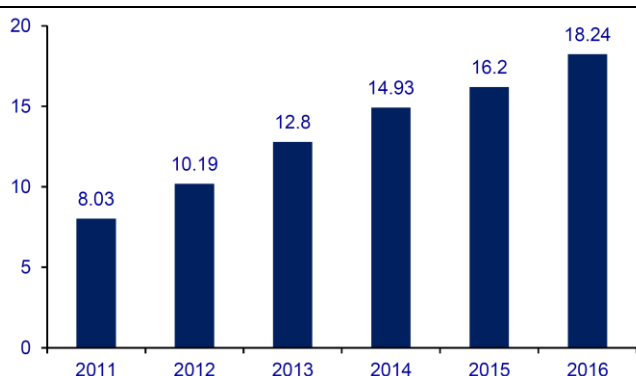
图15 美国 CML 存量患者（万人）



资料来源：Cancer Statistics, 2002-2017，海通证券研究所

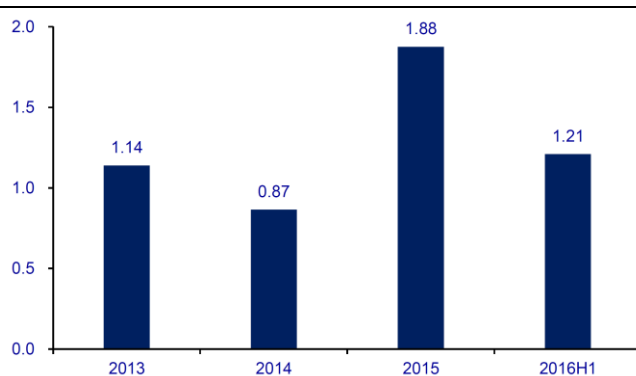
达沙替尼日用药量仅 100mg，患者单人年用药量为 36.5g。2016 年达沙替尼销售额 18.24 亿美元，以 14.6 万美元的年费用计算，仅治疗患者 1.25 万人，全球原料药需求量仅 456 公斤。而公司 2015 年 BMS 订单金额达到 1.88 亿元，2016 年上半年达到 1.21 亿元，预计全年超过 2 亿元。如果仅是百公斤级的简单中间体，无法达到 2 亿元的订单体量，因此我们判断，公司给 BMS 供应的大概率是毛利率较高的达沙替尼原料药，而且是绝对主力供应商。

图16 达沙替尼销售额（亿美元）



资料来源：BMS，海通证券研究所

图17 凯莱英 BMS 订单金额（亿元）



资料来源：凯莱英招股书，海通证券研究所

1.2 理由二：中国 CMO 行业处于成长期，龙头将长期享受高于行业增速

1.2.1 中国是全球最适合承接欧美日 CMO 业务转移的国家

1) 中国拥有全球最多硕士以上学历的制药相关专业人才。

2) 中国拥有完善的从化工到制药的全产业链基础设施和供应能力，CMO 上下游产业环境优于美国和印度。

3) 较欧美廉价的人力成本（FTE 价格 5-8 万美金/人）。

4) 较印度拥有更严格专利保护环境。

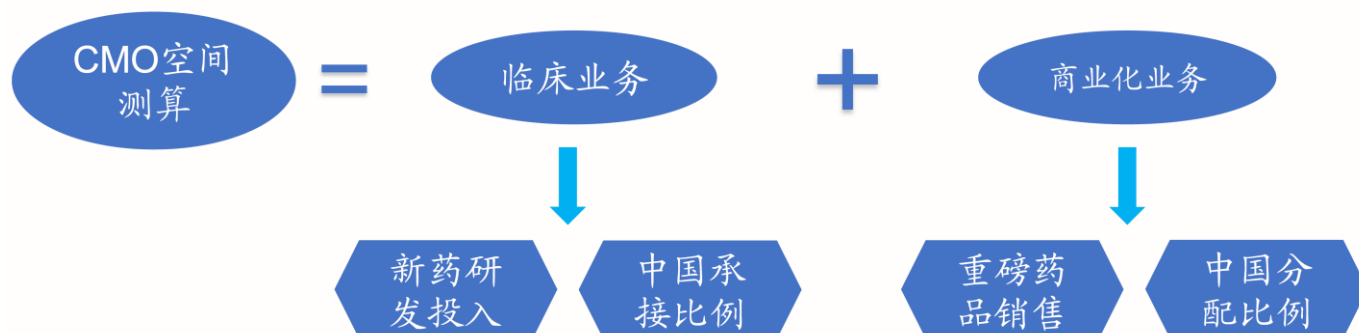
1.2.2 中国 CMO 行业空间测算：临床业务看承接，商业化业务看分配

临床业务空间看承接比例，商业化业务空间看分配比例。在全球研发投入和新药销售市场基本稳定的情况下，中国 CMO 行业的空间测算可以分个临床业务和商业化业务 2 个方向测算。

对于临床业务，市场空间由新药研发投入决定，国内空间需要计算转移进度。对于临床业务，客户对供应链管理的动力较弱，以推进临床试验为第一要务，因此，国内 CMO 产业有机会高比例承接订单，而不用担心和其他国家的公司分享订单。

对于商业化业务，市场空间可以从重磅药物销售的角度进行测算，也即从当前销售额在 10 亿美元以上的品种能够对商业化业务进行侧面佐证。同时，对于商业化业务，跨国药企供应链管理的动力较强，一般限定 3 家以上供应商，各分配一定比例。

图18 中国 CMO 市场空间测算方法



资料来源：海通证券研究所

1) 中国 CMO 临床市场有望达到 100 亿元

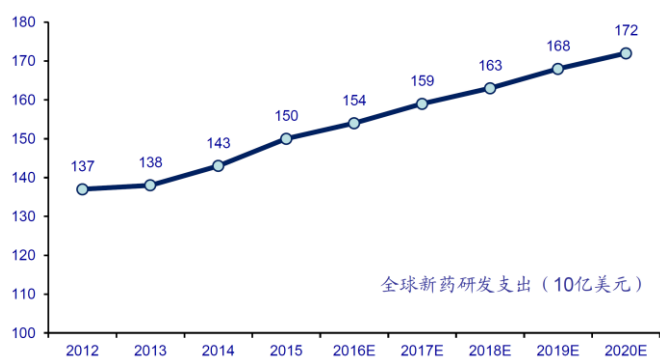
新药研发投入决定 CMO 临床业务潜在空间。2016 年，全球临床各阶段的项目数量均有显著提升。I-III 期项目数量合计达到 5071 个。根据 EvaluatePharma 测算，全球新药研发投入温和上涨，预计从 2015 年的 1500 亿美元上涨到 2020 年的 1700 亿美元。

2015 年，博腾股份：临床前和 I 期项目 189 个，II-III 期项目 95 个；凯莱英：I-III 期项目 85 个；合全未披露具体数字，按营收近似测算 I-III 期项目约 250 个左右。国内三大 CMO 公司每年合计承接约 500 个临床阶段项目，占全球临床项目的比例约 10%。目前国内 CMO 企业以化学 CMO 为主，以化学药：生物药=2:1 计，三大 CMO 公司承接比例临床项目数量比例约为 15%。2015 年，三大 CMO 公司临床业务合计金额约为 16 亿元，考虑到三大 CMO 公司以临床前期项目为主，估计全球化学药 CMO 临床业务市场约为 200 亿元左右。

我们在 2017 年 1 月 22 日发布的《CMO 公司分析框架梳理》报告中深度剖析过 CMO 公司的行业特性。

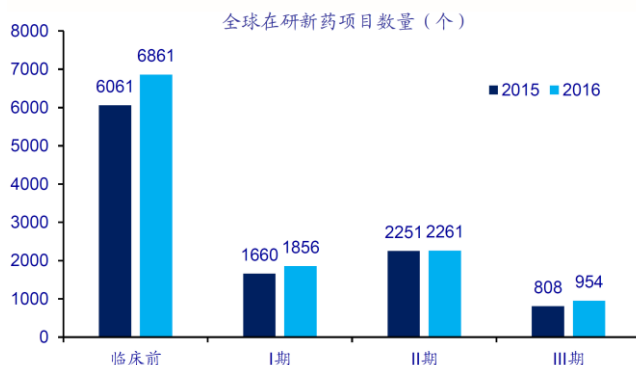
中国是全球最适合承接新药临床 CMO 业务的国家，目前国内整体承接临床项目比例约在 20% 左右。由于临床项目不存在供应链管理压力，国内承接比例有望继续提高到 50%，订单总额有望达到 100 亿元。

图19 全球新药研发支出（单位：10 亿美元）



资料来源：EvaluatePharma，海通证券研究所

图20 全球在研新药数量（个）

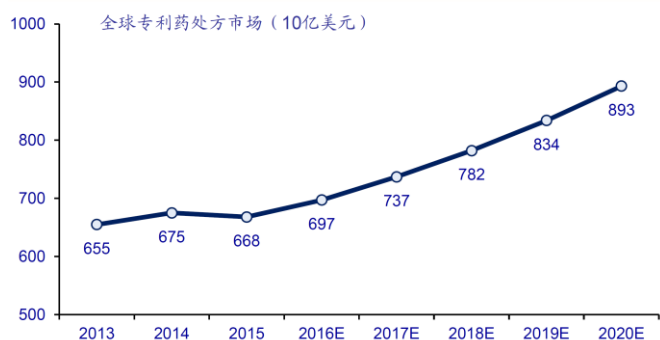


资料来源：Pharmaprojects，海通证券研究所

2) 中国 CMO 商业化业务市场空间约 75 亿美元，龙头公司渗透率仅 4%

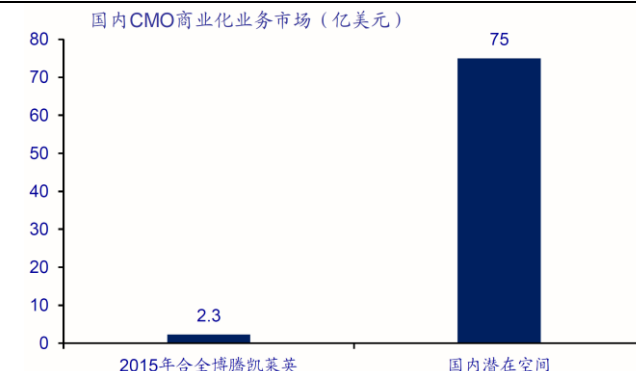
新药 CMO 商业化业务就是上市专利药物中间体和 API 供应，天花板由全球专利药市场决定。根据 EvaluatePharma 测算，到 2020 年，全球专利药市场将达到 8930 亿美元，其中，化学药为 5300 亿美元，CMO 市场将达到 250 亿美元左右，按照 30% 的分配比例测算，中国 CMO 商业化市场潜在空间可达 75 亿美元。2016 年，合全博腾凯莱英三家 CMO 公司商业化项目合计营收约为 21 亿元，折合仅约 3 亿美元，渗透率约为 4%，成长空间巨大。

图21 全球专利处方药市场（单位：10 亿美元）



资料来源：EvaluatePharma，海通证券研究所

图22 中国 CMO 商业化业务市场（亿美元）

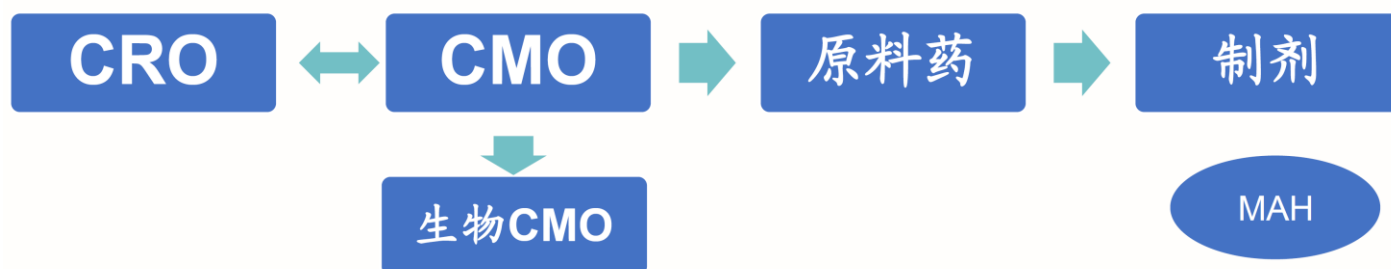


资料来源：EvaluatePharma，海通证券研究所

1.3 理由三：凯莱英战略契合 CMO 行业发展趋势，有能力打破天花板

新药 CMO 国内潜在市场空间约为 600 亿元（临床 100 亿+商业化 500 亿）。相比万亿美元级别的药品市场，CMO 是制药产业链中的细分板块。因此，CMO 公司想要打破业务天花板只有 2 条路径。

图23 CMO 产业链拓展示意图



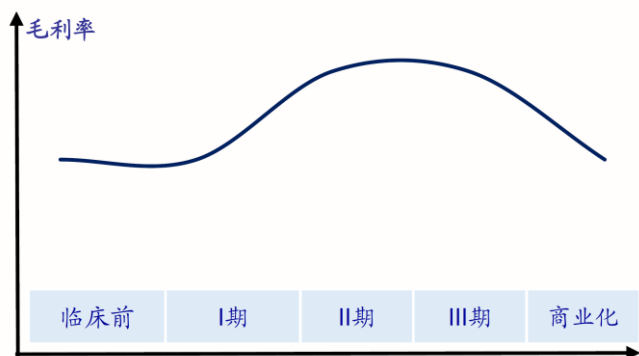
资料来源：海通证券研究所

1.3.1 深挖存量业务，提升单个项目营收利润率

临床中后期业务的毛利率最高。临床阶段的项目具有“规模小、时间紧、工艺开发要求高”三大特点，客户对价格的敏感度较低，因此毛利率高于商业化业务。临床 I 期项目缺乏规模效应，毛利率又低于临床中后期项目。

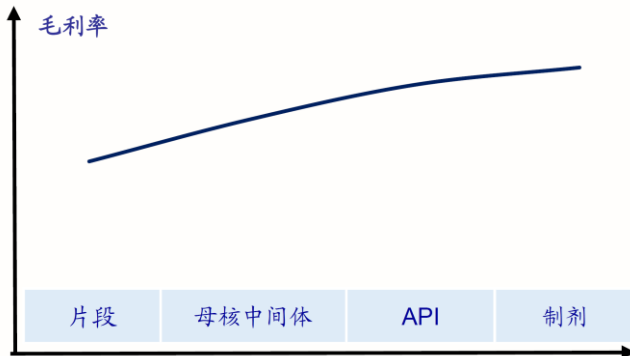
商业化项目的规模较大，客户对价格敏感度较高，而且具备部分化工属性，因此毛利率低于临床项目。而商业化项目则随着产品工艺的复杂程度、GMP 合规程度逐渐提高，API 项目的毛利率显著高于简单中间体的毛利率。

图24 CMO 业务毛利率变化



资料来源：海通证券研究所

图25 CMO 商业化业务毛利率变化



资料来源：海通证券研究所

凯莱英十多年深耕创新药 CMO 领域，在生产经验、客户信誉度等方面不断提升，进而能够承接到更多覆盖延伸至新药原料药全链条的临床项目，项目难度更高，生产周期更长，产品规模更大，毛利率也更高。

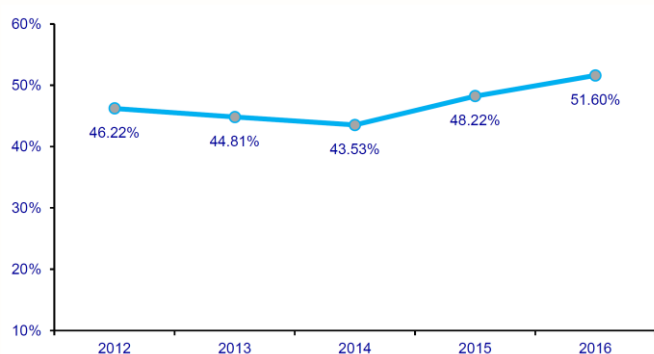
2016 年上半年，公司承接商业化项目数据仅 19 个，数量出现下滑，但仅上半年就实现 3.07 亿营收，和 2015 年全年持平。2016 全年，公司在商业化业务规模接近翻倍的情况下，公司商业化项目的毛利率仍然提高了 3.37 个百分点，达到 48.97%。也从侧面显示出公司深挖项目潜力，业务链逐渐延长的趋势。

图26 凯莱英商业化项目数据

	项目数量（个）	金额（亿元）
2013	15	2.38
2014	21	3.38
2015	25	3.21
2016H1	19	3.07

资料来源：凯莱英招股书，海通证券研究所

图27 凯莱英整体毛利率变化



资料来源：WIND，海通证券研究所

1.3.2 拓展增量业务打破市值天花板

CMO 公司占据了新药研发产业链的中上游环节，有优势向产业链的下游进行布局。

1) 创新药制剂 MAH 业务

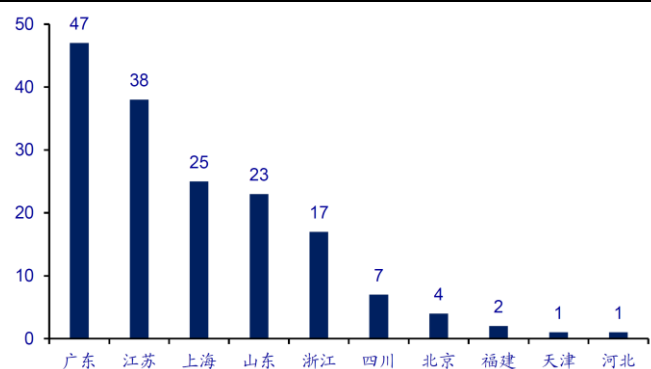
凯莱英抢滩 MAH（药品上市许可持有人）制度，介入创新药制剂 CMO，为国内药企提供从临床前研究直至药品上市商业化生产、申报文件及现场核查等一站式服务，拓

展新的利润增长点。

过去国内 CMO 企业主要以临床项目和中间体为主，近年来以凯莱英和合全药业为首的 CMO 龙头公司逐渐进入新药 API 领域，但是新药的制剂 CMO 一直被欧美巨头牢牢把控。

随着国内创新大潮来临，数百家以知识产权为核心小型创新药公司在国内创立，绝大多数公司缺乏 GMP 设施，外包生产是性价比最高的选择。根据公司招股书和公开资料查询，已经有多家创新药公司与凯莱英合作进行 MAH 业务。

图28 MAH 上报药监局统计（个）



资料来源：CFDA，截止 2016 年 12 月，海通证券研究所

图29 国内 MAH 项目统计

公司	项目	CMO合作方
再鼎	单抗	BI
百济神州	BGB-A317	BI
开拓药业	普克鲁胺	东曜药业
上海秀新臣邦	复方α-酮酸片	海上药信谊药厂
再鼎	布立尼布	合全药业
和黄	咪喹替尼	合全药业
华领	HMS5552	合全药业+迪赛诺
再鼎	ZL-2303 (HM61713)	凯莱英
安必生	孟鲁司特(咀嚼)片	民生滨江制药
上海海和	谷美替尼	上海绿谷制药
先声	德立替尼	施维雅
礼来	单抗	药明生物
天演药业	单抗	药明生物

资料来源：各公司官网，上海市食品药品监督管理局，海通证券研究所

2) 仿制药 API 业务

针对诸多国际专利药即将进入专利到期高峰、面临仿制药冲击的现状，公司开发了一系列国际领先的创新性技术（如连续性反应技术和生物转化技术），以上工艺革新将大幅度降低多种重磅药物的生产成本并减少三废排放，可与原研药厂或仿制药厂合作，确保相关药物专利到期后仍能获得合理的利润空间。故在专利药集中到期时，强大的技术优势将为公司带来更多的发展机遇，由此进入更多高技术门槛的重磅药物领域。公司已申请了包括镇静剂、治疗乳腺癌、艾滋病药物及降血脂药物在内的 14 项 DMF 文件并已获 FDA 备案。

图30 凯莱英 DMF 品种

DMF号	状态	类型	日期	英文	中文
26223	A	II	2012/07/16	DEXMEDETOMIDINE HYDROCHLORIDE	右美托咪定
27466	A	II	2013/08/26	TAMOXIFEN CITRATE	他莫昔芬
27632	A	II	2013/10/09	ATAZANAVIR SULFATE	阿扎那韦
27750	A	II	2013/11/18	ANASTROZOLE	阿那曲唑
27902	A	II	2014/01/10	ATORVASTATIN CALCIUM	阿托伐他汀
28384	A	II	2014/06/13	PITAVASTATIN CALCIUM	匹伐他汀
28416	A	II	2014/06/20	SAPROPTERIN	沙丙蝶呤
28590	A	II	2014/08/26	SUMATRIPTAN SUCCINATE	舒马曲坦
28699	A	II	2014/09/28	SALMETEROL XINAFOATE	沙美特罗
28838	A	II	2014/11/17	REPAGLINIDE	瑞格列奈
28986	A	II	2015/01/05	ERLOTINIB HYDROCHLORIDE	厄洛替尼
29145	A	II	2015/03/06	BETA-METHYL VINYL PHOSPHATE	乙烯基磷酸酯
29379	A	IV	2015/05/11	BETADEX SULFOBUTYL ETHER SODIUM	倍他环糊精磺丁基醚钠
29473	I	II	2015/06/12	ERTAPENEM SODIUM	厄他培南
30640	A	II	2016/06/21	TOREMIFENE CITRATE	托瑞米芬

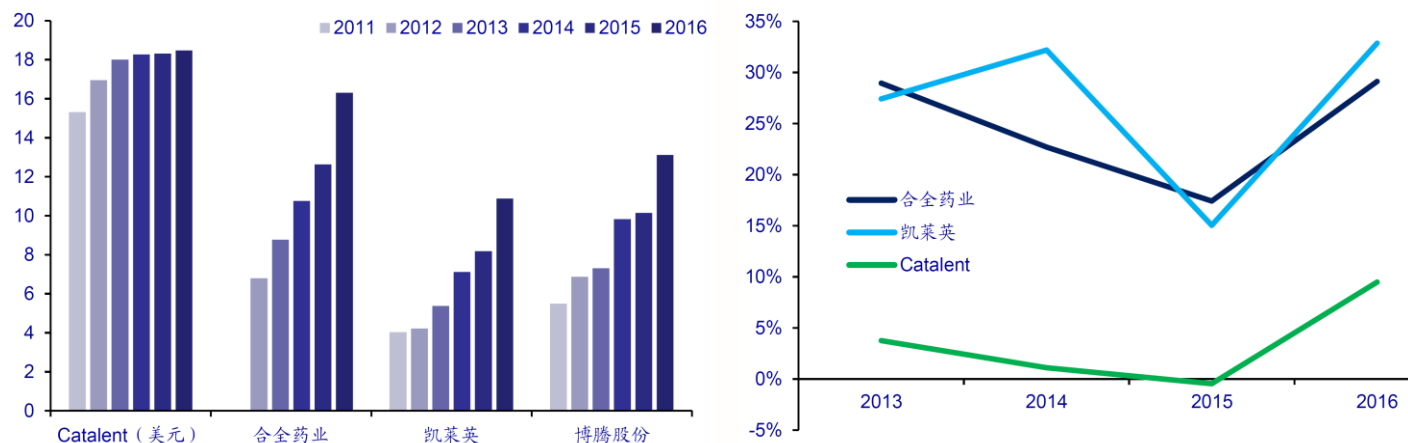
资料来源：FDA，海通证券研究所

2 估值建议和盈利预测

2.1 国内 CMO 公司估值理应高于海外：行业高景气

与海外横向比较：Catalent 尽管规模远大于国内公司，但已进入平台期；国内两大 CMO 龙头公司增速远高于海外同行。

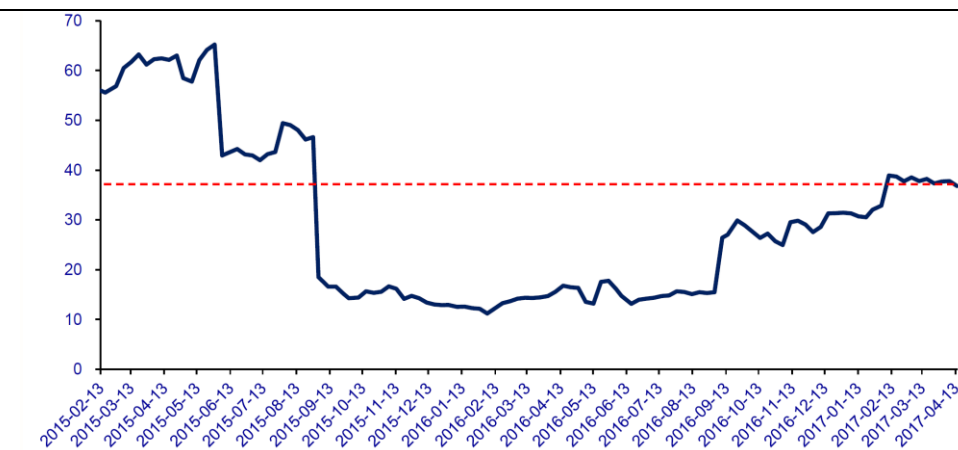
图31 CMO 公司营收（单位：亿）和同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

Catalent 的 PE 中枢保持在 35 倍以上，国内 CMO 公司给予 40 倍以上估值具有一定的合理性，而 CMO 龙头公司理应凭借高增速和全球产业链卡位享受估值溢价。

图32 Catalent 估值 PE（倍，TTM）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 国内 CMO 龙头公司理应给予高估值：强者恒强的行业特性

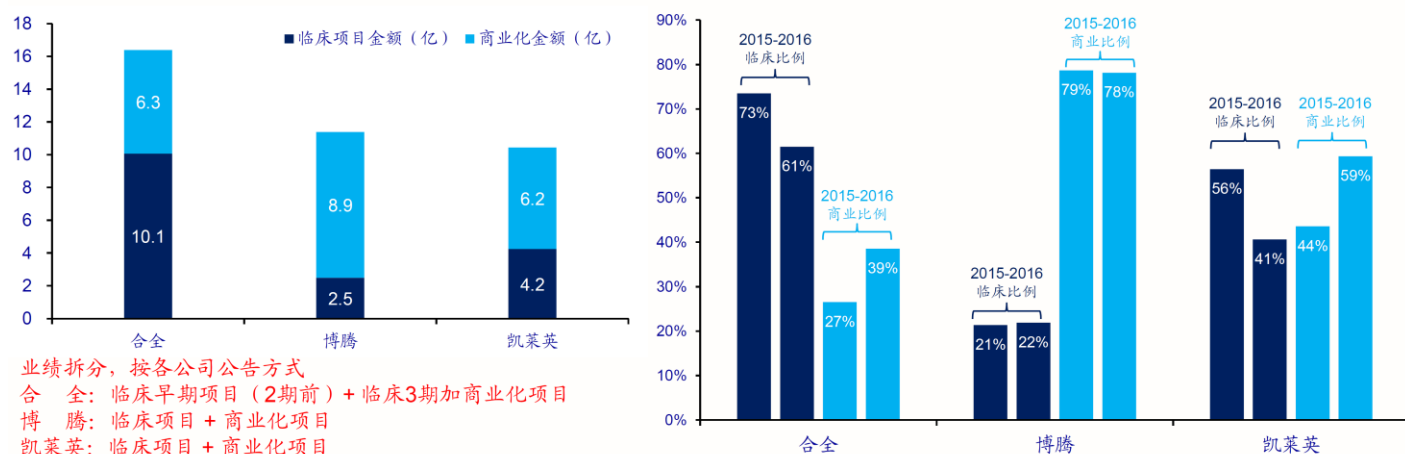
CMO 龙头公司理应享受高估值。再次强调，CMO 龙头公司的业务壁垒无法突破。原因在于，国内龙头 CMO 公司都是经过 10 年以上和全球制药巨头的深度嵌入式合作形成，而和制药巨头持续合作又会对 CMO 公司的信誉和质控体系形成正反馈。正反馈机制不断强化导致从最初的 CMO 公司依赖大客户，逐渐变成互相依赖，粘性不断提升最终形成 CMO 公司的业务壁垒。这个壁垒是通过 10 年以上的持续成功合作积累形成，导致制药巨头切换 CMO 龙头公司的成本远高于生产成本，并最终导致 CMO 行业具有非常鲜明的强者恒强特性。

受制于下游商业化产品销售和客户订单周期波动，CMO 公司业绩的波动性天然较

大。同时，A股已上市 CMO 公司业绩的不稳定性和低可预测性长期困扰着投资者。造成了市场对 CMO 公司的认同度普遍较低。

CMO 公司的估值理应具有一定的差异化。但实际上，市场忽略了各个 CMO 公司的资质差异和业务结构差异。同样是 CMO 公司，合全药业以临床项目为主；同样以商业化业务占比高，但凯莱英以新药 cGMP 项目为主，博腾则以新药中间体为主，九洲目前以。因此，估值差异化来源于企业资质差异化。

图33 CMO 公司营收拆分（单位：亿元）



资料来源：各公司年报，海通证券研究所

2.3 盈利预测和估值建议

我们预计，凯莱英 2017-2019 年的营收分别为：14.56 亿、19.08 亿和 24.80 亿；净利润分别为 3.59 亿、5.09 亿和 6.88 亿元；实现 EPS 分别为 3.12、4.42、5.98 元。当前股价对应 2017-2019 年估值分别为：42X、29X 和 22X。

公司为国内 CMO 龙头企业，业绩持续高增长确定性较高，行业高景气并具有强者恒强特性，当前 PEG=1，给予 2017 年 50 倍 PE 估值，短期目标价 156.0 元，给予买入评级。

风险提示

1) 客户新药销售不达预期；2) 客户新药研发进度不达预期；3) 估值偏好向下风险。

表 1 可比公司估值比较

可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
		2016	2017E	2018E	2019E	2016E	2017E	2018E	2019E
博腾股份	18.20	0.40	0.56	0.73	0.83	57.61	32.45	24.97	22.03
九洲药业	16.39	0.25	0.50	0.65	-	81.35	32.71	25.13	-
平均						69.48	32.58	25.05	-

资料来源：Wind，海通证券研究所，备注：收盘价日期 20170421，盈利预测为万得一致预测。



财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	1103.19	1456.22	1907.64	2479.94
每股收益	2.20	3.12	4.42	5.98	营业成本	533.92	698.98	915.67	1190.37
每股净资产	15.50	18.68	23.19	29.28	毛利率%	51.60%	52.00%	52.00%	52.00%
每股经营现金流	2.47	2.93	4.29	5.90	营业税金及附加	15.76	18.00	20.00	22.00
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.43%	1.24%	1.05%	0.89%
价值评估（倍）					营业费用	43.05	46.00	50.00	53.00
P/E	59.38	41.81	29.49	21.83	营业费用率%	3.90%	3.16%	2.62%	2.14%
P/B	8.42	6.98	5.63	4.45	管理费用	212.92	240.28	286.15	371.99
P/S	13.60	10.31	7.87	6.05	管理费用率%	19.30%	16.50%	15.00%	15.00%
EV/EBITDA	39.16	26.10	18.32	13.26	EBIT	297.55	452.96	635.83	842.58
股息率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	-23.00	0.00	0.00	0.00
盈利能力指标（%）					财务费用率%	-2.08%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	51.60%	52.00%	52.00%	52.00%	资产减值损失	3.33	0.00	0.00	0.00
净利润率	24.98%	25.95%	27.83%	28.73%	投资收益	-2.28	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	14.45%	17.03%	19.45%	20.81%	营业利润	314.92	452.96	635.83	842.58
资产回报率	10.36%	12.93%	15.02%	16.42%	营业外收支	10.55	0.00	0.00	0.00
投资回报率	27.00%	38.51%	51.62%	66.26%	利润总额	325.47	452.96	635.83	842.58
盈利增长（%）					EBITDA	360.27	527.96	725.83	952.58
营业收入增长率	32.82%	32.00%	31.00%	30.00%	所得税	49.86	75.00	105.00	130.00
EBIT 增长率	65.43%	52.23%	40.37%	32.52%	有效所得税率%	15.32%	16.56%	16.51%	15.43%
净利润增长率	62.39%	37.14%	40.45%	34.24%	少数股东损益	22.87	19.00	22.00	25.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	252.74	358.96	508.83	687.58
资产负债率	25.1%	20.6%	19.2%	17.6%	扣除非经常性损益净利润	266.67	377.96	530.83	712.58
流动比率	3.27	4.23	4.60	5.13					
速动比率	2.81	3.74	4.17	4.74	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金比率	5.83	6.43	7.68	9.31	货币资金	1083.58	1453.25	1967.08	2662.65
经营效率指标					应收款项	294.94	235.00	250.00	280.00
应收帐款周转天数	83.85	99.00	99.00	99.00	存货	218.75	197.76	197.76	197.76
存货周转天数	118.87	105.00	105.00	105.00	其它流动资产	34.61	34.61	34.61	34.61
总资产周转率	0.59	0.57	0.65	0.69	流动资产合计	1645.02	1954.58	2493.07	3230.63
固定资产周转率	2.29	2.96	3.88	5.04	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
					固定资产	491.66	491.66	491.66	491.66
					在建工程	209.74	135.62	135.62	135.62
					无形资产	64.35	64.35	64.35	64.35
					非流动资产合计	799.88	725.75	725.75	725.75
					资产总计	2444.90	2680.33	3218.82	3956.38
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	短期借款	186.00	226.00	256.00	286.00
净利润	275.60	377.96	530.83	712.58	应付账款	138.94	140.00	160.00	180.00
折旧摊销	62.72	75.00	90.00	110.00	预收账款	108.83	4.37	5.72	7.44
营运资金变动	-54.86	-47.01	-47.01	-47.01	其它流动负债	0.25	0.25	0.25	0.25
经营活动现金流	278.36	330.95	483.82	665.57	流动负债合计	503.73	462.56	542.14	629.82
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	108.18	108.18	108.18	108.18
资本支出	236.23	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	108.18	108.18	108.18	108.18
投资活动现金流	-199.57	0.00	0.00	0.00	负债总计	611.91	570.73	650.32	738.00
债务变化	106.00	40.00	30.00	30.00	实收资本	112.86	115.06	115.06	115.06
股票发行	657.56	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	1748.97	2107.93	2616.76	3304.33
融资活动现金流	707.09	38.72	30.00	30.00	少数股东权益	78.66	97.66	119.66	144.66
现金净流量	785.87	369.67	513.82	695.57	负债和所有者权益合计	2444.90	2680.33	3218.82	3956.38
公司自由现金流	146.17	263.11	473.01	630.01					
股权自由现金流	169.81	303.11	503.01	660.01					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：京新药业,人福医药,新光药业,赛托生物,山大华特,天士力,凯莱英,同和药业,九强生物,翰宇药业,信立泰,华兰生物,片仔癀,嘉事堂,乐心医疗,康泰生物,丽珠集团,贝达药业,泰格医药,鱼跃医疗,信邦制药,迪安诊断,东阿阿胶,阳普医疗,康惠制药,华润万东,尔康制药,三诺生物,凯利泰,康弘药业

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长

(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓 勇 所长助理

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理

(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 联系人
 梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
 李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 联系人
 颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家驥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 薛 涵 xh11528@htsec.com
 联系人
 谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
 联系人
 姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
 郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
 李 影 ly11082@htsec.com
 姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 联系人
 王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 联系人
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
 殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
 联系人
 师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
 联系人
 谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
 王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 联系人
 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 联系人
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 唐 宇 ty11049@htsec.com
 刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
 联系人
 金 晶 jj10777@htsec.com
 杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com



公司研究·凯莱英（002821）21

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com
尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xbg6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立 ll11383@htsec.com
洪琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
唐琴(021)23212208 tt9709@htsec.com
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
联系人
周俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
联系人
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒恒(010)68067998 zhx10170@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 ljl11126@htsec.com
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
赵洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
李唯佳(021)23219384 ljw@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
慈晓聪 cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com



海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com