

## 业绩稳步增长，“漏斗效应”显现

——凯莱英（002821）年报点评报告

买入（维持）

日期：2020年04月14日

### 事件：

公司近日公布2019年年报，报告期内，公司实现营业收入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%。扣非净利润4.89亿元，同比增长32.5%。2019年利润分配预案：每10股派5元。

### 投资要点：

#### ● 整体业绩稳步增长，收入结构持续优化

2019年全年公司整体业绩保持较快增长，持续受益于全球CMO/CDMO行业增长及区域性转移等趋势的正向影响以及国内医药产业多项政策出台的机遇叠加。从收入端看：商业化阶段收入、临床阶段收入和技术开发服务收入分别实现12.23亿元、10.02亿元和2.36亿元，分别同比增长17.07%、70.99%和16.52%。临床阶段CDMO业务收入大幅提升，临床阶段的项目储备愈加丰富。各类型项目数量形成较合理的梯队，“漏斗效应”逐步显现。分季度看：Q1-Q4实现归母净利润分别为0.92、1.37、1.37和1.87亿元，增长主要依靠前三季度推动。从收入来源看：来自中小型制药公司和大型制药公司收入分别为7.56亿元和17.03亿元，分别同比增长45.09%和29.69%，来自中小公司的收入增长更快。在费用端方面：销售费用率3.56%，同比减少0.5%；管理费用率10.74%，同比减少0.54%；研发费用率7.83%，同比减少0.63%。

#### ● 各阶段项目持续增加，“漏斗效应”逐步显现

2019年，公司共计完成549个项目，其中商业化阶段项目30个，临床阶段项目191个（其中临床III期39个），技术服务项目328个，技术服务阶段和临床阶段完成项目提升更为明显，“漏斗效应”逐步显现，项目持续性有望继续提升，有力助推全球创新药研发产业的进程。

#### ● 有序预增产能，加速拓展成长型业务

公司在小分子、化学大分子、制剂、生物大分子等领域有序扩张产能：吉林凯莱英制药有限公司建设完成一期工程建设、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并启动建设注射剂生产车间。公司持续稳步拓展多肽、寡核苷酸、多糖等化学大分子业务：2019年化学大分子提交6项技术开发相关的专利申请；完成20余个多肽订单

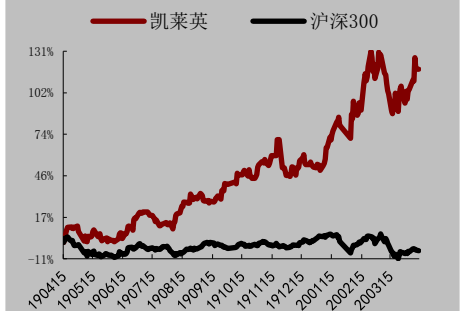
	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	24.60	32.72	43.19	56.58
增长比率(%)	34.07	33.0%	32.0%	31.0%
净利润(亿元)	5.54	7.28	9.17	11.54
增长比率(%)	29.32	31.4%	25.9%	25.8%
每股收益(元)	2.40	3.15	3.96	4.99
市盈率(倍)	77.0	58.6	46.5	37.0

数据来源：WIND，万联证券研究所

### 基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	ASYMCHEMLABORATORIES, INCORPORATED/42.64%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	231.38
流通A股(百万股)	228.84
收盘价(元)	184.34
总市值(亿元)	426.53
流通A股市值(亿元)	421.84

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020年04月13日

### 相关研究

万联证券研究所 20191031\_公司季报点评\_AAA\_凯莱英(002821) 季报点评  
万联证券研究所 20190807\_公司事项点评\_AAA\_凯莱英(002821) 点评报告  
万联证券研究所 20190724\_公司事项点评\_AAA\_凯莱英(002821) 点评报告

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：02160883489

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

项目，公司在多个领域取得了技术突破和订单承接，并持续优化酶库，提升自主知识产权，通过自动化和智能化升级大幅度提升酶的进化改造效率，完成药用酶的全流程研发，具备相应的开发能力。

● **提升创新项目承接力，加速拓展国内业务**

公司技术创新驱动策略作用进一步凸显，技术创新力度不断加大。创新药物承接项目数量和占比进一步提升。2019年公司承接的国内创新药IND项目约占2019年1类化药IND申请的1/5，国内收入2019年达到2.19元，同比增长25.47%；公司服务多年的则乐®（尼拉帕利）项目，于2019年11月顺利通过国家药监局核查中心关于药品注册生产现场核查及GMP检查。则乐是国内首个1类新药PARP抑制剂，公司在该项目上建立了良好的示范效应，目前在手订单项目已经超过10个。

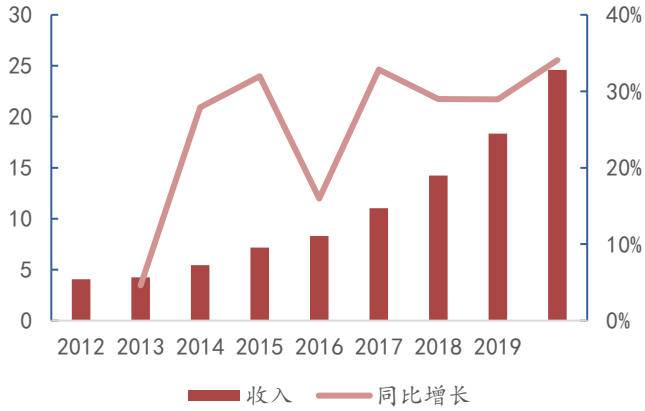
**盈利预测与投资建议：**

预计2020年、2021年和2022年公司分别实现归母净利润7.28、9.17和11.54亿元，分别实现EPS为3.15、3.96、4.99元，对应当前股价PE分别为59倍、47倍和37倍。在政策引导和整体医药创新趋势的大环境下，公司业绩预计维持现有增速的确定性较高，维持“买入”评级。

**风险因素：**

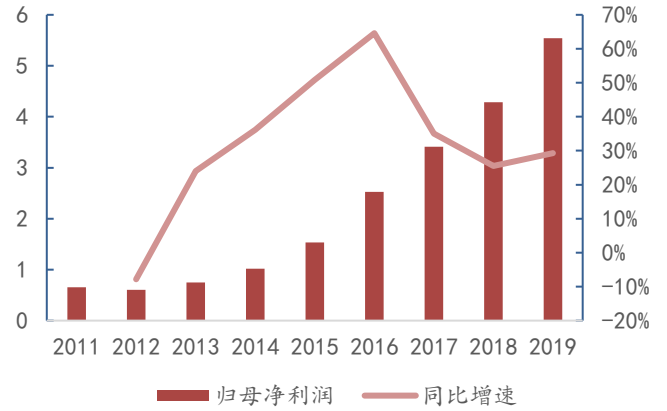
汇率波动的风险、业务拓展不及预期的风险。

图表1: 公司营收 (亿) 及增速



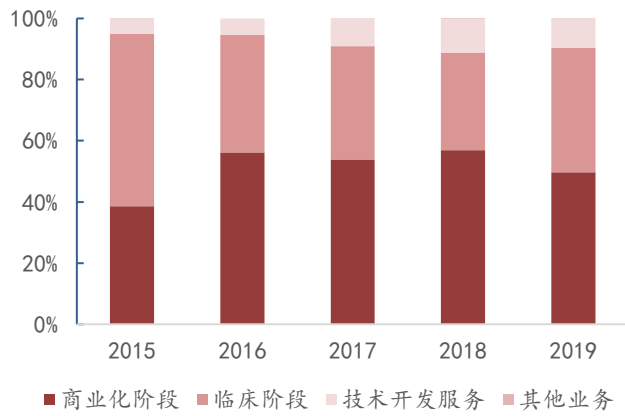
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 公司归母净利润 (亿) 及增速



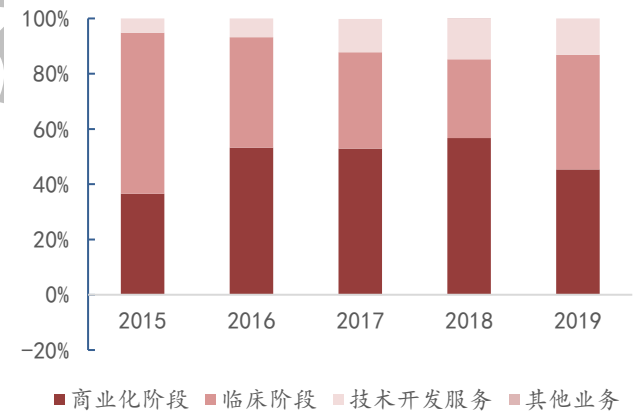
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表3: 2015-2019年公司营收构成



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 2015-2019年公司毛利构成



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1639	2618	3722	5205	<b>营业收入</b>	2460	3272	4319	5658
货币资金	435	932	1538	2322	营业成本	1341	1816	2440	3253
应收票据及应收账款	659	896	1174	1542	营业税金及附加	23	33	43	56
其他应收款	12	17	22	29	销售费用	88	122	158	209
预付账款	28	44	57	77	管理费用	264	353	469	611
存货	449	667	870	1171	研发费用	193	258	344	447
其他流动资产	56	62	62	64	财务费用	-4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2120	2148	2168	2183	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	201	201	201	201	公允价值变动收益	-12	0	0	0
固定资产	1271	1189	1105	1022	投资净收益	-1	3	4	4
在建工程	360	472	579	678	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	122	118	115	111	<b>营业利润</b>	624	807	1022	1283
其他长期资产	165	167	168	170	营业外收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3759	4765	5891	7388	营业外支出	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	504	795	1015	1374	<b>利润总额</b>	624	807	1022	1283
短期借款	0	0	0	0	所得税	70	92	116	145
应付票据及应付账款	267	411	530	717	<b>净利润</b>	554	715	906	1138
预收账款	20	27	35	46	少数股东损益	0	-13	-11	-16
其他流动负债	217	357	449	611	<b>归属母公司净利润</b>	554	728	917	1154
<b>非流动负债</b>	209	209	209	209	EBITDA	559	777	953	1167
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.39	3.15	3.96	4.99
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	209	209	209	209	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	713	1004	1224	1583	<b>至12月31日</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	231	231	231	231	<b>成长能力</b>				
资本公积	1146	1146	1146	1146	营业收入	34.1%	33.0%	32.0%	31.0%
留存收益	1748	2476	3393	4547	营业利润	35.2%	29.4%	26.6%	25.6%
归属母公司股东权益	3046	3774	4690	5844	归属于母公司净利润	29.3%	31.4%	25.9%	25.8%
少数股东权益	0	-13	-24	-39	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3759	4765	5891	7388	毛利率	45.5%	44.5%	43.5%	42.5%
					净利率	22.5%	21.9%	21.0%	20.1%
					ROE	18.2%	19.3%	19.5%	19.7%
					ROIC	16.1%	16.3%	16.4%	16.5%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>至12月31日</b>	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	19.0%	21.1%	20.8%	21.4%
<b>经营活动现金流</b>	483	604	707	878	净负债比率	23.4%	26.7%	26.2%	27.3%
净利润	554	715	906	1138	流动比率	3.25	3.29	3.67	3.79
折旧摊销	7	86	88	87	速动比率	2.31	2.40	2.76	2.88
营运资金变动	-95	-194	-282	-342	<b>营运能力</b>				
其它	17	-3	-4	-4	总资产周转率	0.65	0.69	0.73	0.77
<b>投资活动现金流</b>	-700	-110	-104	-97	应收账款周转率	3.74	3.65	3.68	3.67
资本支出	-511	-111	-107	-99	存货周转率	5.48	4.91	4.97	4.83
投资变动	-190	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他	1	1	2	2	每股收益	2.39	3.15	3.96	4.99
<b>筹资活动现金流</b>	-102	3	3	3	每股经营现金流	2.09	2.61	3.06	3.80
银行借款	30	0	0	0	每股净资产	13.16	16.31	20.27	25.26
债券融资	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
股权融资	31	0	0	0	P/E	77.01	58.59	46.52	36.97
其他	-163	2	3	3	P/B	14.01	11.30	9.09	7.30
<b>现金净增加额</b>	-190	497	606	784	EV/EBITDA	52.82	53.72	43.16	34.54
<b>期初现金余额</b>	605	435	932	1538					
<b>期末现金余额</b>	414	932	1538	2322					

资料来源: 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场