

业绩符合预期, 国内业务增长强劲

投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入10.9亿元, 同比增长44.3%; 实现归母净利润2.3亿元, 同比增长46.4%; 实现扣非净利润为2.0亿元, 同比增长42.8%。同时预告2019年前三季度归母净利润同比增长35-45%。
- 国内营收高速增长, 早期项目培育共赢。** 1) 分季度看, 2019Q1/Q2收入同比增速分别为31.0%/56.5%, 归母净利润同比增速分别为45.0%/47.3%, 单Q2受业务发展和订单确认影响提速明显; 2) 分区域看, 国内收入为5896万元, 同比增长约86%, 收入占比由4.2%提升到5.4%; 国外收入为10.3亿元, 同比增长约42%, 收入占比由95.8%略降到94.6%, 体现了国内创新药企蓬勃发展带来的业务增量; 3) 分项目数量看, 2019H1技术开发服务、临床阶段、商业化项目数量分别为177个、117个、18个, 同比增长约64%、92%、0%, 早期项目数量强劲增长体现了介入绑定、培育共赢的战略思路; 4) 分项目金额看, 2019H1技术开发服务收入为6804万元(+32%)、占比6.2%, 临床阶段收入3.5亿元(+75%)、占比32.3%, 商业化阶段收入6.7亿元(+33%)、占比61.4%。
- 研发投入持续加码, 产能建设不断推进。** 1) 研发方面, 2019H1公司研发投入为8905万元(+26.2%), 占收入比重为8.15%; 研发人员为1538人(+24.8%), 占到员工总数的44.7%。公司牵头成立了天津市药物临床研究技术创新中心, 未来有望整合临床研究优势资源、打造具备国际水平的创新产业服务集群; 2) 产能方面, 吉林凯莱英制药的绿色制药关键技术产业化项目一期工程正式启动生产, 上海凯莱英生物医药的生物大分子项目已启动建设, 天津凯莱英制药的药物生产建设项目产能利用率逐步释放。
- 期间费用控制良好, 毛利率略微下降。** 1) 期间费用方面, 销售费用率为3.4%, 下降0.3pp; 管理费用为18.4%, 上升0.3pp, 主要系报告期内引进20位高级人才; 财务费用为-164万元, 主要是报告期内人民币对美元升值; 2) 毛利率方面, 2019H1为44.2%, 同比下降1.8pp, 主要系发展国内客户报价水平略低、拓展期CMC及临床CRO业务毛利率偏低等影响。
- 盈利预测与评级。** 暂不考虑增发股本的影响, 预计2019-2021年公司归母净利润分别为5.7亿、7.6亿、9.6亿元, 对应当前222亿元市值, PE分别为39倍、29倍、23倍。公司“API+制剂”一体化业务前景广阔, 同时战略布局生物药CDMO业务, 打造公司未来核心成长动力, 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 | 39 | 29 | 23 |
| PB | 8.80 | 7.31 | 5.97 | 4.87 |

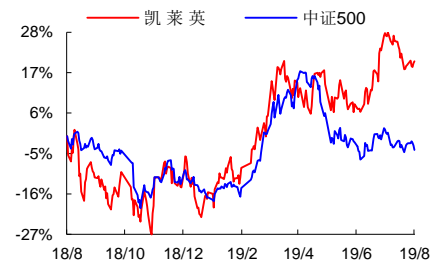
数据来源: Wind, 西南证券

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

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) | 221.58 |
| 总资产(亿元) | 32.75 |
| 每股净资产(元) | 11.67 |

相关研究

- 凯莱英(002821): 定增预案出台, 打造创新药一体化服务平台 (2019-07-22)
- 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) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 1834.88 | 2416.93 | 3118.68 | 3914.36 | 净利润 | 406.45 | 618.36 | 809.51 | 1013.56 |
| 营业成本 | 981.67 | 1312.52 | 1710.85 | 2167.56 | 折旧与摊销 | 103.98 | 144.18 | 161.06 | 168.78 |
| 营业税金及附加 | 19.75 | 27.81 | 34.96 | 43.97 | 财务费用 | 3.07 | 3.89 | 4.00 | 3.74 |
| 销售费用 | 74.37 | 99.09 | 130.98 | 168.32 | 资产减值损失 | 4.85 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 管理费用 | 206.93 | 265.86 | 311.87 | 371.86 | 经营营运资本变动 | -120.92 | -196.46 | -217.26 | -220.57 |
| 财务费用 | 3.07 | 3.89 | 4.00 | 3.74 | 其他 | 17.63 | -4.00 | -4.00 | -4.00 |
| 资产减值损失 | 4.85 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 经营活动现金流净额 | 415.06 | 569.97 | 757.31 | 965.52 |
| 投资收益 | 6.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -352.15 | -40.00 | -40.00 | -40.00 |
| 公允价值变动损益 | 10.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -231.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -583.70 | -40.00 | -40.00 | -40.00 |
| 营业利润 | 461.39 | 703.75 | 922.02 | 1154.91 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -0.77 | 2.14 | 2.09 | 2.13 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 460.62 | 705.89 | 924.10 | 1157.04 | 股权融资 | 65.88 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 54.17 | 87.53 | 114.59 | 143.47 | 支付股利 | -80.53 | -101.07 | -134.12 | -179.22 |
| 净利润 | 406.45 | 618.36 | 809.51 | 1013.56 | 其他 | -28.05 | -9.63 | -4.00 | -3.74 |
| 少数股东损益 | -21.85 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 筹资活动现金流净额 | -42.70 | -110.70 | -138.12 | -182.97 |
| 归属母公司股东净利润 | 428.30 | 568.36 | 759.51 | 963.56 | 现金流量净额 | -223.26 | 419.27 | 579.20 | 742.55 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 629.97 | 1049.24 | 1628.44 | 2370.99 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 567.01 | 765.53 | 994.91 | 1239.85 | 销售收入增长率 | 28.94% | 31.72% | 29.04% | 25.51% |
| 存货 | 424.12 | 567.05 | 739.15 | 936.46 | 营业利润增长率 | 9.96% | 52.53% | 31.01% | 25.26% |
| 其他流动资产 | 73.30 | 94.30 | 119.62 | 148.32 | 净利润增长率 | 12.89% | 52.14% | 30.91% | 25.21% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 4.01% | 49.86% | 27.62% | 22.11% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1214.10 | 1113.12 | 995.27 | 869.69 | 毛利率 | 46.50% | 45.69% | 45.14% | 44.63% |
| 无形资产和开发支出 | 117.58 | 114.93 | 112.28 | 109.64 | 三费率 | 15.50% | 15.26% | 14.33% | 13.90% |
| 其他非流动资产 | 159.27 | 158.71 | 158.16 | 157.60 | 净利率 | 22.15% | 25.58% | 25.96% | 25.89% |
| 资产总计 | 3185.34 | 3862.89 | 4747.82 | 5832.55 | ROE | 16.19% | 20.46% | 21.89% | 22.37% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 12.76% | 16.01% | 17.05% | 17.38% |
| 应付和预收款项 | 356.82 | 461.18 | 596.52 | 761.84 | ROIC | 25.04% | 31.33% | 37.95% | 43.99% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 30.98% | 35.24% | 34.86% | 33.91% |
| 其他负债 | 317.95 | 379.58 | 453.77 | 538.84 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 674.77 | 840.76 | 1050.30 | 1300.69 | 总资产周转率 | 0.63 | 0.69 | 0.72 | 0.74 |
| 股本 | 230.72 | 230.72 | 230.72 | 230.72 | 固定资产周转率 | 2.20 | 2.51 | 3.15 | 4.30 |
| 资本公积 | 1104.47 | 1104.47 | 1104.47 | 1104.47 | 应收账款周转率 | 3.76 | 3.92 | 3.83 | 3.79 |
| 留存收益 | 1286.91 | 1754.21 | 2379.61 | 3163.95 | 存货周转率 | 2.87 | 2.65 | 2.62 | 2.59 |
| 归属母公司股东权益 | 2510.57 | 2972.13 | 3597.52 | 4381.86 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 98.86% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 50.00 | 100.00 | 150.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2510.57 | 3022.13 | 3697.52 | 4531.86 | 资产负债率 | 21.18% | 21.77% | 22.12% | 22.30% |
| 负债和股东权益合计 | 3185.34 | 3862.89 | 4747.82 | 5832.55 | 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 | 51.58 | 38.87 | 29.09 | 22.93 | | | | | |
| PB | 8.80 | 7.31 | 5.97 | 4.87 | | | | | |
| PS | 12.04 | 9.14 | 7.08 | 5.64 | | | | | |
| EV/EBITDA | 37.47 | 24.51 | 18.68 | 14.73 | | | | | |
| 股息率 | 0.36% | 0.46% | 0.61% | 0.81% | | | | | |

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 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 金悦 | 销售经理 | 021-68415380 | 15213310661 | jyue@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 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |