



002821.SZ

买入

市场价格：人民币 65.90

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.6	(13.7)	(9.3)	8.5
相对深证成指	36.9	(6.5)	3.4	42.5

发行股数(百万)	231
流通股(%)	52
流通股市值(人民币 百万)	7,550
3个月日均交易额(人民币 百万)	128
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	42

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券  
以2018年12月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

## 凯莱英

国内 CDMO 领航者，一站式平台构建奠定未来腾飞基础

公司是小分子 CDMO 龙头企业，多家跨国药企巨头的长期合作供应商。受益于海外产能向亚太地区转移以及国内的创新药研发需求的爆发增长，有望凭借自己的技术实力与长期客户粘性跻身于世界一线行列。同时公司在传统优势业务基础上进行产业链延伸，在大分子及上游 CRO 领域的布局也已经逐步落地，力图打造研发生产外包服务一站式平台，形成粘性更高的服务业态，获得更大发展空间。预期公司未来 3-5 年将继续保持高增长，国内 MAH 制度放开及商业化项目转化可提供更大弹性。维持买入评级，持续重点推荐！

### 支撑评级的要点

#### ■ 海外业务拥有良好客户基础，国内贡献增量市场

公司是辉瑞、默沙东、艾伯维、BMS、礼来等全球巨头药企的长期供应商，已形成长期客户粘性和优化的项目结构，全年承接项目 300 余个，其中商业化项目近 30 个，可有效分散单个项目波动风险。近两年国内业务迅速崛起，2017 年国内收入由 2016 年的 2400 万增加至 1.15 亿（收入占比由 2.17% 提高到 8.11%），2018H 收入增长 127.14%，服务客户 37 个，洽谈合作 218 家，订单数量和收入贡献迅速增长，提供更大增量空间。

#### ■ 一站式服务框架已逐渐成型

公司大分子研发生产基地已在金山建设中，临床中心提升 CRO 服务能力。同时公司下半年以来已与 CRO 巨头科文斯、国内安评龙头昭衍新药、创新领军者复星医药达成战略合作，借力提升自身一站式服务实力。

#### ■ 投资基金推动新药孵化，提高前期渗透率

已参与投资设立“全球创新药中国投资基金”和“三一众志投资基金”，发掘培育国内外早期新药项目，并实现早介入早绑定，抓住更多机遇。

### 评级面临的主要风险

■ 国际贸易摩擦加剧的风险；国内创新药市场增长放缓的风险；客户项目研发失败或销售低于预期的风险；汇率波动的风险。

### 估值

■ 公司受益国内创新药热潮带来的外包需求的迅速提升和海外市场的稳健增长，业务高速增长，大分子业务有望成为新的利润增长点，若 MAH 放开或商业化项目转换加速有超预期可能。预计公司 2018-2020 年净利润分别为 4.53/6.12/8.26 亿元，对应 EPS 为 1.97/2.66/3.59 元，对应市盈率 31.7/23.5/17.4 倍，维持买入评级，继续重点推荐。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,103	1,423	1,882	2,480	3,273
变动(%)	33	29	32	32	32
净利润(人民币 百万)	253	341	453	614	828
全面摊薄每股收益(人民币)	1.098	1.483	1.980	2.665	3.595
变动(%)	64.6	35.0	32.8	35.1	34.9
全面摊薄市盈率(倍)	56.8	42.1	31.7	23.5	17.4
价格/每股现金流量(倍)	51.6	73.1	33.7	33.8	18.0
每股现金流量(人民币)	1.21	0.85	1.85	1.85	3.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	37.9	27.4	20.2	15.5	11.4
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.453	0.612	0.826
股息率(%)	0.4	0.4	0.7	1.0	1.3

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,103	1,423	1,882	2,480	3,273
销售成本	(550)	(703)	(918)	(1,217)	(1,605)
经营费用	(197)	(225)	(305)	(420)	(571)
息税折旧前利润	357	495	659	844	1,097
折旧及摊销	(63)	(75)	(73)	(81)	(89)
经营利润 (息税前利润)	294	420	586	762	1,009
净利息收入/(费用)	23	(52)	(30)	(11)	8
其他收益/(损失)	8	54	4	6	5
税前利润	325	422	559	757	1,021
所得税	(50)	(62)	(82)	(111)	(150)
少数股东权益	(23)	(19)	(24)	(32)	(44)
净利润	253	341	453	614	828
核心净利润	254	342	454	615	828
每股收益 (人民币)	1.098	1.483	1.970	2.665	3.595
核心每股收益 (人民币)	1.105	1.485	1.973	2.671	3.600
每股股息 (人民币)	0.250	0.250	0.453	0.613	0.827
收入增长(%)	33	29	32	32	32
息税前利润增长(%)	63	43	39	30	32
息税折旧前利润增长(%)	53	39	33	28	30
每股收益增长(%)	65	35	33	35	35
核心每股收益增长(%)	66	34	33	35	35

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	325	422	559	756	1,020
折旧与摊销	63	75	73	81	89
净利息费用	(23)	52	30	13	(6)
运营资本变动	35	(265)	(70)	(205)	60
税金	(27)	(43)	(82)	(111)	(150)
其他经营现金流	(95)	(44)	(85)	(109)	(215)
经营活动产生的现金流	278	196	426	425	798
购买固定资产净值	(1)	2	155	75	65
投资减少/增加	(2)	(0)	0	(1)	(0)
其他投资现金流	(196)	(302)	(310)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	(200)	(300)	(155)	(76)	(65)
净增权益	(58)	(58)	(104)	(141)	(190)
净增债务	106	(186)	0	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	634	152	68	(116)	(215)
融资活动产生的现金流	682	(65)	17	(153)	(184)
现金变动	761	(169)	288	196	548
期初现金	265	1,084	839	1,127	1,323
公司自由现金流	79	(104)	271	349	732
权益自由现金流	162	(238)	301	362	726

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,118	870	1,151	1,353	1,899
应收帐款	299	468	525	756	880
库存	219	260	390	489	697
其他流动资产	9	17	27	27	42
流动资产总计	1,645	1,615	2,094	2,624	3,518
固定资产	702	866	946	937	911
无形资产	64	67	69	72	74
其他长期资产	34	88	44	55	62
长期资产总计	800	1,022	1,059	1,064	1,048
总资产	2,445	2,637	3,153	3,689	4,566
应付帐款	139	153	147	229	250
短期债务	186	0	0	0	0
其他流动负债	179	221	222	170	347
流动负债总计	504	374	369	399	597
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	105	107	107
股本	113	230	230	230	230
储备	1,636	1,978	2,327	2,799	3,435
股东权益	1,749	2,208	2,557	3,029	3,665
少数股东权益	79	97	122	154	197
总负债及权益	2,445	2,637	3,153	3,689	4,566
每股帐面价值 (人民币)	7.60	9.60	11.11	13.16	15.93
每股有形资产 (人民币)	14.93	9.31	10.81	12.85	15.61
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.95)	(3.65)	(4.90)	(5.75)	(8.13)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	32.4	34.8	35.0	34.0	33.5
息税前利润率 (%)	26.7	29.5	31.1	30.7	30.8
税前利润率 (%)	29.5	29.7	29.7	30.5	31.2
净利率 (%)	22.9	24.0	24.1	24.7	25.2
<b>流动性</b>					
流动比率 (倍)	3.3	4.3	5.7	6.6	5.9
利息覆盖率 (倍)	n.a.	8.1	19.4	59.8	n.a.
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	2.8	3.6	4.6	5.4	4.7
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	56.8	42.1	31.7	23.5	17.4
核心业务市盈率 (倍)	56.5	42.0	31.6	23.4	17.4
市净率 (倍)	8.2	6.5	5.6	4.7	3.9
价格/现金流 (倍)	51.6	73.1	33.7	33.8	18.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	37.9	27.4	20.2	15.5	11.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	115.5	124.4	129.2	131.8	134.8
应收帐款周转天数	85.5	98.4	96.3	94.3	91.3
应付帐款周转天数	41.0	37.4	29.1	27.7	26.7
<b>回报率</b>					
股息支付率 (%)	22.8	16.9	23.0	23.0	23.0
净资产收益率 (%)	19.2	17.2	19.0	21.9	24.7
资产收益率 (%)	13.4	14.1	17.3	19.0	20.8
已运用资本收益率 (%)	4.2	4.0	4.5	5.2	5.9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测