

日期: 2020年04月10日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号: S0870119030007

### 基本数据 (2019Y)

报告日股价 (元)	177.62
12mth A 股价格区间 (元)	84.84-199.88
总股本 (百万股)	231.41
无限售 A 股/总股本	98.9%
流通市值 (亿元)	406.75
每股净资产 (元)	13.17
PBR (X)	14.52
DPS (2019, 元)	10 派 5.00

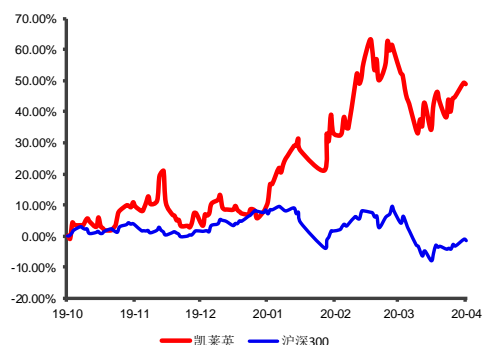
### 主要股东 (2019Y)

ASYM-CHEM LABORATORIES, INCORPORATED	39.61%
香港中央结算有限公司(陆股通)	5.69%
Hao Hong	4.40%

### 收入结构 (2019Y)

定制研发生产	90.42%
技术开发服务	9.58%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



# 营收保持快速增长 持续拓展业务布局

## ■ 公司动态事项

公司发布2019年年度报告。

## ■ 事项点评

### 年报业绩保持快速增长, 临床项目带来增长弹性

2019年, 公司实现营收24.60亿元, 同比增长34.07%; 实现归母净利润5.54亿元, 同比增长29.32%, 超过市场预期; 实现扣非归母净利润4.89亿元, 同比增长32.50%。从细分业务板块来看, 2019年公司共计完成549个项目, 其中商业化阶段项目30个, 实现收入12.23亿元, 同比增长17.07%; 临床阶段项目191个 (其中临床III期39个), 实现收入10.02亿元, 同比增长70.89%, 由于临床业务和商业化业务具备一定协同性, 因此, 随着临床项目按照新药研发规律不断演进并最终上市, 将有望推动公司商业化阶段项目放量, 增厚业绩表现; 技术服务项目328个, 实现收入2.36亿元, 同比增长16.54%。

2019年, 公司整体毛利率为45.51%, 同比下降0.96pct, 其中商业化阶段业务的毛利率同比下降4.80pct。期间费用方面, 2019年, 公司的销售费用和管理费用分别为0.88亿元和2.64亿元, 销售费用率和管理费用率分别为3.56%和10.74%, 基本和去年持平。为提高技术水平, 公司持续加大研发投入, 2019年, 公司的研发投入达到1.93亿元, 同比增长24.07%, 占营收比重达到7.83%, 主要投入到技术研发, 通过持续加大研发投入, 目前公司连续性反应技术和生物酶催化技术等已显现出较强的竞争优势, 截至报告期末, 超过30%公司承接的临床中后期项目与连续性反应和酶催化技术应用相关。

### 头部客户保障订单来源稳定, 长尾客户丰富未来项目储备

凭借技术上的创新应用和丰富的项目经验, 公司已与欧美大型药企建立了紧密的合作关系, 成为国内唯一一家覆盖美国前五大制药公司从临床到商业化CDMO服务的公司, 与大药企的稳定合作关系保障了公司订单来源的稳定性。报告期内, 公司来自服务大型药企的收入达到17.03亿元, 年同比增长29.69%。其中, 在美国五大药企公布的临床中后期研发管线中, 由公司服务的项目数量占比约25%。同时, 凭借服务大型药企建立的品牌效应和经验积累, 公司近年持续着力拓宽中小型制药公司、生物技术公司客户, 对长尾客户的早期覆盖有望使公司服务跟随整个项目成长过程, 丰富公司后期阶段的项目储备, 给未来业绩带来积极影响。2019年, 公司来自服务长尾客户的收入达到7.56亿元, 同比增长45.09%, 占营业收入比重也由2017年的18.92%提

升至2019年的30.75%。目前，公司国内外中小创新药客户池已扩充至600余家，活跃客户400余家，2019年产生订单客户129家，增长快速。

### 服务链持续延伸，新产能逐步落地

公司基于小分子创新药CDMO领域的竞争优势和客户网络，逐步延伸服务链。例如，在小分子领域，公司从cGMP中间体延伸至API、制剂等领域。就欧美大型制药公司而言，其API、制剂向亚洲转移速度相对缓慢，随着合作持续深入，公司已承接部分客户的API项目，逐步加强竞争实力和品牌效应，2019年，公司承接“API+制剂”项目22个。此外，凯莱英金山生物技术研发中心也已启动运营，标志着公司由小分子业务向生物药领域业务拓展迈出坚实且关键的一步。公司服务链条的延伸，既增加了公司新的业务增长点，同时也进一步提升公司与客户之间的服务粘性，有力助推公司CDMO业务的发展。除业务延伸外，为更好满足现有的客户需求，报告期内，公司有序预增产能，提升运营效率，配比未来发展。截至目前，吉林凯莱英已完成一期工程建设，新增cGMP标准的反应釜体积263.5m<sup>3</sup>；辽宁凯莱英启动建设重要原料生产厂房；凯莱英生命科学公司新建cGMP多肽生产车间并安装两条多肽生产线。服务范围的进一步拓展以及产能的逐步释放有望保障未来公司业绩的持续增长。

### ■ 风险提示

行业监管政策变化风险；技术人才流失风险；市场竞争加剧风险；疫情加剧风险。

### ■ 投资建议

#### 维持“谨慎增持”评级

预计公司20、21年EPS至3.13、4.08元，以4月08日收盘价177.62元计算，动态PE分别为56.7倍和43.6倍。我们认为，公司业绩有望受益于临床阶段项目的逐步后移以及品牌地位的提高，未来伴随业务链的逐步延伸以及产能利用率的提升，公司业绩具备明确成长性，我们看好行业和公司未来发展，维持“谨慎增持”评级。

### ■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,459.99	3,202.35	4,156.70	5,373.57
年增长率	34.07%	30.18%	29.80%	29.27%
归属于母公司的净利润	553.86	724.89	943.10	1,225.26
年增长率	29.32%	30.88%	30.10%	29.92%
每股收益(元)	2.39	3.13	4.08	5.30
PER(X)	74.21	56.70	43.58	33.54

注：有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	435	1,328	2,275	3,374
存货	449	678	781	1,103
应收账款及票据	670	901	1,139	1,499
其他	85	103	107	132
流动资产合计	1,639	3,011	4,301	6,107
长期股权投资	201	201	201	201
固定资产	1,271	1,003	735	466
在建工程	360	370	380	380
无形资产	122	117	113	109
其他	165	163	161	159
非流动资产合计	2,120	1,855	1,590	1,316
资产总计	3,759	4,866	5,891	7,423
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	385	705	789	1,091
其他	119	102	116	128
流动负债合计	504	807	905	1,219
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	209	209	209	209
非流动负债合计	209	209	209	209
负债合计	713	1,016	1,115	1,429
少数股东权益	0	(0)	(17)	(25)
股东权益合计	3,046	3,850	4,777	5,994
负债和股东权益总计	3,759	4,866	5,891	7,423

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	554	725	943	1,225
折旧和摊销	7	273	273	273
营运资本变动	(4)	(174)	(243)	(391)
经营活动现金流	601	823	956	1,100
资本支出	(422)	(10)	(10)	0
投资收益	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(700)	(10)	(10)	0
股权融资	1	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	(102)	80	0	0
净现金流	(201)	893	946	1,100

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,460	3,202	4,157	5,374
营业成本	1,341	1,731	2,241	2,893
营业税金及附加	23	40	54	69
营业费用	88	96	145	215
管理费用	264	307	436	564
财务费用	(4)	0	0	0
资产减值损失	0	6	8	11
投资收益	(1)	0	0	0
公允价值变动损益	(12)	0	0	0
营业利润	624	810	1,039	1,366
营业外收支净额	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	624	809	1,038	1,366
所得税	70	85	112	148
净利润	554	724	926	1,218
少数股东损益	0	(0)	(17)	(8)
归属母公司股东净利润	554	725	943	1,225

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	34.07%	30.18%	29.80%	29.27%
EBITDA 增长率	10.10%	76.06%	19.33%	22.69%
EBIT 增长率	29.54%	39.76%	24.50%	27.55%
净利润增长率	29.32%	30.88%	30.10%	29.92%
毛利率	94.30%	96.55%	96.54%	96.51%
EBITDA/总收入	29.88%	40.41%	37.15%	35.26%
EBIT/总收入	29.71%	31.89%	30.59%	30.18%
净利润率	22.51%	22.64%	22.69%	22.80%
资产负债率	18.98%	20.88%	18.92%	19.25%
流动比率	3.25	3.73	4.75	5.01
速动比率	2.36	2.89	3.89	4.10
总资产回报率 (ROA)	14.74%	14.89%	15.72%	16.40%
净资产收益率 (ROE)	18.19%	18.83%	19.67%	20.36%
EV/营业收入	8.1	11.9	12.4	9.3
EV/EBITDA	40.0	30.6	25.0	19.8
PE	74.2	56.7	43.6	33.5
PB	13.5	10.7	8.6	6.8

## 分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。