

日期: 2019年10月29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 (2019Q3)

报告日股价 (元)	121.4
12mth A 股价格区间 (元)	58.71-126.36
总股本 (百万股)	231.41
无限售 A 股/总股本	53%
流通市值 (亿元)	148.59
每股净资产 (元)	12.34
PBR (X)	9.84
DPS (Y2018, 元)	10 派 4.00

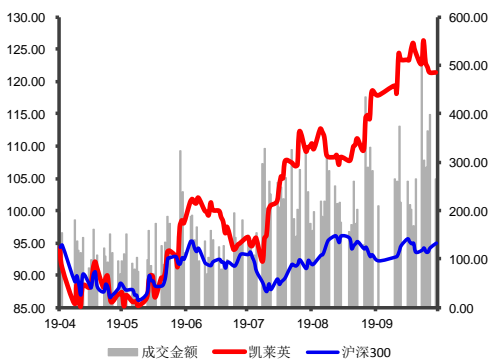
### 主要股东 (2019Q3)

ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	41.59%
Hao Hong	4.4%
香港中央结算有限公司(陆股通)	3.08%

### 收入结构 (2019H1)

定制研发生产	93.8%
技术开发服务	6.2%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



# 业绩增长保持稳健 持续完善 “API+制剂” 一站式服务

## ■ 公司动态事项

公司发布2019年第三季度报告。

## ■ 事项点评

### 公司业绩快速增长, 毛利率略为下降

2019年前三季度, 公司实现营业收入17.42亿元, 同比增长44.61%; 实现归母净利润3.67亿元, 同比增长40.48%; 扣非后归母净利润3.38亿元, 同比增长38.97%; 实现经营活动产生的现金流量净额3.51亿元, 相比去年同期增长28.54%。其中公司第三季度实现营收6.49亿元, 同比增长45.18%; 实现归母净利润1.37亿元, 同比增长31.63%; 实现扣非归母净利润1.35亿元, 同比增长33.67%。

2019年前三季度, 公司整体毛利率为44.59%, 较去年同期下降1.66pct, 环比提升0.98pct, 我们认为主要是部分海外项目成本提升以及天津厂区产能利用率较低所致, 但正在逐步改善。期间费用方面, 2019年前三季度, 公司的销售费用和管理费用分别为0.60亿元和1.91亿元, 同比增长38.47%和26.41%, 其中销售费用的增长主要是公司继续深耕海外CDMO市场及加速布局国内市场业务, 持续增加市场投入所致, 而管理费用增长主要是公司进一步拓展新业务, 加速高级人才引进所致。

### 计划拓展生物药 CDMO 业务, 持续完善 “API+制剂” 一站式服务

为推进产能建设的顺利落地, 公司于2019年7月发布了非公开发行股票预案, 发行数量不超过发行前公司总股本的10% (约2314万股), 募集资金总额不超过23亿元。此次募集资金将用于拓展生物药CDMO业务以及扩大制剂产能, 从而进一步完善公司 “API+制剂” 一站式服务, 并扩大业务范围。报告期内, 公司在建工程达到4.37亿元, 同比增长42.50%, 主要是吉林凯莱英制药工程、凯莱英生命科学工程及上海凯莱英生物技术项目持续建设, 增加投资所致, 保障公司未来的业务承接能力。目前公司产能利用率较低的主要原因是还在进行产能转移以及项目结构变化所致, 伴随公司订单数量的不断增加以及项目结构优化, 未来公司盈利能力将逐步改善。

## ■ 风险提示

行业监管政策变化风险; 医药研发服务行业竞争加剧风险; 服务的主要创新药退市或者被大规模召回的风险; 国际贸易摩擦的风险; 汇率风险

## ■ 投资建议

### 维持“谨慎增持”评级

预计公司19、20年EPS为2.47、3.34元，以10月25日收盘价121.40元计算，动态PE分别为49.1倍和36.4倍。我们认为，公司凭借其逐步完善的综合研发生产平台，不断提高自身竞争实力，增强客户黏性，因此，未来随全球创新药产业景气度提升，公司业绩将受益于稳健增长的客户及订单数，具备明确成长性。我们看好公司未来发展，维持公司“谨慎增持”评级。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,834.88	2,456.20	3,244.53	4,228.09
年增长率	28.94%	33.86%	32.10%	30.31%
归属于母公司的净利润	428.30	572.22	772.60	1,045.06
年增长率	25.49%	33.61%	35.02%	35.27%
每股收益 (元)	1.85	2.47	3.34	4.52
PER (X)	65.59	49.09	36.36	26.88

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	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	630	1,160	1,676	2,383
存货	424	517	712	874
应收账款及票据	537	808	976	1,232
其他	103	90	114	119
流动资产合计	1,694	2,575	3,478	4,607
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	907	823	738	654
在建工程	307	307	307	307
无形资产	118	115	112	109
其他	159	126	125	135
非流动资产合计	1,491	1,370	1,282	1,204
资产总计	3,185	3,945	4,760	5,811
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	459	605	784	1,008
其他	81	68	86	77
流动负债合计	540	672	871	1,085
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	135	117	120	124
非流动负债合计	135	117	120	124
负债合计	675	790	991	1,209
少数股东权益	0	9	25	46
股东权益合计	2,511	3,155	3,769	4,602
负债和股东权益总计	3,185	3,945	4,760	5,811

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	428	573	773	1,045
折旧和摊销	104	87	87	87
营运资本变动	(177)	(204)	(185)	(213)
经营活动现金流	415	464	686	935
资本支出	(51)	0	0	0
投资收益	7	3	5	4
投资活动现金流	(584)	3	5	4
股权融资	1	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(93)	(130)	(175)	(233)
融资活动现金流	(43)	63	(175)	(233)
净现金流	(211)	530	516	707

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,835	2,456	3,245	4,228
营业成本	982	1,349	1,762	2,275
营业税金及附加	20	25	35	44
营业费用	74	81	130	169
管理费用	207	372	455	578
研发费用	43	92	103	99
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	5	4	10	13
投资收益	7	3	5	4
公允价值变动损益	10	1	0	(1)
营业利润	461	630	858	1,153
营业外收支净额	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	461	629	857	1,152
所得税	54	47	69	86
净利润	406	581	788	1,066
少数股东损益	(22)	9	16	21
归属母公司股东净利润	428	572	773	1,045

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	28.94%	33.86%	32.10%	30.31%
EBITDA 增长率	35.75%	7.45%	31.81%	31.20%
EBIT 增长率	35.40%	11.66%	36.23%	34.38%
净利润增长率	25.49%	33.83%	34.84%	35.14%
毛利率	46.50%	45.06%	45.68%	46.20%
EBITDA/总收入	36.39%	29.21%	29.14%	29.34%
EBIT/总收入	30.75%	25.65%	26.45%	27.27%
净利润率	23.34%	23.34%	23.82%	24.70%
资产负债率	21.18%	20.02%	20.81%	20.80%
流动比率	3.14	3.83	4.00	4.25
速动比率	2.35	3.06	3.18	3.44
总资产回报率 (ROA)	12.76%	14.75%	16.57%	18.34%
净资产收益率 (ROE)	17.06%	18.22%	20.64%	22.92%
EV/营业收入	9.1	8.1	10.9	8.1
EV/EBITDA	22.3	37.3	27.7	20.6
PE	65.6	48.9	36.2	26.8
PB	11.2	8.9	7.5	6.1

## 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。