

2019年04月23日

凯莱英 (002821.SZ)

公司快报

证券研究报告

化学原料药

Q1 扣非净利润略超预期，商业化阶段和技术开发服务业务持续高增长

■公司公布 2019 年一季报，实现收入 4.76 亿元，同比上升 31.03%，实现归母净利润 9206 万元，同比增长 45%，实现扣非归母净利润为 8024 万元，同比增长 51.87%，实现经营性现金流净额为 7562 万元，同比下降 45.7%。

■扣非净利润略超预期，商业化阶段和技术开发服务业务增速较为亮眼。公司 2019 年一季度扣非净利润略超预期，主要系公司订单持续高速增长及一季度汇率损失降低（财务费用从 18 年 Q1 的 4424 万下降到 19 年 Q1 的 1009 万）所致。根据公司订单构成，我们判断公司收入端高速增长主要来自于商业化阶段和技术开发服务两大业务。以公司 2018 年年度数据来看，商业化阶段收入 10.44 亿元，同比增长 36.27%，商业化阶段随着客户创新药和重磅药物的持续放量维持较快增长；临床阶段收入 5.86 亿元，同比增长 11.06%，增速有所放缓，我们判断主要系公司临床各阶段项目正常推进所致；技术开发服务业务收入 2.02 亿元，同比增长 57.70%，占公司收入比例从 2016 年的 3.8% 提高到 2018 年的 11%，随着公司研发的高投入，公司技术服务的能力不断提高，公司 2018 年新增 CRO 业务，根据业务布局技术开发服务在未来数年依然将维持高速增长。整体来看，公司一季度延续了 2018 年的收入高速增长。

■成本和费用率上升，但均为业务发展需要，有助于公司长期发展。公司 2019Q1 年毛利率 44.74%，比去年同期下降 5.56 个百分点，主要系公司原料价格上升带来商业化项目毛利率下降及公司 CRO 等新业务毛利率较低导致；销售费用率上升 0.03 个百分点到 3.45%，主要系公司加大海外和国内业务布局所致，管理费用率（含研发）上升 1.01 个百分点到 19.64%，主要系业务布局加速引进人才和研发投入增加所致；财务费用由于汇率波动从 4424 万下降到 1009 万元。我们认为，公司的成本和费用率上升并不代表着公司竞争能力的削弱，而是长期业务布局需要，有利于公司长期发展。

■我们预计公司的收入增速将于 2019 年开始提档。主要理由如下：(1) 合作重磅药物持续放量和新增药物上市带来商业化订单的快速增长，此类订单快速放量和持续性都较好，奠定了公司未来几年的高增长。公司在吉林新增产能的投放保障了订单的有效消化。(2) 受益于临床项目的增多和推进，预计临床阶段 25%-30% 的收入增长，较 2018 年增速有所提升。随着 MAH 制度的推进公司国内业务收入占比将继续提

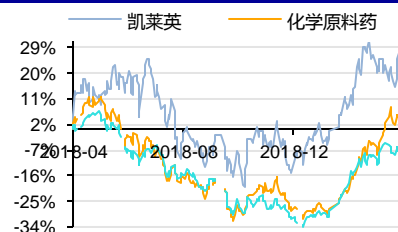
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**112.5 元**
股价 (2019-04-22) **93.70 元**

交易数据

总市值 (百万元)	21,618.36
流通市值 (百万元)	11,463.33
总股本 (百万股)	230.72
流通股本 (百万股)	122.34
12 个月价格区间	58.71/96.30 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.35	-2.65	28.02
绝对收益	1.13	28.57	20.99

周新明 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050002
zhouxm1@essence.com.cn
021-35082030

马帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

盛丽华 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517090002
shenglh9@essence.com.cn

相关报告

凯莱英：CDMO 龙头企业 技术全球领先，订单驱动 公司业绩持续高速增长/周新明	2019-03-14
凯莱英：技术驱动型创新药 CDMO 龙头企业，2019 年公司业绩有望快速增长/ 周新明	2019-02-19

升。2018 年 CDE 受理了约 420 来个文号，凯莱英承接了 66 个。(3) 公司 2018 年新增大分子 CDMO 和 CRO 业务，预计收入从 2019 年开始快速增长。

■**投资建议：**预计公司 2019-2021 年的收入分别为 25.20 亿、33.05、43.35 亿元，增速分别为 37%、31%、31%，预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 5.78、7.56、9.75 亿元，增速分别为 35%、31%、29%，对应公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 2.51、3.28、4.22 元，当前股价对应估值分别为 37X、29X、22X，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 112.5 元，相当于 2019 年 45 倍动态市盈率。

■**风险提示：**订单落地不及预期；新业务拓展不及预期；汇兑损益风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,423.0	1,834.9	2,520.4	3,305.0	4,334.7
净利润	341.3	428.3	578.6	755.8	974.7
每股收益(元)	1.48	1.86	2.51	3.28	4.22
每股净资产(元)	8.92	10.88	13.87	17.15	21.37
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	63.3	50.5	37.4	28.6	22.2
市净率(倍)	10.5	8.6	6.8	5.5	4.4
净利润率	24.0%	23.3%	23.0%	22.9%	22.5%
净资产收益率	16.6%	17.1%	18.1%	19.1%	19.8%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	44.6%	33.4%	34.2%	39.6%	48.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,423.0	1,834.9	2,520.4	3,305.0	4,334.7	成长性					
减:营业成本	686.7	981.7	1,291.4	1,676.3	2,218.6	营业收入增长率	29.0%	28.9%	37.4%	31.1%	31.2%
营业税费	16.0	19.7	27.1	35.6	46.7	营业利润增长率	33.2%	10.0%	47.0%	32.4%	28.9%
销售费用	53.5	74.4	90.7	112.4	147.4	净利润增长率	35.0%	25.5%	35.1%	30.6%	29.0%
管理费用	237.7	206.9	433.5	594.9	775.9	EBITDA 增长率	38.7%	35.7%	17.0%	29.4%	26.6%
财务费用	51.7	3.1	-0.1	2.5	4.9	EBIT 增长率	42.7%	35.4%	20.2%	32.7%	29.1%
资产减值损失	9.0	4.9	2.9	5.0	5.4	NOPLAT 增长率	62.6%	1.9%	43.1%	30.9%	29.1%
加:公允价值变动收益	-3.2	10.3	-6.0	2.4	0.8	投资资本增长率	36.1%	39.7%	13.1%	4.5%	16.7%
投资和汇兑收益	-0.3	6.5	9.4	17.0	20.4	净资产增长率	17.6%	16.5%	28.0%	23.9%	24.9%
营业利润	419.6	461.4	678.3	897.8	1,157.1	利润率					
加:营业外净收支	2.5	-0.8	4.2	1.7	3.0	毛利率	51.7%	46.5%	48.8%	49.3%	48.8%
利润总额	422.1	460.6	682.5	899.5	1,160.0	营业利润率	29.5%	25.1%	26.9%	27.2%	26.7%
减:所得税	62.0	54.2	92.1	132.2	170.5	净利润率	24.0%	23.3%	23.0%	22.9%	22.5%
净利润	341.3	428.3	578.6	755.8	974.7	EBITDA/营业收入	34.6%	36.4%	31.0%	30.6%	29.5%
						EBIT/营业收入	29.3%	30.7%	26.9%	27.2%	26.8%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	158	164	127	92	66
货币资金	839.3	630.0	1,114.9	1,793.4	2,444.9	流动营业资本周转天数	82	90	93	93	93
交易性金融资产	-	7.1	-	2.4	3.2	流动资产周转天数	412	325	302	332	349
应收账款	468.0	537.1	843.5	966.9	1,407.5	应收账款周转天数	97	99	99	99	99
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	61	67	64	64	64
预付账款	17.0	29.9	31.8	48.3	57.8	总资产周转天数	643	571	512	487	463
存货	260.2	424.1	476.1	692.5	854.1	投资资本周转天数	269	288	261	216	182
其他流动资产	30.4	66.2	66.2	66.2	66.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.6%	17.1%	18.1%	19.1%	19.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.7%	12.8%	14.8%	15.5%	16.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	R IC	44.6%	33.4%	34.2%	39.6%	48.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	760.5	907.2	868.4	822.3	769.0	销售费用率	3.8%	4.1%	3.6%	3.4%	3.4%
在建工程	105.9	306.9	306.9	306.9	306.9	管理费用率	16.7%	11.3%	17.2%	18.0%	17.9%
无形资产	66.7	117.6	113.7	109.8	106.0	财务费用率	3.6%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	89.1	159.3	158.4	157.5	156.6	三费/营业收入	24.1%	15.5%	20.8%	21.5%	21.4%
资产总额	2,637.2	3,185.3	3,979.9	4,966.1	6,172.1	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	18.3%	21.2%	19.3%	19.9%	19.5%
应付账款	314.8	458.9	558.8	762.3	986.2	负债权益比	22.4%	26.9%	23.9%	24.8%	24.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.32	3.14	4.01	4.19	4.53
其他流动负债	59.3	80.8	73.5	89.0	81.5	速动比率	3.62	2.35	3.25	3.38	3.73
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	8.05	184.05	-5,216.5	367.43	239.57
其他非流动负债	108.1	135.1	135.1	135.1	135.1	分红指标					
负债总额	482.2	674.8	767.4	986.4	1,202.8	DPS(元)	0.35	-	-	-	-
少数股东权益	97.4	-	11.8	23.3	38.2	分红比率	23.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	230.1	230.7	230.7	230.7	230.7	股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,978.4	2,391.4	2,969.9	3,725.7	4,700.4						
股东权益	2,155.0	2,510.6	3,212.5	3,979.7	4,969.3						

现金流量表

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	360.0	406.5	578.6	755.8	974.7	EPS(元)	1.48	1.86	2.51	3.28	4.22
加:折旧和摊销	75.2	104.0	102.7	109.9	117.2	BVPS(元)	8.92	10.88	13.87	17.15	21.37
资产减值准备	9.0	4.9	-	-	-	PE(X)	63.3	50.5	37.4	28.6	22.2
公允价值变动损失	3.2	-10.3	-6.0	2.4	0.8	PB(X)	10.5	8.6	6.8	5.5	4.4
财务费用	43.5	20.9	-0.1	2.5	4.9	P/FCF	-127.3	-364.9	61.1	32.3	34.0
投资损失	0.3	-6.5	-9.4	-17.0	-20.4	P/S	15.2	11.8	8.6	6.5	5.0
少数股东损益	18.8	-21.8	11.8	11.5	14.8	EV/EBITDA	26.3	22.3	26.1	19.5	14.9
营运资金的变动	-367.9	-177.2	-268.2	-136.8	-393.6	CAGR(%)	28.7%	34.5%	28.9%	28.7%	34.5%
经营活动产生现金流量	196.4	415.1	409.3	728.2	698.4	PEG	2.2	1.5	1.3	1.0	0.6
投资活动产生现金流量	-300.3	-583.7	-36.4	-47.4	-41.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-65.1	-42.7	112.0	-2.4	-5.1	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周新明、马帅、盛丽华声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034