

前三季度业绩超预期，全年高增长可期，几大战略持续推进

——凯莱英（002821）2018年三季度报点评

2018年10月30日

强烈推荐/维持

凯莱英

财报点评

| | | |
|-----|---------------------|-----------------------|
| 张金洋 | 分析师 | 执业证书编号：S1480516080001 |
| | zhangjy@dxzq.net.cn | 010-66554035 |
| 胡偌碧 | 研究助理 | |
| | hurb@dxzq.net.cn | 010-66554044 |

事件：

凯莱英发布 2018 年三季度报告，前三季度公司实现营业收入 12.05 亿元，同比增长 34.49%；归属于上市公司股东的净利润 2.61 亿元，同比增长 29.95%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.43 亿元，同比增长 52.68%，实现 EPS 为 1.13 元。

Q3 公司实现营业收入 4.47 亿元，同比增长 29.86%；归属于上市公司股东的净利润 1.04 亿元，同比增长 37.21%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.01 亿元，同比增长 49.76%，实现 EPS 为 0.45 元。

公司公告 2018 年全年经营预告，预计 2018 年全年归母净利润 4.27-4.61 亿元，同比增长 25-35%。即 Q4 单季度净利润 1.66-2 亿，增速 19%-43%。

分季度财务指标

| 指标 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 |
|------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 290.1 | 261.38 | 344.47 | 527.1 | 363.66 | 393.98 | 447.32 |
| 增长率（%） | 55.40% | -7.90% | 9.24% | 66.07% | 25.36% | 50.73% | 29.86% |
| 毛利率（%） | 48.33% | 55.82% | 54.13% | 50.04% | 49.80% | 42.51% | 46.66% |
| 期间费用率（%） | 23.69% | 33.25% | 27.85% | 17.34% | 34.22% | 34.22% | 34.22% |
| 营业利润率（%） | 24.17% | 36.22% | 28.21% | 29.90% | 18.89% | 15.56% | 21.78% |
| 净利润（百万元） | 57.76 | 81.91 | 77.20 | 143.18 | 52.42 | 87.78 | 106.00 |
| 增长率（%） | 59.66% | 25.55% | -30.42% | 126.39% | -9.25% | 7.17% | 37.32% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.43 | 0.33 | 0.33 | 0.61 | 0.28 | 0.40 | 0.45 |
| 资产负债率（%） | 22.70% | 20.84% | 19.36% | 18.28% | 18.24% | 18.91% | 18.30% |
| 净资产收益率（%） | 3.04% | 4.25% | 3.84% | 6.64% | 3.04% | 4.37% | 4.68% |
| 总资产收益率（%） | 2.35% | 3.36% | 3.09% | 5.43% | 1.96% | 3.23% | 3.74% |

观点:

1、收入端和扣非利润高增速超预期, 四季度高增速将延续, 目前投资价值凸显

公司前三季度营收 12.05 亿元, 同比增长 34.49%, 归母净利润 2.61 亿元, 同比增长 29.95%, 扣非利润 2.43 亿元, 同比增长 52.68%, 内生增速超高略超预期! 公司归母利润与扣非利润之间有差异, 同时扣非利润与收入之间也有差异, 主要是以下几项的叠加影响

第一, 政府补助负向影响利润 3000 万左右。去年前三季度收到 5000 万政府补助, 归母净利润基数比较高, 今年前三季度政府补助 2000 万, 大概影响利润 3000 万左右。

第二, 三季度汇兑收益较为明显, 利润正向影响 3000 万。今年前三季度财务费用-1.39 万, 去年 3340 万财务费用。公司 Q1 财务费用 4424 万, 汇兑损益严重, 上半年财务费用 2020 万, Q2 汇兑有正收益但是还没有抵消一季度的损失, Q3 汇兑开始有正收益并抵消上半年损失。

第三, 少数股东权益显示子公司亏损负向影响业绩。今年前三季度公司少数股东权益-1470 万, 去年同期 1610 万, 主要是凯莱英天津 II 车间设备升级导致的亏损对业绩有负向影响, 随着天津 II 车间投产, 对业绩会逐步开始正向贡献。

第四, 所得税抵扣正向影响业绩 2000 万左右。公司今年前三季度所得税 2745 万, 去年同期 4485 万, 减少主要是由于研发费用加计扣除比例增加以及执行固定资产加速折旧政策、可抵扣递延所得税费用增加所致。未来随着公司研发投入持续加大, 新的固定资产投入, 所得税的抵扣将延续。

第五, 管理费用尤其研发投入力度加大, 负向影响业绩 3000 万左右。今年前三季度研发费用 1.01 亿, 去年同期 6862 万, 研发投入持续加大。

扣除政府补助、子公司亏损、财务费用、所得税、研发投入影响, 公司内生增长超过 40%。

分单季度数据来看, 公司 Q1、Q2、Q3 收入分别为 3.64 亿、3.94 亿、4.47 亿, 增速分别为 25.36%、50.73%、29.86%; 归母净利润分别为 6349 万、9318 万、1.01 亿, 增速分别为 29.34%、23.06%、37.21%; **四季度利润区间 1.66-2 亿, 增速 19-43%。**整体逐季向好, 且今年四季度为全年最高。由于公司 CDMO 业务属性, 季度间波动较大。去年四季度为全年业绩最高, 上半年相对业绩基数较低, 所以全年的业绩主要还是看四季度。我们综合推断公司整体生产经营情况持续向好, 海外大客户已经形成稳定订单, 国内均为增量, 根据草根调研情况, 全年订单情况良好, 业绩高增速可期。

我们预计全年归母业绩还是在靠上区间, **30-35%。**如果按归母 32% 的增速, 4.5 亿利润, 目前公司 PE 仅 30X, 明年 PE 仅 22X, 即使考虑港股增发摊薄, 明年 PE 也仅 26X, 投资价值凸显。(另外公司 H 股发行的主要目的也是海外展示的窗口, 从财务角度来看并没有特别迫切的融资需求, 现有资金情况还足够支撑未来几年的发展。我们认为公司还是会综合考虑港股发行的性价比, 不会在市场很差或者价格很不好的情况下执意发行而影响 A 股投资者利益)

财务指标方面, 公司销售费用率为 3.57%, 与去年 (4.03%) 相比下降 0.46pp, 同比增长 25.01, %慢于收入增速, 今年相较于去年, 没有了聘请中介机构费 (影响 5% 左右), 整体销售费用率符合预期; 管理费用率为 20.95%, 比去年同期的 20.33% 下降 0.62pp, 管理费用控制良好。公司财务费用较去年减少 3341 万,

主要还是三季度汇兑收益拉动。公司综合毛利率 46.25%，比去年同期的 52.74% 下降 6.49pp，但较中报有提升，主要受汇率、出口退税率、国内订单等多方面影响。

2. 前三季度大事梳理，几大战略稳步推进

公司年初至今各项战略稳步推进，战略落地执行力强。公司在国内一站式服务方面推进迅速，生物大分子也在逐步落地。

表 1: 公司年初至今大事梳理

| 时间 | 事项 | 意义 |
|----------|--|--------------------------|
| 20180124 | 国内某公司签署长期供货协议（高端制剂辅料五年采购量不低于 15 吨） | 国内一站式服务开拓 |
| 20180305 | 与国内某新药公司签署 5 年 3.5 亿长期商业化合同 | 国内一站式服务首个商业化项目落地 |
| 20180317 | 与上海交大合作共建生物药物创新技术研发联合实验室 | 生物药研发服务布局初步落地 |
| 20180329 | 以自有资金参与国投创新投资管理有限公司、天津市海河产业基金管理有限公司、天津经济技术开发区管理委员会拟共同发起设立的全球创新药中国投资基金，首期出资额不超过 2 亿 | 国内一站式服务开拓并构建生态 |
| 20180530 | 阜新车间再次通过 FDA 认证，符合 cGMP 质量标准 | 小分子化药 CDMO 主业稳健发展 |
| 20180606 | 与全球最大和最全面的 CRO 公司科文斯 (Covance)、国内排名领先的临床前研究机构昭衍新药达成战略合作 | 一站式服务合作 |
| 20180627 | 2018 新一轮激励开启 | 多维度吸引人才 |
| 20180812 | 董事会决议同意公司发行境外上市外资股 (H 股) 并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市 | 进一步开拓国际客户，提升影响力 |
| 20180912 | 凯莱英生命科学再次通过 FDA 认证，符合 cGMP 质量标准 | 小分子化药 CDMO 主业稳健发展 |
| 20181018 | 投资 15-18 亿元建设生物大分子药物研发中心及生产基地 | 大分子 CDMO 战略逐步推进 |
| 20181024 | 凯莱英生命科学升级改造的两条多肽、两条多糖及一条寡核苷酸化学大分子生产线，完成场地设施和设备的升级安装改造及调试工作正式启用 | 扩大多肽、多糖和寡核苷酸化学大分子药物的生产规模 |
| 20181027 | 收购凯莱英生命科学少数股东权益 | 增强子公司控制力 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 展望 2018-2019，国际大客户逐渐稳定，国内 MAH 合作不断推进，广阔市场待开发

2018 年以来，客户结构更加多元化，项目及服务类型愈加丰富，服务领域涵盖肿瘤、高血压等等治疗领域。随着国内相关行业扶持政策红利的继续释放，未来将带来更强劲的增长动力。

图 1：公司“一站式服务”为中心，多方向战略部署



资料来源：公司中报，东兴证券研究所

公司未来战略再梳理，主要包括：

- ◆ 现有 CDMO 主业方面进行技术方面的深度延伸开拓：2018 年前三季度研发投入 1.01 元，较上年同期增长 48%。不断进行技术创新和自主研发核心技术，确保技术价值的持续输出，以技术优势构建行业高壁垒。其中，凯莱英自主研发的绿色技术连续性反应技术和生物转化技术进一步取得跨越性进展。大分子生物药领域也在进一步布局，专利申请和学术论文发表再上新台阶。
- ◆ 国内 CDMO 业务继续开拓，为国内制药公司提供一站式服务。（图 1）首个商业化订单已经落地（3.5 亿人民币，详见前期点评）。另外公司还参与设立全球创新药中国投资基金，旨在为中国市场创新要提供更优的合作模式。创造了一个承接体系、政府支持、资金充足、技术服务平台到位。凯莱英集中于提供优质的 CRO&CMO 服务，并全方位促进资源整合。
- ◆ 向制剂业务进行延伸（有可能涉及外延扩张）：公司目前已拥有制剂试制车间，储备了相关制剂生产技术及经验。通过募投项目的投产，公司正逐步进军制剂领域，提升产品附加值。
- ◆ 生物药项目的发展：公司在已有多肽、多糖等大分子成熟业务的基础上，逐步布局生物药，例如抗体药物等 CRO、CDMO 业务，与交大抗体中心合作是生物领域布局的初步落地，投资建立大分子研发和生产服务平台是关键一步，为公司今后在生物大分子药物领域的稳步发展奠定坚实基础，后续将涉及抗体、CAR-T、生物制剂、抗癌疫苗等生物大分子热门领域。

几大战略核心落脚点其实都是在现有基础上不断丰富技术储备,从而进一步培养客户、培养项目、培养团队,为未来公司的高速发展打下良好的基础。

展望 2018-2019, 公司业绩后劲十足, 除自身与国外大客户已经形成了一定的信任度和默契之外, 2017 年公司最大的变化就是积累了许多国内的订单, 为后续成长源源不断的提供动力, 国内商业化长期订单签订、CMO 领域的布局均具有里程碑意义。公司近期布局以及几大战略核心落脚点其实都是在现有基础上不断丰富技术储备, 从而进一步培养客户、培养项目、培养团队, 为未来公司的高速发展打下良好的基础。我国创新药风起云涌, 作为创新药产业链不可或缺的 CDMO 环节的龙头, 凯莱英未来有望迎来数年持续高速发展。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.50 亿元、6.08 亿元、8.25 亿元, 增长分别为 31.95%、35.60%、35.95%。EPS 分别为 1.96 元、2.63 元、3.58 元, 对应 PE 分别为 30x, 22x, 16x。我们认为公司是技术推动型的国内 CMO 龙头企业, 大客户已经逐步稳定, 信任度逐渐提高, 后续项目储备也已形成, 受益于国内 MAH 制度的持续推进。未来几年公司有望随着商业化项目的增多业绩呈现高速增长, 且股权激励充分调动员工积极性, 后劲十足。基于公司日常重大合同落地, 我们认为公司业绩确定性更高, 随着扩建产能的释放, 未来三年业绩增速有望维持 30%-35%高速增长, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新药项目上市低于预期, 客户变动风险

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|--|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 流动资产合计 | 1645 | 1615 | 2331 | 3035 | 3963 | 营业收入 | 1103 | 1423 | 1868 | 2480 | 3294 | | |
| 货币资金 | 1084 | 839 | 1453 | 1883 | 2447 | 营业成本 | 534 | 687 | 898 | 1193 | 1584 | | |
| 应收账款 | 295 | 451 | 358 | 476 | 632 | 营业税金及附加 | 16 | 16 | 26 | 35 | 46 | | |
| 其他应收款 | 4 | 17 | 23 | 30 | 40 | 营业费用 | 43 | 54 | 65 | 79 | 102 | | |
| 预付款项 | 9 | 17 | 18 | 18 | 19 | 管理费用 | 213 | 238 | 344 | 434 | 567 | | |
| 存货 | 219 | 260 | 354 | 470 | 625 | 财务费用 | -23 | 52 | 0 | 0 | 0 | | |
| 其他流动资产 | 35 | 30 | 28 | 28 | 28 | 资产减值损失 | 3.33 | 8.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 非流动资产合计 | 800 | 1022 | 967 | 911 | 852 | 公允价值变动收益 | -0.01 | -3.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | -2.28 | -0.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 固定资产 | 492 | 761 | 712 | 677 | 660 | 营业利润 | 315 | 420 | 505 | 739 | 994 | | |
| 无形资产 | 64 | 67 | 60 | 53 | 47 | 营业外收入 | 10.67 | 3.86 | 48.60 | 0.00 | 0.00 | | |
| 其他非流动资产 | 24 | 67 | 67 | 67 | 67 | 营业外支出 | 0.13 | 1.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 资产总计 | 2445 | 2637 | 3298 | 3946 | 4815 | 利润总额 | 325 | 422 | 553 | 739 | 994 | | |
| 流动负债合计 | 504 | 374 | 536 | 640 | 779 | 所得税 | 50 | 62 | 83 | 111 | 149 | | |
| 短期借款 | 186 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 276 | 360 | 470 | 628 | 845 | | |
| 应付账款 | 139 | 153 | 219 | 291 | 386 | 少数股东损益 | 23 | 19 | 20 | 20 | 20 | | |
| 预收款项 | 109 | 0 | 1 | 1 | 1 | 归属母公司净利润 | 253 | 341 | 450 | 608 | 825 | | |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 417 | 611 | 560 | 796 | 1053 | | |
| 非流动负债合计 | 108 | 108 | 56 | 56 | 56 | EPS (元) | 2.75 | 1.51 | 1.96 | 2.64 | 3.59 | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 负债合计 | 612 | 482 | 592 | 696 | 835 | 成长能力 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 79 | 97 | 117 | 137 | 157 | 营业收入增长 | 32.82% | 28.99% | 31.27% | 32.76% | 32.81% | | |
| 实收资本(或股本) | 113 | 230 | 230 | 230 | 230 | 营业利润增长 | 57.10% | 33.24% | 20.29% | 46.47% | 34.52% | | |
| 资本公积 | 981 | 1039 | 1039 | 1039 | 1039 | 归属于母公司净利润 | 64.60% | 35.04% | 31.95% | 35.10% | 35.65% | | |
| 未分配利润 | 632 | 909 | 1256 | 1724 | 2360 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 1754 | 2058 | 2596 | 3119 | 3829 | 毛利率(%) | 51.60% | 51.74% | 51.93% | 51.91% | 51.89% | | |
| 负债和所有者权益 | 2445 | 2637 | 3305 | 3953 | 4822 | 净利率(%) | 24.98% | 25.30% | 25.18% | 25.34% | 25.66% | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | 12.90% | 10.34% | 12.94% | 13.65% | 15.42% | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | ROE(%) | 14.41% | 16.59% | 17.34% | 19.50% | 21.55% | | |
| 经营活动现金流 | 278 | 196 | 582 | 516 | 679 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 净利润 | 276 | 360 | 470 | 628 | 845 | 资产负债率(%) | 25% | 18% | 18% | 18% | 17% | | |
| 折旧摊销 | 125 | 140 | 0 | 57 | 59 | 流动比率 | 3.27 | 4.32 | 4.35 | 4.74 | 5.09 | | |
| 财务费用 | -23 | 52 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 2.83 | 3.62 | 3.69 | 4.01 | 4.29 | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | 92 | -117 | -156 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.59 | 0.56 | 0.63 | 0.68 | 0.75 | | |
| 投资活动现金流 | -200 | -300 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 4 | 4 | 5 | 6 | 6 | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 8.91 | 9.75 | 10.05 | 9.73 | 9.73 | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | |
| 投资收益 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 2.75 | 1.51 | 1.95 | 2.64 | 3.58 | | |
| 筹资活动现金流 | 682 | -65 | 31 | -85 | -116 | 每股净现金流(最新) | 6.74 | -0.73 | 2.66 | 1.87 | 2.44 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 15.54 | 8.94 | 11.25 | 13.51 | 16.59 | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | |
| 普通股增加 | 23 | 117 | 0 | 0 | 0 | P/E | 21.35 | 38.88 | 30.10 | 22.28 | 16.42 | | |
| 资本公积增加 | 624 | 58 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.78 | 6.57 | 5.22 | 4.34 | 3.54 | | |
| 现金净增加额 | 761 | -169 | 613 | 431 | 564 | EV/EBITDA | 13.74 | 20.74 | 21.62 | 14.66 | 10.54 | | |

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第1名组长，2015年新财富第7名团队核心成员，2015年水晶球第3名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

研究助理简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。