

业绩高增速超预期，项目储备丰富 +激励到位后劲十足

——凯莱英（002821）2016 年年报点评

2017 年 03 月 29 日

推荐/首次

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 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 11.03 亿元，同比增长 32.82%；归属于上市公司股东的净利润 2.53 亿元，同比增长 64.60%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.46 亿元，同比增长 64.21%。实现 EPS 为 2.75 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 2.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 6410.73 万元，同比下降 9.97%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6041.43 万元，同比下降 9.97%。实现 EPS 为 0.57 元。

公司公告利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

观点:

1、业绩高增速超预期，商业化项目占比不断提升

公司全年营收 11.03 亿元，同比增长 32.82%，归母净利润 2.53 亿，增速 64.60%，高增速超预期。

分单季度数据来看，1-4 季度收入分别为 1.86 亿、2.84 亿、3.15 亿、3.17 亿，净利润分别为 3283.5 万、5618.6 万、9960.7 万、6410.7 万元，收入端呈现逐季度向好趋势，净利润季度波动较大，与 CMO 业务属性有关。

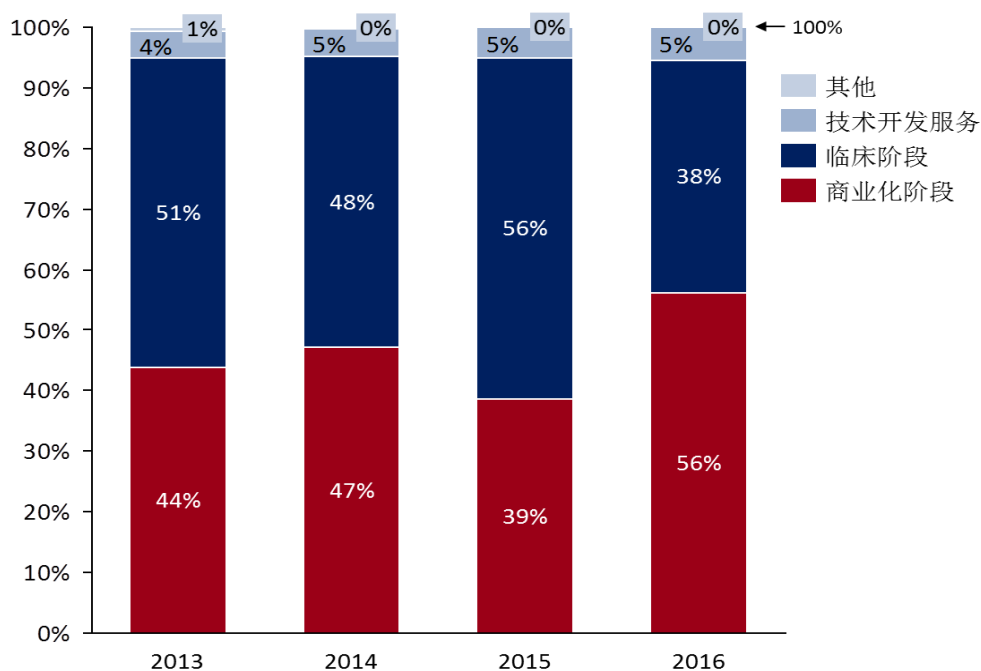
分板块来看收入，公司临床阶段 CMO 块收入 4.24 亿，较去年（4.69 亿）略有下降（图 1）。商业化阶段 CMO 收入 6.20 亿，较去年（3.21 亿）增加 93.1%，提升明显，收入占比从 38.64% 上升至 56.16%。其中公司服务的临床阶段项目中获批上市的新药也带来了其上市的红利分享，主要包括 2016 年上市的新型丙肝复方药物和慢性淋巴细胞白血病药物项目表现突出；培南类项目的恢复性增长，也为业绩增长提供了重要支持。

从前五大客户来看，公司的核心客户默沙东、百时美施贵宝、礼来、辉瑞等销售收入保持在较高水平。前五大客户销售额贡献 8.84 亿元，收入占比 80.08%，较去年年报（59.40%），中报（78.04%）均有较大提升，

且第一大客户收入提升 128%，第二大客户收入提升 57%。体现公司已经获得了大客户的信任，从大客户处获得订单的能力逐年提高（图 2）。

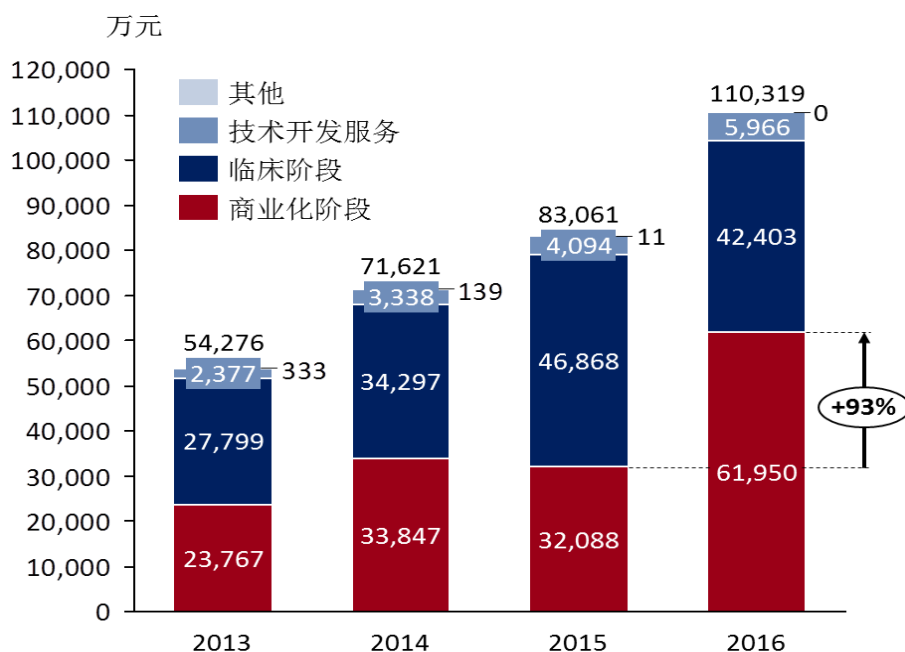
财务方面: 公司销售费用率 3.90%，较去年同期（4.40%）下降 0.5pp，管理费用率 19.30%，较去年同期（20.71%）下降 1.41pp，费用控制情况良好，体现了 CMO 与客户关系稳定后费用率下降的优势。

图 1: 公司收入结构变化情况



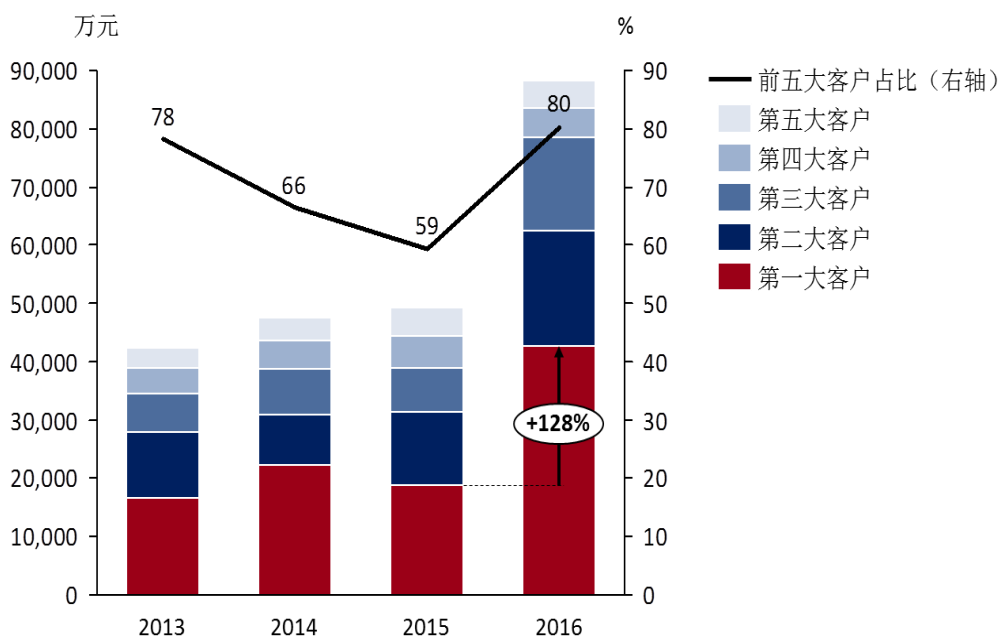
资料来源：公司年报、公司招股书，东兴证券研究所

图 2:公司不同板块收入增长情况



资料来源: 公司年报, 公司招股书, 东兴证券研究所

图 3:公司前五大客户历年销售情况



资料来源: 公司年报, 公司招股书, 东兴证券研究所

2、客户基础稳定, 后续储备项目产品梯队逐渐形成

临床阶段的项目积累为商业化阶段提供广泛的客户基础。近十年来, 公司完成的临床阶段新药研发外包项目数累计 1,600 余项。随着公司临床项目所服务的创新药相继顺利获批上市, 公司分享新药销量增长带来的红利。

在临床阶段项目储备方面, 2013 年至 2016 年公司所服务的临床阶段新药项目共计 420 个 (2016 年下半年又增加了 42 个项目, 但年报未披露临床分期情况)。根据招股说明书, 2013 年至 2016 年 6 月末公司所服务的临床阶段新药项目共计 378 个, 其中临床 I 期项目 174 个、临床 II 期项目 144 个、已进入临床 III 期阶段新药项目 60 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。药项目未来成功获批上市后, 将成为公司后续盈利的重要增长点之一。在商业化阶段项目储备方面, 公司将具有自主知识产权的创新优化工艺成功运用于多个重磅药物及其专属原料的商业化生产中, 能突破传统工艺的路线封锁和专利壁垒, 大幅度降低生产成本并减少三废排放和能耗, 对下游客户极具吸引力。

表 1: 凯莱英历年完成项目数及平均周期

阶段	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
临床阶段	135	124	85	34
平均周期 (天)	106	119	158	172
商业化阶段	15	21	25	19
平均周期 (天)	131	168	205	198
技术开发服务	172	198	191	8
合计 (个)	322	343	301	141

资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

3、激励落地调动员工积极性, 后劲十足

公司于 2016 年年底推出激励计划, 激励对象包括公司董事、高管、中层管理人员、核心技术人员等 108 人, 拟授予权益总计 3090595 股, 占公司股本总额的 2.74%, 激励范围广。同时公司设立业绩考核目标, 扣非后净利润以 16 年为基数, 17-19 年净利润增长率分别不低于 25%、50%、75%, 即 17-19 年公司扣非后净利润不低于 3.08 亿、3.69 亿、4.31 亿, 即复合增速超过 20%, 远高于 CMO 行业 12% 的平均增速。

结论:

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.34 亿元、4.43 亿元、5.80 亿元, 增长分别为 32.31%、32.56%、30.81%。EPS 分别为 2.96 元、3.93 元、5.14 元, 对应 PE 分别为 49x, 37x, 28x。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, 首次覆盖, 给予“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						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	666	1645	1841	2335	2957	营业收入	831	1103	1384	1729	2130
货币资金	265	1084	1227	1582	2042	营业成本	430	534	660	810	985
应收账款	212	295	265	332	409	营业税金及附加	12	16	19	24	30
其他应收款	6	4	6	7	9	营业费用	37	43	48	59	66
预付款项	18	9	9	10	10	管理费用	172	213	249	301	354
存货	129	219	234	287	350	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	407	535	696
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	2604	3058	3639	利润总额	200	325	417	545	706
流动负债合计	237	504	412	465	527	所得税	30	50	63	82	106
短期借款	80	186	0	0	0	净利润	170	276	354	463	600
应付账款	109	139	161	197	240	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	334	443	580
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	300	417	445	574	737
非流动负债合计	98	108	56	56	56	BPS (元)	1.71	2.75	2.96	3.93	5.14
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	469	522	584	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%	25.47%	24.90%	23.22%
实收资本(或股本)	90	113	113	113	113	营业利润增长	65.34%	57.10%	29.22%	31.48%	30.03%
资本公积	356	981	981	981	981	归属于母公司净利润	50.84%	64.60%	32.31%	32.56%	30.81%
未分配利润	423	632	890	1231	1677	获利能力					
归属母公司股东权	881	1754	2037	2418	2916	毛利率(%)	48.22%	51.60%	52.30%	53.15%	53.76%
负债和所有者权益	1272	2445	2604	3058	3639	净利率(%)	20.43%	24.98%	25.60%	26.80%	28.16%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	12.08%	10.34%	12.84%	14.50%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17.42%	14.41%	16.42%	18.33%	19.88%
经营活动现金流	257	278	430	417	541	偿债能力					
净利润	170	276	354	463	600	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	4.47	5.02	5.61
财务费用	-17	-23	0	0	0	速动比率	2.27	2.83	3.90	4.40	4.94
应收账款减少	0	0	29	-66	-77	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	0.55	0.61	0.64
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	9.23	9.64	9.73
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	2.96	3.93	5.14
筹资活动现金流	-13	682	-287	-62	-81	每股净现金流(最新)	1.15	6.74	1.27	3.14	4.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.79	15.54	18.04	21.42	25.84
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	23	0	0	0	P/E	84.22	52.37	48.61	36.67	28.03
资本公积增加	0	624	0	0	0	P/B	14.71	9.26	7.98	6.72	5.57
现金净增加额	103	761	143	355	460	EV/EBITDA	42.64	36.82	33.81	25.54	19.28

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3年证券行业研究经验, 3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员, 2015年水晶球第三名团队核心成员。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。

联系人简介

胡偌碧

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员, 公募榜单第一名, 非公募榜单第二名。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、精准医疗等投资机会。

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。