

# 扣非业绩54.83%内生高增速超预期，把握机遇几大战略持续推进

——凯莱英（002821）2018年中报点评

2018年08月20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2018年半年度报告，上半年公司实现营业收入7.58亿元，同比增长37.38%；归属于上市公司股东的净利润1.57亿元，同比增长25.53%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润1.42亿元，同比增长54.83%，实现EPS为0.68元。

Q2公司实现营业收入3.94亿元，同比增长50.73%；归属于上市公司股东的净利润93.18亿元，同比增长23.06%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润0.89亿元，同比增长97.22%，实现EPS为0.40元。

公司公告2018年1-9月经营预告，预计2018年1-9月归母净利润2.40-2.61亿元，同比增长20-30%。

## 分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	317.39	290.1	261.38	344.47	527.1	363.66	393.98
增长率（%）	2.15%	55.40%	-7.90%	9.24%	66.07%	25.36%	50.73%
毛利率（%）	46.16%	48.33%	55.82%	54.13%	50.04%	49.80%	42.51%
期间费用率（%）	21.36%	23.69%	33.25%	27.85%	17.34%	34.22%	34.22%
营业利润率（%）	20.35%	24.17%	36.22%	28.21%	29.90%	18.89%	15.56%
净利润（百万元）	63.25	57.76	81.91	77.20	143.18	52.42	87.78
增长率（%）	-20.92%	59.66%	25.55%	-30.42%	126.39%	-9.25%	7.17%
每股盈利（季度，元）	0.57	0.43	0.33	0.33	0.61	0.28	0.40
资产负债率（%）	25.03%	22.70%	20.84%	19.36%	18.28%	18.24%	18.91%
净资产收益率（%）	3.45%	3.04%	4.25%	3.84%	6.64%	3.04%	4.37%
总资产收益率（%）	2.59%	2.35%	3.36%	3.09%	5.43%	1.96%	3.23%

观点:

**1、扣非增速 54.83% 内生高增速超预期, 把握机遇国内战略持续推进**

公司上半年营收 7.58 亿元, 同比增长 37.38%, 归母净利润 1.57 亿, 增速 25.53%, 扣非利润 1.42 亿, 增速 54.83%, 内生增速超略超预期! 表观看归母业绩略低, 主要有以下几点原因

第一, 去年上半年收到 3900 万政府补助, 归母净利润基数比较高, 今年政府补助 1593 万。

第二, 公司 Q1 财务费用 4424 万, 汇兑损益严重, 上半年财务费用 2020 万, Q2 汇兑有正收益但是还没有抵消一季度的损失。整体财务费用与去年基本持平

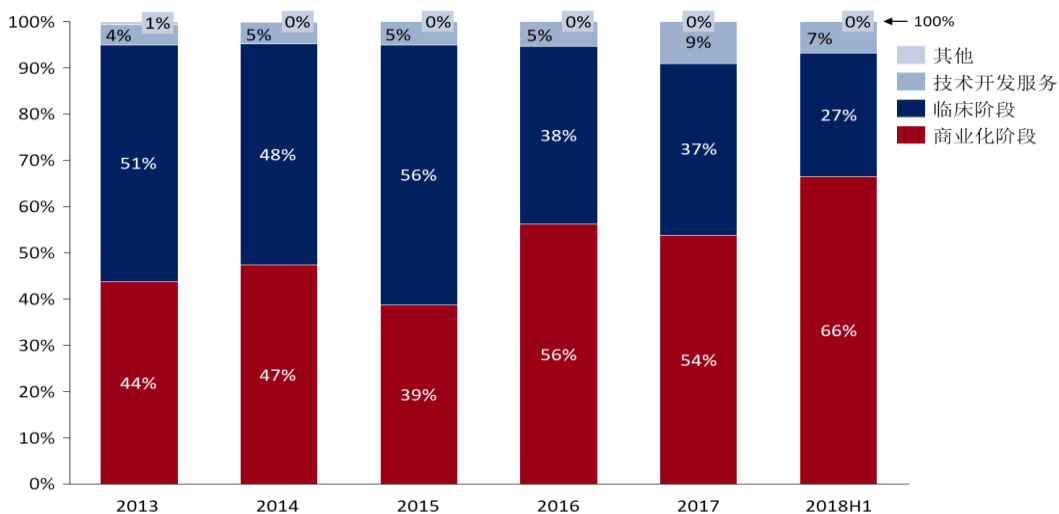
第三, 上半年公司少数股东权益-1647 万, 去年同期 1487 万, 对业绩有 3000 万影响。

**扣除政府补助、少数股东权益、财务费用等影响, 公司业绩增速超过 50%, 与扣非利润一致。**

分单季度数据来看, 公司 Q1、Q2 收入分别为 3.64 亿、3.94 亿, 归母净利润分别为 6349 万、9318 万, 三季度利润区间 0.83-1.04 亿, 增速 9-37%。由于公司 CDMO 业务属性, 季度间波动较大。去年四季度为全年业绩最高, 上半年相对业绩基数较低, 所以单纯看单季度同比增速不能线性化判断公司全年情况。但我们综合推断公司整体生产经营情况持续向好, 海外大客户已经形成稳定订单, 国内均为增量, 根据草根调研情况, 全年订单情况良好, 业绩高增速可期。

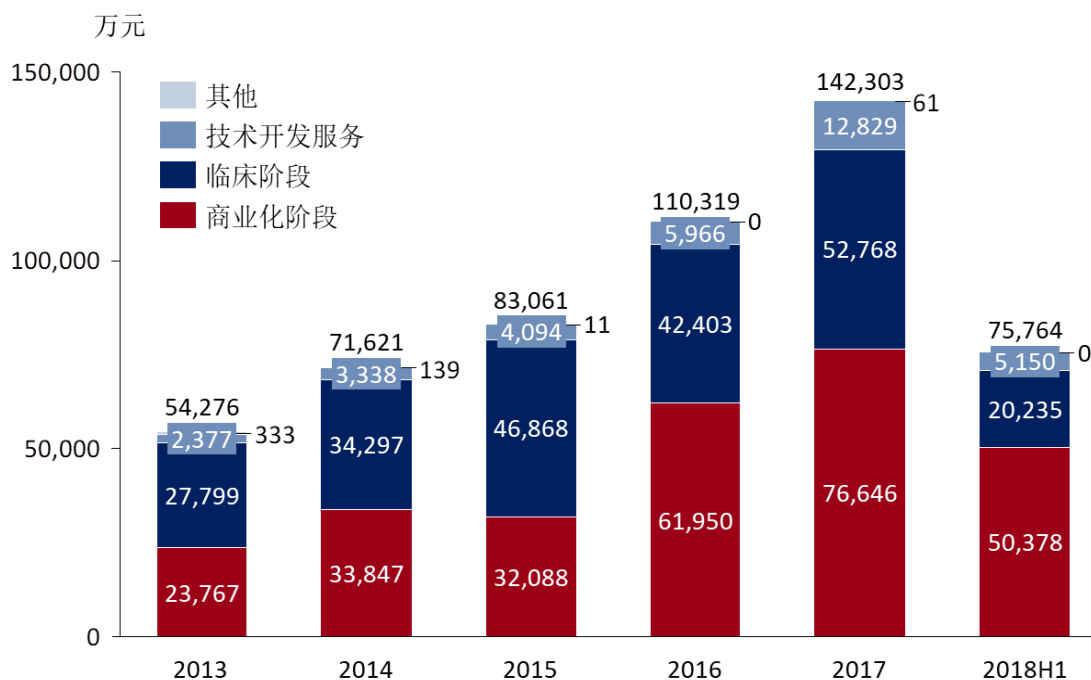
分板块来看收入, 公司临床阶段 CDMO 块收入 2.02 亿, 较去年 (1.68 亿) 上升 20.13%。商业化阶段 CDMO 收入 5.04 亿, 较去年 (3.28 亿) 增加 53.18%, 提升明显, 收入占比 66.49%。临床阶段 CDMO 毛利率 40.06% 较去年下降 6.39pp, 商业化项目毛利率 47.42%, 较去年同期下降 2.81%。技术开发服务收入 5150 万, 与去年相比下降 6.07%。上半年主要是商业化项目拉动收入利润增长, 临床阶段项目平稳增长。

图 1: 公司收入结构变化情况



资料来源: 公司报表, 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, 东兴证券研究所

分地区来看, 公司国内外业务均呈现良好增长势头。国内业务收入 0.32 亿, 较去年增速 127.14%, 收入占比 4.19%, 未来有望持续为公司提供新的业绩增长点; 海外收入 7.26 亿, 增速 35.05%。

表 1: 凯莱英分地区收入占比及增速

地区	2018H1 收入 (亿)	2018H1 收入占比	2018H1 增速	2016 年收入 (亿)	2016 收入占比	2017 年收入 (亿)	收入占比	2017 年增速
国内	0.32	4.19%	127.14%	0.24	2.17%	1.15	8.11%	382.57%
国外	7.26	95.81%	35.05%	10.79	97.83%	13.07	91.89%	21.09%

资料来源: 公司年报东兴证券研究所

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, 2018 年相较 2017 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。

**表 2: 公司不同阶段项目数量、收入、单价**

	2016	2017	2016H1	2017H1	2018H1
<b>临床阶段项目数量</b>	104	113	34	46	61
临床阶段项目收入 (万元)	42,402.76	52767.78	14568.04	16844.22	20234.96
平均每单价格 (万元)	407.72	466.97	428.47	366.18	331.72
<b>商业化阶段项目数量</b>	23	26	19	13	18
商业化阶段项目收入	61,950.25	76645.54	30686.16	32753.02	50378.18
平均每单价格 (万元)	2693.49	2947.91	1615.06	2519.46	2798.79
<b>技术开发服务 (万元)</b>	172	189	88	66	108
技术开发服务项目收入 (万元)	5,966.37	12829.49	1793.19	5483.16	5150.36
平均每单价格 (万元)	34.69	67.88	20.38	83.08	47.69

资料来源: 东兴证券研究所

**财务指标方面**, 公司销售费用率为 3.68%, 与去年 (4.09%) 相比下降 0.41pp, 同比增长 23.68% 慢于收入增速, 今年相较于去年, 没有了聘请中介机构费 (影响 5% 左右), 折旧摊销和租赁费有所减少; 管理费用率为 18.17%, 比去年同期的 21.15% 下降 2.98pp, 管理费用控制良好。公司财务费用相较去年增加 369 万, 汇兑损益 2487 万, 去年为 2068 万, 上半年汇兑依然有损失。公司综合毛利率 46.01%, 比去年同期的 51.88% 下降 5.87pp, 主要还是受成本上涨影响。

## 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

上半年公司接洽国内制药企业达 218 家, 2018 年上半年服务国内客户数量 37 个, 国内业务收入金额快速增长。2017 年以来服务的国内 1 类新药近 20 个, 部分已申报 IND, 部分药品列入国家重大专项。同时, 公司已构建包括国内创新药 CMC 服务、MAH 业务、制剂研发生产、仿制药一致性评价、临床试验服务、生物样本检测以及药品注册申报等在内的全方位服务体系, 为国内制药企业提供可靠的一站式服务。同时与全球最大和最全面的 CRO 公司科文斯 (Covance)、国内排名领先的临床前研究机构昭衍新药达成战略合作, 与上海交大合作共建“生物药物创新技术研发联合实验室”, 布局生物大分子药物领域。

图 3: 公司“一站式服务”为中心, 多方向战略部署



资料来源: 公司中报, 东兴证券研究所

2018 年上半年以来, 客户结构更加多元化, 项目及服务类型愈加丰富, 服务领域涵盖肿瘤、高血压等等治疗领域。随着国内相关行业扶持政策红利的继续释放, 未来将带来更强劲的增长动力。

公司未来战略再梳理, 主要包括:

- ◆ 现有 CDMO 主业方面进行技术方面的深度延伸开拓: 2018 年上半年研发投入 7,057 万元, 较上年同期增长 80.95%。不断进行技术创新和自主研发核心技术, 确保技术价值的持续输出, 以技术优势构建行业高壁垒。其中, 凯莱英自主研发的绿色技术连续性反应技术和生物转化技术进一步取得跨越性进展。大分子生物药领域也在进一步布局, 专利申请和学术论文发表再上新台阶。
- ◆ 国内 CDMO 业务继续开拓, 为国内制药公司提供一站式服务。(图 3)
- ◆ 向制剂业务进行延伸 (有可能涉及外延扩张): 公司目前已拥有制剂试制车间, 储备了相关制剂生产技术及经验。通过募投项目的投产, 公司正逐步进军制剂领域, 提升产品附加值。
- ◆ 生物药项目的发展: 公司在已有多肽、多糖等大分子成熟业务的基础上, 逐步布局生物药, 例如抗体药物等 CRO、CDMO 业务, 与交大抗体中心合作是生物领域布局的初步落地。为公司今后在生物大分子药物领域的稳步发展奠定坚实基础。

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。

2018年3月29日，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。标志着公司将以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、深度合作关系的过程中，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。

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2018-2020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35x、26x、19x。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		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	1645	1615	2331	3035	3963	<b>营业收入</b>	1103	1423	1868	2480	3294	<b>营业成本</b>	534	687	898	1193	1584
货币资金	1084	839	1453	1883	2447	营业税金及附加	16	16	26	35	46	营业费用	43	54	65	79	102
应收账款	295	451	358	476	632	管理费用	213	238	344	434	567	财务费用	-23	52	0	0	0
其他应收款	4	17	23	30	40	资产减值损失	3.33	8.96	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	-0.01	-3.22	0.00	0.00	0.00
预付款项	9	17	18	18	19	投资净收益	-2.28	-0.26	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	315	420	505	739	994
存货	219	260	354	470	625	营业外收入	10.67	3.86	48.60	0.00	0.00	营业外支出	0.13	1.37	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	35	30	28	28	28	利润总额	325	422	553	739	994	所得税	50	62	83	111	149
<b>非流动资产合计</b>	800	1022	967	911	852	<b>净利润</b>	276	360	470	628	845	少数股东损益	23	19	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	253	341	450	608	825	EBITDA	417	611	560	796	1053
固定资产	492	761	712	677	660	<b>EPS (元)</b>	2.75	1.51	1.96	2.64	3.59	<b>主要财务比率</b>					
无形资产	64	67	60	53	47						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
其他非流动资产	24	67	67	67	67	<b>成长能力</b>											
<b>资产总计</b>	2445	2637	3298	3946	4815	营业收入增长					32.82%	28.99%	31.27%	32.76%	32.81%		
<b>流动负债合计</b>	504	374	536	640	779	营业利润增长					57.10%	33.24%	20.29%	46.47%	34.52%		
短期借款	186	0	0	0	0	归属于母公司净利润					64.60%	35.04%	31.95%	35.10%	35.65%		
应付账款	139	153	219	291	386	<b>获利能力</b>											
预收款项	109	0	1	1	1	毛利率(%)					51.60%	51.74%	51.93%	51.91%	51.89%		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	净利率(%)					24.98%	25.30%	25.18%	25.34%	25.66%		
<b>非流动负债合计</b>	108	108	56	56	56	总资产净利润(%)					12.90%	10.34%	12.94%	13.65%	15.42%		
长期借款	0	0	0	0	0	ROE(%)					14.41%	16.59%	17.35%	19.51%	21.56%		
应付债券	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>											
<b>负债合计</b>	612	482	592	696	835	资产负债率(%)					25%	18%	18%	18%	17%		
少数股东权益	79	97	117	137	157	流动比率					3.27	4.32	4.35	4.74	5.09		
实收资本(或股本)	113	230	230	230	230	速动比率					2.83	3.62	3.69	4.01	4.29		
资本公积	981	1039	1039	1039	1039	<b>营运能力</b>											
未分配利润	632	909	1256	1724	2360	总资产周转率					0.59	0.56	0.63	0.68	0.75		
归属母公司股东权	1754	2058	2596	3119	3829	应收账款周转率					4	4	5	6	6		
<b>负债和所有者权益</b>	2445	2637	3305	3953	4822	应付账款周转率					8.91	9.75	10.05	9.73	9.73		
<b>现金流量表</b>						每股指标(元)											
单位: 百万元						每股收益(最新摊薄)					2.75	1.51	1.96	2.64	3.59		
2016A						每股净现金流(最新)					6.74	-0.73	2.67	1.87	2.45		
2017A						每股净资产(最新摊)					15.54	8.94	11.28	13.55	16.64		
2018E						<b>估值比率</b>											
2019E						P/E					24.72	45.03	34.74	25.71	18.96		
2020E						P/B					4.37	7.60	6.03	5.02	4.09		
<b>经营活动现金流</b>	278	196	582	516	679	EV/EBITDA					16.25	24.23	25.36	17.29	12.53		
净利润	276	360	470	628	845												
折旧摊销	125	140	0	57	59												
财务费用	-23	52	0	0	0												
应收账款减少	0	0	92	-117	-156												
预收账款增加	0	0	0	0	0												
<b>投资活动现金流</b>	-200	-300	0	0	0												
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0												
长期股权投资减少	0	0	0	0	0												
投资收益	-2	0	0	0	0												
<b>筹资活动现金流</b>	682	-65	31	-85	-116												
应付债券增加	0	0	0	0	0												
长期借款增加	0	0	0	0	0												
普通股增加	23	117	0	0	0												
资本公积增加	624	58	0	0	0												
<b>现金净增加额</b>	761	-169	613	431	564												

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。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。