

# 凯莱英 (002821)

公司研究/点评报告

## 符合预期，订单丰富性明显增加奠定景气基础

——凯莱英三季度报点评

点评报告/医药

2019年10月28日

### 一、事件概述

公司发布 2019 年第三季度报告：营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为 17.42 亿、3.67 亿、3.38 亿元，同比增长 44.61%、40.48%、38.97%。前三季度经营性现金流净额 3.51 亿元，同比增长 28.54%。同时，公司发布 2019 年度业绩预告，归母净利润 5.35-6.00 亿元，同比增长 25%-40%，扣非后净利润同比增速 30-40%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 2019年订单丰富性明显提升，景气度提升的趋势持续验证

2019 年前三季度收入、归母净利润同比增速分别为 44.61%、40.48%，符合预期（处于前次预告区间中枢，35%-45%）。根据公司三季报披露显示临床项目和商业化项目均保持了较快的增速，同时在 2019 年业绩预告中也提到“临床阶段订单数量稳步提升，漏斗效应为公司储备了大量潜在商业化项目”，我们乐于看到公司订单结构的持续优化，进一步提升了我们对公司中期业绩稳定性信心，建议投资者持续关注这种订单结构的构成，方便评估公司业绩持续性、确定性。

**重要亮点：2019年前三季度毛利率稳定性明显增加，我们估计可能显示公司订单的持续丰富化：**2019Q3 单季收入和归母净利润的同比增速分别为：45.2%、31.6%，利润同比增速慢于收入，根据公司三季报 P6 披露，主要是因为“部分商业化项目原料成本占比较高”导致，由此，我们发现 2019 年前三季度的毛利率稳定性明显增加（均维持在 44-45%），我们估计这显示了公司订单在持续丰富的同时，不同订单毛利率间的差异对冲的影响，这也进一步验证了公司 2019 年业绩预告中提到的“漏斗效应”下业绩增长持续性。

**费用端分析显示，前三季度保持稳定费用率水平，再次验证订单丰富性和盈利持续性的判断。**2019Q3 管理费用率下降 4.73 pct，主要是 2018Q3 同期因为股权激励摊销的高基数影响导致，2019 年前三季度管理费用率、销售费用率比较，基本保持稳定，经营性现金流分析显示比较好的增长质量，我们认为费用率的稳定再次验证我们对公司订单丰富性以及未来收入和利润增速匹配的判断，且在规模性效应的体现下盈利能力有进一步提升的空间。

**2019年全年业绩延续较快增长。**根据公司 2019 年度预告，归母净利润 5.35-6.00 亿元，同比增长 25%-40%，扣非后净利润同比增速 30-40%，据此，我们测算 Q4 单季度公司扣非净利润的范围为 1.41-1.78 亿元，同比增速 12.2%-41.6%，根据如上我们对毛利率和费用率的分析，我们预计公司全年净利率有望保持稳定，全年业绩延续前三季度趋势。

#### ➤ 客户持续丰富，奠定未来3-5年订单持续性，中长期一站式、大分子是看点

①“漏斗效应”奠定商业化项目的基础。公司《2019 年业绩预告》披露“进一步开拓国内创新药服务市场和欧美中小创新药公司业务，不断丰富服务范围”。我们认为从早期绑定的中小型创新药企的粘性更高，进入商业化阶段的确定性更高。在临床项目持续丰富的同时，有望为公司储备大量潜在商业化项目。②服务链延伸，存量业务拓展同时提升α表现。公司目前搭建了“CMC+临床研究服务+药品注册申报”一站式平台，在小分子业务拓展的同时，稳健拓展大分子业务。子公司上海凯莱英生物已启动预算 1.5 亿元的大分子项目建设，同时定增项目仍然有超过 6 个亿

**推荐**

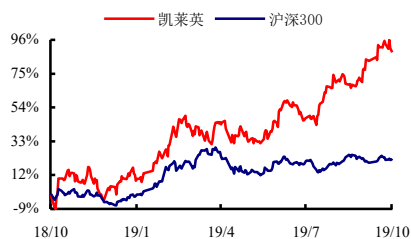
维持评级

当前价格：121.4 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	126.36/58.71
总股本(百万股)	231
流通股本(百万股)	122
流通股比例(%)	52.89
总市值(亿元)	281
流通市值(亿元)	149

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

1.凯莱英 (002821) 点评：临床订单放量，业绩高增长持续可期

大分子项目，我们认为这有望提升公司中长期业务天花板。

### 三、投资建议

暂时不考虑增发摊薄的影响，我们预计2019-2021年EPS 分别为2.44、3.26、3.99元，按2019年10月25日收盘价对应PE 为50、37、31倍，参考可比公司估值情况，我们维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险；生物大分子CDMO 不顺的风险；汇兑风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,835	2,517	3,350	4,310
增长率 (%)	28.9	37.2	33.1	28.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	428	563	752	920
增长率 (%)	25.5	31.4	33.7	22.3
每股收益 (元)	1.88	2.44	3.26	3.99
PE (现价)	64.6	49.8	37.2	30.5
PB	11.2	9.1	7.3	5.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,835	2,517	3,350	4,310
营业成本	982	1,373	1,825	2,350
营业税金及附加	20	27	36	46
销售费用	74	96	127	164
管理费用	207	284	378	486
研发费用	155	151	201	259
EBIT	397	587	782	1,005
财务费用	3	(3)	(2)	(3)
资产减值损失	5	43	8	19
投资收益	7	20	20	20
营业利润	461	622	851	1,065
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	461	623	851	1,065
所得税	54	73	99	124
净利润	406	550	752	941
归属于母公司净利润	428	563	752	920
EBITDA	501	707	922	1,163
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	630	370	634	1090
应收账款及票据	525	759	984	1283
预付款项	30	42	56	72
存货	424	533	740	899
其他流动资产	66	66	66	66
流动资产合计	1694	1805	2512	3459
长期股权投资	0	220	240	260
固定资产	907	1057	1207	1357
无形资产	118	140	175	202
非流动资产合计	1491	1917	2136	2331
资产合计	3185	3722	4648	5790
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	276	386	513	661
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	540	527	700	901
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	135	135	135	135
非流动负债合计	135	135	135	135
负债合计	675	662	835	1037
股本	231	231	231	231
少数股东权益	0	(12)	(12)	9
股东权益合计	2511	3061	3813	4754
负债和股东权益合计	3185	3722	4648	5790

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	28.9	37.2	33.1	28.7
EBIT 增长率	-7.5	47.8	33.4	28.5
净利润增长率	25.5	31.4	33.7	22.3
盈利能力				
毛利率	46.5	45.5	45.5	45.5
净利润率	23.3	22.4	22.5	21.3
总资产收益率 ROA	13.4	15.1	16.2	15.9
净资产收益率 ROE	17.1	18.3	19.7	19.4
偿债能力				
流动比率	3.1	3.4	3.6	3.8
速动比率	2.4	2.4	2.5	2.8
现金比率	1.2	0.7	0.9	1.2
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	95.7	95.7	95.7	95.7
存货周转天数	125.5	125.5	125.5	125.5
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	1.9	2.4	3.3	4.0
每股净资产	10.9	13.3	16.6	20.6
每股经营现金流	1.8	1.2	2.6	3.4
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	64.6	49.8	37.2	30.5
PB	11.2	9.1	7.3	5.9
EV/EBITDA	41.9	32.3	24.4	19.0
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	406	550	752	941
折旧和摊销	109	163	148	177
营运资金变动	(98)	(426)	(278)	(309)
经营活动现金流	415	266	602	789
资本开支	542	326	339	332
投资	(38)	(200)	0	0
投资活动现金流	(584)	(526)	(339)	(332)
股权募资	33	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(43)	0	0	0
现金净流量	(211)	(260)	263	456

## 分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。