



成长基本符合预期，一站式全产业链服务能力稳步推进

凯莱英 (002821) 2018 年年报点评 | 2019.3.18

中信证券研究部



田加强
首席医药分析师
S1010515070002



陈竹
医药分析师
S1010516100003

核心观点

公司 2018 年营收端高成长符合预期，利润端由于订单确认推迟、原材料成本上升、汇兑等因素影响显著，延迟订单有望于 2019H1 兑现业绩；原材料成本也有望在 2019 年趋稳；公司目标打造 CRO+CMO 全产业链服务，综合客户服务能力稳步提升；继续重点推荐，维持“买入”评级。

■ **2018 年业绩基本符合预期，订单延迟确认有望增厚 2019Q1 业绩。**公司 2018 年分别实现营业收入和归母净利润 18.35 亿元和 4.28 亿元，分别同比增长 28.94%和 25.49%；扣非归母净利润 3.69 亿元，同比增长 24.22%，业绩基本符合预期。实现 EPS1.88 元，同比增长 24.50%。经营性现金流净额同比增长 111.33%至 4.15 亿元，主要受益于税收返还及回款能力的大幅提升，行业供应链优势地位凸显。从单季度看，公司 2018Q4 分别实现营收和归母净利润 6.30 亿元和 1.67 亿元，分别同比增长 19.51%和 19.13%，较前三季度营收净利润约 30%的增速下降明显。结合公司全年存货中“在产品”同比增加 6000 万元达到约 2.67 亿元，预计全年业绩增速主要受 Q4 部分订单延迟确认影响，有望在 2019Q1 完成确认，叠加商业化项目逐步落地及全资子公司凯莱英生命科学逐步扭亏全面增厚业绩。

■ **毛利率受原材料涨价因素下降明显，财务费用因汇兑影响大幅下降。**分地区看，公司报告期内国外和国内收入均保持高速增长态势，分别同比增长 27.02%和 50.27%，其中具备核心优势的商业化阶段项目收入同比增长 36.27%达到 10.44 亿元，MAH 制度推进下公司获益明显。报告期内公司主营业务综合毛利率下降 5.25PCTs 至 46.47%。分类别来看，临床阶段、商业阶段和技术服务三大类产品毛利率分别下降 7.22、4.65 和 8.26PCTs，毛利率大幅下降的原因预计主要有：①受环保因素影响，国内化工原材料成本大幅上升；②报告期内公司国内业务快速推进，收入占比提升至约 10%，市场开拓期的低毛利策略影响业绩；③公司 2018H1 选择部分订单结汇，人民币汇率相对较强对毛利率产生负面影响；④部分产品出口退税下降。我们认为随着 2019 年国内化工原材料价格的趋稳以及汇率的相对稳健走势，公司毛利率有望企稳。报告期内公司销售费用率随着国内新业务的拓展略微提升 0.30PCT 至 4.05%；管理费用率受研发投入的增加同比提升 3.03PCTs 至 19.73%；财务费用率受汇兑影响同比下降 3.46PCTs 至 0.17%。剔除汇兑变动因素（2017 年汇兑净损失约 5500 万元），公司扣非归母净利润同比增长约 7.5%，毛利率等因素对业绩影响显著。

■ **战略进军大分子 CDMO 业务，完善 CMC+CRO 能力打造国内外全产业链服务布局。**报告期内公司公告投资 15-18 亿元用于在上海金山工业区建设生物大分子药物研发中心及生产基地，标志着公司大分子 CDMO 战略的关键一步。同时公司逐步通过新市场、新业务布局，不断完善 CMC+CRO 的综合服务能力，目前公司已构建包括 CMC 服务、MAH 业务、制剂研发生产、仿制药一致性评价、临床 CRO、生物样本检测以及药品注册申报等在内的全方位服务体系，为国内外制药企业提供可靠的一站式服务，成为从创新药 IND 到 NDA 的一站式服务首选供应商之一，从目前 CDE 受理的 IND 申请中，公司也已经有较多的品种介入。预计公司未来将在持续巩固小分子 CDMO 全球领先优势的基础上，将服务范围延伸至全产业链条，满足客户多样性的生物医药研发和生产需求，把握全球生物创新药发展红利。

■ **风险因素。**订单不达预期，产品价格波动，合规和环保政策风险等。

■ **盈利预测及估值：**公司为国内领先，国际知名的医药 CDMO 公司，核心技术优势明显，客户结构优秀，储备品种有望带动未来长期高成长，结合 2018 年业绩情况，小幅调整公司 2019-2020 年摊薄后 EPS 预测为 2.48/3.28 元（原为 2.64/3.52 元）并新增 2021 年 EPS 预测 4.41 元，维持“买入”评级。

凯莱英	002821
评级	买入（维持）
当前价	94.50 元
总股本	231 百万股
流通股本	121 百万股
52 周最高/最低价	94.93/58.71 元
近 1 月绝对涨幅	22.50%
近 6 月绝对涨幅	44.85%
近 12 月绝对涨幅	41.86%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1423	1835	2417	3190	4199
增长率 YoY %	29	29	32	32	32
净利润(百万元)	341	428	572	758	1018
增长率 YoY%	35	25	34	32	34
每股收益(元)	1.48	1.86	2.48	3.28	4.41
毛利率%	51.7	46.5	48.3	49.1	49.5
净资产收益率%	15.8	17.1	19.7	22.0	24.5
市盈率 PE (x)	64	51	38	29	21
市净率 PB (x)	10	9	7	6	5
EV/EBITDA	43	44	30	23	17

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,423	1,835	2,417	3,190	4,199
营业成本	687	982	1,250	1,624	2,120
毛利率	51.7%	46.5%	48.3%	49.1%	49.5%
营业税金及附加	16	20	26	35	45
营业费用	54	74	113	159	208
营业费用率	3.76%	4.05%	4.67%	4.98%	4.95%
管理费用	238	362	433	577	743
管理费用率	16.70%	19.73%	17.90%	18.10%	17.69%
财务费用	52	3	0	-5	1
财务费用率	3.64%	0.17%	-0.01%	-0.16%	0.01%
投资收益	0	7	20	20	20
营业利润	420	461	611	811	1,091
营业利润率	29.49%	25.15%	25.29%	25.41%	25.98%
营业外收入	4	0	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	422	461	615	815	1,095
所得税	62	54	72	96	129
所得税率	14.7%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
少数股东损益	19	-22	-29	-39	-52
归属于母公司股东的净利润	341	428	572	758	1,018
净利率	23.98%	23.34%	23.68%	23.75%	24.25%
EPS (元) (摊薄)	1.48	1.86	2.48	3.28	4.41

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	341	428	572	758	1,018
少数股东损益	19	-22	-29	-39	-52
折旧和摊销	75	104	143	181	225
营运资金变动	-318	-120	-119	-177	-318
其他	79	25	-16	-16	-8
经营现金流	196	415	551	708	866
资本支出	-303	-543	-414	-454	-506
投资收益	0	10	20	20	20
资产变卖	6	1	-35	-39	-38
其他	-3	-52	0	0	0
投资现金流	-300	-584	-429	-473	-524
发行股票	153	33	0	0	0
负债变化	-213	-5	116	182	216
股息支出	-92	-81	-143	-189	-255
其他	87	10	0	5	-1
融资现金流	-65	-43	-27	-3	-39
现金及现金等价物变动	-169	-211	95	232	303

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	839	630	725	957	1,260
存货	260	424	437	568	742
应收账款	451	525	620	788	997
其他流动资产	65	115	119	143	161
流动资产	1,615	1,694	1,902	2,456	3,160
固定资产	761	907	1,126	1,347	1,574
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	67	118	120	122	126
其他长期资产	195	466	565	671	777
非流动资产	1,022	1,491	1,811	2,140	2,477
资产总计	2,637	3,185	3,713	4,595	5,637
短期借款	0	0	116	298	514
应付账款	153	276	250	325	424
其他流动负债	221	264	301	398	412
流动负债	374	540	667	1,020	1,350
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	135	135	135	135
非流动性负债	108	135	135	135	135
负债合计	482	675	802	1,155	1,485
股本	230	231	231	231	231
资本公积	1,039	1,104	1,104	1,104	1,104
股东权益合计	2,155	2,511	2,911	3,440	4,152
少数股东权益	97	0	-29	-68	-120
负债股东权益总计	2,637	3,185	3,713	4,595	5,637

主要财务指标

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	28.99	28.94	31.71	31.97	31.65
营业利润	33.24	9.96	32.48	32.60	34.57
净利润	35.04	25.49	33.62	32.38	34.39
利润率 (%)					
毛利率	51.74	46.50	48.28	49.09	49.50
EBIT Margin	30.15	21.63	24.64	24.92	25.78
EBITDA Margin	35.44	27.30	30.54	30.59	31.15
净利率	23.98	23.34	23.68	23.75	24.25
回报率 (%)					
净资产收益率	15.84	17.06	19.66	22.02	24.52
总资产收益率	13.44	13.45	15.29	16.25	17.69
其他 (%)					
资产负债率	18.28	21.18	21.60	25.14	26.35
所得税率	14.70	11.76	11.76	11.76	11.76
股利支付率	26.97	18.85	25.00	25.00	25.00

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。