

业绩稳健高速增长，看好未来发展前景

——凯莱英（002821）三季度跟踪

核心观点：

1. 事件：

公司发布 2019 年三季度报告。2019 年前三季度实现营收 17.42 亿元，同比增长 44.61%；归属于上市公司股东净利润 3.67 亿元，同比增长 40.48%；扣非归母净利润 3.38 亿元，同比增长 38.97%；实现 EPS1.60 元。

其中，2019 年第三季度，公司实现营收 6.49 亿元，同比增长 45.18%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 31.63%；扣非归母净利润 1.35 亿元，同比增长 33.67%；实现 EPS0.6 元。

其他财务指标方面，销售费用 0.60 亿元，同比增长 38.47%，主要系公司继续深耕海外 CDMO 市场及加速布局国内市场业务，持续增加市场投入所致；管理费用 1.91 亿元，同比增长 26.41%，主要系公司进一步拓展新业务，加速高级人才引进所致；财务费用-0.12 万元，同比降低 739.59%；研发费用 1.35 亿元，同比增长 32.77%，主要系公司进一步增强研发团队实力，不断探索制药工艺的技术创新和商业化应用所致。经营性现金流净额 3.51 亿元，同比增长 28.54%。预收账款 0.43 亿元，同比增长 193.08%，主要系本期预收客户款项增加所致。

公司发布 2019 年业绩预告，预计实现归属于上市公司股东净利润 5.35-6.00 亿元，同比增长 25%-40%；预计实现扣非归母净利润 4.79 亿元-5.16 亿元，同比增长 30%-40%。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩保持高速稳健增长，期间费用控制良好

业绩保持高速稳健增长，受部分商业化项目原料成本占比较高与所得税计提增长所致，利润端增速略低于收入端。19 年前三季度公司实现营收 17.42 亿元(+44.61%)，归母净利润 3.67 亿元 (+40.48%)，扣非归母净利润 3.38 亿元(+38.97%)。其中，Q3 单季度实现收入 6.49 亿元(+45.18%)，归母净利润 1.37 亿元(+31.63%)，扣非归母净利润 1.35 亿元(+33.67%)。收入端保持稳健高速增长，我们认为主要系一方面凭借核心技术优势，小分子 CDMO 业务提质增量，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

凯莱英（002821.SZ）

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：shayu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

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

2019-10-24

A 股收盘价(元)	122.20
A 股一年内最高价(元)	129.06
A 股一年内最低价(元)	55.08
上证指数	2940.92
市盈率-TTM	56.45
总股本(万股)	23141.00
实际流通 A 股(万股)	12239.66
限售的流通 A 股(万股)	10901.33
流通 A 股市值(亿元)	149.57

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 2019-4-22 凯莱英一季报跟踪：业绩如期高速增长，持续看好长期发展前景
- 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
- 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
- 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

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，延展服务产业链。利润端增速略低于收入端，我们认为原因主要系一方面部分商业化项目原料成本占比较高，导致毛利率有所下降；另一方面，所得税计提相对有所增长所致。

期间费用控制良好，毛利率略有下降。费用方面，前三季度期间费用率 21.43%，同比下降 2.97pp，其中，销售费用率 3.42%(-0.15pp)，管理费用率 10.95%(-1.58pp)，财务费用率-0.67%(-0.55pp)，研发费用率 7.73%(-0.69pp)。细分来看，销售费用 0.60 亿元(+38.47%)，管理费用 1.91 亿元(+26.41%)，财务费用-0.23 万元(-739.59%)，研发费用 1.35 亿元(+32.77%)。毛利率方面，前三季度毛利率为 44.59%，较去年同期下降 1.66pp，其中 Q3 毛利率 45.20%，同比降低 1.46pp，主要系公司部分商业化项目原料成本占比较高，导致营业成本增速较快所致。此外，预收账款 0.43 亿元，同比增长 193.08%；经营性现金流净额 3.51 亿元，同比增长 28.54%，公司项目款回款情况良好。

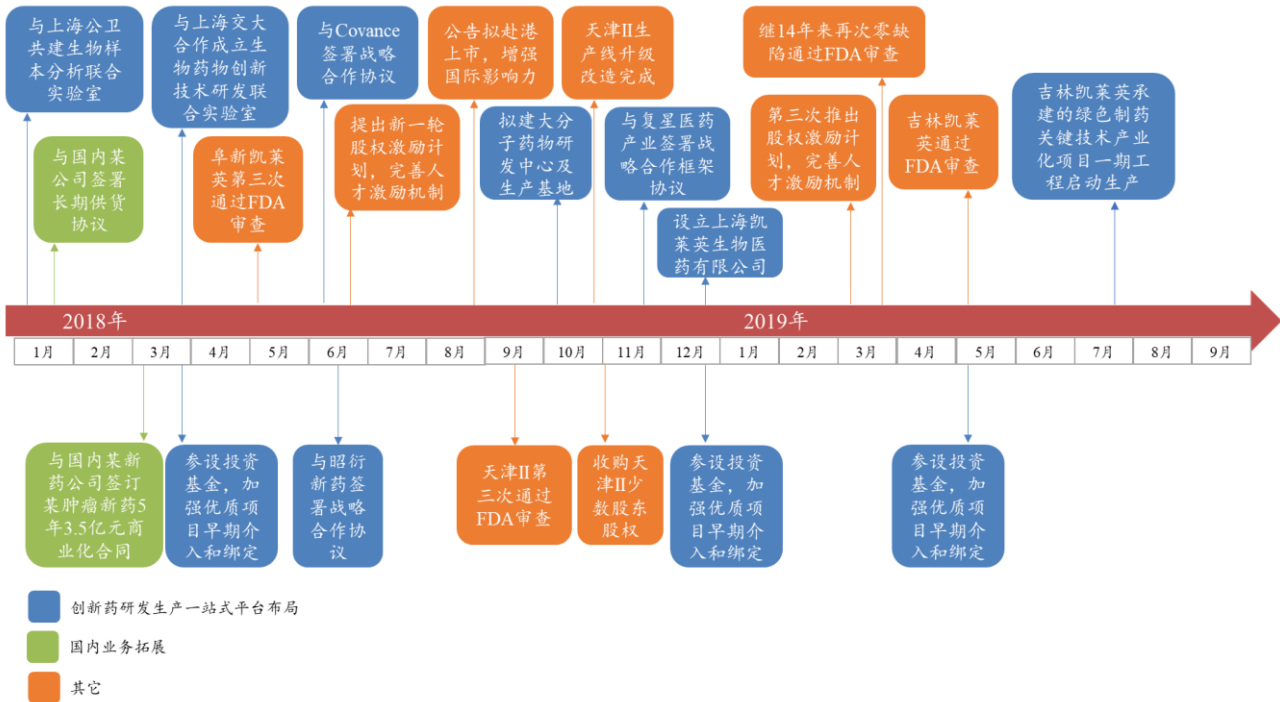
(二) 订单获取能力稳步提升，助力业绩长期稳定增长

公司订单获取能力稳步提升，各类型项目储备结构持续优化，有利于业绩长期稳定增长。公司凭借在技术创新和质量管理体系优势，承接的技术开发项目有所增加；同时通过技术积累和专业团队建设，储备大量临床阶段项目；并通过与客户的切入式合作确保后期延续到商业化阶段项目的数量。我们预计公司订单结构与中报相似，公司主营业务项目结构不断优化，尤其是处于 III 期临床的项目持续增加，将助力公司业绩长期稳定增长。

(三) 持续稳健布局创新药一体化服务生态圈，提升“CMC+临床研究服务”一站式综合服务能力

公司依托小分子 CDMO 形成的竞争优势，持续推进临床研究服务、化学大分子、DoE 等业务，持续稳健布局创新药一体化服务生态圈，提升“CMC+临床研究服务”一站式综合服务能力。报告期内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，并对国内市场客户力争成为从创新药 IND 到 NDA 的一站式服务首选供应商。我们梳理了公司 18 年至今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。对图示中重大事件的解读详见前期报告点评。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 19 年前三季度业绩保持稳健高速增长,同时 19 年业绩预告增长区间 30%-40%,持续保持快速增长。我们认为主要系一方面凭借核心技术优势,小分子 CDMO 业务提质增量,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,延展服务产业链所致,我们继续看好公司未来发展前景。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 5.65/7.47/9.70 亿元,对应 EPS 为 2.44/3.23/4.20 元,对应 PE 为 50/38/29 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

行业竞争加剧风险;核心技术人员流失风险;产能扩张不及预期。

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	2456.46	3253.39	4231.16
营业收入增长率	32.82%	28.99%	28.94%	33.88%	32.44%	30.05%
归母净利润(百万元)	252.74	341.29	428.30	564.58	746.54	970.23
归母净利润增长率	64.60%	35.04%	25.49%	31.82%	32.23%	29.96%
EPS(元)	1.092	1.475	1.851	2.440	3.226	4.193
P/E	111.89	82.86	66.02	50.09	37.88	29.15
P/B	16.12	13.74	11.26	9.47	7.83	6.39
EV/EBITDA	33.36	63.16	54.73	31.07	24.44	19.15

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	2456.46	3253.39	4231.16
减: 营业成本	533.92	686.73	981.67	1229.51	1628.39	2117.78
营业税金及附加	15.76	15.98	19.75	29.70	39.34	51.16
营业费用	43.05	53.53	74.37	99.56	131.86	171.49
管理费用	212.92	237.70	206.93	393.03	530.30	698.14
财务费用	-23.00	51.74	3.07	-10.35	-20.39	-32.67
资产减值损失	3.33	8.96	4.85	4.85	4.85	4.85
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	0.00	-155.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	314.92	364.91	405.90	710.15	939.03	1220.40
加: 其他非经营损益	10.55	2.49	-0.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	325.47	367.40	405.13	710.15	939.03	1220.40
减: 所得税	49.86	45.96	41.12	177.54	234.76	305.10
净利润	275.60	321.44	364.01	532.61	704.28	915.30
减: 少数股东损益	22.87	18.76	-21.85	-31.96	-42.26	-54.93
归属母公司股东净利润	252.74	341.29	428.30	564.58	746.54	970.23
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	920.05	696.84	476.28	933.64	1368.44	2025.23
应收和预付款项	308.07	485.00	567.01	762.17	998.22	1291.23
存货	218.75	260.23	424.12	413.52	695.87	746.94
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	1042.76	871.41	700.07

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	3438.67	4204.52	5020.80
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	485.46	666.00	721.61
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	485.46	666.00	721.61
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	1767.26	2394.83	3210.44
归属母公司股东权益	1754.34	2057.62	2510.57	2985.17	3612.74	4428.35
少数股东权益	78.66	97.42	0.00	-31.96	-74.23	-129.16
股东权益合计	1832.99	2155.04	2510.57	2953.21	3538.51	4299.19
负债和股东权益合计	2271.14	2473.37	2984.10	3438.67	4204.52	5020.80
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	531.47	527.88	773.23
投资性现金净流量	-199.57	-300.28	-583.70	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	682.08	-65.12	-42.70	-74.11	-93.07	-116.44
现金流量净额	756.94	-160.06	-217.75	457.36	434.80	656.79

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。

余宇，医药行业证券分析师。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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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：崔香兰 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