

投资评级：推荐（首次）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

从业证书编号:S1070115090023

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

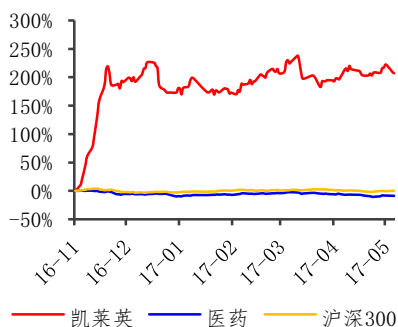
从业证书编号:S1070116100012

市场数据

| | |
|-----------|--------------|
| 目前股价 | 135 |
| 总市值（亿元） | 155.32 |
| 流通市值（亿元） | 30.87 |
| 总股本（万股） | 11,506 |
| 流通股本（万股） | 2,286 |
| 12个月最高/最低 | 149.97/36.64 |

盈利预测

| | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------|--------|--------|
| 营业收入 （百万） | 1494 | 2050 | 2833 |
| (+/-%) | +35.5% | +37.2% | +38.2% |
| 净利润 | 336 | 465 | 644 |
| (+/-%) | +33.1% | +38.4% | +38.4% |
| 摊薄 EPS | 2.92 | 4.04 | 5.60 |
| PE | 48.23 | 34.86 | 25.19 |

股价表现


数据来源：贝格数据

绿色制药技术的领导者，研发实力保证高成长性

——凯莱英（002821）公司调研简报

投资建议

中国的 CMO 行业处于朝阳期，资源优势和成本优势使其发展空间广阔。作为国内外领先 CMO 企业，公司坚持自主知识产权技术，连续性反应和生物转化等绿色化学技术使公司占据国际领先地位，实现低耗能、低排放、高效率的绿色经营模式和可持续健康发展。通过与优质客户合作，储备大量临床阶段项目，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。实力雄厚的领导团队和技术顾问团队，以及与国际接轨的生产车间和管理体系使公司从竞争中脱颖而出。从公司目前的商业化项目以及丰富的临床项目储备来看，我们预计其业绩有望保持持续稳定增长，预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.92/4.04/5.60 元，对应市盈率分为 48X、35X、25X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

投资要点

■ 技术创新 - 绿色制药技术带来巨大的增长潜力

公司是国内领先的医药定制研发生产企业（CDMO），为国际主流制药企业提供医药外包综合服务，服务范围涵盖新药临床阶段工艺研发及制备、上市药物商业化阶段的持续工艺优化和规模化生产。公司坚持高端路线，定位“定制研发”而非传统 CMO 企业的“技术转移”，开发出一系列绿色制药技术，申请国际、国内发明专利 72 项。连续性化学反应（通过已开发模块的组合和自动化控制，实现不同药品“end to end”的连续生产）、生物转化技术（以生物转化取代化学转化，“六合一”发展模式）等系列自主知识产权技术在抗肿瘤、抗病毒、抗感染等创新及专利期药物商业化生产中得到广泛应用。公司以绿色化学技术替代传统化学技术，从工艺源头控制三废生成，提高收率、大幅度降低能耗和生产成本，在环保意识增强和环境监管日趋严格的形势下，绿色化学技术为公司的长期可持续健康发展奠定了坚实的基础。

■ 资源丰富 - 优质客户资源和项目储备丰富

公司以多年的研发实力和技术优势积累了一批欧美跨国主流制药企业客户，如默沙东、辉瑞、百时美施贵宝、艾伯维、礼来等，还成为部分客户的长期战略合作伙伴和首选供应商。公司不仅赢得全球最优质客户的信任，还积累了大量临床阶段项目储备。2013-2016 年公司临床阶段新药项目共计 420 个，形成了合理的项目梯队，涉及肿瘤、病毒、感染、心血管、神经系统、糖尿病等多个重大疾病治疗领域。

2016 年，公司从临床阶段即将和已经进入商业化阶段的验证批次项目、商

业化阶段项目销售较 2015 年大幅提升，其中商业化阶段项目收入占比从 2015 年的 38.64% 上升至 56.16%。创新药获批上市后可带来增长红利，如 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。未来新药陆续成功获批上市将成为公司后续盈利的重要增长点。

■ 精英团队和完善的硬件设施

凯莱英集团的创始人洪浩博士是首批中组部“千人计划”国家特聘专家，负责制定公司整体研发规划和方向。公司还聘请了包括诺贝尔化学奖得主 Sharpless 教授、著名研究所教授、跨国制药企业高级副总裁在内的多位国际顶尖专家、学者组成的“技术顾问委员会”通过为公司提供全球一流的技术指导、参与研发立项和鉴定验收，推动公司引领国内医药产业发展。此外，通过大力吸纳、引进高级、专业人才推动公司迅速成长，并从基层培养、晋升核心骨干成为发展的中坚力量。

集团硬件设施完善，有 3 家公司通过美国 FDA 审查，1 家通过澳洲 TGA 审查。建有符合美国 FDA 审批的 cGMP 生产车间及非 cGMP 生产车间，并重点筹建大规模的 cGMP 制剂车间。在辽宁阜新和吉林敦化分别建有 12 万平米和 14 万平米的基础原料和注册起始原料大规模生产基地，实现关键原料的自给自足。QA 管理和 EHS 管理均与欧美主流保持一致。

■ 未来发展方向

未来公司计划在巩固国外现有市场的基础上，扩大国内市场。寻找合适的投资机会以进一步完善公司产业链，通过外延式并购进一步向制剂外包生产等下游业务领域布局。

- **风险提示：**服务的主要创新药退市或者被大规模召回的风险、服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险、研发风险。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 主要财务指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 831 | 1103 | 1494 | 2050 | 2833 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 430 | 534 | 762 | 1066 | 1473 | 营业收入增长 | 16.0% | 32.8% | 35.5% | 37.2% | 38.2% |
| 销售费用 | 37 | 43 | 52 | 66 | 85 | 营业成本增长 | 6.3% | 24.1% | 42.7% | 39.9% | 38.2% |
| 管理费用 | 172 | 213 | 284 | 369 | 510 | 营业利润增长 | 65.3% | 57.1% | 33.6% | 39.3% | 39.1% |
| 财务费用 | -17 | -23 | -46 | -64 | -87 | 利润总额增长 | 50.6% | 63.1% | 32.6% | 38.4% | 38.4% |
| 投资净收益 | 3 | -2 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长 | 49.3% | 62.4% | 33.1% | 38.4% | 38.4% |
| 营业利润 | 200 | 315 | 421 | 586 | 816 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业外收支 | -1 | 11 | 11 | 11 | 11 | 毛利率 | 48.2% | 51.6% | 49.0% | 48.0% | 48.0% |
| 利润总额 | 200 | 325 | 431 | 597 | 826 | 销售净利率 | 20.4% | 25.0% | 24.5% | 24.7% | 24.8% |
| 所得税 | 30 | 50 | 65 | 90 | 124 | ROE | 17.4% | 14.4% | 16.4% | 18.9% | 21.3% |
| 少数股东损益 | 16 | 23 | 30 | 42 | 58 | ROIC | 20.0% | 27.5% | 26.7% | 25.0% | 32.3% |
| 净利润 | 154 | 253 | 336 | 465 | 644 | 营运效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 销售费用/营业收入 | 4.4% | 3.9% | 3.5% | 3.2% | 3.0% |
| | | | | | (百万) | 管理费用/营业收入 | 20.7% | 19.3% | 19.0% | 18.0% | 18.0% |
| 流动资产 | 534 | 1481 | 1322 | 1973 | 2340 | 财务费用/营业收入 | -2.1% | -2.1% | -3.1% | -3.1% | -3.1% |
| 货币资金 | 133 | 920 | 503 | 910 | 828 | 投资收益/营业利润 | 1.4% | -0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 应收和预付款项 | 236 | 308 | 507 | 612 | 934 | 所得税/利润总额 | 15.0% | 15.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 存货 | 129 | 219 | 278 | 417 | 543 | 应收账款周转率 | 3.92 | 3.74 | 3.19 | 3.54 | 3.26 |
| 其他流动资产 | 36 | 35 | 35 | 35 | 35 | 存货周转率 | 3.33 | 2.44 | 2.74 | 2.56 | 2.71 |
| 非流动资产 | 597 | 790 | 900 | 1011 | 1122 | 流动资产周转率 | 1.36 | 0.67 | 0.96 | 0.85 | 0.94 |
| 固定资产 | 532 | 702 | 820 | 938 | 1056 | 总资产周转率 | 0.73 | 0.49 | 0.67 | 0.69 | 0.82 |
| 资产总计 | 1131 | 2271 | 2223 | 2984 | 3461 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 194 | 438 | 64 | 374 | 228 | 资产负债率 | 17.2% | 19.3% | 2.9% | 12.5% | 6.6% |
| 短期借款 | 80 | 186 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 2.75 | 3.38 | 20.77 | 5.27 | 10.28 |
| 应付和预收款项 | 114 | 252 | 64 | 374 | 228 | 速动比率 | 2.05 | 2.80 | 15.86 | 4.06 | 7.74 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS | 1.33 | 2.20 | 2.92 | 4.04 | 5.60 |
| 负债合计 | 194 | 438 | 64 | 374 | 228 | 每股净资产 | 8.14 | 15.93 | 18.76 | 22.68 | 28.10 |
| 股东权益 | 937 | 1833 | 2159 | 2610 | 3234 | 每股经营现金流 | 1.02 | 6.83 | -3.63 | 3.53 | -0.71 |
| 股本 | 90 | 113 | 113 | 113 | 113 | 每股经营现金/EPS | 0.76 | 3.11 | -1.24 | 0.87 | -0.13 |
| 留存收益 | 435 | 661 | 956 | 1365 | 1931 | 估值 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 少数股东权益 | 56 | 79 | 109 | 151 | 209 | PE | 105.63 | 64.18 | 48.23 | 34.86 | 25.19 |
| 负债和权益总计 | 1131 | 2271 | 2223 | 2984 | 3461 | PEG | 2.36 | 1.75 | 0.90 | 0.75 | 0.64 |
| 现金流量表 | | | | | (百万) | PB | 18.41 | 9.25 | 7.91 | 6.60 | 5.36 |
| 经营活动现金流 | 239 | 249 | -6 | 644 | 175 | EV/EBITDA | 50.54 | 39.27 | 30.96 | 23.15 | 17.64 |
| 其中营运资本减少 | -801 | 703 | 215 | 340 | 513 | EV/SALES | 15.40 | 14.03 | 10.58 | 7.59 | 5.60 |
| 投资活动现金流 | -141 | -200 | -191 | -191 | -191 | EV/IC | 12.95 | 11.73 | 8.09 | 7.37 | 5.34 |
| 其中资本支出 | 103 | 210 | 200 | 200 | 200 | ROIC/WACC | 0.20 | 0.27 | 0.27 | 0.25 | 0.32 |
| 融资活动现金流 | -13 | 682 | -220 | -46 | -65 | REP | 64.82 | 42.65 | 30.32 | 29.46 | 16.51 |
| 净现金总变化 | 99 | 757 | -417 | 407 | -82 | | | | | | |

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

陈晨: 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>