

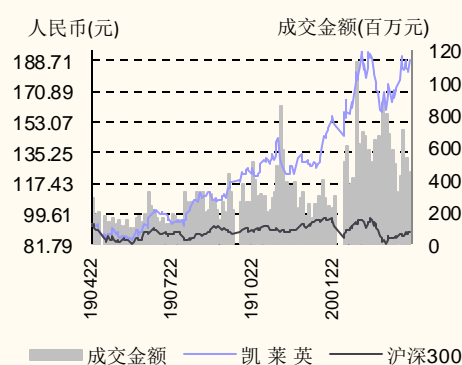
凯莱英 (002821.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 188.58 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.31
已上市流通 A 股(亿股)	2.30
总市值(亿元)	436.34
年内股价最高最低(元)	191.07/160.00
沪深 300 指数	3853
中小板综	10024



相关报告

- 1.《综合服务能力不断提升,业绩高持续增长-凯莱英 2019 业绩快报...》, 2020.2.4
- 2.《发布新定增预案,引进高瓴战投-凯莱英公司点评》, 2020.2.17
- 3.《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》, 2020.12.31
- 4.《一季度业绩靓丽,保持高增长!-凯莱英公司点评》, 2019.4.23

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)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

研发驱动业绩高成长,可持续性进一步提升

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,835	2,460	3,190	4,134	5,361
营业收入增长率	28.94%	34.07%	29.68%	29.59%	29.69%
归母净利润(百万元)	428	554	720	925	1,190
归母净利润增长率	25.49%	29.32%	30.01%	28.51%	28.58%
摊薄每股收益(元)	1.855	2.394	3.112	3.999	5.142
每股经营性现金流净额	1.80	2.05	3.92	3.90	5.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.06%	18.19%	19.60%	20.54%	21.23%
P/E	36.57	54.10	57.54	44.78	34.83
P/B	6.24	9.84	11.28	9.20	7.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2019 年报,分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 24.60 亿元/5.54 亿元/4.89 亿元,同比分别增长 34.07%/29.32%/ 32.50%。业绩符合预期,持续高增长。

经营分析

- 收入端符合预期,全年保持 34%同比高增速: ①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; ②跟随分子发展策略效果卓著,前期储备的早期临床项目逐渐进入放量期,临床三期及商业化项目快速增长; ③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%;实现归母净利润 1.87 亿元,同比增长 12%。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。
- 下半年毛利率有所回升(+2.3%),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,2019 年少数股东权益为 0。
- CDMO 龙头综合服务能力不断提升,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,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。

盈利调整及投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 7.20/9.25/11.90 亿元,同比增长 30%/29%/29%,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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,423	1,835	2,460	3,190	4,134	5,361
增长率		28.9%	34.1%	29.7%	29.6%	29.7%
主营业务成本	-687	-982	-1,341	-1,694	-2,201	-2,862
%销售收入	48.3%	53.5%	54.5%	53.1%	53.2%	53.4%
毛利	736	853	1,119	1,496	1,933	2,500
%销售收入	51.7%	46.5%	45.5%	46.9%	46.8%	46.6%
营业税金及附加	-16	-20	-23	-32	-41	-54
%销售收入	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-54	-74	-88	-120	-145	-188
%销售收入	3.8%	4.1%	3.6%	3.8%	3.5%	3.5%
管理费用	-238	-207	-264	-351	-455	-590
%销售收入	16.7%	11.3%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	0	-155	-193	-255	-322	-402
%销售收入	0.0%	8.5%	7.8%	8.0%	7.8%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	429	397	552	739	970	1,267
%销售收入	30.2%	21.6%	22.4%	23.2%	23.5%	23.6%
财务费用	-52	-3	4	6	9	12
%销售收入	3.6%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-9	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	10	-12	0	0	0
投资收益	0	7	-1	15	15	15
%税前利润	n.a	1.4%	n.a	1.8%	1.4%	1.1%
营业利润	420	461	624	816	1,049	1,348
营业利润率	29.5%	25.1%	25.4%	25.6%	25.4%	25.1%
营业外收支	2	-1	0	0	0	0
税前利润	422	461	624	816	1,049	1,348
利润率	29.7%	25.1%	25.3%	25.6%	25.4%	25.1%
所得税	-62	-54	-70	-96	-123	-158
所得税率	14.7%	11.8%	11.2%	11.8%	11.8%	11.8%
净利润	360	406	554	720	925	1,190
少数股东损益	19	-22	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	341	428	554	720	925	1,190
净利率	24.0%	23.3%	22.5%	22.6%	22.4%	22.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	360	406	554	720	925	1,190
少数股东损益	19	-22	0	0	0	0
非现金支出	84	109	7	132	177	226
非经营收益	38	-3	7	8	-15	-15
营运资金变动	-286	-98	-95	46	-184	-236
经营活动现金净流	196	415	473	907	903	1,164
资本开支	-302	-542	-511	-508	-612	-662
投资	0	-38	-190	-10	-10	-10
其他	2	-4	1	15	15	15
投资活动现金净流	-300	-584	-700	-503	-607	-657
股权募资	153	33	31	0	0	0
债权募资	-186	0	0	2	0	0
其他	-81	-88	-122	-93	-93	-93
筹资活动现金净流	-115	-55	-91	-91	-93	-93
现金净流量	-218	-223	-318	313	204	415

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	839	630	435	748	952	1,367
应收款项	468	537	670	830	1,076	1,395
存货	260	424	449	557	724	941
其他流动资产	47	103	85	122	145	172
流动资产	1,615	1,694	1,639	2,258	2,897	3,875
%总资产	61.2%	53.2%	43.6%	48.4%	50.4%	54.1%
长期投资	0	0	221	221	221	221
固定资产	866	1,214	1,632	2,052	2,479	2,906
%总资产	32.9%	38.1%	43.4%	44.0%	43.2%	40.6%
无形资产	67	123	128	137	146	155
非流动资产	1,022	1,491	2,120	2,411	2,846	3,283
%总资产	38.8%	46.8%	56.4%	51.6%	49.6%	45.9%
资产总计	2,637	3,185	3,759	4,669	5,743	7,157
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	315	474	405	718	930	1,206
其他流动负债	59	66	99	128	158	198
流动负债	374	540	504	846	1,087	1,404
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	135	209	150	150	150
负债	482	675	713	996	1,237	1,554
普通股股东权益	2,058	2,511	3,046	3,673	4,506	5,603
其中：股本	230	231	231	231	231	231
未分配利润	909	1,252	1,698	2,325	3,158	4,255
少数股东权益	97	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,637	3,185	3,759	4,669	5,743	7,157

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.483	1.855	2.394	3.112	3.999	5.142
每股净资产	8.942	10.875	13.162	15.874	19.474	24.216
每股经营现金净流	0.854	1.798	2.045	3.918	3.904	5.032
每股股利	0.500	0.350	0.400	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	16.59%	17.06%	18.19%	19.60%	20.54%	21.23%
总资产收益率	12.94%	13.45%	14.74%	15.42%	16.11%	16.62%
投入资本收益率	16.94%	13.82%	15.78%	17.75%	19.00%	19.95%
增长率						
主营业务收入增长率	28.99%	28.94%	34.07%	29.68%	29.59%	29.69%
EBIT增长率	44.21%	-7.49%	39.04%	33.83%	31.32%	30.58%
净利润增长率	35.04%	25.49%	29.32%	30.01%	28.51%	28.58%
总资产增长率	7.87%	20.78%	18.00%	24.22%	23.00%	24.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.6	97.1	87.8	90.0	90.0	90.0
存货周转天数	127.3	127.2	118.8	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	77.6	79.8	73.9	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	195.1	180.5	188.6	187.9	178.2	163.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.95%	-25.38%	-14.29%	-20.37%	-21.13%	-24.40%
EBIT利息保障倍数	8.3	129.5	-124.3	-124.8	-114.1	-109.2
资产负债率	18.28%	21.18%	18.98%	21.33%	21.54%	21.71%

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	0	0	8	26
增持	0	0	0	4	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.33	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。

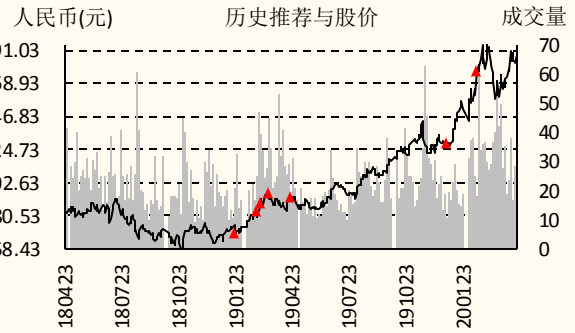
最终评分与平均投资建议对照：

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
8	2020-03-01	买入	179.08	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