



002821.SZ

买入

市场价格：人民币 101.30

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	50.8	17.1	11.1	16.7
相对深证成指	17.5	10.3	18.3	15.1

发行股数(百万)	231
流通股(%)	53
总市值(人民币 百万)	23,442
3个月日均交易额(人民币 百万)	161
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	42

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年7月1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

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514

ruitong.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

## 凯莱英

### 国内 CMO 巨头崛起，订单增量保证持续高增长

公司是 CMO 行业领军企业，今年由于重磅商业化订单供货加速增长，一季度归母净利润增长 45%，半年度预计归母净利润 2.12-2.43 亿元（同比增速 35%~55%）。全年由于国内市场及新增商业化项目逐步放量可带来巨大空间和更高弹性。预期随商业化订单放量，全年更佳表现可期。维持买入评级，继续重点推荐。

#### 支撑评级的要点

- 业绩加速增长：公司 2019Q1 收入 4.76 亿元（+31.03%），归母净利润 0.92 亿元（+45.00%），扣非归母净利润 0.80 亿元（+51.87%），利润端远超年均增速。Q2 单季度增长区间在 28.2%~61.8%（中值 45%），保持高速增长。考虑到一季度汇兑相关的正向影响较大（18Q1 汇兑损失 4 千余万；19Q1 约 1 千万，且有 1260 万远期结售汇投资收益），因此第二季度的实际内生增长更高。公司海外重磅产品和国内商业化订单都开始逐步放量供货，预计在下半年贡献更明显，全年可期更佳表现。
- 2019 年初在手订单金额同比增长 40%，高于上一年度全年增速，今年业绩有望更加亮眼。同时国内外重磅产品陆续供货，将带来更大业绩弹性和长期增长动力。
- 毛利率受多因素影响有所降低但后期有望回升：1) 商业化订单部分原材料海外进口，毛利率低于自供品种。2) 业务结构变化：国内业务如临床、CRO 等业务仍处于发展前期，人力及资本等投入较大，拉低毛利率。3) 产能改造及新产能的利用率尚未完全释放，正在逐步提升。随着公司原料供应体系逐渐完善，产能逐步释放、技改降低成本，以及增量业务的逐渐成长，毛利水平将稳步回升。

#### 估值

- 公司作为 CDMO 国内领军企业，受益国内鼓励科技创新和海外产能转移保持高增长，技术优势明显，新进商业化阶段的项目逐步放量推动业绩加速增长。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.70/7.39/9.48 亿元，EPS 分别为 2.47/3.20/4.11 元。维持买入评级，继续重点推荐。

#### 评级面临的主要风险

- 下游客户销售或供货需求低于预期的风险；原材料成本上升风险；汇率波动的风险；国内市场开拓慢于预期的风险。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,423	1,835	2,402	3,182	4,228
变动(%)	29	29	31	32	33
净利润(人民币 百万)	341	428	570	739	948
全面摊薄每股收益(人民币)	1.479	1.856	2.471	3.203	4.109
变动(%)	35.0	25.5	33.1	29.6	28.3
全面摊薄市盈率(倍)	68.5	54.6	41.0	31.6	24.7
价格/每股现金流量(倍)	119.0	56.3	34.8	42.0	25.4
每股现金流量(人民币)	0.85	1.80	2.91	2.41	3.99
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.6	46.0	32.4	24.4	18.2
每股股息(人民币)	0.349	0.349	0.494	0.673	0.904
股息率(%)	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

### 损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,423	1,835	2,402	3,182	4,228
销售成本	(703)	(1,001)	(1,279)	(1,693)	(2,266)
经营费用	(225)	(338)	(437)	(589)	(791)
息税折旧前利润	495	496	686	900	1,170
折旧及摊销	(75)	(103)	(112)	(122)	(132)
经营利润 (息税前利润)	420	392	574	778	1,038
净利息收入/(费用)	(52)	(3)	9	13	18
其他收益/(损失)	54	72	58	65	65
税前利润	422	461	641	856	1,121
所得税	(62)	(54)	(71)	(94)	(123)
少数股东权益	(19)	22	(0)	(23)	(50)
净利润	341	428	570	739	948
核心净利润	342	428	571	739	948
每股收益 (人民币)	1.479	1.856	2.471	3.203	4.109
核心每股收益 (人民币)	1.481	1.856	2.473	3.204	4.109
每股股息 (人民币)	0.349	0.349	0.494	0.673	0.904
收入增长(%)	29	29	31	32	33
息税前利润增长(%)	43	(7)	46	35	33
息税折旧前利润增长(%)	39	0	38	31	30
每股收益增长(%)	35	25	33	30	28
核心每股收益增长(%)	34	25	33	30	28

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	422	461	641	856	1,121
折旧与摊销	75	103	112	122	132
净利息费用	52	3	(9)	(13)	(18)
运营资本变动	(265)	50	(14)	(28)	(2)
税金	(43)	(76)	(71)	(94)	(123)
其他经营现金流	(44)	(126)	12	(285)	(190)
经营活动产生的现金流	196	415	672	557	920
购买固定资产净值	2	51	155	75	65
投资减少/增加	(0)	7	2	3	4
其他投资现金流	(302)	(641)	(296)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	(300)	(584)	(139)	(72)	(61)
净增权益	(81)	(81)	(114)	(155)	(209)
净增债务	(186)	0	0	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	201	11	68	(90)	(203)
融资活动产生的现金流	(65)	(43)	7	(142)	(190)
现金变动	(169)	(211)	539	342	669
期初现金	1,084	839	630	1,169	1,512
公司自由现金流	(104)	(169)	532	485	859
权益自由现金流	(238)	(166)	523	471	840

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	870	703	1,213	1,558	2,233
应收帐款	468	537	784	984	1,412
库存	260	424	467	731	910
其他流动资产	17	30	27	45	56
流动资产总计	1,615	1,694	2,491	3,318	4,610
固定资产	866	1,214	1,256	1,208	1,140
无形资产	67	118	119	119	120
其他长期资产	88	154	92	111	119
长期资产总计	1,022	1,485	1,467	1,439	1,379
总资产	2,637	3,185	3,962	4,761	5,992
应付帐款	153	276	253	429	472
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	221	264	514	527	922
流动负债总计	374	540	767	956	1,394
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	135	117	120	124
股本	230	231	231	231	231
储备	1,978	2,391	2,847	3,431	4,171
股东权益	2,208	2,622	3,078	3,662	4,401
少数股东权益	97	0	0	23	73
总负债及权益	2,637	3,185	3,962	4,761	5,992
每股帐面价值 (人民币)	9.57	11.36	13.34	15.87	19.08
每股有形资产 (人民币)	9.31	10.86	12.83	15.35	18.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.65)	(2.73)	(5.07)	(6.55)	(9.45)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率 (%)	34.8	27.0	28.6	28.3	27.7
息税前利润率 (%)	29.5	21.4	23.9	24.4	24.6
税前利润率 (%)	29.7	25.1	26.7	26.9	26.5
净利率 (%)	24.0	23.3	23.7	23.2	22.4
<b>流动性</b>					
流动比率 (倍)	4.3	3.1	3.2	3.5	3.3
利息覆盖率 (倍)	8.1	127.9	n.a.	n.a.	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)	3.6	2.4	2.6	2.7	2.7
<b>估值</b>					
市盈率 (倍)	68.5	54.6	41.0	31.6	24.7
核心业务市盈率 (倍)	68.4	54.6	41.0	31.6	24.7
市净率 (倍)	10.6	8.9	7.6	6.4	5.3
价格/现金流 (倍)	119.0	56.3	34.8	42.0	25.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	45.6	46.0	32.4	24.4	18.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	124.4	124.7	127.1	129.1	132.1
应收帐款周转天数	98.4	100.0	100.4	101.4	103.4
应付帐款周转天数	37.4	42.7	40.2	39.1	38.9
<b>回报率</b>					
股息支付率 (%)	23.6	18.8	20.0	21.0	22.0
净资产收益率 (%)	17.2	17.7	20.0	21.9	23.5
资产收益率 (%)	14.1	11.9	14.3	15.9	17.2
已运用资本收益率 (%)	4.0	4.3	5.0	5.5	5.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测