渤海证券 BOHAI SECURITIES 研究所

公司季报点评

毛利率回升，产能建设持续推进

——凯莱英（002821）三季报点评

分析师： 徐勇 SAC NO: S1150516060001 2019 年 10 月 25 日

医药——化学制药

证券分析师

徐勇

010-68104602

xuyong@bhzq.com

助理分析师

甘英健

SAC No: S1150118020008

ganyingjian@bhzq.com

陈晨

SAC No: S1150118080007

chenchen@bhzq.com

张山峰

SAC No: S1150119080020

zhangsf@bhzq.com

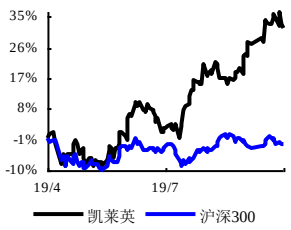
评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 122.20

最近半年股价相对走势



相关研究报告

事件：

公司发布 2019 年第三季度报告：公司 2019 年前三季度实现营收 17.43 亿元，同比增长 44.61%，实现扣非归母净利润 3.38 亿元，同比增长 38.97%，其中第三季度实现营收 6.49 亿元，同比增长 45.18%，实现扣非归母净利润 1.35 亿元，同比增长 33.67%，经营性现金流净额 1.96 亿元，同比增长 1,554.01%。公司营业收入继续维持高速增长态势，扣非归母净利润增速稍低，主要系部分商业化项目原料成本上升、营业利润增加导致所得税费用提高以及本期政府补助较上年同期增加等多因素作用，公司整体业绩增长稳健。

● 在建工程持续增加，为扩大服务储能

产能建设是 CMO 企业的发展保障，也是公司未来业绩增长的前测指标，截止本期末，公司在建工程总计 4.37 亿元，固定资产合计 10.58 亿元，均处于稳定增长中。6 月公司计划募集资金 23 亿元，主要用于扩大化学药 CDMO 产能和新建生物药 CDMO 生产基地，包括凯莱英生命科学创新药一站式服务平台扩建、生物大分子创新药及制剂研发生产平台建设和创新药 CDMO 生产基地建设，将有效增强公司后期项目承接能力。

● 毛利率较上半年回升，长期将维持较高水准

报告期内公司毛利率为 44.59%，同比下降 1.66%，但相比于前两季度稍有提升，随着公司某个指定原材料的大型商业化项目进度推进以及整体业务结构调整，毛利率将逐渐回升并维持至另一较高水准。由于公司的品牌及服务质量保证，在手订单充足，对于商业化项目，公司出于产能考虑更倾向于高单价项目的接洽，临床阶段项目随着国内业务拓展取得阶段性成效预期也将触底回升。

● 盈利预测与投资评级

公司为国内 CDMO 领先企业，受益于全球创新药及罕见病药物发展红利，现正处于快速发展时期。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别 5.65 亿元、7.48 亿元、9.88 亿元，EPS 分别为 2.45 元、3.24 元、4.28 元，当前股价对应 PE 分别为 50X、38X、29X。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,423	1,835	2,438	3,218	4,222
(+/-)%	28.99%	28.94%	32.84%	32.02%	31.21%
经营利润（EBIT）	455.06	485.53	661.58	858.18	1168.27
(+/-)%	62.75%	6.70%	36.26%	29.72%	36.13%
净利润	360.05	406.45	564.98	770.95	1018.64
(+/-)%	30.64%	12.89%	39.00%	36.46%	32.13%
每股收益（元）	1.48	1.86	2.45	3.24	4.28

风险提示： 项目推进不及预期，政策变动风险，汇率波动风险。

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	630	355	392	303
应收票据	0	0	0	0
应收账款	525	698	921	1209
预付款项	30	48	71	101
其他应收款	12	0	0	0
存货	424	544	740	953
其他流动资产	66	88	137	186
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	907	1373	1797	2270
在建工程	307	461	559	641
工程物资	0	0	0	0
无形资产	118	108	110	115
长期待摊费用	6	4	4	3
资产总计	3185	3895	5026	6177
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	276	333	464	591
预收款项	15	34	59	92
应付职工薪酬	54	60	66	72
应交税费	12	14	17	20
其他应付款	183	219	263	316
其他流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
负债合计	675	812	1276	1511
股东权益合计	2511	3083	3750	4665

现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	406	565	771	1019
折旧与摊销销	79	109	145	186
经营活动现金流	319	443	808	751
投资活动现金流	-600	-606	-674	-744
融资活动现金流	72	670	814	1441
现金净变动	-209	507	948	1447
期初现金余额	839	630	355	392
期末现金余额	630	1137	1303	1840

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1835	2438	3218	4222
营业成本	982	1341	1766	2312
营业税金及附加	20	26	35	46
销售费用	74	110	145	190
管理费用	207	293	386	507
财务费用	3	20	5	6
资产减值损失	5	6	4	4
投资收益	7	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0
营业利润	461	643	877	1158
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
税前利润	461	642	876	1158
减：所得税	54	77	105	139
净利润	406	565	771	1019
归属于母公司的净利润	428	565	748	988
少数股东损益	-22	0	23	31
基本每股收益	1.86	2.45	3.24	4.28
稀释每股收益	1.86	2.45	3.24	4.28

财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营收增长率	28.9%	32.8%	32.0%	31.2%
EBIT 增长率	6.7%	36.3%	29.7%	36.1%
净利润增长率	25.5%	31.9%	32.4%	32.1%
盈利性				
销售毛利率	46.5%	45.0%	45.1%	45.2%
销售净利率	23.3%	23.2%	23.2%	23.4%
ROE	17.1%	18.3%	19.9%	21.2%
ROIC	16.90%	18.74%	18.77%	20.82%
估值倍数				
PE	49.6	37.6	28.4	21.5
P/S	11.6	8.7	6.6	5.0
P/B	8.46	6.89	5.67	4.56
股息收益率	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%
EV/EBITDA	36.5	27.1	20.8	15.5

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理
崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组
王洪磊（部门经理）
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组
郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究
刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究
张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组
徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组
徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究
刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究
刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究
洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究
徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究
张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究
姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究
崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究
宋旸
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究
祝涛
+86 22 2845 1653
郝倞
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理
周喜
+86 22 2845 1972

策略研究
宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究
宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站
张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理
齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问
朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理
任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员
张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津
天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼
邮政编码：300381
电话：（022）28451888
传真：（022）28451615

北京
北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层
邮政编码：100086
电话：（010）68104192
传真：（010）68104192

渤海证券研究所网址： www.ewww.com.cn