

凯莱英 (002821)

战略合作CRO，持续强化新药研发生产一站式服务

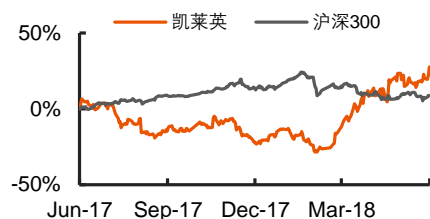
强烈推荐（维持）

现价：89.61元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.asymchem.com.cn
大股东/持股	ASYM CHEM LABORATORIES, INCORPORATED/41.83%
实际控制人	HAO HONG
总股本(百万股)	230
流通 A 股(百万股)	121
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	206.20
流通 A 股市值(亿元)	108.37
每股净资产(元)	9.22
资产负债率(%)	18.20

行情走势图



相关研究报告

- 《凯莱英*002821*一季度运营顺利，高增长有望持续》 2018-04-19
- 《凯莱英*002821*高增长兑现，需求增加保障持续成长动力》 2018-03-30
- 《凯莱英*002821* 合作上海交大，布局生物制药》 2018-03-19

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

倪亦道 一般从业资格编号
S1060116040040
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

公司公告与Covance、昭衍新药签署战略合作框架协议。

平安观点：

■ 合作 CRO，补齐创新药外包产业链：

Covance 是 LabCorp 旗下药物研发业务部门，也是全球顶尖的 CRO 之一，拥有集化合物研究、临床前研究、临床研究及注册审批一体的多维度研发服务能力。

而昭衍新药（603127.SH）则是国内排名领先的临床前研究机构，尤以非临床安全性评价服务见长。公司拥有 FDA、CFDA、OECD 的 GLP 认证，并在长期服务中培养了强大的试验方案设计能力。

凯莱英以小分子创新药 CDMO 服务起家，并正在向临床前研究、临床研究等产业链上的其他领域拓展。公司通过本次合作补齐了自身未涉足的国内 GLP 安评、全球临床前/临床研究业务板块，是凯莱英实现创新药研发生产一站式服务战略的重要一步。

■ 联手开拓谋共赢，锁定创新药基金标的外包业务：

创新药研发道阻且长，与之对应的外包产业链同样绵长，且其中各环节所需要的核心能力并不相同。为应对这一情况，近年来产业链各环节的合作正逐渐成为趋势。合作方通过发挥各自优势能够优化研发环节，进一步加速研发进程；与此同时，合作方也可以实现项目与客户的共享，提升客户获取与维护效率。

由凯莱英、国投创新、海河基金、天津开发区共同设立的创新药投资基金正在紧锣密鼓的筹备过程中。基于此次合作获得一站式服务能力的凯莱英将有望包揽该基金所投创新药物对应的 CRO/CDMO 服务，从而在研发早期阶段即完成业务的锁定，并开拓更多 biotech 客户。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1103.2	1423.0	1955.0	2569.8	3291.8
YoY(%)	32.8	29.0	37.4	31.4	28.1
净利润(百万元)	252.7	341.3	457.1	620.1	814.0
YoY(%)	64.6	35.0	33.9	35.7	31.3
毛利率(%)	51.6	51.7	51.6	51.4	51.4
净利率(%)	22.9	24.0	23.4	24.1	24.7
ROE(%)	15.0	16.7	17.3	19.0	19.9
EPS(摊薄/元)	1.10	1.48	1.99	2.69	3.54
P/E(倍)	81.6	60.4	45.1	33.3	25.3
P/B(倍)	11.8	10.0	7.7	6.3	5.0

- **CDMO 行业扬帆起航，龙头公司持续强化自身能力，维持“强烈推荐”评级：**在海外产能转移与国内需求崛起的行业发展机遇中，龙头公司凭借更广的视野、更强的能力、更好的口碑持续进行内生与外延的发展，反复强化自身业务能力，显露出强者恒强的特征。我们继续看好凯莱英公司思路清晰的管理团队以及广阔的后续发展空间。剔除不确定的汇兑因素，维持 2018-2020 年 EPS 为 1.99/2.69/3.54 元的预测，对应 2019 年仅 33.3x PE，拥有充足的估值切换空间，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**

 - (1) 行业风险：创新药物投入及外包比例不及预期
如果因创新药收益风险比不足、国际政治环境等原因导致全球创新药物的投入和外包比例不及预期，则会影响 CMO 行业的发展。
 - (2) 公司风险：药物研发失败及上市后销售不及预期
药品的研发失败将导致项目终止，CMO 丢失对应订单。
药品上市后若销售不及预期，将导致对应的 CMO 订单无法实现放量。
 - (3) 公司风险：丢失客户信任风险
若因发生生产事故、收到监管机构警告信或其他不能满足客户需求的情况，可能会导致订单乃至客户的丢失。
 - (4) 公司风险：汇率波动
主要客户来自欧美，订单以外币为计价单位。汇率波动会造成汇兑损益。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1615	2044	2352	3239
现金	839	1183	1072	1798
应收账款	468	510	775	871
其他应收款	0	11	3	15
预付账款	17	36	34	55
存货	260	266	428	461
其他流动资产	291	306	468	501
非流动资产	1022	1302	1584	1815
长期投资	0	0	0	0
固定资产	761	1000	1292	1529
无形资产	67	66	66	66
其他非流动资产	195	236	226	220
资产总计	2637	3347	3936	5054
流动负债	374	452	392	660
短期借款	0	0	0	0
应付账款	153	268	287	424
其他流动负债	221	184	105	237
非流动负债	108	110	110	110
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	108	110	110	110
负债合计	482	562	502	770
少数股东权益	97	119	148	184
股本	230	230	230	230
资本公积	1039	1039	1039	1039
留存收益	939	1396	2016	2830
归属母公司股东权益	2058	2666	3286	4100
负债和股东权益	2637	3347	3936	5054

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	196	652	329	1156
净利润	360	457	620	814
折旧摊销	75	99	150	201
财务费用	43	26	5	-6
投资损失	0	0	0	-1
营运资金变动	-368	48	-479	107
其他经营现金流	85	22	33	40
投资活动现金流	-300	-432	-432	-431
资本支出	-2	-432	-432	-432
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-298	0	0	1
筹资活动现金流	-65	123	-9	2
短期借款	-186	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	117	0	0	0
资本公积增加	-98	151	0	0
其他筹资现金流	101	-27	-9	2
现金净增加额	-169	343	-111	726

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1423	1955	2570	3292
营业成本	687	947	1249	1600
营业税金及附加	16	22	30	38
营业费用	54	76	103	132
管理费用	238	319	411	518
财务费用	52	26	5	-6
资产减值损失	9	10	14	17
公允价值变动收益	-3	-2	0	0
投资净收益	0	0	0	1
营业利润	420	552	759	995
营业外收入	4	15	10	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	422	566	768	1004
所得税	62	85	115	151
净利润	360	481	653	853
少数股东损益	19	24	33	39
归属母公司净利润	341	457	620	814
EBITDA	492	677	915	1190
EPS (元)	1.48	1.99	2.69	3.54

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	29.0	37.4	31.4	28.1
营业利润(%)	33.2	31.6	37.5	31.1
归属于母公司净利润(%)	35.0	33.9	35.7	31.3
获利能力				
毛利率(%)	51.7	51.6	51.4	51.4
净利率(%)	24.0	23.4	24.1	24.7
ROE(%)	16.7	17.3	19.0	19.9
ROIC(%)	44.6	40.1	41.5	36.1
偿债能力				
资产负债率(%)	18.3	16.8	12.8	15.2
净负债比率(%)	-30.5	-12.8	-18.1	-13.3
流动比率	4.3	4.5	6.0	4.9
速动比率	3.6	3.9	4.9	4.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.7	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	9.8	9.3	9.3	9.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.48	1.99	2.69	3.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	2.83	1.43	5.02
每股净资产(最新摊薄)	8.9	11.6	14.3	17.8
估值比率				
P/E	60.4	45.1	33.3	25.3
P/B	10.0	7.7	6.3	5.0
EV/EBITDA	26.3	28.8	21.5	15.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033