

季节性波动不影响长期发展方向， CDMO龙头未来高增速可期

——凯莱英（002821）2017 三季度报点评

2017 年 10 月 23 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	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件：

凯莱英发布 2017 年三季度报告，2017 年前三季度实现营业收入 8.96 亿，同比增长 14.02%；实现归属上市公司股东净利润 2.01 亿元，同比增长 6.43%；归属上市公司股东扣除非经常损益的净利润 1.59 亿元，同比增长-14.05%。实现 EPS 为 0.88 元。

公司 2017 年 Q3 实现营业收入 3.44 亿元，同比增加 9.24%；实现归属于上市公司股东的净利润 7596.31 万元，同比下降 23.74%；实现 EPS 为 0.33 元。

公司全年经营情况预计：预计 2017 年归属上市公司股东净利润 3.16 亿-3.41 亿元，同比增速 25-35%，四季度单季度归母净利润区间 1.15 亿-1.40 亿。

观点：

1、季节波动性为行业属性，公司四季度单季度业绩超过1亿，且为内生增长，全年高增速符合预期

公司前三季度实现营业收入 8.96 亿，同比增长 14.02%；实现归属上市公司股东净利润 2.01 亿元，同比增长 6.43%。扣非后净利润下滑，主要三方面原因

第一，季节性波动，订单延后确认影响。公司中报前公告有 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。大单延后确认导致前三季度整体业绩有波动（去年前三季度基数较高，四季度业绩 6000 万为全年最低）

第二，股权激励摊销费用，影响接近 2000 万（全年摊销 2910 万）。

第三，汇兑波动造成的财务费用增长，影响约 3000 万。

分单季度数据来看，公司 Q1、Q2、Q3 收入分别为 2.9 亿、2.61 亿、3.44 亿，归母净利润分别为 4908.86 万、7571.41 万、7596.31 万，四季度业绩区间为 1.15 亿-1.40 亿，4 季度是凯莱英业绩最高季度。

再分拆计算，股权激励费用+汇兑损益的总和与政府补助相抵，所以整体归母净利润区间 25-35%可基本视为内生性增长。若汇率保持稳定，则四季度业绩区间 1.15-1.40 亿基本是订单确认带来的实际业绩，不再有政府补助等项目干扰。

财务指标方面: 公司销售费用率 4.03%, 较去年同期 (3.66%) 上升 0.37pp, 管理费用率 20.33%, 较去年同期 (17.93%) 上升 2.4pp, 费用率有所上升。上半年财务费用 3340 万, 去年同期 451 万, 财务费用由于人民币对美元汇率波动上升较多。

2、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。

3、展望全年, 公司业绩有望实现 30-35%, 接近预告上限, 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 季度单季度业绩超过 1 亿, 成为业绩最高季度。股权激励费用摊销+汇兑损益财务费用基本和政府补助的影响想抵消, 所以整体业绩还是反映了内生情况, 高增速驱动主要有以下几点:

第一, 之前中报延后确认的 1500 万美金大订单大概率在 4 季度确认。

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 3.40 亿元、4.72 亿元、6.63 亿元, 增长分别为 34.40%、38.89%、

40.58%。EPS 分别为 1.48 元、2.05 元、2.88 元，对应 PE 分别为 42x，30x，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 35%以上，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						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	666	1645	1978	2516	3252	营业收入	831	1103	1473	1938	2596
货币资金	265	1084	1327	1676	2144	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	359	475
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	403	579	804
无形资产	65	64	58	51	45	营业外收入	10.41	10.67	20.00	0.00	0.00
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	2741	3239	3933	利润总额	200	325	423	579	804
流动负债合计	237	504	427	500	604	所得税	30	50	63	87	121
短期借款	80	186	0	0	0	净利润	170	276	360	492	683
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	340	472	663
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	300	417	441	618	845
非流动负债合计	98	108	56	56	56	BPS (元)	1.71	2.75	1.48	2.05	2.88
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%	28.01%	43.51%	38.93%
资本公积	356	981	981	981	981	归属于母公司净利润	50.84%	64.60%	34.40%	38.89%	40.58%
未分配利润	423	632	894	1257	1768	获利能力					
归属母公司股东权	881	1754	2158	2564	3134	毛利率(%)	48.22%	51.60%	52.30%	53.15%	53.76%
负债和所有者权益	1272	2445	2741	3239	3933	净利率(%)	20.43%	24.98%	24.41%	25.37%	26.32%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	12.08%	10.34%	12.39%	14.56%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	17.42%	14.41%	15.74%	18.40%	21.16%
经营活动现金流	257	278	414	415	561	偿债能力					
净利润	170	276	360	492	683	资产负债率(%)	26%	25%	18%	17%	17%
折旧摊销	117	125	0	39	41	流动比率	2.82	3.27	4.63	5.03	5.39
财务费用	-17	-23	0	0	0	速动比率	2.27	2.83	4.05	4.39	4.68
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	0.65	0.72
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	1.48	2.05	2.88
筹资活动现金流	-13	682	-171	-66	-93	每股净现金流(最新)	1.15	6.74	1.06	1.52	2.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.79	15.54	9.38	11.14	13.62
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	36.22	22.52	41.96	30.21	21.49
资本公积增加	0	624	0	0	0	P/B	6.32	3.98	6.60	5.56	4.55
现金净增加额	103	761	243	349	468	EV/EBITDA	17.99	14.61	29.33	20.35	14.32

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。

研究助理简介

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。

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。