

计划投资建设生物大分子研发中心及生产基地，大分子CDMO战略逐步推进

——凯莱英（002821）事件点评

2018年10月18日

强烈推荐/维持

凯莱英

事件点评

事件：

公司发布公告于10月18日签订战略投资框架协议

合作对象：上海新金山工业投资发展有限公司。

项目预计投资：15-18亿元，总体规划，分期建设。

投资用途：主要用于生物大分子药物研发中心及生产基地建设。

对公司的影响：本次签订投资框架协议后，公司将在上海金山建立大分子研发和生产服务平台，这标志着公司将迈出开展大分子CDMO业务的关键一步。

主要观点：

1. 稳扎稳打，信心十足，大分子CDMO逐步推进

公司本次公告投资15-18亿元建设生物大分子药物研发中心及生产基地，是公司在大分子CDMO业务领域的关键一步。公司从年初开始逐步布局，三月份公告了共建“上海交通大学药学院/细胞工程及抗体药物教育部工程研究中心—凯莱英医药集团，生物药物创新技术研发联合实验室”，作为初步切入点。本次进一步投资建设研发中心，一方面体现公司对于切入大分子领域的决心，另一方面也体现公司的高效和执行力。后续公司CDMO业务将逐步从现有的化药小分子、多肽多糖等，延伸到抗体、CAR-T、生物制剂、抗癌疫苗等生物大分子领域。

第一，基于对小分子业务未来成长性，公司有信心和底气加快布局大分子，并为3-5年后公司的成长打下良好基础。公司本次布局总体投资额15-18亿，并不是一个小数目。公司有底气在这个时间点做出规划，是基于对于未来3年自身小分子创新药CDMO业务持续稳定增长的强烈信心。项目建成后，生物大分子领域的订单和客户对公司来说均为增量，国内生物药研发的浪潮将为公司3-5年后长期高速增长带来重要保障。

第二，本次战略落地符合公司一贯踏实和扎实的作风，生物大分子领域布局已逐步落地。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：胡偲碧

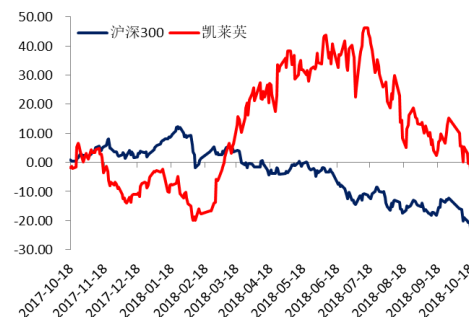
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	48.91-93.87
总市值（亿元）	142
流通市值（亿元）	74
总股本/流通A股（亿股）	2.30/1.21
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.76

52周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《凯莱英（002821）2018中报点评：扣非业绩54.83%内生高速增长超预期，把握机遇几大战略持续推进2018-08-19》
- 2、《凯莱英（002821）事件点评：凯莱英事件点评：新一轮激励面向新加盟员工，公司多维度吸引人才2018-06-26》
- 3、《凯莱英（002821）2018一季报点评：一季度盈利明显增长，汇兑损益严重，内生增速超高2018-04-17》
- 4、《凯莱英（002821）2017年报点评：业绩高速增长超预期，一季度趋势延续，国内业务呈现爆发趋势2018-03-29》

公司自战略制定之后，一直稳扎稳打。三月与交大开始合作之后，已经有一些项目开始试水，同时团队的搭建也在有序的推进。目前已有领军技术人才回国，带领 20 余人团队逐步开展工作。此次投资也是秉承稳扎稳打的风格，分期建设，先建设研发中心，同时人才团队和技术也均在逐步拓展的过程中，之后再建设 CDMO 产能和生产服务平台，后续将逐步涉及抗体、CAR-T、生物制剂、抗癌疫苗等生物大分子领域。

第三，公司战略的重要闭环，有助于更好的服务国内外客户。此次投资的大分子研发和生产服务平台将进一步推动提升公司在生物大分子领域的技术开发能力，有助于公司品牌影响力，更好的服务国内外客户。

2017-2020 年公司股权激励考核复合增速 18.32%，高于 CDMO 行业平均增速（11-12%），但激励的业绩只是低限，公司大概率会较大比例超额完成业绩考核。我们判断公司未来三年仍处于高速增长期，复合业绩增速有望维持 30%-35%，2018 PE 仅为 32X，强烈推荐。

2. 公司战略及投资逻辑再梳理，环环相扣、稳步推进，协同效应明显

公司未来战略主要包括：

- ◆ 现有 CDMO 主业方面进行技术方面的深度延伸开拓
- ◆ 国内 CDMO 业务继续开拓，为国内制药公司提供一站式服务。
- ◆ 向制剂业务进行延伸（有可能涉及外延扩张）
- ◆ 生物药项目的发展

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。

国内市场方面：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。首个商业化订单已经落地（3.5 亿人民币，详见前期点评）。

公司重视 MAH 制度带来的国内业务机会，国内的布局包括大分子、小分子、CRO、CMO 服务，囊括了药品全生命周期。现有业务布局从中间体，API，到制剂服务到药品审查，到 BE，临床 CRO&SMO，分析检测服务，申报服务等均有涉及，可为国内企业提供一站式服务。随着 MAH 制度和公司战略的不断推进，预计未来会有更多国内企业与凯莱英合作，国内市场订单有望迎来跨越式发展。

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药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。

制剂业务延伸：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，本次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。

公司战略并不是孤立设立的，而是环环相扣的，战略与战略之间都有明显协同作用，都可以帮助公司更好的树立品牌、服务国内外客户。展望 2018，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，首个国内商业化订单已经落地，目前生物药方面的布局也开始稳步推进。同时公司参与设立全球创新药中国投资基金，风投“国家队”+CDMO 龙头+区域支持资本，对凯莱英未来有重要意义。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 31x, 23x, 17x。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						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1645	1615	2332	3036	3963	营业收入	1103	1423	1868	2480	3294
货币资金	1084	839	1453	1884	2448	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	3299	3947	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	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	1.95	2.64	3.58
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	113	230	231	231	231	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	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	1754	2058	2596	3120	3830	毛利率 (%)	51.60%	51.74%	51.93%	51.91%	51.89%
负债和所有者权	2445	2637	3306	3954	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 (%)	4.77%	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	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	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	2.75	1.51	1.95	2.64	3.58
筹资活动现金流	682	-65	32	-85	-116	每股净现金流 (最	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	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	1	0	0	P/E	22.34	40.68	31.49	23.31	17.18
资本公积增加	624	58	0	0	0	P/B	3.95	6.87	5.46	4.55	3.70
现金净增加额	761	-169	614	431	564	EV/EBITDA	14.47	21.76	22.75	15.45	11.14

资料来源: 公司财报、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。北京大学药理学硕士、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

胡佑碧

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。