

业绩增势强劲，一站式平台布局确保长期高成长

——凯莱英（002821）三季度点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2018 年三季报。2018 年 1-9 月实现营收 12.05 亿元，同比增长 34.49%；实现归属上市公司股东净利润 2.61 亿元，同比增长 29.95%；实现扣非归母净利润 2.43 亿元，同比增长 52.68%；实现 EPS 1.15 元。

其中，2018 年第三季度，公司实现营收 4.47 亿元，同比增长 29.86%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 37.21%；实现扣非归母净利润 1.01 亿元，同比增长 49.76%。

财务指标方面，研发费用 1.01 亿元，同比增长 48%，主要系持续加大研发投入，研发项目增加所致；销售费用 4305.89 万元，同比增长 19%；管理费用 1.51 亿元，同比增长 33%；期末存货 3.81 亿元，同比增长 46%，主要系在研及在产项目增加，储备原材料及期末在产品增加所致；在建工程期末 1.94 亿元，同比增长 83%；所得税费用 2744.76 万元，同比减少 39%，主要系研发费用加计扣除比例增加以及可抵扣递延所得税费用增加所致。

公司发布 2018 年度业绩预告，预计全年实现归母净利润 4.27-4.61 亿元，同比增长 25-35%。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩增长势头强劲，期间费用率降低

前三季度业绩保持高速增长，Q3 同环比进一步提速。公司前三季度营收 12.05 亿元（+34.49%）归母净利润和扣非归母净利润分别为 2.61 亿元（+29.95%）和 2.43 亿元（+52.68%）。其中，18Q3 归母净利润为 104.23 亿元，同比+37.21%，环比+11.9%；扣非归母净利润为 101.24 亿元，同比+49.76%，环比+13.8%。其中，第三季度扣非归母净利润增速较高主要系由于 CDMO 业务季节性波动下的订单延期确认，叠加股权激励费用和汇兑损益因素导致去年同期业绩基数较低。总体来看，公司前三季度业绩保持强劲增长态势，我们认为主要系公司凭借不断创新的技术优势保持在创新药 CDMO 领域的领先地位，且创新研发生产一站式服务平台加速落地。在稳固和拓展国外客户的同时，快速推进国内业务，因此带动项目储备不断增加、项目结构持续优化，以及新订单不断落地。

凯莱英(002821.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

王晓琦

☎: 010-66568589

✉: wangxiaqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

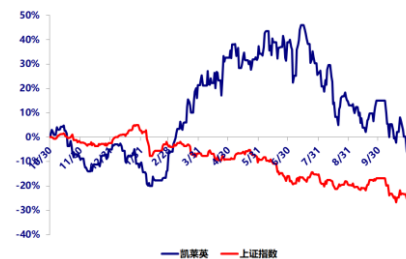
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-10-30

A 股收盘价(元)	58.71
A 股一年内最高价(元)	93.87
A 股一年内最低价(元)	48.91
上证指数	2568.05
市盈率-TTM	36.69
总股本(万股)	23085.24
实际流通 A 股(万股)	12093.83
限售的流通 A 股(万股)	10991.42
流通 A 股市值(亿元)	71.00

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

1. 2018-08-20 凯莱英半年报跟踪：业绩保持高速增长，全产业链布局加速落地

前三季度毛利率为 46.25%，同比下降 6.49pp，我们认为主要系由临床阶段项目导致，即通过“早介入、早绑定”模式，凭借低毛利率策略介入更多临床早期项目。

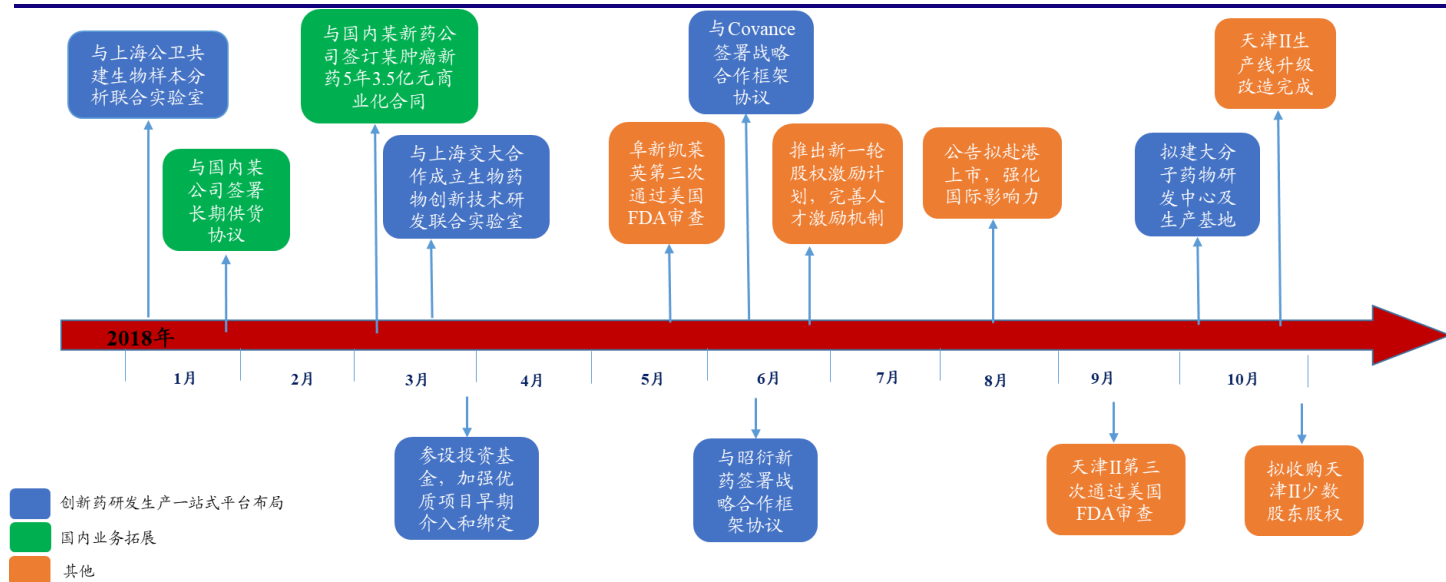
期间费用率控制良好。前三季度销售费用率 3.57%，同比下降 0.45pp；管理费用率 12.53%（-0.14pp），与去年同期基本持平。前三季度财务费用-138.5 万元，其中 Q1-Q3 分别为 4423.7 万元、-2404.0 万元和-2158.3 万元，去年同期为 3340.0 万元，我们认为主要系美元兑人民币汇率上升导致汇兑收益增加。

非经常性损益方面，前三季度合计 1786.1 万元，同比降低 57.0%。其中政府补助 2034.7 万元，同比减少 59.3%。

质量管理方面，报告期内凯莱英生命科学第三次以“零缺陷”通过 FDA 审查。

我们梳理了前三季度公司发展中的重大事件，并对发生在第三季度的事件进行解读（上半年发生的事件解读详见半年报点评），如下述图文所示：

图 1：公司年初至今重大事件梳理



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）拟建设大分子药物研发中心及生产基地，生物药 CDMO 布局

扎实推进

总投资 15-18 亿元建设大分子药物研发中心及生产基地，生物药 CDMO 布局实现进一步关键性推进。10 月 18 日，公司公告与新金山投资签订投资框架协议，合作项目预计总投资 15-18 亿元，用于总体规划、分期建设生物大分子药物研发中心及生产基地。我们认为公司在大分子生物药 CDMO 领域的布局稳扎稳打，此次合作是继 18 年 3 月公司与上海交大决定共建生物药物创新技术研发联合实验室，实现大分子生物药领域的里程碑布局之后，公司在大分子生物药 CDMO 领域拓展的关键一步。项目建成后，公司有望凭借全球创新药研发浪潮，在小分子 CDMO 业务稳定快速增长的基础上，通过大分子 CDMO

业务带来业绩增量。

（三）天津 II 生产线升级完成正式启用，化学大分子 CDMO 产能提升

凯莱英生命科学少数股东股权拟被收购，同时生产线改造升级完成，助力提升多肽、多糖、寡核苷酸类化学大分子的 CDMO 服务能力。10 月 23 日，公司公告，控股子公司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，日前已完成升级安装改造及调试工作，并正式启用。同时，10 月 26 日，公司公告计划以 760 万美元收购凯莱英生命科学的剩余 26.19% 股权，收购完成后实现 100% 控股。凯莱英生命科学 2017 年度实现营收 6.39 亿元，净利润 7163.32 万元，2018H1 由于升级改造亏损 6137.74 万元。我们认为随着天津 II 的化学大分子生产线陆续投入使用，以及对其实现 100% 控股，一方面可增强在该领域的服务竞争力，另一方面将提升管理效率和决策能力，有望进一步增厚公司业绩。

3. 投资建议

公司三季报业绩增长势头强劲，同时大分子生物药 CDMO 布局实现关键性推进，我们看好其未来发展前景。公司是国内 CDMO 龙头企业，具备强大的技术创新能力和出色的质量管理能力。同时，公司正加速打造药物研发与生产服务一体化生态圈，实现业务向全产业链的延伸，为国内外客户提供一站式服务。一方面，我们看好公司的海外业务保持稳定快速增长，与 Covance 的战略合作、参设投资基金等均有利于公司开拓潜在客户，并有望通过“早介入、早绑定”不断增加项目储备，提高客户黏性。另一方面，我们看好国内业务成为新的业绩增长点。国内已进入医药创新的新时代，在鼓励创新、药审改革、MAH、一致性评价等政策东风下，公司将加快市场开拓步伐，有望凭借“卖水者”逻辑进入高速增长阶段。总体来看，公司双引擎战略布局持续推进，我们看好公司未来业绩保持高速增长，预测 2018-2020 年归母净利润为 4.43/5.80/7.64 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.51/3.31 元，对应 PE 为 31/23/18 倍。给予“推荐”评级。

4. 风险提示

客户流失风险，核心技术人员流失风险，客户产品降价或销售低于预期风险，国际贸易摩擦风险。

附表 1. 主要财务指标

指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	830.61	1103.19	1423.03	1860.50	2447.25	3194.78
营业收入增长率	15.97%	32.82%	28.99%	30.74%	31.54%	30.55%
归母净利润（百万元）	153.55	252.74	341.29	442.65	580.44	764.07
归母净利润增长率	50.84%	64.60%	35.04%	29.70%	31.13%	31.64%
EPS（元）	0.67	1.09	1.48	1.92	2.51	3.31
P/E	88.27	53.63	39.71	30.62	23.35	17.74
P/B	15.38	7.73	6.59	5.56	4.62	3.77
EV/EBITDA	20.80	15.18	26.35	18.44	14.16	10.29

资料来源：中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表（百万元）

报表预测（百万元）						
利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	830.61	1103.19	1423.03	1860.50	2447.25	3194.78
减：营业成本	430.09	533.92	686.73	958.16	1260.33	1613.37
营业税金及附加	12.08	15.76	15.98	21.00	26.77	32.00
营业费用	36.59	43.05	53.53	60.00	82.00	120.00
管理费用	171.98	212.92	237.70	275.54	368.10	501.38
财务费用	-17.40	-23.00	51.74	-18.19	-29.54	-45.55
资产减值损失	-0.34	3.33	8.96	3.99	3.99	3.99
加：投资收益	2.79	-2.28	-0.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.07	-0.01	-3.22	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	54.68	0.00	0.00	0.00
营业利润	200.46	314.92	419.59	560.01	735.60	969.60
加：其他非经营损益	-0.91	10.55	2.49	4.07	4.07	4.07
利润总额	199.55	325.47	422.08	564.08	739.67	973.67
减：所得税	29.84	49.86	62.03	84.61	110.95	146.05
净利润	169.72	275.60	360.05	479.47	628.72	827.62
减：少数股东损益	16.17	22.87	18.76	36.82	48.28	63.55
归属母公司股东净利润	153.55	252.74	341.29	442.65	580.44	764.07
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	132.84	920.05	696.84	1261.47	1705.54	2684.37
应收和预付款项	236.09	308.07	485.00	559.51	597.70	627.69
存货	129.01	218.75	260.23	300.00	310.00	320.00
其他流动资产	36.31	34.61	30.43	30.43	30.43	30.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	531.68	701.63	866.47	856.80	847.13	837.46

无形资产和开发支出	65.23	64.35	66.70	58.86	51.01	43.17
其他非流动资产	0.00	23.68	67.68	67.36	67.03	67.03
资产总计	1131.15	2271.14	2473.37	3134.43	3608.85	4610.15
短期借款	80.00	186.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	114.13	252.15	315.11	562.29	489.76	771.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	3.22	0.00	0.00	0.00
负债合计	194.13	438.15	318.33	562.29	489.76	771.09
股本	90.00	112.86	230.10	230.10	230.10	230.10
资本公积	356.48	980.72	887.54	887.54	887.54	887.54
留存收益	434.76	660.76	939.98	1320.27	1818.93	2475.35
归属母公司股东权益	881.24	1754.34	2057.62	2437.91	2936.57	3592.99
少数股东权益	55.79	78.66	97.42	134.23	182.51	246.07
股东权益合计	937.02	1832.99	2155.04	2572.14	3119.09	3839.06
负债和股东权益合计	1131.15	2271.14	2473.37	3134.43	3608.85	4610.15
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	256.99	278.36	196.40	721.24	617.18	1174.63
投资性现金净流量	-140.57	-199.57	-300.28	-116.29	-124.72	-137.54
筹资性现金净流量	-13.22	682.08	-65.12	-40.33	-48.40	-58.26
现金流量净额	117.08	785.87	-218.40	564.63	444.06	978.83

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝、王晓琦，医药行业分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn