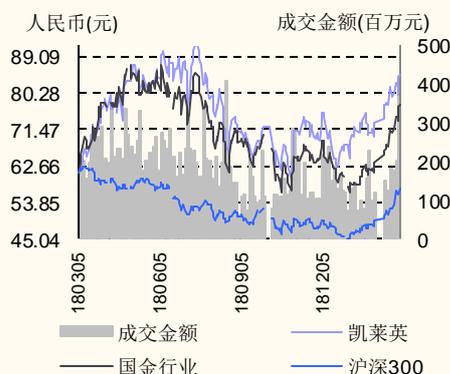


市场价格 (人民币): 84.37 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	120.94
总市值 (百万元)	19,465.75
年内股价最高最低 (元)	91.70/58.71
沪深 300 指数	3749.71
中小板综	8999.41



## 相关报告

- 1.《快报业绩基本符合预期,看好公司长期发展-凯莱英公司点评》, 2019.2.28
- 2.《凯莱英:全球产业转移东风,中国 CDMO 龙头扬帆起航-凯莱英公...》, 2019.1.24

王班 联系人  
(8621)60870953  
wang\_ban@gjzq.com.cn

王建礼 分析师 SAC 执业编号: S1130517040002  
(8621)60230221  
wjianli@gjzq.com.cn

## 聚焦科创, 先进制造+创新优质标的 引领价值成长!

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	2.239	1.483	1.856	2.465	3.229
每股净资产 (元)	15.54	8.94	10.62	12.76	15.62
每股经营性现金流 (元)	2.47	0.85	1.81	2.10	2.74
市盈率 (倍)	64.08	40.35	45.45	34.23	26.13
净利润增长率 (%)	64.60%	35.04%	25.49%	32.78%	31.02%
净资产收益率 (%)	14.41%	16.59%	17.48%	19.32%	20.68%
总股本 (百万股)	112.86	230.11	230.72	230.72	230.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 近日,证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》,自公布之日起实施。

## 简评

- 科创板允许研发投入大但尚未盈利的企业上市,该政策有利于医药创新相关企业上市,并且减持规则更加灵活。
- 中国创新研发浪潮带来研发投入规模增大的同时,外包渗透率也将持续得到提升:中国 CDMO 行业空间=医药研发生产投入×外包利率×中国市占率。与成熟制药企业相比,biotech 更注重研发;由于 biotech 通常都是轻资产/虚拟型创业企业,天然倾向于进行研发生产外包。科创板的推出,一方面拓宽了国内 Biotech 的融资途径,另一方面也将刺激一级市场的风险投资,这将迅速增加中国医药研发总投入规模,同时也将快速拉升国内研发生产外包的渗透率,进而提高研发生产外包行业收入和利润规模。
- 全球产业转移趋势持续提升中国市占率:中国优势在于工程师红利,人力成本低、效率高;基础设施建设和基础化工供应链优势;国内下游医药市场需求旺盛;技术水平、质量管理能力稳步提升,IP 保护体系不断完善,订单承接能力不断提升,海外高端订单持续流入,国际声誉不断积累。
- 公司核心竞争力突出,在中国创新浪潮和全球产业转移东风中龙头效应明显,业绩稳定、持续提升的确定性强:技术优势明显,质量管理体系严格规范,供应链建设完善、稳定,客户结构优质稳定,项目梯队合理,临床项目储备丰富,多个商业化新药和重磅品种持续快速放量。
- 随着公司多个厂区新产能的陆续释放和新订单的持续放量,2019 年预计收入端 30%以上增长;由于汇率、原材料价格、出口退税等因素,毛利率回升确定性强,利润端存在较大超预期可能。

## 盈利预测及投资建议

- 我们预计 2018-2020 年公司的 EPS 分别为 1.86/2.47/3.23 元,同比增长 25%/33%/31%。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 下游新药销售不达预期,上游原材料涨价,汇率风险,环保风险,新业务拓展不达预期,核心技术(业务)人员流失

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>831</b>	<b>1,103</b>	<b>1,423</b>	<b>1,835</b>	<b>2,422</b>	<b>3,173</b>	货币资金	265	1,084	839	963	1,231	1,570
增长率		32.8%	29.0%	28.9%	32.0%	31.0%	应收账款	218	299	468	475	627	822
主营业务成本	-430	-534	-687	-972	-1,205	-1,586	存货	129	219	260	320	396	522
%销售收入	51.8%	48.4%	48.3%	53.0%	49.8%	50.0%	其他流动资产	55	43	47	89	115	150
毛利	401	569	736	862	1,217	1,586	流动资产	666	1,645	1,615	1,848	2,370	3,063
%销售收入	48.2%	51.6%	51.7%	47.0%	50.3%	50.0%	%总资产	52.4%	67.3%	61.2%	59.1%	63.1%	66.3%
营业税金及附加	-12	-16	-16	-25	-35	-46	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.5%	1.4%	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	固定资产	532	702	866	1,017	1,116	1,261
营业费用	-37	-43	-54	-70	-109	-151	%总资产	41.8%	28.7%	32.9%	32.6%	29.7%	27.3%
%销售收入	4.4%	3.9%	3.8%	3.8%	4.5%	4.8%	无形资产	65	64	67	115	108	116
管理费用	-172	-213	-238	-277	-424	-555	非流动资产	605	800	1,022	1,278	1,388	1,557
%销售收入	20.7%	19.3%	16.7%	15.1%	17.5%	17.5%	%总资产	47.6%	32.7%	38.8%	40.9%	36.9%	33.7%
息税前利润 (EBIT)	180	298	429	490	649	834	<b>资产总计</b>	<b>1,272</b>	<b>2,445</b>	<b>2,637</b>	<b>3,125</b>	<b>3,758</b>	<b>4,620</b>
%销售收入	21.7%	27.0%	30.2%	26.7%	26.8%	26.3%	短期借款	80	186	0	0	0	0
财务费用	17	23	-52	-26	16	41	应付款项	114	252	315	416	532	702
%销售收入	-2.1%	-2.1%	3.6%	1.4%	-0.7%	-1.3%	其他流动负债	43	66	59	81	104	137
资产减值损失	0	-3	-9	-2	-1	-1	流动负债	237	504	374	497	636	839
公允价值变动收益	0	0	-3	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	-2	0	0	0	0	其他长期负债	98	108	108	115	115	115
%税前利润	1.4%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>334</b>	<b>612</b>	<b>482</b>	<b>612</b>	<b>751</b>	<b>954</b>
营业利润	200	315	420	461	665	875	<b>普通股股东权益</b>	<b>881</b>	<b>1,754</b>	<b>2,058</b>	<b>2,451</b>	<b>2,943</b>	<b>3,604</b>
营业利润率	24.1%	28.5%	29.5%	25.1%	27.4%	27.6%	少数股东权益	56	79	97	63	63	63
营业外收支	-1	11	2	-1	3	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,272</b>	<b>2,445</b>	<b>2,637</b>	<b>3,125</b>	<b>3,758</b>	<b>4,620</b>
税前利润	200	325	422	461	668	877							
利润率	24.0%	29.5%	29.7%	25.1%	27.6%	27.6%	<b>比率分析</b>						
所得税	-30	-50	-62	-67	-99	-131		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	15.0%	15.3%	14.7%	14.5%	14.9%	15.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	170	276	360	394	569	745	每股收益	1.706	2.239	1.483	1.856	2.465	3.229
少数股东损益	16	23	19	-34	0	0	每股净资产	9.792	15.544	8.942	10.615	12.758	15.619
归属于母公司的净利润	<b>154</b>	<b>253</b>	<b>341</b>	<b>428</b>	<b>569</b>	<b>745</b>	每股经营现金净流	2.855	2.466	0.854	1.808	2.101	2.738
净利率	18.5%	22.9%	24.0%	23.3%	23.5%	23.5%	每股股利	0.341	0.500	0.350	0.300	0.308	0.372
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.42%	14.41%	16.59%	17.48%	19.32%	20.68%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	12.08%	10.34%	12.94%	13.70%	15.13%	16.13%
净利润	170	276	360	394	569	745	投入资本收益率	15.01%	12.46%	16.94%	16.64%	18.35%	19.32%
少数股东损益	16	23	19	-34	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	53	66	84	53	54	57	主营业务收入增长率	15.97%	32.82%	28.99%	28.94%	32.00%	31.00%
非经营收益	-9	-8	38	-43	-23	-17	EBIT增长率	38.63%	65.43%	44.21%	14.23%	32.43%	28.56%
营运资金变动	43	-55	-286	14	-115	-153	净利润增长率	50.84%	64.60%	35.04%	25.49%	32.78%	31.02%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>257</b>	<b>278</b>	<b>196</b>	<b>417</b>	<b>485</b>	<b>632</b>	总资产增长率	20.16%	92.28%	7.87%	18.51%	20.24%	22.95%
资本开支	-123	-236	-302	-263	-141	-208	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	98.7	83.9	95.6	90.0	90.0	90.0
其他	-17	37	2	0	0	0	存货周转天数	104.4	118.9	127.3	120.0	120.0	120.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-141</b>	<b>-200</b>	<b>-300</b>	<b>-263</b>	<b>-141</b>	<b>-208</b>	应付账款周转天数	73.5	84.6	77.6	75.0	75.0	75.0
股权募资	0	658	153	34	-5	1	固定资产周转天数	207.0	162.7	195.1	181.3	152.2	132.9
债权募资	10	106	-186	5	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-9	-56	-81	-69	-71	-86	净负债/股东权益	-22.84%	-48.97%	-38.95%	-38.33%	-40.96%	-42.83%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>707</b>	<b>-115</b>	<b>-30</b>	<b>-76</b>	<b>-85</b>	EBIT利息保障倍数	-10.3	-12.9	8.3	18.5	-39.4	-20.3
<b>现金净流量</b>	<b>117</b>	<b>786</b>	<b>-218</b>	<b>124</b>	<b>268</b>	<b>339</b>	资产负债率	26.31%	25.03%	18.28%	19.58%	20.00%	20.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	4	7	10	24
增持	1	2	3	3	6
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.33	1.30	1.47	1.31

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-01-24	买入	72.44	85.00~90.00
2	2019-02-28	买入	79.91	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH