

业绩高增速超预期，一季度趋势延续，国内业务呈现爆发趋势

——凯莱英（002821）2017 三季度报点评

2018 年 03 月 29 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 年年度报告，2017 年全年实现营业收入 14.23 亿，同比增长 28.99%；实现归属上市公司股东净利润 3.42 亿元，同比增长 35.04%；归属上市公司股东扣除非经常损益的净利润 2.97 亿元，同比增长 20.58%。实现 EPS 为 1.49 元。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 5.27 亿元，同比增加 66.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.41 亿元，同比增长 119.20%；实现 EPS 为 0.61 元。

公司公告利润分配预案，每 10 股派发现金红利 3.50 元（含税），送红股 0 股（含税），不以公积金转增股本。

公司公告一季度业绩预告：预计 2018 年一季度归属上市公司股东净利润 0.59 亿-0.64 亿元，同比增速 20-30%，2017 年一季度盈利 0.49 亿。

公司公告拟以自有资金参与国投创新投资管理有限公司、天津市海河产业基金管理有限公司、天津经济技术开发区管理委员会拟共同发起设立的全球创新药中国投资基金，首期出资额不超过 2 亿。

观点:

1、全年业绩超市场预期，一季度高增速趋势延续，在手订单持续增长，国内业务处于爆发期

公司全年实现营业收入 14.23 亿，同比增长 28.99%，高于行业平均增速（15-20%）；实现归属上市公司股东净利润 3.42 亿元，同比增长 35.04%，略超市场预期，其中公司 2017 年由于人民币升值的汇兑损益高达 5527 万元，若扣除汇兑损益的影响，实际归母净利润增速高达 56.52%，另有股权激励摊销 2300 万，政府补助 5798 万，扣除多因素影响，内生业绩增速在 43%，远超市场预期。

主要原因如下：

第一，1500 万美金订单下半年确认部分。

第二，国内业务超高增速（从 2016 年的 2391 万增加至 2017 年的 1.15 亿，拉动收入增速约 8%）

第三, 2016 年新进入商业化阶段的项目 (新型丙肝复方药物、慢性淋巴细胞白血病药物等) 终端还处于快速放量期。

第四, 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。

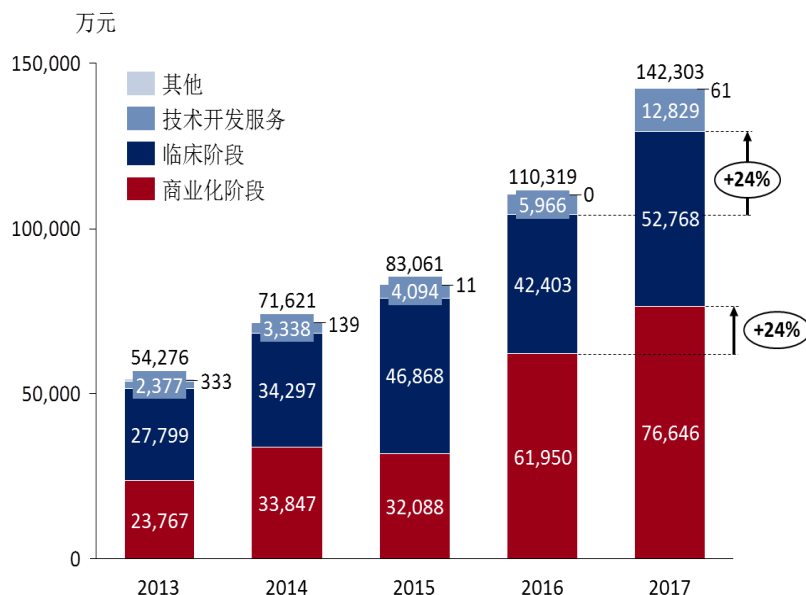
第五, Mavyret、Vabomere 的上市进一步促进凯莱英商业化阶段项目收入端的高速增长。

第六, 长期深度合作的客户越来越多, 基于公司目前 CDMO 技术的优越性, 公司承接更多高附加值的项目, 扩大业务规模。

分单季度数据来看, 公司 Q1-Q4 收入分别为 2.9 亿、2.61 亿、3.44 亿、5.27 亿, 归母净利润分别为 4908.86 万、7571.41 万, 7596.31, 1.41 亿, 季度间净利润季度波动较大, 与 CMO 业务属性有关。一般一季度普遍低 (春节), 四季度普遍高 (年末海外客户圣诞节前集中结算)

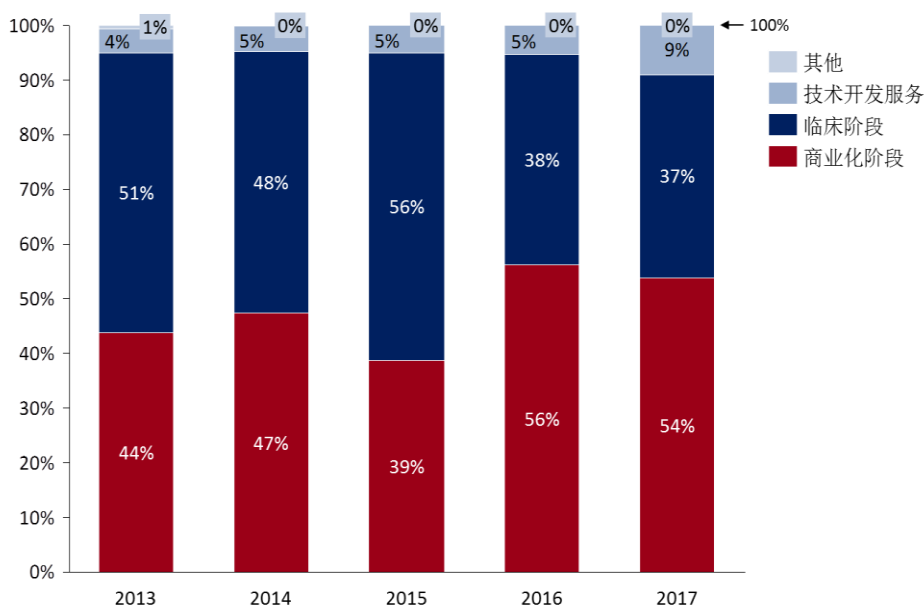
分板块来看收入, 如图 1 公司临床阶段 CMO 块收入 5.28 亿, 较去年 (4.24 亿) 增速 24%。商业化阶段 CMO 收入 7.64 亿, 较去年 (6.20 亿) 增加 24%, 临床和商业化项目均衡增长, 业务结构与去年基本相似 (图 2)。

图 1: 公司不同板块收入增长情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

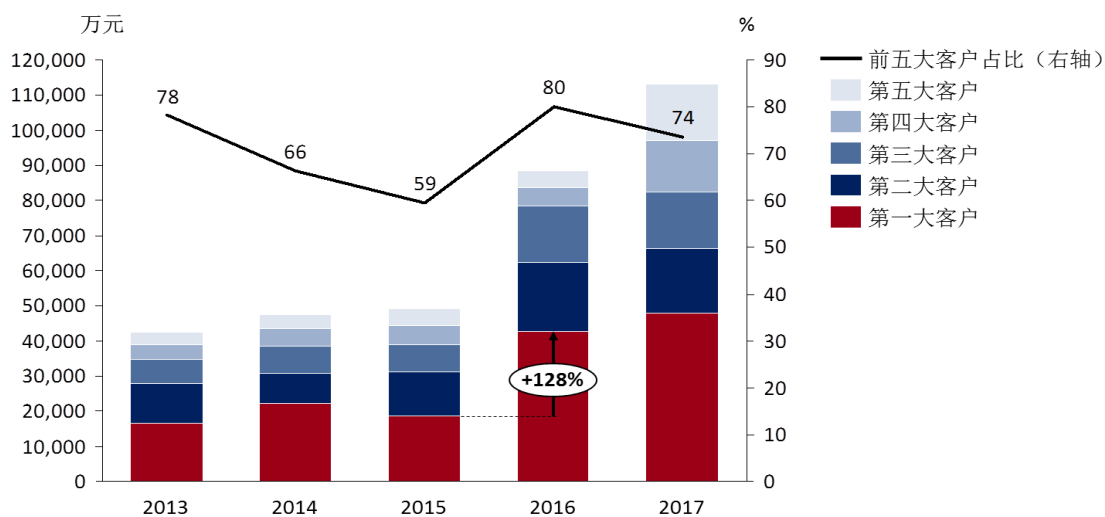
图 2: 公司收入结构变化情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

从前五大客户来看, 前五大客户销售额贡献 10.46 亿元, 收入占 73.51%, 较去年年报 (80.08%) 有所下降, 一方面体现公司客户进一步增多对单一客户的依赖性较小, 另一方面前五大客户的订单逐年增多, 尤其是第四第五大客户, 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 3)。

图 3: 公司前五大客户历年销售情况



资料来源: 东兴证券研究所

分地区来看, 公司国内业务爆发明显。国内业务收入 1.15 亿, 较去年增速 382.57%, 收入占比 8.11, 海外收入 13.07 亿, 增速 21.09%。

表 1: 凯莱英分地区收入占比及增速

地区	2017 年收入 (亿)	收入占比	2017 年增速	2016 年收入 (亿)	收入占比
国内	1.15	8.11%	382.57%	0.24	2.17%
国外	13.07	91.89%	21.09%	10.79	97.83%

资料来源: 公司年报东兴证券研究所

公司发布 2018 年一季度业绩预告, 业绩 0.59 亿-0.64 亿元, 同比增速 20-30%, 略超预期 (由于去年一季度基数较低 0.49 亿, 今年一季度可能还有 2000 万以上汇兑的影响, 一季度整体业绩增速超过 20% 说明扣掉汇兑的影响实际增速超高, 超市场预期), 一季度整体经营情况良好。

财务指标方面: 公司销售费用率 3.76%, 较去年同期 (3.90%) 下降 0.24pp, 管理费用率 16.70%, 较去年同期 (19.30%) 下降 2.6pp, 考虑到销售收入高速增长, 且有股权激励费用摊销的情况下, 整体销售费用、管理费用控制良好。2017 年公司财务费用 5173.81 万, 去年同期-2299.79 万, 财务费用由于人民币对美元汇率波动上升较多。

2、客户基础稳定, 产品梯队丰富, 在手商业化项目终端快速增长

临床阶段的项目积累为商业化阶段提供广泛的客户基础, 根据公司披露的订单情况, 2017 年相较 2016 年无论是临床阶段、商业化阶段还是技术开发服务, 项目数量均有增长, 且项目单价也在逐年提高。

表 2: 公司不同阶段项目数量、收入、单价

	2016	2017
临床阶段项目数量	104	113
临床阶段项目收入 (万元)	42,402.76	52767.78
平均每单价格 (万元)	407.72	466.97
商业化阶段项目数量	23	26
临床阶段项目收入	61,950.25	76645.54
平均每单价格 (万元)	2693.49	2947.91
技术开发服务 (万元)	172	189
技术开发服务项目收入 (万元)	5,966.37	12829.49
平均每单价格 (万元)	34.69	67.88

资料来源: 东兴证券研究所

我们根据凯莱英招股书披露的核心客户、核心领域, 我们推断公司的商业化项目有 Vertex 的 Kalydeco,

Pfizer 的 Xandi 等(表 3)。其中 2017 年新进入商业化的项目我们推测有艾伯维的丙肝药 MAVYRET 和 The Medicines Company 的新药 VABOMERE。

VABOMERE 2017 年 8 月获批, 用于治疗成人复杂尿路感染(cUTI), 其中包括一个类型的肾脏感染, 肾盂肾炎, 这是由由特定细菌引起的。Vabomere 是一种含有抗菌药(美罗培南)以及 vaborbactam 药物, 其通过某些类型的抗性机制抑制细菌。因为公司在美罗培南合成方面有核心竞争力, 所以我们推测 VABOMERE 大概率商业化订单也由凯莱英供货。

表 3:公司主要商业化项目情况

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/Astellas	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/Paritaprevir/Ritonavir	Abbvie	丙肝	2014 年 12 月	优先审评
MAVYRET	Glecaprevir/Pibrentasvir	Abbvie	丙肝	2017 年 8 月	否
VABOMERE	Meropenem and Vaborbactam Injection	The Medicines Company	尿路感染	2017 年 8 月	否

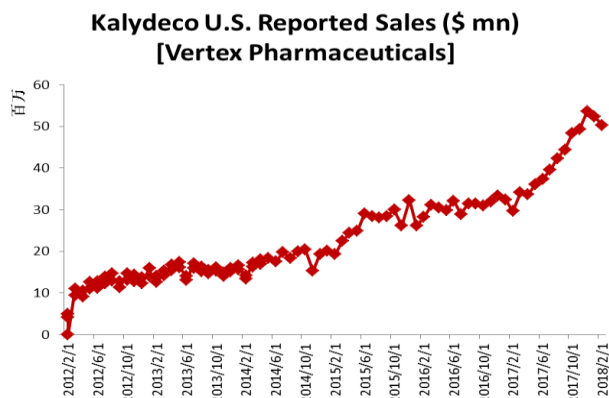
资料来源: 东兴证券研究所

表 4:凯莱英推测商业化项目彭博终端情况

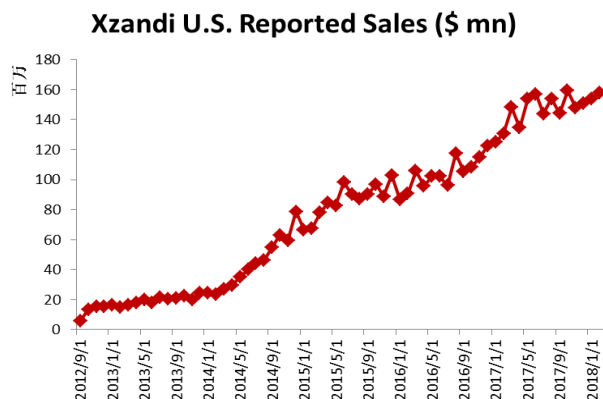
商品名	2015 彭博终端销售 (亿美金)	2016 彭博终端销售 (亿美金)	2017 彭博终端销售 (亿美金)	2017 增速 (%)	状态	未来 3 年预期
Kalydeco	3.13	3.66	4.8	31.15%	快速增长长期	15%以上增速
Xtandi	10.34	12.47	17.48	40.18%	快速增长长期	15%以上增速
Kyprolis	4.94	6.27	6.62	5.58%	稳定期	10%左右速度平稳增长
Orkambi	2.3	5.14	8.18	59.14%	快速增长长期	20%以上增速
Zepatier	/	5.58	13.58	143.37%	快速增长	20%以上增速

					长期	
Sprycel	9.93	10.78	12.36	14.66%	平稳增长	10%-15%速度 平稳增长
Entresto	0.11	1.45	4.41	204.14%	快速增长 长期	30%以上增速 高速增长
VIEKIRA	11.24	7.99	3.04	-61.95%	下降	下降/维持当前 体量
MAVYRET	/	/	/	/	快速增长 长期	30%以上增速 高速增长
VABOMER E	/	/	/	/	快速增长 长期	30%以上增速 高速增长

资料来源: 东兴证券研究所

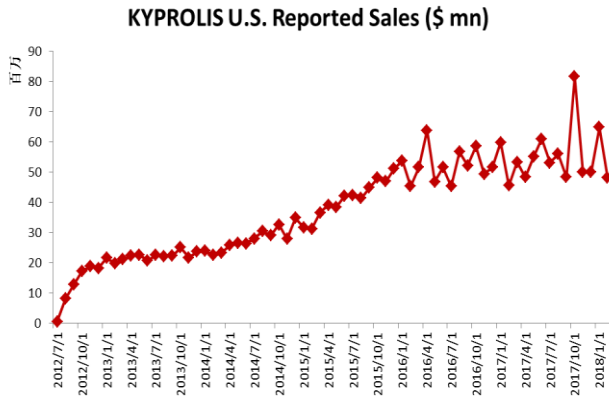
图 4:Kalydeco 彭博终端销售, MBS, 按月


资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 5:Xzandi 彭博终端销售, MBS, 按月


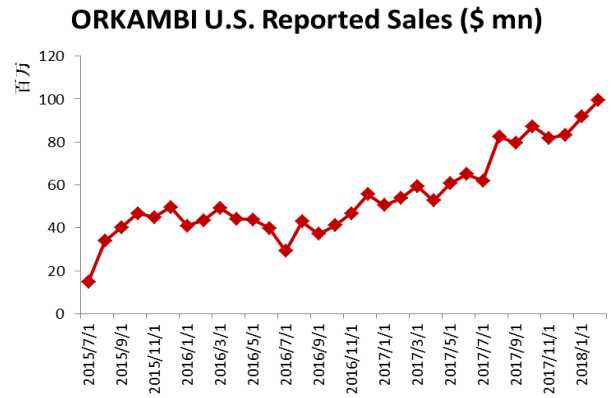
资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 6: Kyprolis 彭博终端销售, MBS, 按月



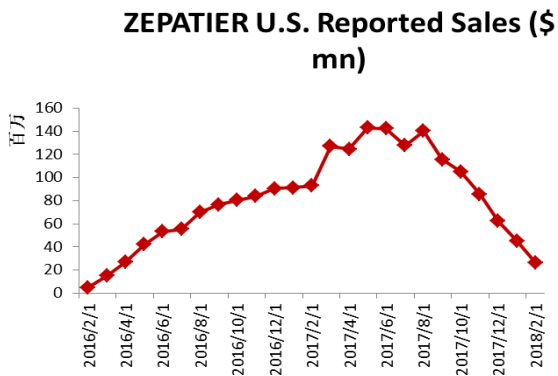
资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 7: Orkambi 彭博终端销售, MBS, 按月



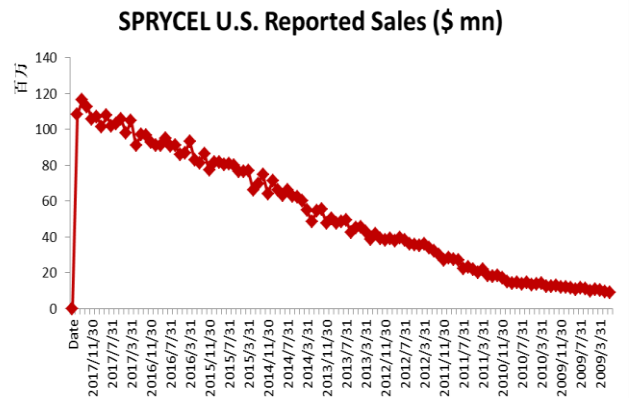
资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 8: Zapatier 彭博终端销售, MBS, 按月



资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

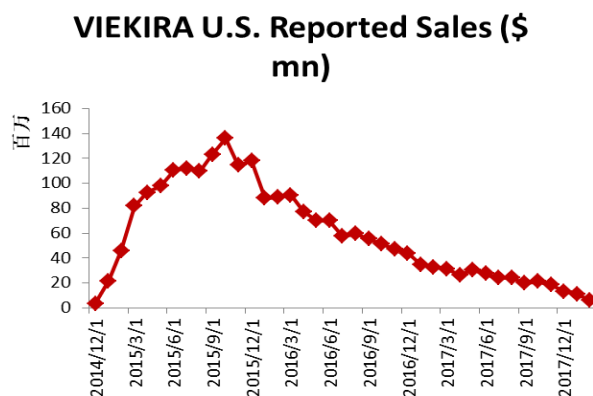
图 9: Sprycel 彭博终端销售, MBS, 按月



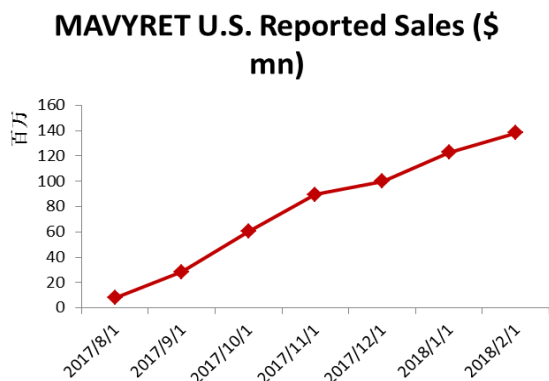
资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 10: Entresto 彭博终端销售, MBS, 按月

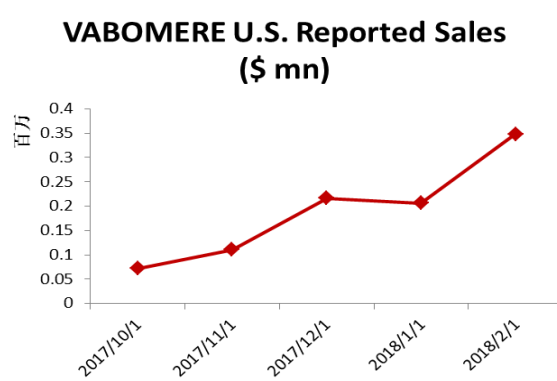

资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 11: Viekira 彭博终端销售, MBS, 按月


资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 12: Mavyret 彭博终端销售, MBS, 按月


资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

图 13: Vabomere 彭博终端销售, MBS, 按月


资料来源: 彭博, 东兴证券研究所

3. 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。

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。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, 将对公司国内业务的拓展产生积极影响。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。

公司还于 2018 年 3 月 16 日公告上海交通大学签署合作共建协议, 决定共建“上海交通大学药学院/细胞工程及抗体药物教育部工程研究中心—凯莱英医药集团, 生物药物创新技术研发联合实验室”。标志着公司生物药研发初步落地。

近期, 公司公告拟以自有资金参与国投创新投资管理有限公司、天津市海河产业基金管理有限公司、天津经济技术开发区管理委员会拟共同发起设立的全球创新药中国投资基金, 首期出资额不超过 2 亿。标志着公司将参与专业投资机构合作设立基金项目为契机, 对基金吸引的国内落地的优质创新药项目实现“早介入、深绑定”, 并在此过程中不断培养客户, 不仅能使公司获得更多为创新药提供一站式研发生产服务的机会, 还能在与客户建立长期、紧密、深度合作关系的进程中, 逐步成为客户创新药品种的全球供应商。这将对公司药物一体化生态圈的深入构建具有重要意义。

公司 2017 年虽有季节波动, 但全年交出满意答卷。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, 国内商业化长期订单签订、CMO 领域的布局均具有里程碑意义。公司近期布局以及几大战略核心落脚点其实都是在现有基础上不断丰富技术储备, 从而进一步培养客户、培养项目、培养团队, 为未来公司的高速发展打下良好的基础。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 4.70 亿元、6.28 亿元、8.45 亿元, 增长分别为 31.95%、35.60%、35.95%。EPS 分别为 1.96 元、2.63 元、3.58 元, 对应 PE 分别为 37x, 28x, 20x。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, 未来三年业绩增速有望维持 30%-35% 高速增长, 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	1645	1615	2331	3035	3963	营业收入	1103	1423	1868	2480	3294		
货币资金	1084	839	1453	1883	2447	营业成本	534	687	898	1193	1584		
应收账款	295	451	358	476	632	营业税金及附加	16	16	26	35	46		
其他应收款	4	17	23	30	40	营业费用	43	54	65	79	102		
预付款项	9	17	18	18	19	管理费用	213	238	344	434	567		
存货	219	260	354	470	625	财务费用	-23	52	0	0	0		
其他流动资产	35	30	28	28	28	资产减值损失	3.33	8.96	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	800	1022	967	911	852	公允价值变动收益	-0.01	-3.22	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-2.28	-0.26	0.00	0.00	0.00		
固定资产	492	761	712	677	660	营业利润	315	420	505	739	994		
无形资产	64	67	60	53	47	营业外收入	10.67	3.86	48.60	0.00	0.00		
其他非流动资产	24	67	67	67	67	营业外支出	0.13	1.37	0.00	0.00	0.00		
资产总计	2445	2637	3298	3946	4815	利润总额	325	422	553	739	994		
流动负债合计	504	374	536	640	779	所得税	50	62	83	111	149		
短期借款	186	0	0	0	0	净利润	276	360	470	628	845		
应付账款	139	153	219	291	386	少数股东损益	23	19	20	20	20		
预收款项	109	0	1	1	1	归属母公司净利润	253	341	450	608	825		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	417	611	560	796	1053		
非流动负债合计	108	108	56	56	56	BPS (元)	2.75	1.51	1.96	2.64	3.59		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
负债合计	612	482	592	696	835	成长能力							
少数股东权益	79	97	117	137	157	营业收入增长	32.82%	28.99%	31.27%	32.76%	32.81%		
实收资本(或股本)	113	230	230	230	230	营业利润增长	57.10%	33.24%	20.29%	46.47%	34.52%		
资本公积	981	1039	1039	1039	1039	归属于母公司净利润	64.60%	35.04%	31.95%	35.10%	35.65%		
未分配利润	632	909	1256	1724	2360	获利能力							
归属母公司股东权	1754	2058	2596	3119	3829	毛利率(%)	51.60%	51.74%	51.93%	51.91%	51.89%		
负债和所有者权益	2445	2637	3305	3953	4822	净利率(%)	24.98%	25.30%	25.18%	25.34%	25.66%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)							
						12.90%	10.34%	12.94%	13.65%	15.42%			
经营活动现金流	278	196	582	516	679	偿债能力							
净利润	276	360	470	628	845	资产负债率(%)	25%	18%	18%	18%	17%		
折旧摊销	125	140	0	57	59	流动比率	3.27	4.32	4.35	4.74	5.09		
财务费用	-23	52	0	0	0	速动比率	2.83	3.62	3.69	4.01	4.29		
应收账款减少	0	0	92	-117	-156	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.59	0.56	0.63	0.68	0.75		
投资活动现金流	-200	-300	0	0	0	应收账款周转率	4	4	5	6	6		
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0	应付账款周转率	8.91	9.75	10.05	9.73	9.73		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	-2	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.75	1.51	1.96	2.64	3.59		
筹资活动现金流	682	-65	31	-85	-116	每股净现金流(最新)	6.74	-0.73	2.67	1.87	2.45		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	15.54	8.94	11.28	13.55	16.64		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	23	117	0	0	0	P/E	26.62	48.48	37.40	27.69	20.41		
资本公积增加	624	58	0	0	0	P/B	4.71	8.19	6.49	5.40	4.40		
现金净增加额	761	-169	613	431	564	EV/EBITDA	17.66	26.19	27.51	18.80	13.67		

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。