

凯莱英 (002821)

高增长再获确认，“一站式服务平台”布局进行时

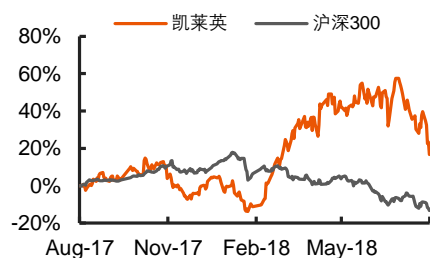
强烈推荐 (维持)

现价: 67.99 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.asymchem.com.cn
大股东/持股	ASYMCHEM 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)	156.45
流通 A 股市值(亿元)	82.22
每股净资产(元)	9.31
资产负债率(%)	18.91

行情走势图



相关研究报告

- 《凯莱英*002821*战略合作 CRO, 持续强化新药研发生产一站式服务》 2018-06-07
- 《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
- 《凯莱英*002821*重大合同签订, 国内创新浪潮推动 CMO 快步发展》 2018-03-05

证券分析师

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

倪亦道 投资咨询资格编号
S1060518070001
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布2018年中报: 上半年实现收入7.58亿元 (+ 37.38%), 实现归属净利润1.57亿元 (+25.53%), 扣非后归属净利润1.42亿元 (+54.83%), 略好于市场预期。

公司同时预告2018年前三季度归属净利润增长20-30%。

平安观点:

■ 主业增长持续, 下半年有望表现更佳:

公司 Q2 单季度实现收入 3.94 亿元 (+50.73%), 实现归属净利润 0.93 亿元 (+23.06%), 扣非后归属净利润 0.89 亿元 (+97.22%)。2018 年上半年计入营业利润部分的政府补贴 1593.27 万元(去年同期 3913.89 万元), 汇兑损失 2487.13 万元(去年同期损失 2067.53 万元), 剔除以上因素, 公司主业继续保持健康较快增长。

公司 2018H1 整体毛利率为 46.01%, 比上年同期下降了 5.87PP。主要原因根据影响程度分别有: (1) 与 2017H1 比收入端受更多汇兑影响, 影响毛利率; (2) 项目安排结构差异, 工艺研发投入增加; (3) 部分产品出口退税由 12%降至 9%; (4) 大部分新承接的国内业务尚处磨合调整期, 推进速度慢于欧美项目, 因此固定成本均摊后相对较高。其中除汇兑和退税外的其他影响因素是能够在公司之后的运营中得到改善的。

从承接项目数来看, 公司商业化项目、临床阶段项目和技术开发服务相比 2017H1 都有较明显的增加, 一方面对应的总收入随之增加, 另一方面也有利于降低公司单项目规模变化可能引起的业绩波动性。此外, 随公司多肽、多糖等项目推进, 合成类大分子药物也将成为近几年新的增长亮点。从地区划分, 公司上半年国内收入共 3175.79 万元 (+227%), 占总收入的 4.19%, 国内订单崛起得到验证。预计 2018 全年公司国内收入占比有望达到 10%以上。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1103	1423	1955	2570	3292
YoY(%)	32.8	29.0	37.4	31.4	28.1
净利润(百万元)	253	341	457	620	814
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)	61.9	45.8	34.2	25.2	19.2
P/B(倍)	8.9	7.6	5.9	4.8	3.8

公司预告前三季度归属净利润增长 20-30%。由于预测时并未考虑 2018Q3 可能获得的政府补贴，我们估计公司的扣非净利润增速仍会继续好于净利润增速。

■ **持续有序建设产能，推广绿色化学技术广泛应用：**

公司产能建设节奏控制良好，投资持续且有序，为可持续发展提供基础支持。天津 3 厂区与敦化 1 厂区均有新产能启用。2018 年 3 月开工建设的敦化 2 厂区一期工程现已完成土木工程阶段，有望在 2019 年上半年达产，为公司的业务扩展作出贡献。

敦化厂区的建设不仅仅是产能的叠加，更是公司先进绿色化学技术规模化应用的载体。公司现有多个项目可通过连续性反应实现规模化供应，应用酶催化技术的部分项目也已进入中试阶段。

随敦化厂区的建成以及技术成熟度进一步提高，绿色化学技术在公司项目中的使用比例还将进一步提高。这些颠覆性技术的规模化使用意味着公司能够在生产效率提高、成本降低、污染减少等多个方向获得显著优势，进一步提升公司竞争力。

■ **产业链布局稳扎稳打，陆续落地：**

创新药外包产业链各环节具有密切联系，因此同时涉足多个环节有利于发挥协同效应。公司确定了产业链多方面布局，打造“一站式服务平台”的目标，并为之努力。

上半年公司已有多项工作收获阶段性成果：（1）与上海公卫合作临床中心，打造临床 CRO 业务，其中一致性评价项目已经展开，创新药临床项目预计很快也会上马；（2）合作上海交大细胞工程和抗体药物研究中心，从研发端起步探索生物 CDMO 业务；（3）设立投资基金，从药物研发早期介入，紧抓药企需求。预计很快基金能够完成注册，进入正式运作；（4）战略合作知名 CRO 企业科文斯与昭衍新药，将公司不甚擅长的海外 CRO 和国内毒理 CRO 业务通过合作方式落地。随工作推进，未来还会有更多进展逐步体现。

公司拟在港交所主板 IPO，一方面借助港交所的国际化平台展现公司形象，助力新客户的开拓；另一方面也为大分子 CDMO 等新兴业务的开拓筹措资金，提前为公司中长期发展打下基础。

■ **乘行业春风，CDMO 龙头大步前行，维持“强烈推荐”评级：**不可逆的产业转移趋势叠加国内创新药研发崛起，CMO 行业迎来加速发展机遇。凯莱英作为优质的行业龙头企业拥有客户口碑、领先技术等先发优势。公司在发展 CDMO 业务同时，积极布局创新药外包产业链其他环节，为实现“一站式服务”的目标努力。不考虑尚未确定因素，维持 2018-2020 年 EPS 为 1.99、2.69、3.54 元的预测。

近期因医药行业整体因素及港股 IPO 预期，公司股价有一定回调。假设公司港股 IPO 摊薄 15% 收益，目前股价对应 2019 年盈利的 PE 估值仅 30x，再加上融资事项对公司中长期发展的帮助，我们继续保持坚定看好，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	45.8	34.2	25.2	19.2
P/B	7.6	5.9	4.8	3.8
EV/EBITDA	26.3	21.5	16.1	11.8

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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033