

业绩如期高速增长，持续看好长期发展前景

——凯莱英（002821）一季报跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年一季报。2019Q1 实现营收 4.76 亿元，同比增长 31.03%；实现归属上市公司股东净利润 0.92 亿元，同比增长 45.00%；实现扣非归母净利润 0.80 亿元，同比增长 51.87%；实现 EPS 0.40 元。

其他财务指标，研发费用 3697.58 万元，同比增长 18.72%；销售费用 1641.96 万元，同比增长 31.85%，主要系深耕海外 CDMO 及快速拓展国内市场业务所致；管理费用 5660.93 万元，同比增长 54.65%，主要系公司深耕原有业务，同时快速开拓布局新业务，加速人才引进所致；财务费用 1008.85 万元，同比减少 77.19%，主要系人民币兑美元汇率变动所致；所得税费用 1082.37 万元，同比减少 35.55%，主要系研发费用加计扣除，递延所得税增加所致。

同时，公司发布 2019H1 业绩预告，预计实现归母净利润 2.12 - 2.43 亿元，同比增长 35-55%。主要系一方面海内外市场获得订单能力进一步提升，项目管线不断扩充，部分代表性新药和重磅品种项目进入增长期，临床及商业化阶段的项目储备结构进一步优化；另一方面加速拓展和布局新业务，持续培养新的业绩增长点。

2. 我们的分析与判断

（一）Q1 业绩如期恢复高速增长，利润端增速高于

收入端

19Q1 公司业绩同环比大幅提速，受财务费用减少、研发费用加计扣除以及凯莱英生命科学并表及盈利恢复影响，利润端增速高于收入端。19 年第一季度公司实现营收 4.76 亿元，同比增长 31.03%；实现归母净利润 9206.38 万元，同比增长 45.00%；实现扣非归母净利 8023.90 万元，同比增长 51.87%。对比来看，18Q4 公司收入、归母净利和扣非归母净利增速分别为 19.51%、19.13%和-8.68%，18Q1 分别为 25.36%、29.34%和 13.68%，公司业绩增速同环比均有较大幅度的增长。我们认为公司收入端高速增长主要系一方面凭借核心技术优势，海内外项目管线不断扩充，部分代表性新药和重磅品种项目进入增长期；另一方面持续提升创新药研发生产一站式平台服务能力，加速拓展和布局新业务。同时，报告期内公司利润端增速高于收入端，

凯莱英(002821.SZ)

推荐 维持评级

分析师

王晓琦

☎: 010-66568589

✉: wangxiaoqi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518080001

特此鸣谢

孟令伟

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

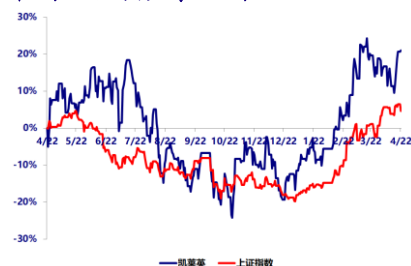
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2019-4-22

A 股收盘价(元)	93.70
A 股一年内最高价(元)	98.33
A 股一年内最低价(元)	55.34
上证指数	3215.04
市盈率-TTM	50.48
总股本(万股)	23071.88
实际流通 A 股(万股)	12234.08
限售的流通 A 股(万股)	10837.80
流通 A 股市值(亿元)	114.63

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

1. 2019-03-17 凯莱英年报跟踪：全年业绩略低于预期，无碍未来高速增长
2. 2018-10-31 凯莱英三季报点评：业绩增势强劲，一站式平台布局确保长期高成长
3. 2018-08-20 凯莱英半年报跟踪：业绩保持高速增长，全产业链布局加速落地

我们认为主要系（1）汇率变化导致财务费用大幅减少。19Q1 财务费用 1008.85 万元，同比减少超过 3400 万元。（2）研发费用加计扣除及递延所得税增加导致所得税费用减少。19Q1 所得税费用 1082.37 万元，同比减少约 600 万元。（3）凯莱英生命科学 100% 并表且盈利水平恢复。18Q4 凯莱英生命科学 100% 并表，部分升级产能和新建产能自 19 年陆续启动研发生产，带动盈利水平恢复。

期间费用方面，管理费用率 11.88%，同比提升 1.81pp，我们认为主要系公司深耕原有业务，同时加速开拓布局新业务，加速人才引进所致。销售费用率 3.45%，与去年同期基本持平（+0.02pp）。研发费用 3697.58 万元，同比增长 18.72%。

（二）继 16、18 年后再次推出股权激励，紧密绑定新引进人才与公司利益

19 年 3 月，公司再次推出限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量 132.4 万股。本次授予的激励对象共计 22 人，包括高级管理人员、管理人员及核心技术人员，授予价格 44.80 元/股。各期解限条件为以 2016 年扣非净利润为基数，2019-2021 年增速分别不低于 75%、100% 和 125%。达到解限条件后，根据绩效考核确定个人解限系数。我们对本次股权激励理解如下：（1）**继 16、18 年后再次推出激励计划，旨在绑定新引进人才与公司的利益。**以高级管理人员为例，本次激励对象中的财务总监和核心技术管理人员分别于 18 年 5 月和 9 月加入公司，本次激励计划将绑定新引进人才与公司的利益。（2）**解限考核条件宽松，旨在激发核心人才积极性，并吸引更多人才。**我们认为解限考核条件宽松，超额完成业绩考核是大概率事件，且其实际目的在于吸引和留住优秀人才，将核心团队个人利益与公司发展相捆绑，由此激发积极性，提升运营效率。同时也向公众展示公司对人才的重视，有助于吸引更多人才。（3）**股权激励摊销费用对业绩影响较小。**假设 5 月授予，本次授予股票在 2019-2022 年对应的摊销费用分别为 1464.26、1150.67 和 332.29 和 61.51 万元，对业绩影响较小，且股权激励带来的业绩释放将远大于摊销费用的增加。

表 1: 本次限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占目前股份总额的比例
张达	财务总监	18.00	13.60%	0.08%
肖毅	核心技术管理人员	30.00	22.66%	0.13%
其他管理人员、核心技术（业务）人员（20 人）		84.40	63.74%	0.37%
合计（22 人）		132.40	100%	0.57%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 2: 本次限制性股票解除条件及安排

解除限售期	业绩考核目标	对应当年扣非净利润 (万元)	同比增速	解限比例
第一个解限期	以 2016 年净利润为基数, 2019 年净利润增速不低于 75%	43084.81	16.8%	40%
第二个解限期	以 2016 年净利润为基数, 2020 年净利润增速不低于 100%	49239.78	14.3%	30%
第三个解限期	以 2016 年净利润为基数, 2021 年净利润增速不低于 125%	55394.75	12.5%	30%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

表 3: 本次限制性股票对应摊销费用

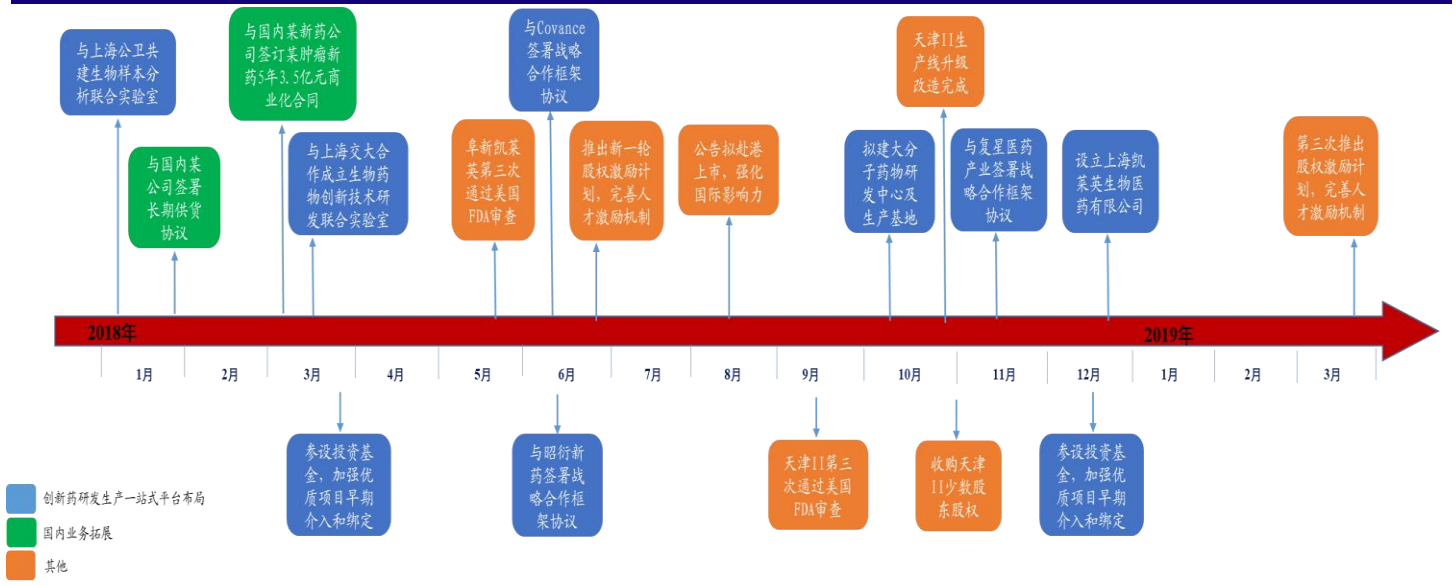
本次授予限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2018 年 (万元)	2019 年 (万元)	2020 年 (万元)	2021 年 (万元)
132.4	3008.74	386.6	689.93	267.65	83.27

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 持续打造药物研发生产一站式服务平台, 长期高增长可期

业务布局方面, 公司在巩固 CDMO 业务的同时, 提升“CMC+CRO”一站式综合服务能力, 打造创新药研发生产一站式服务平台。自上市以来, 公司在夯实成熟小分子业务的同时, 进一步拓展多肽、多糖及寡核苷酸等化学大分子业务, 并布局生物大分子业务, 力争成为国内市场客户从创新药 IND 到 NDA 的一站式服务首选供应商。我们梳理了公司 18 年围绕打造创新药一体化服务生态圈所做出的重大布局, 结果如下图所示。公司在构建药物一体化服务生态圈的进程中, 小分子 API 业务已然健全, 制剂业务、中美双报、临床 CRO 业务顺利开展, 多肽、核酸、多糖、大分子生物药领域业务正在顺利运转或积极筹建当中。我们认为这些布局一方面有利于公司打造“药物研发与生产服务一体化生态圈”, 建立全方位服务体系; 另一方面有利于公司通过多渠道拓展客户、提高客户黏性, 保证业绩的可持续高增长。

图 1: 公司 18 年至今重大事件梳理



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

3. 投资建议

公司一季度业绩如期恢复高速增长, 同环比大幅提速。同时 18H1 业绩预告增长区间 35-55%, 持续保持高速增长。我们认为主要系一方面公司凭借核心技术优势不断扩充项目管线, 部分代表性新药及重磅品种项目进入增长期, 另一方面持续提升创新药研发生产一站式平台服务能力所致, 我们看好其未来发展前景。公司是国内 CDMO 龙头企业, 具备强大的技术创新能力和出色的质量管理能力。同时, 公司正加速打造药物研发与生产服务一体化生态圈, 实现业务向全产业链的延伸, 为国内外客户提供一站式服务。一方面, 我们看好公司的海外业务保持稳定快速增长, 与 Covance 的战略合作、参设投资基金等均有利于公司开拓潜在客户, 并有望通过“早介入、早绑定”不断增加项目储备, 提高客户黏性。另一方面, 我们看好国内业务成为新的业绩增长点。国内已进入医药创新的新时代, 在鼓励创新、药审改革、MAH、一致性评价等政策东风下, 公司将加快市场开拓步伐, 有望凭借“卖水者”逻辑进入高速增长阶段。总体来看, 公司双引擎战略布局持续推进, 我们看好公司未来业绩保持高速增长, 预测 2019-2021 年归母净利润为 5.62/7.33/9.54 亿元, 对应 EPS 为 2.43/3.18/4.14 元, 对应 PE 为 39/29/23 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

客户流失风险, 核心技术人员流失风险, 客户产品降价或销售低于预期风险, 业绩波动风险。

附表 1. 主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1103.19	1423.03	1834.88	2368.38	3066.98	3986.29
营业收入增长率	32.82%	28.99%	28.94%	29.08%	29.50%	29.97%
归母净利润 (百万元)	252.74	341.29	428.30	561.51	733.40	954.04
归母净利润增长率	64.60%	35.04%	25.49%	31.10%	30.61%	30.08%
EPS (元)	1.10	1.48	1.86	2.43	3.18	4.14
P/E	85.54	63.34	50.48	38.50	29.48	22.66
P/B	12.32	10.51	8.61	7.25	6.01	4.91
EV/EBITDA	25.20	42.75	37.63	24.02	18.61	14.52

资料来源: 中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1103.19	1423.03	1834.88	2368.38	3066.98	3986.29
减: 营业成本	533.92	686.73	981.67	1207.87	1564.16	2033.01
营业税金及附加	15.76	15.98	19.75	20.00	23.00	26.00
营业费用	43.05	53.53	74.37	89.24	120.00	160.00
管理费用	212.92	237.70	361.74	373.67	486.17	644.68
财务费用	-23.00	51.74	3.07	-3.02	-14.82	-32.68
资产减值损失	3.33	8.96	4.85	5.71	5.71	5.71
加: 投资收益	-2.28	-0.26	6.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.01	-3.22	10.33	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	54.68	55.12	0.00	0.00	0.00
营业利润	314.92	419.59	461.39	674.90	882.76	1149.57
加: 其他非经营损益	10.55	2.49	-0.77	4.12	4.12	4.12
利润总额	325.47	422.08	460.63	679.01	886.87	1153.68
减: 所得税	49.86	62.03	54.17	101.85	133.03	173.05
净利润	275.60	360.05	406.45	577.16	753.84	980.63
减: 少数股东损益	22.87	18.76	-21.85	15.65	20.44	26.59
归属母公司股东净利润	252.74	341.29	428.30	561.51	733.40	954.04
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	920.05	696.84	476.28	826.35	1525.42	2413.99
应收和预付款项	308.07	485.00	567.01	658.00	766.00	894.00
存货	218.75	260.23	424.12	450.00	500.00	560.00
其他流动资产	34.61	30.43	73.30	73.30	73.30	73.30

长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	701.63	866.47	1214.10	1221.89	1209.69	997.48
无形资产和开发支出	64.35	66.70	117.58	104.34	91.11	77.87
其他非流动资产	23.68	67.68	111.72	108.94	106.16	106.16
资产总计	2271.14	2473.37	2984.10	3442.83	4271.68	5122.80
短期借款	186.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	252.15	315.11	473.53	444.59	636.47	659.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	3.22	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	438.15	318.33	473.53	444.59	636.47	659.01
股本	112.86	230.10	230.72	230.72	230.72	230.72
资本公积	980.72	887.54	987.19	987.19	987.19	987.19
留存收益	660.76	939.98	1292.66	1764.68	2381.21	3183.21
归属母公司股东权益	1754.34	2057.62	2510.57	2982.60	3599.12	4401.12
少数股东权益	78.66	97.42	0.00	15.65	36.09	62.68
股东权益合计	1832.99	2155.04	2510.57	2998.24	3635.21	4463.80
负债和股东权益合计	2271.14	2473.37	2984.10	3442.83	4271.68	5122.80
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	249.42	254.73	420.57	621.41	985.99	992.79
投资性现金净流量	-199.57	-300.28	-583.70	-196.50	-196.50	3.50
筹资性现金净流量	682.08	-65.12	-42.70	-74.83	-90.42	-107.72
现金流量净额	756.94	-160.06	-217.75	350.07	699.07	888.57

资料来源：中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王晓琦，医药行业分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：翠香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	wangting@chinastock.com.cn