

凯莱英

002821

审慎增持 (维持)

业绩高增长, 新业务不断推进

2018年08月26日

市场数据

市场数据日期	2018-08-26
收盘价(元)	73.32
总股本(百万股)	230.10
流通股本(百万股)	120.94
总市值(百万元)	16871.13
流通市值(百万元)	8867.19
净资产(百万元)	2141.96
总资产(百万元)	2741.32
每股净资产	9.31

相关报告

《凯莱英(002821)2017年报和2018一季报点评:业绩保持稳定增长,未来国内市场潜力较大》2018-04-23

《爱尔眼科(300015)2017年三季报点评:业绩超预期,高增长持续》2017-10-27

《业绩持续高增长,复制能力强》2017-08-27

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1423	1810	2240	2713
同比增长	29.0%	27.2%	23.7%	21.1%
净利润(百万元)	341	439	547	660
同比增长	35.0%	28.5%	24.7%	20.6%
毛利率	51.7%	51.9%	52.0%	52.2%
净利润率	24.0%	24.2%	24.4%	24.3%
净资产收益率(%)	16.6%	17.1%	17.6%	17.5%
每股收益(元)	1.48	1.91	2.38	2.87
每股经营现金流(元)	0.85	0.85	1.62	1.72

投资要点

- 报告期内,公司实现营业收入7.58亿元,同比增长37.38%;净利润为1.57亿元,同比增长25.53%;扣非后归母净利润为1.42亿元,同比增长54.83%;EPS为0.62元。
- 公司商业化阶段项目增长快速。从分项业务看,临床阶段实现收入2.02亿元,同比增长20.13%,毛利率同比减少6.39pp;商业化阶段实现收入5.04亿元,同比增长53.81%,毛利率同比减少2.81pp。
- 盈利预测与评级:公司作为国内CMO/CDMO龙头企业之一,公司凭借绿色制药技术优势,有望分享全球CMO产业向发展中国家转移的红利,持续提升公司的市占率。公司未来在国内CMO市场布局及由生产原料药中间体到原料药和制剂延伸。预计公司18-20年EPS分别为1.91、2.38、2.87元,对应8月20日PE分别为38.5、30.8、25.6倍,给予“审慎增持”评级。

风险提示: 订单业务运营和进度不及预期、定制研发失败风险、汇率风险、核心研发人员流失风险、客户集中度高风险、竞争激烈造成价格战风险、环保趋严风险 cGMP 未能通过审核。

报告正文

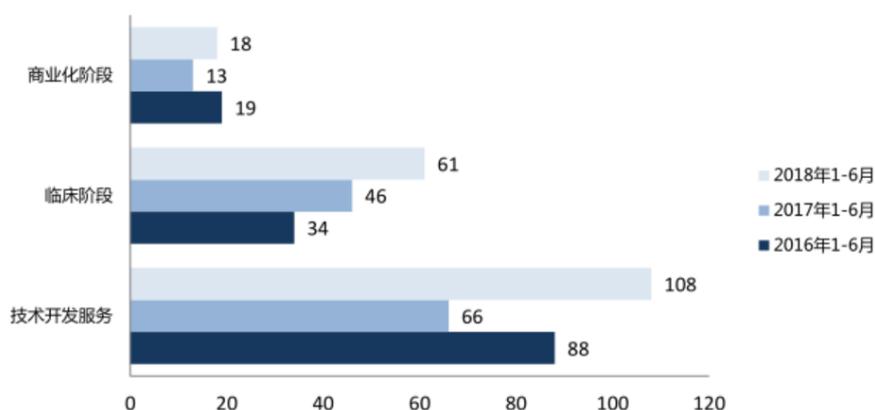
事件

- 报告期内,公司实现营业收入 7.58 亿元,同比增长 37.38%;净利润为 1.57 亿元,同比增长 25.53%;扣非后归母净利润为 1.42 亿元,同比增长 54.83%;EPS 为 0.62 元。

点评

- **公司商业化阶段项目增长快速。**从分项业务看,临床阶段实现收入 2.02 亿元,同比增长 20.13%,毛利率同比减少 6.39pp;商业化阶段实现收入 5.04 亿元,同比增长 53.81%,毛利率同比减少 2.81pp。
- **公司业务以国外客户为主,国内客户也在快速增加。**从客户结构看,国内实现收入 3175 万元,收入占比 4.19%,国外收入 7.26 亿元,收入占比 95.81%。2018 年上半年服务国内客户数量 37 个,国内业务收入金额快速增长。其中,国内业务增长快速,2017 年以来服务的国内 1 类新药近 20 个,部分已申报 IND,部分药品列入国家重大专项。公司凭借领先的技术创新驱动和近二十年形成的业务壁垒,深耕 cGMP 高级中间体和原料药领域,并已延伸覆盖至制剂领域,服务默沙东、辉瑞、百时美施贵宝、艾伯维、礼来等世界大中型制药公司,以及和记黄埔、再鼎医药等国内创新药公司,与国际制药巨头、Biotech 公司形成深度嵌入式合作关系。
- **公司今年上半年承接的技术开发项目、临床阶段数量、商业化阶段项目较去年同期都有提升。**储备的大量临床阶段项目可通过与客户的嵌入式合作,确保后期延续到上市后商业化项目的数量,保证公司业绩的持续增长。

图 1、2016-2018 年公司主营业务各类型项目数量



资料来源:公司公告,兴业证券金融与经济研究院整理

- **坚持拓展 CRO 领域,国内市场潜力进一步释放。**公司与科文斯(Covance)、
- 请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

昭衍新药等 CRO 公司达成战略合作, 坚持拓展 CRO 业务, 共建全产业链服务体系; 与上海交大合作共建“生物药物创新技术研发联合实验室”, 紧抓国内生物类似药发展机遇, 布局生物大分子药物领域。

- **研发投入不断提升, 构建核心技术壁垒。**截至报告期末, 研发人员占公司总人数的 40% 以上, 每年在研发费用上的投入比例在行业中居于前列。通过不断加强研发投入, 公司连续性反应技术和生物转化技术作为自主研发的核心技术, 处于国际领先地位。利于降低成本、降低污染、实现特殊条件下的合成反应。
- **产能持续扩张, 增长潜力巨大。**2018 年上半年, 公司固定资产和在建工程分别达到 8.01 亿元和 1.74 亿元, 相比于 2017 年底分别增加 4053 万元和 6777 万元。凯莱英生命科学, 天津凯莱英制药有限公司和吉林凯莱英医药化学有限公司完成升级, 公司 API 生产能力得以快速提升, 商业化项目承接能力持续增强, 公司发展后劲强。
- **针对性股权激励新员工, 保障核心团队稳定。**2018 年推进新一期员工股权激励计划, 对新加入公司的重要科研人员及管理人员给予一定的股权激励。本次股权激励计划授予限制性股票数量为 94 万股, 其中首次授予 75.2 万股, 预留 18.8 万股, 股票来源为公司向激励对象定向发行 A 股普通股, 激励对象人数 36 人, 主要包括新加入公司的管理人员和核心技术人员。
- **盈利预测与评级:** 公司作为国内 CMO/CDMO 龙头企业之一, 公司凭借绿色制药技术优势, 有望分享全球 CMO 产业向发展中国家转移的红利, 持续提升公司的市占率。公司未来在国内 CMO 市场布局及由生产原料药中间体到原料药和制剂延伸。预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.91、2.38、2.87 元, 对应 8 月 20 日 PE 分别为 38.5、30.8、25.6 倍, 如果考虑港股增发, 18-20 年 EPS 分别为 1.59、1.98、2.39 元, 给予“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 订单业务运营和进度不及预期、定制研发失败风险、汇率风险、核心研发人员流失风险、客户集中度高风险、竞争激烈造成价格战风险、环保趋严风险 cGMP 未能通过审核。

表、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	17-1Q	17-2Q	17-3Q	17-4Q	18-1Q	QOQ	2016-12	2017-12	YOY
营业收入	290	261	344	527	363.7	25.4%	1103	1423	29.0%
营业成本	150	115	158	263	182.6	21.8%	534	687	28.6%
毛利	140	146	186	264	181.1	29.2%	569	736	29.3%
销售费用	9	13	14	17	12.5	35.9%	43	54	24.4%
管理费用	57	59	66	56	67.7	18.1%	213	238	11.6%
财务费用	2	14	17	18	44.2	1913.8%	-23	52	-
资产减值	0	-2	0	11	-2.7	-	3	9	168.5%
公允价值	0	0	0	-3	1.8	-	0	-3	-
投资收益	0	0	0	0	-1.0	-701.8%	-2	0	-
营业利润	70	95	97	158	68.6	-2.2%	315	420	33.2%
利润总额	73	92	97	160	69.2	-5.2%	325	422	29.7%
净利润	49	76	76	141	63.5	29.3%	253	341	35.0%
EPS	0.213	0.329	0.330	0.611	0.276	29.3%	1.098	1.483	35.0%
销售费用率	3.2%	5.1%	3.9%	3.3%	3.4%	0.3%	3.9%	3.8%	-0.1%
管理费用率	19.8%	22.7%	19.0%	10.6%	18.6%	-1.2%	19.3%	16.7%	-2.6%
财务费用率	0.8%	5.5%	4.9%	3.5%	12.2%	11.4%	-2.1%	3.6%	5.7%
所得税率	20.9%	10.6%	20.5%	10.7%	24.3%	3.3%	15.3%	14.7%	-0.6%
毛利率	48.3%	55.8%	54.1%	50.0%	49.8%	1.5%	51.6%	51.7%	0.1%
净利润率	16.9%	29.0%	22.0%	26.7%	17.5%	0.5%	22.9%	24.0%	1.1%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1615	2126	2852	3222
货币资金	839	1141	1644	1767
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	451	573	709	859
其他应收款	17	21	27	32
存货	260	339	414	502
非流动资产	1022	985	1077	1164
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	761	779	833	894
在建工程	106	103	151	176
油气资产	0	0	0	0
无形资产	67	66	65	65
资产总计	2637	3111	3929	4387
流动负债	374	422	593	367
短期借款	0	105	429	355
应付票据	0	0	0	0
应付账款	153	194	239	289
其他	221	122	-74	-277
非流动负债	108	0	69	57
长期借款	0	0	0	0
其他	108	0	69	57
负债合计	482	422	663	424
股本	230	230	230	230
资本公积	1039	1039	1039	1039
未分配利润	909	1259	1796	2442
少数股东权益	97	122	152	188
股东权益合计	2155	2689	3266	3962
负债及权益合计	2637	3111	3929	4387

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	341	439	547	660
折旧和摊销	75	86	100	117
资产减值准备	9	8	8	9
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	43	-31	-9	-2
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	19	24	30	36
营运资金的变动	-309	-275	-382	-410
经营活动产生现金流量	196	195	373	396
投资活动产生现金流量	-300	-101	-202	-202
融资活动产生现金流量	-65	208	332	-72
现金净变动	-218	302	503	123
现金的期初余额	1046	839	1141	1644
现金的期末余额	828	1141	1644	1767

利润表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1423	1810	2240	2713
营业成本	687	870	1074	1297
营业税金及附加	16	20	25	30
销售费用	54	81	90	109
管理费用	238	325	379	457
财务费用	52	-31	-9	-2
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动	-3	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	420	545	681	822
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	1	0	2	3
利润总额	422	544	679	819
所得税	62	82	102	123
净利润	360	463	577	696
少数股东损益	19	24	30	36
归属母公司净利润	341	439	547	660
EPS(元)	1.48	1.91	2.38	2.87

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	29.0%	27.2%	23.7%	21.1%
营业利润增长率	33.2%	29.8%	25.1%	20.7%
净利润增长率	35.0%	28.5%	24.7%	20.6%
盈利能力				
毛利率	51.7%	51.9%	52.0%	52.2%
净利率	24.0%	24.2%	24.4%	24.3%
ROE	16.6%	17.1%	17.6%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	18.3%	13.6%	16.9%	9.7%
流动比率	4.32	5.04	4.80	8.78
速动比率	3.62	4.24	4.11	7.41
营运能力				
资产周转率	0.56	0.63	0.64	0.65
应收帐款周转率	3.63	3.36	3.32	3.29
每股资料(元)				
每股收益	1.48	1.91	2.38	2.87
每股经营现金	0.85	0.85	1.62	1.72
每股净资产	8.94	11.16	13.53	16.40
估值比率(倍)				
PE	44.48	34.61	27.75	23.01
PB	7.38	5.91	4.87	4.02

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场 第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn