

# 首个国内商业化长期大合同落地里程碑 意义重大，公司国内业务爆发前景可期

## ——凯莱英（002821）事件点评

2018年03月04日

强烈推荐/维持

凯莱英 | 事件点评

### 事件：

公司于3月4日晚间发布公告，控股子公司天津凯莱英制药有限公司于2018年3月2日与某新药研发公司签署了长期商业化订购合同。根据该合同约定，合同期限为5年，合同总金额不低于3.5亿元人民币。

合同产品为抗肿瘤疾病治疗领域创新药产品，合作方式为凯莱英提供验证性批次的相关生产服务。在验证性批次生产结束后，从某新药公司新药符合药品法规之日起，至少连续5年由凯莱英制药提供该产品的相关生产服务。

### 主要观点：

#### 1. 国内首个商业化订单长期大合同落地，公司战略稳步推进

**国内首个商业化订单长期大合同落地，对公司有着里程碑意义。**

本次的大订单交易对方为国内某新药公司，合同金额不低于3.5亿，合同期限为5年。这是凯莱英从去年战略性布局国内CDMO以来的第一个进入商业化的长期订单。除了里程碑意义以外，将对公司产生以下积极影响：

**第一，长期供货协议平均每年金额7000万，对收入和利润的稳定性进一步带来保障。**总计3.5亿人民币以上的收入，按照凯莱英平均22%以上的净利润率计算，5年将为公司带来7000万以上净利润，每年约1400万的利润，虽然占比公司整体业绩不高，但依然有利于公司业绩的稳定性。

**第二，彰显综合竞争优势，对国内业务拓展产生积极影响。**我们推测交易对方为国内明星创新药企业，该企业在药品商业化阶段将订单交由凯莱英生产，体现了凯莱英自身的技术优势、背后的管理效率、以及客户维护能力。有这第一个商业化订单的珠玉在前，将提升凯莱英在国内创新药企业中的品牌和口碑，为后续国内业务的拓展和爆发产生积极影响，凯莱英有望承接更多高附加值项目。

### 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

### 研究助理：胡偌碧

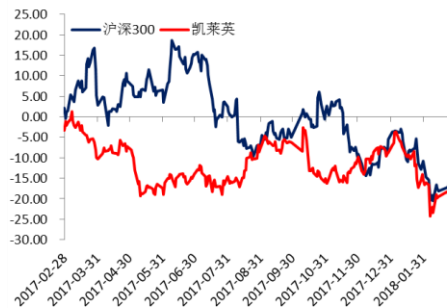
010-66554044

hurub@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	49.12-76.88
总市值（亿元）	125
流通市值（亿元）	64.89
总股本/流通A股（亿股）	2.30/1.19
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	4.70

### 52周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《凯莱英（002821）季报点评：季节性波动不影响长期发展方向，CDMO龙头未来高速增长可期 2017-10-23》
- 2、《凯莱英（002821）中报点评：订单延迟确认中报业绩增速符合预期，四季度有望爆发 2017-08-10》
- 3、《凯莱英（002821）深度报告：我国CDMO行业曙色微启，技术领导者步月登云 2017-07-20》
- 4、《凯莱英（002821）事件点评：订单延迟确认中报有所下调，不改全年高速增长预期 2017-07-16》

第三，国内业务占比不断提升，公司受汇兑波动的影响将逐步降低。公司去年一定程度上受汇兑影响，未来随着国内业务占比的不断提升，公司受汇兑波动的影响将越来越小。

国内业务对公司来说均为增量，国内市场跨越式发展将为公司未来高速增长带来重要保障。我们此前一直强调的 CDMO 行业有季节波动性，拉长至全年看，凯莱英无论从收入端还是利润端均高速增长，2017 年收入端接近 30% 的增速超出市场预期。我们判断公司未来三年仍处于高速增长期（国内业务带来巨大增量），复合业绩增速有望维持 30%-35%，2018 PE 不到 30X，强烈推荐。

## 2. 展望 2018，国际大客户逐渐稳定，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，国内的布局包括大分子、小分子、CRO、CMO 服务，囊括了药品的全生命周期。现有业务布局从中间体，API，到制剂服务到药品审查，到 BE，临床 CRO&SMO，分析检测服务，申报服务等均有涉及，可为国内企业提供一站式服务。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。

公司 2017 年虽有季节波动，但全年交出满意答卷。详见我们前期业绩快报点评。展望 2018，公司业绩后劲十足，除自身与国外大客户已经形成了一定的信任度和默契之外，2017 年公司最大的变化就是积累了许多国内的订单，为后续成长源源不断的提供动力，本次国内商业化长期订单签订具有里程碑意义。我国创新药风起云涌，作为创新药产业链不可或缺的 CDMO 环节的龙头，凯莱英未来有望迎来数年持续高速发展。

## 结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 3.45 亿元、4.72 亿元、6.63 亿元，增长分别为 36.35%、37.05%、40.58%。EPS 分别为 1.52 元、2.05 元、2.88 元，对应 PE 分别为 40x，29x，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，2018 年 PE 仅 29X，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	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	666	1645	1974	2520	3256	<b>营业收入</b>	831	1103	1423	1938	2596				
货币资金	265	1084	1343	1680	2148	<b>营业成本</b>	430	534	679	908	1200				
应收账款	212	295	273	372	498	营业税金及附加	12	16	20	27	36				
其他应收款	6	4	6	8	11	营业费用	37	43	50	66	80				
预付款项	18	9	9	10	10	管理费用	172	213	265	359	475				
存货	129	219	241	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				
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	200	315	380	579	804				
无形资产	65	64	58	51	45	营业外收入	10.41	10.67	48.60	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				
<b>资产总计</b>	1272	2445	2736	3243	3937	<b>利润总额</b>	200	325	428	579	804				
<b>流动负债合计</b>	237	504	419	500	604	所得税	30	50	64	87	121				
短期借款	80	186	0	0	0	<b>净利润</b>	170	276	364	492	683				
应付账款	109	139	166	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	344	472	663				
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	300	417	417	618	845				
<b>非流动负债合计</b>	98	108	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	1.71	2.75	1.50	2.05	2.88				
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
<b>负债合计</b>	334	612	475	556	660	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	56	79	99	119	139	营业收入增长	15.97%	32.82%	29.01%	36.18%	33.94%				
实收资本 (或股	90	113	230	230	230	营业利润增长	65.34%	57.10%	20.63%	52.29%	38.93%				
资本公积	356	981	981	981	981	归属于母公司净利	50.84%	64.60%	36.20%	37.05%	40.58%				
未分配利润	423	632	897	1260	1771	<b>获利能力</b>									
归属母公司股东	881	1754	2162	2568	3138	毛利率 (%)	48.22%	51.60%	52.30%	53.15%	53.76%				
<b>负债和所有者权</b>	1272	2445	2736	3243	3937	净利率 (%)	20.43%	24.98%	25.59%	25.37%	26.32%				
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					4.77%	12.08%	10.34%	12.58%	14.55%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE (%)</b>					17.42%	14.41%	15.92%	18.37%	21.13%
<b>经营活动现金流</b>	257	278	431	403	561	<b>偿债能力</b>									
净利润	170	276	364	492	683	资产负债率 (%)	26%	25%	17%	17%	17%				
折旧摊销	117	125	0	39	41	流动比率	2.82	3.27	4.71	5.04	5.39				
财务费用	-17	-23	0	0	0	速动比率	2.27	2.83	4.14	4.40	4.69				
应收账款减少	0	0	22	-99	-126	<b>营运能力</b>									
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.59	0.55	0.65	0.72				
<b>投资活动现金流</b>	-141	-200	0	0	0	应收账款周转率	4	4	5	6	6				
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.59	8.91	9.35	10.02	10.10				
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>									
投资收益	3	-2	0	0	0	每股收益 (最新摊	1.71	2.75	1.50	2.05	2.88				
<b>筹资活动现金流</b>	-13	682	-171	-66	-93	每股净现金流 (最	1.15	6.74	1.13	1.46	2.03				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	9.79	15.54	9.40	11.16	13.64				
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>									
普通股增加	0	23	117	0	0	P/E	34.67	21.56	39.64	28.92	20.57				
资本公积增加	0	624	0	0	0	P/B	6.06	3.81	6.31	5.31	4.35				
<b>现金净增加额</b>	103	761	259	337	468	EV/EBITDA	17.19	13.89	29.46	19.36	13.60				

资料来源: 公司财报, 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。2016年水晶球最佳分析师第一名，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。

## 研究助理简介

### 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。

## 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。