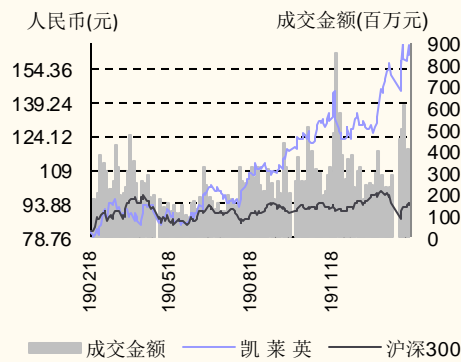


市场价格 (人民币): 179.08 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.31
已上市流通 A 股(亿股)	2.29
总市值(亿元)	371.83
年内股价最高最低(元)	165.86/144.40
沪深 300 指数	3988
中小板综	10100



相关报告

- 1.《发布新定增预案，引进高瓴战投-凯莱英公司点评》，2020.2.17
- 2.《生物研发中心启动运营，正式布局生物药 CDMO-凯莱英公司点评》，2019.12.31
- 3.《一季度业绩靓丽，保持高增长！-凯莱英公司点评》，2019.4.23
- 4.《年报符合预期，先进制造+中国医药创新优质标的保持稳健高增长-...》，2019.3.18
- 5.《聚焦科创，先进制造+创新优质标的引领价值成长！-凯莱英公...》，2019.3.4

王班

联系人
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

综合服务能力不断提升，业绩高持续增长

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,423	1,835	2,461	3,242	4,272
营业收入增长率	28.99%	28.94%	34.12%	31.73%	31.78%
归母净利润(百万元)	341	428	556	722	964
归母净利润增长率	35.04%	25.49%	29.75%	29.95%	33.49%
摊薄每股收益(元)	1.483	1.855	2.402	3.121	4.166
每股经营性现金流净额	0.85	1.80	2.84	2.98	3.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.59%	17.06%	18.76%	21.27%	24.26%
P/E	40.35	36.57	74.57	57.38	42.98
P/B	6.69	6.24	13.99	12.21	10.43

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2019 年业绩快报，分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 24.61 亿元/5.56 亿元/4.90 亿元，同比分别增长 34.11%/29.75%/ 32.94%。业绩符合预期，持续高增长。

经营分析

- 全年来看，公司收入端符合预期，保持了 30%以上持续高增长：公司加大了人才引进及研发投入的力度，早期临床项目工艺开发和服务能力不断提升，项目数量快速增长；商业化项目稳定增长，持续放量；化药大分子、制剂、生物药大分子和临床服务等新业务领域不断拓展，一站式综合服务能力不断提升。
- 公司 Q4 实现营业收入 7.18 亿元，同比增长 14.04%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 13.02%。CDMO 商业模式，业绩有一定的季度差异和波动，全年整体保持 34%收入高增长。
- 预计下半年毛利率有所回升，整体企稳：2019 年由于收入结构、新业务拓展等因素，与 2018 年相比，公司毛利率小幅下降。Q3 以来毛利率业已企稳，并有小幅回升，整体保持稳定。
- 子公司少数股东权益变化造成归母口径利润增速略低：2018 年 10 月公司收购了子公司凯莱英生命科学 26%股权，该子公司亏损形成约-2185 万元少数股东权益，预计 2019 年少数股东权益很少。
- CDMO 龙头综合服务能力不断提升，成长确定性强：公司 2019 年加大了人才引进和研发投入力度，漏斗状项目梯队日趋合理，临床项目储备进一步丰富，业绩稳定增长动力强劲；公司通过多元化业务布局，不断完善 CMC+CRO 一站式综合服务能力，努力夯实小分子业务，积极拓展化药大分子项目，战略布局生物大分子领域；综合项目管线不断丰富，多个代表性新药和重磅品种进入/即将进入高速成长期。

盈利调整及投资建议

- 我们预计 2019-2021 年公司的归母净利润分别为 5.56/7.22/9.64 亿元，同比增长 30%/30%/33%，维持“买入”评级。

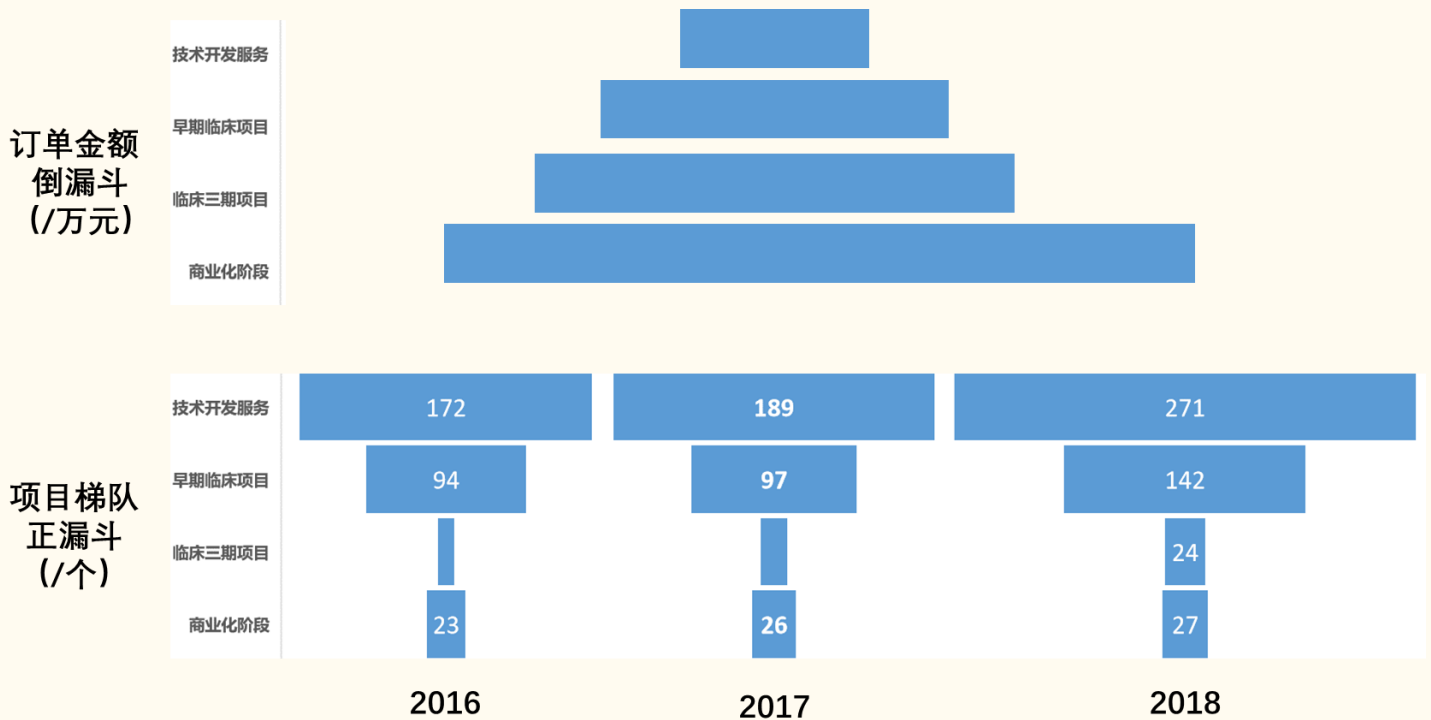
风险提示

- 下游新药产品销售不达预期，上游原材料涨价，汇率波动，环保和安全生产，新业务拓展不达预期，核心技术（业务）人员流失

小分子 CDMO 业务高成长

- **核心业务持续稳健增长：**公司二十余年来深耕小分子创新药 CDMO 领域，重视技术研发和质量体系的建设，逐渐形成了行业领先的优势和平台效应，客户分层来看：①与辉瑞、艾伯维、默沙东、BMS、礼来、罗氏等跨国制药企业不断加深合作；②不断拓展海外中小 biotech 客户，海外长尾客户不断丰富；③积极拓展国内市场，MAH 制度下国内项目逐渐开花结果。
- **项目情况方面，公司的项目梯队日趋合理，漏斗效应逐渐显现，业绩整体呈现加速上升趋势：**早期临床项目工艺开发和服务能力不断提升，项目数量快速增长；公司的大型商业化项目稳定增长，持续放量。

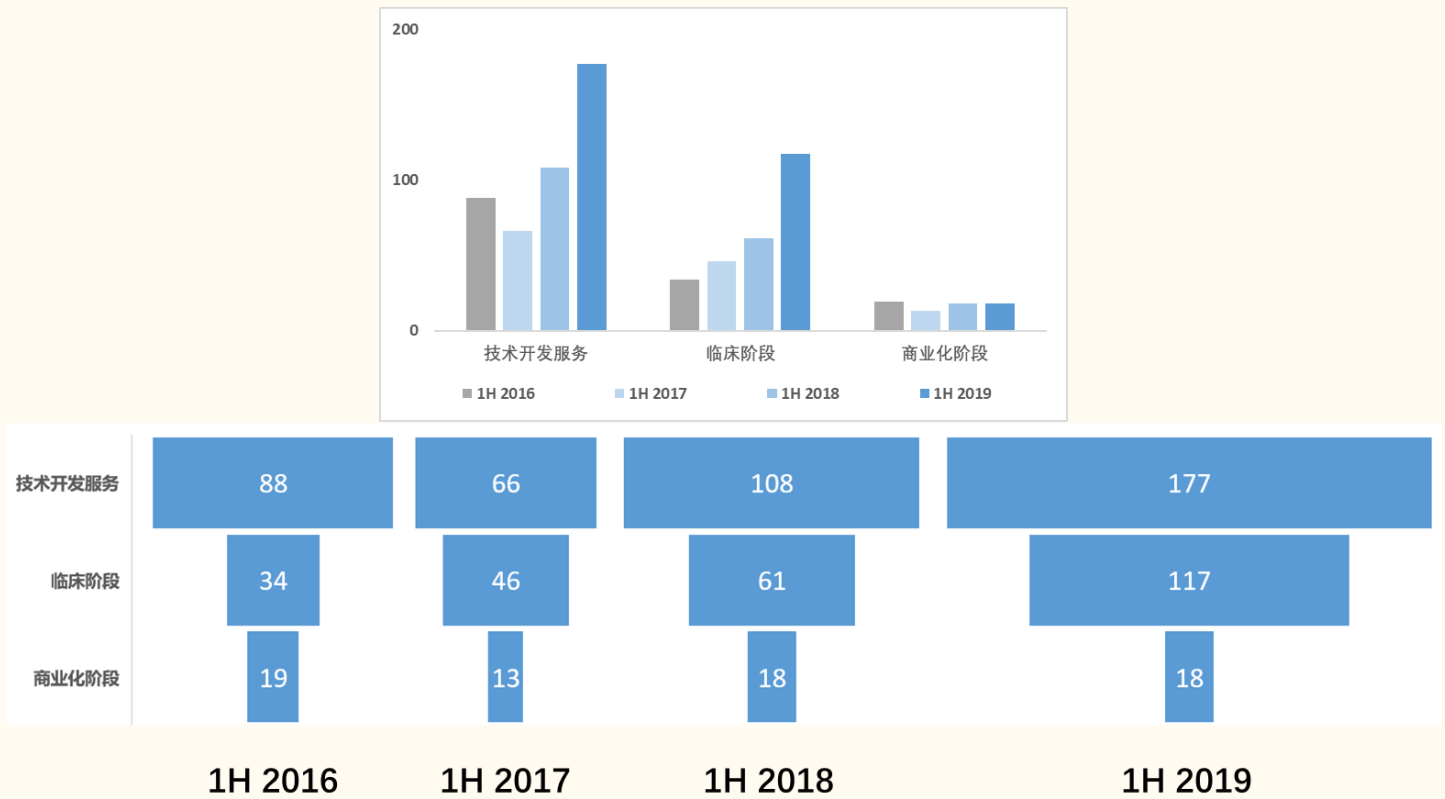
图表 1：漏斗效应逐渐显现：2016-2018 公司项目情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **近年来公司不断加大了人才引进及研发投入的力度，项目梯队潜力不断提升：**特别是 2019 年上半年，共引进高级人才共计 20 人，其中博士人才 14 人，高级主管以上人才 7 人，海归及外籍人才 12 人；大量引进早期临床开发、临床前 CMC 研发人员，短期薪酬同比增加约 6781 万元。早期临床项目、临床前项目工艺开发和服务能力不断提升，项目数量快速增长，项目梯队潜力进一步提升。

图表 2：1H2016-1H2019 公司项目情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **Q4 基数原因及订单确认节奏，业绩季度正常波动：**公司 Q4 实现营业收入 7.18 亿元，同比增长 14.04%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 13.02%。CDMO 商业模式，业绩有一定的季度差异和波动，Q4 基数较大，2015-2019 年 Q4 收入占比分别为 37%/29%/37%/34%/29%，利润占比分别为 46%/25%/41%/39%/34%。2019 年四季度有部分订单没有完成收入确认，考虑到 CDMO 的商业模式和商业化订单生产周期（200 天以上），公司的产能利用率和订单排产维持在非常高的水平，我们认为 Q4 业绩增长的季度波动属于正常现象，全年整体保持 34% 高增长。
- **预计下半年毛利率有所回升，整体企稳：**2019 年由于收入结构（商业化占比提升；某商业化订单客户指定原材料供应商）、新业务拓展（大分子、制剂、临床服务等）等因素造成公司毛利率小幅下降。Q3 以来毛利率业已企稳，并有小幅回升，整体保持稳定。
- **子公司少数股东权益变化造成归母口径利润增速略低：**2018 年 10 月公司收购了子公司凯莱英生命科学 26% 股权，该子公司亏损（受到化药大分子产线技改等因素影响，截至收购日亏损 8347 万）形成约 -2185 万元少数股东权益；预计 2019 年少数股东权益基本为零。

多元化业务布局，一站式综合服务能力不断提升

- **多元化战略布局，一站式综合服务能力不断提升：**公司在小分子创新药 CDMO 优势业务领域的基础上，通过多元化战略布局，不断完善 CMC+CRO 一站式综合服务能力，努力夯实小分子业务，积极拓展化药大分子项目，战略布局生物大分子领域，并在临床服务领域进行了特性延伸，一站式综合服务能力不断提升。
- **VIC 模式积极探索及推动中国医药创新发展模式：**除上述新业务外，公司还参与投资三一众志基金、海河凯莱英基金等医药产业创新投资基金，积极探索“资产+资本+服务”的 VIC 商业合作方式，重点培育优质项目，持

续推动公司技术能力建设与业务拓展需求，助推公司持续稳定发展，实现公司产业资源与专业投资机构资源和资本的良性互动，形成医药创新大生态圈。

- **引入战略投资者，优化股东结构，促进公司长远发展：**2020 年非公开发行的对象为高瓴资本，拟募资 23 亿元。高瓴资本在全球医疗行业，尤其是创新药领域有非常广泛的赛道布局，包括百济神州、天境生物、基石药业、信达生物、君实生物、再鼎医药、创胜生物、海和药物、加科思及众多海外创新药公司。后续凯莱英将与高瓴资本在全球创新药领域建立全面、深入的战略合作关系，一方面凯莱英将为高瓴资本及其相关投资的创新药企提供高质量的一站式 CMC 研发和生产服务，另一方面高瓴资本将依托其全球的创新药赛道布局提升凯莱英服务创新药公司的广度和深度，在核酸、生物药 CDMO 及创新药临床 CRO 服务等新业务领域开展深入战略合作。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,103	1,423	1,835	2,461	3,242	4,272	货币资金	1,084	839	630	768	911	1,168
增长率		29.0%	28.9%	34.1%	31.7%	31.8%	应收款项	299	468	537	640	844	1,112
主营业务成本	-534	-687	-982	-1,353	-1,765	-2,301	存货	219	260	424	445	580	757
%销售收入	48.4%	48.3%	53.5%	55.0%	54.5%	53.9%	其他流动资产	43	47	103	121	141	165
毛利	569	736	853	1,108	1,477	1,971	流动资产	1,645	1,615	1,694	1,975	2,477	3,201
%销售收入	51.6%	51.7%	46.5%	45.0%	45.5%	46.1%	%总资产	67.3%	61.2%	53.2%	54.5%	58.2%	62.8%
营业税金及附加	-16	-16	-20	-27	-36	-47	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	702	866	1,214	1,516	1,638	1,743
销售费用	-43	-54	-74	-85	-110	-137	%总资产	28.7%	32.9%	38.1%	41.8%	38.5%	34.2%
%销售收入	3.9%	3.8%	4.1%	3.5%	3.4%	3.2%	无形资产	64	67	123	133	142	151
管理费用	-213	-238	-207	-277	-360	-470	非流动资产	800	1,022	1,491	1,648	1,780	1,893
%销售收入	19.3%	16.7%	11.3%	11.3%	11.1%	11.0%	%总资产	32.7%	38.8%	46.8%	45.5%	41.8%	37.2%
研发费用	0	0	-155	-180	-240	-316	资产总计	2,445	2,637	3,185	3,623	4,256	5,094
%销售收入	0.0%	0.0%	8.5%	7.3%	7.4%	7.4%	短期借款	186	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	298	429	397	540	731	1,001	应付款项	254	315	474	568	741	966
%销售收入	27.0%	30.2%	21.6%	21.9%	22.5%	23.4%	其他流动负债	64	59	66	94	120	155
财务费用	23	-52	-3	14	17	22	流动负债	504	374	540	662	861	1,121
%销售收入	-2.1%	3.6%	0.2%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-9	-5	0	0	0	其他长期负债	108	108	135	0	0	0
公允价值变动收益	0	-3	10	0	0	0	负债	612	482	675	662	861	1,121
投资收益	-2	0	7	15	15	15	普通股股东权益	1,754	2,058	2,511	2,961	3,395	3,974
%税前利润	n.a	n.a	1.4%	2.4%	1.8%	1.4%	其中：股本	113	230	231	231	231	231
营业利润	315	420	461	626	818	1,092	未分配利润	632	909	1,252	1,585	2,019	2,597
营业利润率	28.5%	29.5%	25.1%	25.4%	25.2%	25.6%	少数股东权益	79	97	0	0	0	0
营业外收支	11	2	-1	0	0	0	负债股东权益合计	2,445	2,637	3,185	3,623	4,256	5,094
税前利润	325	422	461	626	818	1,092	比率分析						
利润率	29.5%	29.7%	25.1%	25.4%	25.2%	25.6%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-50	-62	-54	-70	-96	-128	每股指标						
所得税率	15.3%	14.7%	11.8%	11.2%	11.8%	11.8%	每股收益	2.239	1.483	1.855	2.402	3.121	4.166
净利润	276	360	406	556	722	964	每股净资产	15.544	8.942	10.875	12.799	14.672	17.173
少数股东损益	23	19	-22	0	0	0	每股经营现金净流	2.466	0.854	1.798	2.837	2.982	3.894
归属于母公司的净利润	253	341	428	556	722	964	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.963	1.251	1.670
净利率	22.9%	24.0%	23.3%	22.6%	22.3%	22.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.41%	16.59%	17.06%	18.76%	21.27%	24.26%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	10.34%	12.94%	13.45%	15.34%	16.97%	18.92%
净利润	276	360	406	556	722	964	投入资本收益率	12.46%	16.94%	13.82%	16.19%	19.00%	22.23%
少数股东损益	23	19	-22	0	0	0	增长率						
非现金支出	66	84	109	101	131	148	主营业务收入增长率	32.82%	28.99%	28.94%	34.12%	31.73%	31.78%
非经营收益	-8	38	-3	8	-15	-15	EBIT增长率	65.43%	44.21%	-7.49%	35.95%	35.44%	36.93%
营运资金变动	-55	-286	-98	-10	-150	-198	净利润增长率	64.60%	35.04%	25.49%	29.75%	29.95%	33.49%
经营活动现金净流	278	196	415	655	689	899	总资产增长率	92.28%	7.87%	20.78%	13.74%	17.47%	19.69%
资本开支	-236	-302	-542	-306	-262	-262	资产管理能力						
投资	0	0	-38	-10	-10	-10	应收账款周转天数	83.9	95.6	97.1	90.0	90.0	90.0
其他	37	2	-4	15	15	15	存货周转天数	118.9	127.3	127.2	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-200	-300	-584	-301	-257	-257	应付账款周转天数	84.6	77.6	79.8	80.0	80.0	80.0
股权募资	658	153	33	117	0	0	固定资产周转天数	162.7	195.1	180.5	194.1	155.5	122.7
债权募资	106	-186	0	-111	0	0	偿债能力						
其他	-56	-81	-88	-222	-289	-385	净负债/股东权益	-48.97%	-38.95%	-25.38%	-26.19%	-27.05%	-29.57%
筹资活动现金净流	707	-115	-55	-215	-289	-385	EBIT利息保障倍数	-12.9	8.3	129.5	-37.3	-42.0	-46.5
现金净流量	786	-218	-223	138	143	257	资产负债率	25.03%	18.28%	21.18%	18.26%	20.24%	22.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	13	14	26
增持	0	4	4	6	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.24	1.30	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

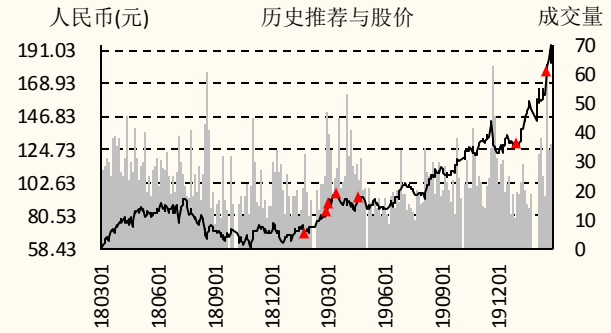
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价目标价
1	2019-01-24	买入	72.44 85.00~90.00
2	2019-02-28	买入	79.91 N/A
3	2019-03-04	买入	84.37 N/A
4	2019-03-18	买入	94.50 N/A
5	2019-04-23	买入	93.70 N/A
6	2019-12-31	买入	127.55 N/A
7	2020-02-17	买入	160.70 N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH