2019 年 07 月 22 日
证券研究报告•公司动态跟踪报告
凯 莱 英（002821）医药生物

买入 （维持）
当前价：97.43 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

定增预案出台，打造创新药一体化服务平台

投资要点

- **事件：**公司发布公告，拟定增募资不超过 2314.1 万股股份，募资不超过 23 亿元，净额将用于 3 个项目，分别为天津凯莱英创新药一站式服务平台扩建项目、上海凯莱英（生物大分子创新药及制剂研发生产平台建设项目）、吉林凯莱英（创新药 CDMO 生产基地建设项目），以及补充流动资金。

- **“API+制剂”一体化服务平台是 CDMO 行业大势所趋。**随着医药行业全球分工趋势发展，以及国内创新药产业的快速崛起，国内外市场对于“API+制剂”一体化服务需求将快速提升。主要需求有：1）海外原研药企大量专利药物到期，使得原研药企需借助 CDMO 企业的工艺研发和规模生产优势，以应对激烈的市场竞争。2）国内创新药市场井喷式增长。经过约 10 多年的行业发展积累，国产新药 IND 申请数量从 2012 年开始呈现加速增长；2017 年国产新药临床申请数量 131 个，相比 2016 年增加 46%，到 2018 年数量泽达到 224 个，同比增长 71%。我们预计未来国内创新药申报数量会持续维持在 100 个/年以上，持续增长的创新药研发与生产需求将刺激国内“API+制剂”一体化服务需求的快速增长。3）MAH 制度释放国内制剂 CDMO 需求，新兴创新药企更加青睐生产服务外包模式。国内已在 10 个省（市）开展药品上市许可持有人制度（MAH 制度）试点，实现上市许可与生产许可的分离，国内 CDMO 企业可为新兴创新药企提供专业的生产外包服务，充分享受国内创新药市场快速发展的红利。

- **全球生物药快速发展，生物药 CDMO 业务需求旺盛。**从 20 世纪末开始，以单克隆抗体为主的生物药快速发展，在抗肿瘤与自身免疫疾病领域快速发展壮大。根据 Frost & Sullivan 的统计，2017 年全球生物药市场规模为 2402 亿美元，约占全球药品市场规模的 20%，2017-2022 年将以 11%的年复合增长率发展，增速超过全球药品市场的平均水平。生物药诞生了众多经久不衰的重磅品种，2017 年全球销量前 100 的药品中，生物药占比已达 49%。2017 年国内生物药市场规模为 2185 亿元，占中国医药市场规模（约 2.45 万亿元）的 9%左右，预计未来 2017-2022 年我国生物药年复合增速为 17%。国内外生物药快速发展趋势下，国内外重点 CDMO 企业争相布局，生物药 CDMO 业务也必将成为传统 CDMO 企业未来业绩增长的重要驱动力。

- **盈利预测与评级。**暂不考虑增发股本的影响，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.46 元、3.29 元、4.18 元，对应 PE 分别为 40 倍、30 倍、23 倍。“API+制剂”一体化业务前景广阔，战略布局生物药 CDMO 业务，打造公司未来成长核心动力，维持“买入”评级。

- **风险提示：**客户订单波动、汇率波动、环保压力增加等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1834.88	2416.93	3118.68	3914.36
增长率	28.94%	31.72%	29.04%	25.51%
归属母公司净利润（百万元）	428.30	568.36	759.51	963.56
增长率	25.49%	32.70%	33.63%	26.87%
每股收益 EPS（元）	1.86	2.46	3.29	4.18
净资产收益率 ROE	16.19%	20.46%	21.89%	22.37%
PE	52	40	30	23
PB	8.95	7.44	6.08	4.96

数据来源：Wind，西南证券

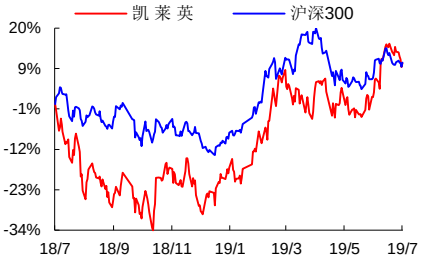
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513110001
电话：021-58351962
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：陈铁林
执业证号：S1250516100001
电话：023-67909731
邮箱：ctl@swsc.com.cn

分析师：陈进
执业证号：S1250517100002
电话：021-68416017
邮箱：cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.31
流通 A 股(亿股)	1.22
52 周内股价区间(元)	58.71-102.0
总市值(亿元)	225.46
总资产(亿元)	32.05
每股净资产(元)	11.28

相关研究

1. 凯莱英（002821）：业绩符合预期，商业化业务收入增长突出 (2019-03-18)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1834.88	2416.93	3118.68	3914.36
营业成本	981.67	1312.52	1710.85	2167.56
营业税金及附加	19.75	27.81	34.96	43.97
销售费用	74.37	99.09	130.98	168.32
管理费用	206.93	265.86	311.87	371.86
财务费用	3.07	3.89	4.00	3.74
资产减值损失	4.85	4.00	4.00	4.00
投资收益	6.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	10.33	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	461.39	703.75	922.02	1154.91
其他非经营损益	-0.77	2.14	2.09	2.13
利润总额	460.62	705.89	924.10	1157.04
所得税	54.17	87.53	114.59	143.47
净利润	406.45	618.36	809.51	1013.56
少数股东损益	-21.85	50.00	50.00	50.00
归属母公司股东净利润	428.30	568.36	759.51	963.56

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	406.45	618.36	809.51	1013.56
折旧与摊销	103.98	144.18	161.06	168.78
财务费用	3.07	3.89	4.00	3.74
资产减值损失	4.85	4.00	4.00	4.00
经营营运资本变动	-120.92	-196.46	-217.26	-220.57
其他	17.63	-4.00	-4.00	-4.00
经营活动现金流净额	415.06	569.97	757.31	965.52
资本支出	-352.15	-40.00	-40.00	-40.00
其他	-231.55	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-583.70	-40.00	-40.00	-40.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	65.88	0.00	0.00	0.00
支付股利	-80.53	-101.07	-134.12	-179.22
其他	-28.05	-9.63	-4.00	-3.74
筹资活动现金流净额	-42.70	-110.70	-138.12	-182.97
现金流量净额	-223.26	419.27	579.20	742.55

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	629.97	1049.24	1628.44	2370.99
应收和预付款项	567.01	765.53	994.91	1239.85
存货	424.12	567.05	739.15	936.46
其他流动资产	73.30	94.30	119.62	148.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1214.10	1113.12	995.27	869.69
无形资产和开发支出	117.58	114.93	112.28	109.64
其他非流动资产	159.27	158.71	158.16	157.60
资产总计	3185.34	3862.89	4747.82	5832.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	356.82	461.18	596.52	761.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	317.95	379.58	453.77	538.84
负债合计	674.77	840.76	1050.30	1300.69
股本	230.72	230.72	230.72	230.72
资本公积	1104.47	1104.47	1104.47	1104.47
留存收益	1286.91	1754.21	2379.61	3163.95
归属母公司股东权益	2510.57	2972.13	3597.52	4381.86
少数股东权益	0.00	50.00	100.00	150.00
股东权益合计	2510.57	3022.13	3697.52	4531.86
负债和股东权益合计	3185.34	3862.89	4747.82	5832.55

财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	28.94%	31.72%	29.04%	25.51%
营业利润增长率	9.96%	52.53%	31.01%	25.26%
净利润增长率	12.89%	52.14%	30.91%	25.21%
EBITDA 增长率	4.01%	49.86%	27.62%	22.11%
获利能力				
毛利率	46.50%	45.69%	45.14%	44.63%
三费率	15.50%	15.26%	14.33%	13.90%
净利率	22.15%	25.58%	25.96%	25.89%
ROE	16.19%	20.46%	21.89%	22.37%
ROA	12.76%	16.01%	17.05%	17.38%
ROIC	25.04%	31.33%	37.95%	43.99%
EBITDA/销售收入	30.98%	35.24%	34.86%	33.91%
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.69	0.72	0.74
固定资产周转率	2.20	2.51	3.15	4.30
应收账款周转率	3.76	3.92	3.83	3.79
存货周转率	2.87	2.65	2.62	2.59
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.86%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	21.18%	21.77%	22.12%	22.30%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.14	3.51	3.80	4.03
速动比率	2.35	2.71	3.00	3.23
股利支付率	18.80%	17.78%	17.66%	18.60%
每股指标				
每股收益	1.86	2.46	3.29	4.18
每股净资产	10.88	13.10	16.03	19.64
每股经营现金	1.80	2.47	3.28	4.18
每股股利	0.35	0.44	0.58	0.78

业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	568.43	851.82	1087.07	1327.43
PE	52.48	39.55	29.60	23.33
PB	8.95	7.44	6.08	4.96
PS	12.25	9.30	7.21	5.74
EV/EBITDA	38.15	24.97	19.03	15.03
股息率	0.36%	0.45%	0.60%	0.80%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	13013130110	13013130110	wfy@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn