

订单延迟确认中报业绩增速符合预期，四季度有望爆发

——凯莱英（002821）2017 中报点评

2017 年 08 月 09 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	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

凯莱英发布 2017 年中期报告，2017 年上半年实现营业收入 5.51 亿，同比增长 17.22%；实现归属上市公司股东净利润 1.25 亿元，同比增长 40.19%；归属上市公司股东扣除非经常损益的净利润 0.92 亿元，同比增长 5.01%。实现 EPS 为 0.55 元。

公司 2017 年 Q2 实现营业收入 2.61 亿元，同比下降 7.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.76 亿元，同比增长 34.76%；实现 EPS 为 0.33 元。

公司 1-9 月经营情况预计：预计 2017 年 1-9 月归属上市公司股东净利润 1.89-2.07 亿元，同比增速 0-10%。

观点:

1、业绩增速符合预期，商业化项目仍处于爆发阶段

公司上半年实现营业收入 5.51 亿，同比增长 17.22%；实现归属上市公司股东净利润 1.25 亿元，同比增长 40.19%。公司上半年营业利润 1.65 亿元，股权激励摊销成本 1223.17 万，若剔除股权激励影响，公司上半年营业利润 1.77 亿元，同比增长 49.41%。

公司扣非后净利润增长 5.01%，主要三方面原因

第一，订单延后确认影响 2000 万以上。由于公司 1500 万美金订单收入延后确认该订单已顺利完成研发生产工作，但由于客户希望将后续更多重要定制工作交由公司承接，在二季度末对整体计划进行了微调。公司需要待客户调整完毕后确定下一步的工作安排，导致收入确认有所推迟。若考虑这 1 亿人民币左右订单，及凯莱英 22%左右净利润率，则上半年收入增速 38%以上，业绩增速 60%以上。

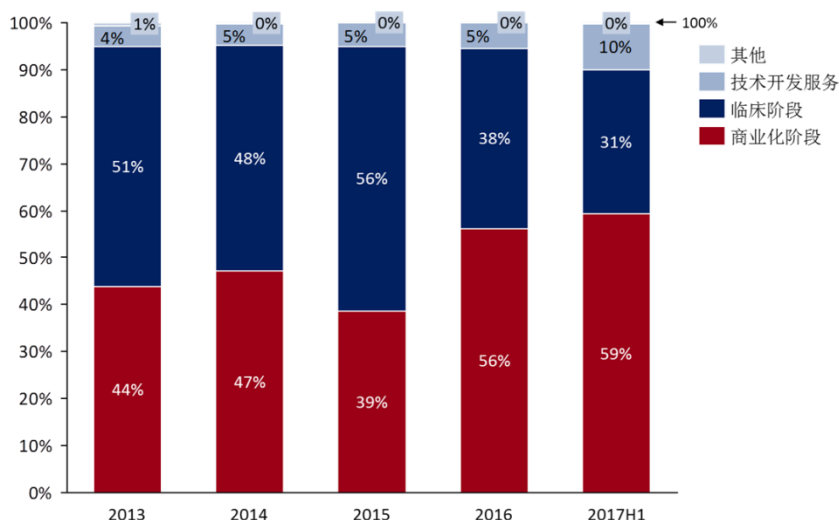
第二，股权激励摊销费用，影响 1200 万。

第三，汇兑波动造成的财务费用增长，影响约 2000 万。

分单季度数据来看，公司 Q1、Q2 收入分别为 2.9 亿、2.61 亿，归母净利润分别为 4908.86 万、7571.41 万，二季度政府补助 3000 万。三季度利润区间 6400-8200 万。我们推测 1500 万美金的订单将确认在 4 季度，我们推测 4 季度将是凯莱英业绩最高季度。

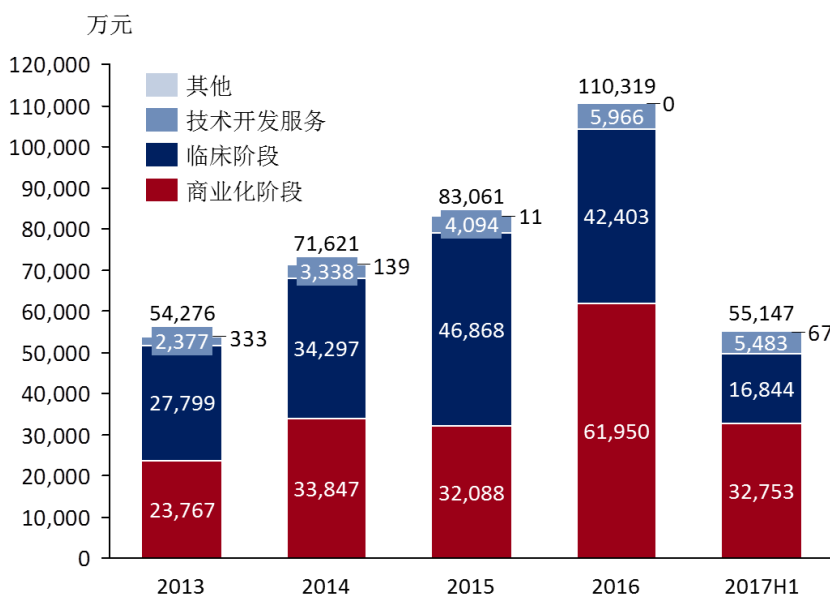
分板块来看收入, 公司临床阶段 CMO 块收入 1.68 亿, 较去年 (1.46 亿) 上升 15.62%。商业化阶段 CMO 收入 3.27 亿, 较去年 (3.07 亿) 增加 6.74%, 提升明显, 收入占比 59.39%。临床阶段 CMO 毛利率 46.45% 略有下降, 商业化项目毛利率 50.23%, 较去年同期提升 1.35%。技术开发服务收入 5483 万, 收入占比达到 9.94%, 有较大提升。

图 1: 公司收入结构变化情况



资料来源: 公司年报、招股书, 东兴证券研究所

图 2: 公司不同板块收入增长情况



资料来源: 公司年报、招股书, 东兴证券研究所

财务指标方面：公司销售费用率 4.09%，较去年全年（3.90%）上升 0.19pp，管理费用率 21.15%，较去年全年（19.30%）上升 1.85pp，费用率有所上升。上半年财务费用 1651 万，去年同期-3972 万，财务费用由于人民币对美元汇率波动上升较多。

2、募投项目顺利试生产，为后续高速增长提供产能保障

公司于 2017 年 7 月 28 日公告，天津凯莱英制药有限公司药物生产建设项目一期工程已经完成了土建施工、装修、生产及工艺设备的安装及调试，并已向当地主管部门递交试生产方案文件，该项目已具备了试生产条件。根据公司招股书，项目将建成培南类抗生素原料药和粉针剂专属车间；此外将建成药物合成多功能车间，生产通用性较强，可从事多种临床后期阶段新药开发及商业化阶段药物原料药、中间体乃至制剂的生产。预计投产当年生产负荷达到设计能力的 50%，第二年达到设计能力的 70%，第三年达到设计能力的 100%。**主要生产设备包括 3 台 20000L 陶瓷釜、4 台 12500L 陶瓷釜、17 台 8000L 陶瓷釜、2 台 3000L 钛钢釜、1 台 8000L 高压釜、1 台 5000L 高压釜。**

另外公司于 2017 年 8 月 4 日公告高端医药原料生产项目已经完成了新建生产车间、综合办公楼、库房、棚库、罐区、环保设施等建设内容，并已于近日完成向当地主管部门递交试生产方案文件，该项目已具备了启动生产条件。项目主要通过应用公司自主开发的绿色化学技术从事医药原料及中间体项目的研发及规模化生产，尤其是部分市场上难以购买或价格昂贵的医药原料，以完善公司内部供应链体系，项目建筑面积约为 1.45 万平方米。

两个项目即将投产为后续业绩高速增长提供产能保障。

3、国内 MAH 合作不断推进，广阔市场待开发

公司重视 MAH 制度带来的国内业务机会。2016 年 6 月 6 日，药品上市许可人（Marketing Authorization Holder, MAH）试点方案在我国最终落地，意义在于分离上市许可与生产许可，进一步促使我国制药工业向研发和生产分离的模式发展，“研-产-销”三大板块的行业细分分工更加明确，将直接利好国内 CMO 企业。凯莱英十分重视国内 MAH 制度，利用质量优势，进一步拓展国内药品生产业务。公司已与力生制药签订长期战略合作协议。同时公司设立天津凯莱英医药科技有限公司，主要布局国内创新药 MAH 业务、仿制药一致性评价、BE 和 I-IV 期临床研究等业务，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。**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。**

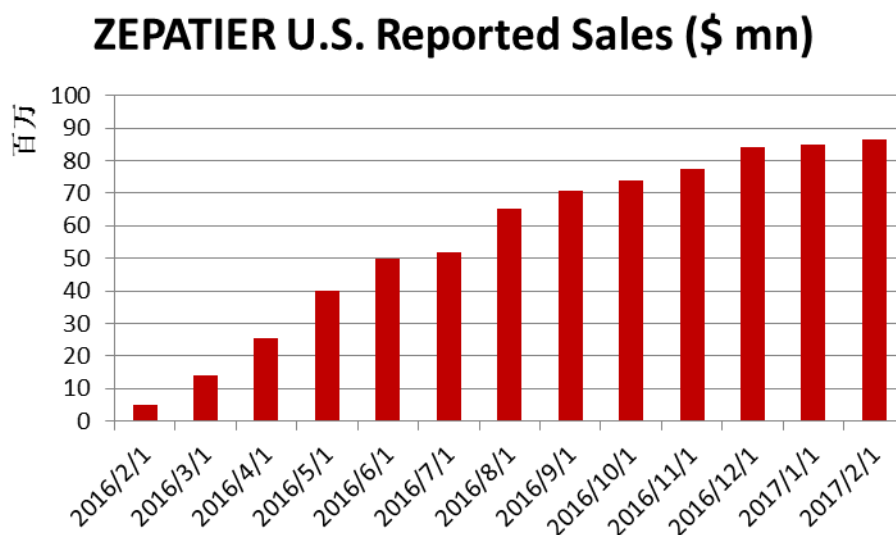
4、大客户艾伯维丙肝领域再添重磅商业化项目—Mavyret（大概率也是凯莱英供应中间体）

主要合作客户艾伯维丙肝药 Mavyret（glecaprevir 和 pibrentasvir）于 2017 年 8 月 4 日获 FDA 批准，glecaprevir 是 NS3/4A 蛋白酶抑制剂，pibrentasvir 是 NS5A 蛋白酶抑制剂。Mavyret 与之前艾伯维 Viekira 药物组成类似（NS5A 蛋白抑制剂 Ombitasvir、NS3/4A 蛋白抑制剂 Paritaprevir 和非核苷类 NS5B 聚合酶抑制剂 Dasabuvir），我们推测大概率也由凯莱英供应中间体。Mavyret 的上市我们认为将进一步促进凯莱英商业化阶段项目收入端的高速增长。

公司核心客户默沙东和艾伯维在丙肝领域市场份额在不断提升。2014 年之前，丙肝药物市场由强生、罗氏、

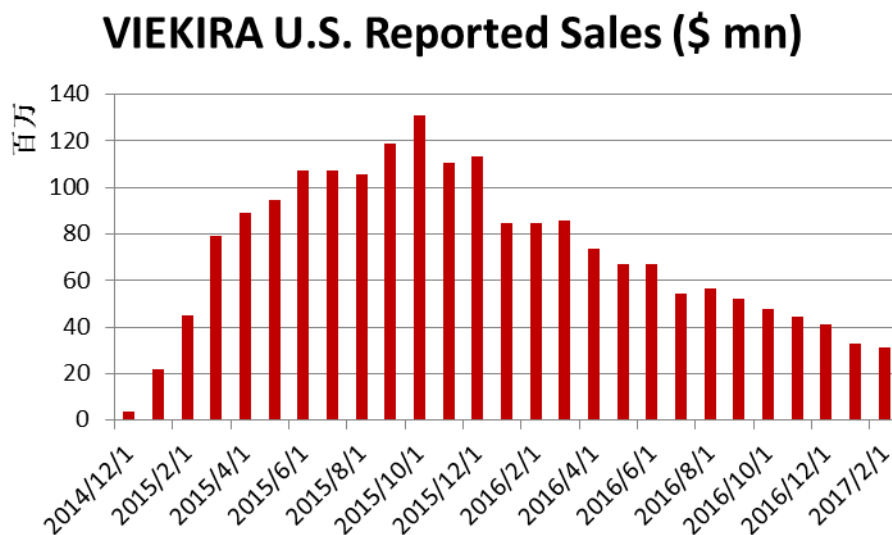
默沙东、福泰四家瓜分。14年吉利德横空出世, 改变竞争格局。2015年吉利德丙肝药物达到高峰, 191亿美元收入, 16年开始出现下滑。而16年公司核心客户默沙东的 Zepatier 和 Abbvie 的 VIEKIRA 表现亮眼, 公司15年丙肝领域也出现爆发式增长, 我们推测公司来自于 Abbvie 的 VIEKIRA, 16年主要来自于默沙东的 Zepatier。Abbvie 的 VIEKIRA 16年出现下滑, 而现阶段 Mavyret 的上市我们认为将弥补 VIEKIRA 的下滑。

图 3:MSD Zepatier 彭博终端单月销售 (WAC)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 4:Abbvie Viekira 彭博终端单月销售 (WAC)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

表 1: 公司目前可能进入商业化的项目对应药品概览

商品名	通用名	公司	适应症	上市时间	中国是否获批
Kalydeco	Ivacaftor	Vertex	囊性纤维化	2012 年 1 月	否
Xtandi	Enzalutamide	Pfizer/Astell as	前列腺癌	2012 年 8 月	是
Kyprolis	Carfilzomib	Amgen	多发性骨髓瘤	2012 年 7 月	否
Orkambi	Ivacaftor/Lumacaftor	Vertex	囊性纤维化	2015 年 7 月	否
Zepatier	Elbasvir/Grazoprevir	MSD	丙肝	2016 年 1 月	优先审评
Sprycel	Dasatinib	MSD	白血病	2006 年 6 月	是
Entresto	Sacubitril/Valsartan	Novartis	心血管疾病	2015 年 7 月	优先审评
VIEKIRA	Ombitasvir/Paritapre vir/Ritonavir	Abbvie	丙肝	2014 年 12 月	优先审评

资料来源: 公开信息, 东兴证券研究所

表 2: 推测商业化品种收入及增速概览

商品名	2015 彭博终端 销售 (亿美金)	2016 彭博终端销 售 (亿美金)	增速 (%)	状态	未来 3 年预期
Kalydeco	6.32	7.03	11.3%	稳定期	10%左右速度平稳增长
Xtandi	10.00	11.65	16.4%	快速增长期	15%以上增速
Kyprolis	4.93	6.25	26.8%	快速增长期	15%以上增速
Orkambi	2.15	4.80	123.1%	稳定期	10%左右速度平稳增长
Zepatier	/	5.58	/	快速增长期	20%以上增速
Sprycel	8.90	10.11	13.53%	平稳增长	10%-15%速度平稳增长
Entresto	0.11	1.33	1150%	快速增长期	30%以上增速高速增长
VIEKIRA	11.24	7.59	-32.4%	下降	下降/维持当前体量

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

5、展望全年, 公司业绩仍有望实现 30-40%, 超额完成股权激励指标 (25%增速)

展望 2017 全年, 公司业绩后劲十足, 有望持续超预期并超额完成股权激励指标, 4 季度单季度业绩有望超过 1 亿, 成为业绩最高季度。基于以下原因:

第一, 1500 万美金订单下半年确认 (大概率 4 季度确认)。上半年在已确认一部分费用的情况下仍有 40% 业绩增速, 下半年确认收入, 这部分净利润率会较高。

第二, 2016 年新进入商业化阶段的项目 (新型丙肝复方药物和慢性淋巴细胞白血病药物) 终端还处于快速放量期, 高增速有望保持。

第三, Mavyret 的上市将进一步促进凯莱英商业化阶段项目收入端的高速增长。

第四，签署长期供货协议，平均每年金额接近 2000 万美金，对营收和利润的稳定性带来一定保障。公司于 2017 年 4 月 19 日公告，全资子公司 Asymchem, Inc. 与美国某大型制药公司签订了《长期商业供货协议》，协议期限为 5 年，协议总金额约为 9977 万美元。合同供货时间为自 2017 年 1 月 1 日起至 2021 年 12 月 31 日止。此长期商业供货协议是交易双方更深一步的合作，进一步巩固公司的长期合作伙伴关系的体现，进一步增强了公司的客户资源和竞争优势。我们认为未来深度合作的长期大合同将会越来越多。

第五，培南类项目恢复性增长恢复到 2015 年水平，为业绩提供一定弹性，是业绩重要支撑部分之一。

第六，基于公司目前 CDMO 技术的优越性，公司将承接更多高附加值的项目，扩大业务规模。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.57 亿元、4.98 亿元、7.09 亿元，增长分别为 41.12%、39.74%、42.30%。EPS 分别为 1.55 元、2.17 元、3.08 元，对应 PE 分别为 43x, 31x, 21x。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，未来三年收入增速有望超过 30%，业绩复合增速有望达 40%，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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	666	1645	1993	2554	3329	营业收入	831	1103	1473	1938	2596
货币资金	265	1084	1341	1713	2221	营业成本	430	534	703	908	1200
应收账款	212	295	283	372	498	营业税金及附加	12	16	21	27	36
其他应收款	6	4	6	8	11	营业费用	37	43	52	66	80
预付款项	18	9	9	10	10	管理费用	172	213	265	337	431
存货	129	219	249	322	426	财务费用	-17	-23	0	0	0
其他流动资产	7	35	28	28	28	资产减值损失	-0.34	3.33	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	605	800	762	723	681	公允价值变动收益	0.07	-0.01	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.79	-2.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	471	492	461	443	443	营业利润	200	315	433	600	848
无形资产	65	64	58	51	45	营业外收入	10.41	10.67	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	24	24	24	24	营业外支出	11.32	0.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	1272	2445	2755	3277	4010	利润总额	200	325	443	610	858
流动负债合计	237	504	427	500	604	所得税	30	50	66	91	129
短期借款	80	186	0	0	0	净利润	170	276	377	518	729
应付账款	109	139	171	221	293	少数股东损益	16	23	20	20	20
预收款项	2	109	109	109	110	归属母公司净利润	154	253	357	498	709
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	300	417	471	639	889
非流动负债合计	98	108	56	56	56	BPS (元)	1.71	2.75	1.55	2.17	3.08
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	334	612	484	556	660	成长能力					
少数股东权益	56	79	99	119	139	营业收入增长	15.97%	32.82%	33.54%	31.56%	33.94%
实收资本(或股本)	90	113	230	230	230	营业利润增长	65.34%	57.10%	37.54%	38.49%	41.35%
资本公积	356	981	981	981	981	归属于母公司净利润	50.84%	64.60%	41.12%	39.74%	42.30%
未分配利润	423	632	907	1290	1837	获利能力					
归属母公司股东权	881	1754	2173	2602	3211	毛利率(%)	48.22%	51.60%	52.30%	53.15%	53.76%
负债和所有者权益	1272	2445	2755	3277	4010	净利率(%)	20.43%	24.98%	25.57%	26.75%	28.09%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	12.08%	10.34%	12.95%	15.21%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17.42%	14.41%	16.41%	19.16%	22.08%
经营活动现金流	257	278	431	442	607	偿债能力					
净利润	170	276	377	518	729	资产负债率(%)	26%	25%	18%	17%	16%
折旧摊销	117	125	0	39	41	流动比率	2.82	3.27	4.67	5.11	5.51
财务费用	-17	-23	0	0	0	速动比率	2.27	2.83	4.08	4.46	4.81
应收账款减少	0	0	12	-89	-126	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.59	0.57	0.64	0.71
投资活动现金流	-141	-200	0	0	0	应收账款周转率	4	4	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.59	8.91	9.50	9.87	10.10
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	-2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.71	2.75	1.55	2.17	3.08
筹资活动现金流	-13	682	-173	-70	-99	每股净现金流(最新)	1.15	6.74	1.12	1.62	2.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.79	15.54	9.44	11.31	13.96
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	23	117	0	0	P/E	38.66	24.04	42.65	30.52	21.45
资本公积增加	0	624	0	0	0	P/B	6.75	4.25	7.00	5.85	4.74
现金净增加额	103	761	258	372	507	EV/EBITDA	19.24	15.74	29.47	21.12	14.61

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。

联系人简介

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。

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。