

凯莱英 (002821.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 94.50 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)	21,802.93
年内股价最高最低 (元)	94.93/58.71
沪深 300 指数	3745.01
中小板综	9524.67



相关报告

- 1.《聚焦科创，先进制造+创新优质标的引领价值成长！-凯莱英公...》，2019.3.4
- 2.《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
- 3.《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

年报符合预期，先进制造+中国医药创新优质标的保持稳健高增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.483	1.855	2.452	3.211	4.182
每股净资产 (元)	8.94	10.88	13.44	16.25	20.04
每股经营性现金流 (元)	0.85	1.80	2.66	2.77	3.61
市盈率 (倍)	40.35	36.57	38.54	29.43	22.60
净利润增长率 (%)	35.04%	25.49%	32.09%	30.96%	30.22%
净资产收益率 (%)	16.59%	17.06%	18.24%	19.76%	20.87%
总股本 (百万股)	230.11	230.85	230.72	230.72	230.72

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2018 年年度报告，分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 18.35 亿元/4.28 亿元/3.69 亿元，同比分别增长 28.94%/25.49%/24.22%。业绩符合预期。

经营分析

- 公司 Q4 实现营业收入 6.30 亿元，同比增长 19.54%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 18.44%。公司部分订单在四季度没有完成收入确认，考虑到 CDMO 的商业模式和商业化订单生产周期 (200 天以上)，我们认为 Q4 业绩增长的季度波动属于正常现象。
- 2018 年原材料涨价，部分产线固定资产投入较高、折旧摊销金额较高等因素造成公司毛利率有一定程度的下降。我们预计 2019 年毛利率有较大幅度的提升：原材料涨价将会部分传导到 2019 年新订单；2018 年 10 月，财政部和国家税务总局发布通知自 2018 年 11 月 1 日起提高出口退税税率，公司产品的出口退税税率整体提高 1%；公司生产设施通用性强，部分产线已根据市场需求及时调整产品定位，产能利用率有进一步提升空间。
- 全球产业转移叠加中国医药创新，国内 CDMO 行业将长期维持高景气度。公司作为国内 CDMO 龙头，核心竞争力强：技术国际领先，质量管理严格规范，供应链完善，与全球制药客户形成深度合作，先发优势明显。
- 公司项目梯队合理，临床项目储备丰富，业绩稳定增长动力强劲；通过多元化业务布局，不断完善 CMC+CRO 一站式综合服务能力，努力夯实小分子业务，积极拓展化药大分子项目，战略布局生物大分子领域，项目管线不断丰富，多个代表性新药和重磅品种进入高速增长期，成长确定性强，我们预计公司 2019-2021 年将继续保持 30% 以上业绩高速增长态势。

盈利调整及投资建议

- 考虑到国内 CDMO 行业的高景气度，公司项目管线的快速拓展，重磅项目品种的高速增长，我们预计 2019-2021 年公司的 EPS 分别为 2.45/3.21/4.18 元，同比增长 32%/31%/30%。维持“买入”评级。

风险提示

- 下游产品销售不达预期，上游原材料涨价，汇率波动，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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,103	1,423	1,835	2,423	3,175	4,143
增长率		29.0%	28.9%	32.1%	31.0%	30.5%
主营业务成本	-534	-687	-982	-1,206	-1,587	-2,093
%销售收入	48.4%	48.3%	53.5%	49.8%	50.0%	50.5%
毛利	569	736	853	1,217	1,587	2,050
%销售收入	51.6%	51.7%	46.5%	50.2%	50.0%	49.5%
营业税金及附加	-16	-16	-20	-35	-46	-58
%销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.5%	1.5%	1.4%
营业费用	-43	-54	-74	-109	-143	-166
%销售收入	3.9%	3.8%	4.1%	4.5%	4.5%	4.0%
管理费用	-213	-238	-362	-479	-600	-762
%销售收入	19.3%	16.7%	19.7%	19.8%	18.9%	18.4%
息税前利润 (EBIT)	298	429	397	595	798	1,064
%销售收入	27.0%	30.2%	21.6%	24.5%	25.2%	25.7%
财务费用	23	-52	-3	19	17	16
%销售收入	-2.1%	3.6%	0.2%	-0.8%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-3	-9	-5	-7	-2	-3
公允价值变动收益	0	-3	10	0	0	0
投资收益	-2	0	7	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	315	420	461	661	869	1,132
营业利润率	28.5%	29.5%	25.1%	27.3%	27.4%	27.3%
营业外收支	11	2	-1	3	3	3
税前利润	325	422	461	664	872	1,135
利润率	29.5%	29.7%	25.1%	27.4%	27.5%	27.4%
所得税	-50	-62	-54	-99	-131	-170
所得税率	15.3%	14.7%	11.8%	14.9%	15.0%	15.0%
净利润	276	360	406	566	741	965
少数股东损益	23	19	-22	0	0	0
归属于母公司的净利润	253	341	428	566	741	965
净利率	22.9%	24.0%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	276	360	406	566	741	965
少数股东损益	23	19	-22	0	0	0
非现金支出	66	84	109	59	57	64
非经营收益	-8	38	-3	-45	-23	-18
营运资金变动	-55	-286	-98	34	-137	-178
经营活动现金净流	278	196	415	613	638	833
资本开支	-236	-302	-542	-86	-232	-237
投资	0	0	-38	-10	-10	-10
其他	37	2	-4	0	0	0
投资活动现金净流	-200	-300	-584	-96	-242	-247
股权募资	658	153	33	117	0	0
债权募资	106	-186	0	-1	0	0
其他	-56	-81	-88	-92	-92	-92
筹资活动现金净流	707	-115	-55	24	-92	-92
现金净流量	786	-218	-223	542	304	494

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,084	839	630	1,172	1,476	1,969
应收款项	299	468	537	628	822	1,073
存货	219	260	424	392	517	681
其他流动资产	43	47	103	117	137	159
流动资产	1,645	1,615	1,694	2,309	2,951	3,883
%总资产	67.3%	61.2%	53.2%	59.9%	62.8%	66.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	702	866	1,214	1,215	1,363	1,505
%总资产	28.7%	32.9%	38.1%	31.5%	29.0%	25.9%
无形资产	64	67	123	135	147	159
非流动资产	800	1,022	1,491	1,545	1,745	1,939
%总资产	32.7%	38.8%	46.8%	40.1%	37.2%	33.3%
资产总计	2,445	2,637	3,185	3,854	4,697	5,822
短期借款	186	0	0	0	0	0
应付款项	252	315	474	541	707	925
其他流动负债	66	59	66	102	129	165
流动负债	504	374	540	643	837	1,089
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	135	110	110	110
负债	612	482	675	753	947	1,199
普通股股东权益	1,754	2,058	2,511	3,101	3,750	4,622
少数股东权益	79	97	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,445	2,637	3,185	3,854	4,697	5,822

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	2.239	1.483	1.855	2.452	3.211	4.182
每股净资产	15.544	8.942	10.882	13.442	16.253	20.035
每股经营现金净流	2.466	0.854	1.799	2.658	2.766	3.610
每股股利	0.272	0.250	0.349	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	14.41%	16.59%	17.06%	18.24%	19.76%	20.87%
总资产收益率	10.34%	12.94%	13.45%	14.68%	15.78%	16.57%
投入资本收益率	12.46%	16.94%	13.82%	16.33%	18.10%	19.57%
增长率						
主营业务收入增长率	32.82%	28.99%	28.94%	32.05%	31.03%	30.51%
EBIT增长率	65.43%	44.21%	-7.49%	49.81%	34.26%	33.29%
净利润增长率	64.60%	35.04%	25.49%	32.09%	30.96%	30.22%
总资产增长率	92.28%	7.87%	20.78%	21.01%	21.85%	23.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.9	95.6	97.1	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	118.9	127.3	127.2	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	84.6	77.6	79.8	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	162.7	195.1	180.5	151.9	132.9	114.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.97%	-38.95%	-25.38%	-38.01%	-39.54%	-42.75%
EBIT利息保障倍数	-12.9	8.3	129.5	-31.9	-45.9	-68.0
资产负债率	25.03%	18.28%	21.18%	19.54%	20.16%	20.60%

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	1	8	11	13	28
增持	0	3	4	4	7
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.27	1.42	1.30

来源：朝阳永续

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

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
3	2019-03-04	买入	84.37	N/A

来源：国金证券研究所



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