

凯莱英 (002821)

业绩符合预期, CDMO 龙头维持快速增长

——2019 年三季度报点评

	丁丹 (分析师)	张祝源 (分析师)
	0755-23976735	021-38674623
	dingdan@gtjas.com	Zhangzhuyuan@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880519090001

本报告导读:

业绩整体符合预期。报告期内公司订单执行情况良好, 外包服务行业领先地位稳固, 维持增持评级。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**公司公告 2019 年三季度报, 2019Q1-Q3 实现营业收入 17.42 亿元, 扣非归母净利 3.38 亿元, 分别同比增长 44.61%、38.97%。其中 Q3 营业收入、扣非归母净利润分别为 6.49、1.35 亿元, 同比增长 45.18%、33.67%。同时预告 2019 年归母净利润 5.35-6.00 亿元, 同比增长 25%-40%; 扣非归母净利润 4.79-5.16 亿元, 同比增长 30%-40%。业绩总体符合预期, 考虑到公司订单执行顺利, 我们上调 2019-2021 年 EPS 预测至 2.47 (+0.07) 元/3.25 (+0.03) 元/4.23 (+0.04) 元。因未来业绩快速增长确定性增强, 上调 2020 年目标估值至 PE45X, 对应目标价 146.25 元 (+31.11 元), 维持增持评级。
- **多因素影响单季利润增速。**2019Q3 毛利率为 45.20%, 同比下降 1.46%, 主要系部分商业化项目原料成本增长快于收入增长。Q3 所得税费用同比增加 2541 万元, 主要系会计政策变动和利润增加所致。投资及公允价值变动净收益同比减少 1999 万元。以上因素导致公司报告期内利润端增速低于收入端增速。
- **外包服务行业领先地位继续巩固。**公司在夯实成熟小分子药物业务的基础上, 进一步拓展多肽、多糖及寡核苷酸等化学大分子以及临床 CRO 业务。未来有望打通药物研发生产全产业链, 持续打造一站式医药研发外包服务平台。
- **催化剂:** 订单进展超预期, 大分子业务快速拓展。
- **风险提示:** 行业研发投入不及预期、商业化订单市场销售不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,423	1,835	2,479	3,229	4,215
(+/-)%	29%	29%	35%	30%	31%
经营利润 (EBIT)	429	397	614	808	1,054
(+/-)%	44%	-7%	55%	32%	30%
净利润 (归母)	341	428	571	751	980
(+/-)%	35%	25%	33%	32%	30%
每股净收益 (元)	1.47	1.85	2.47	3.25	4.23
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	30.2%	21.6%	24.8%	25.0%	25.0%
净资产收益率 (%)	16.6%	17.1%	18.6%	19.6%	20.4%
投入资本回报率 (%)	27.8%	18.7%	25.1%	28.3%	31.7%
EV/EBITDA	25.65	29.99	44.46	33.37	25.10
市盈率	82.86	66.03	49.51	37.64	28.86
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 146.25

上次预测: 115.14

当前价格: 122.20

2019.10.25

交易数据

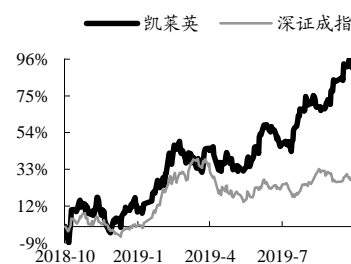
52 周内股价区间 (元)	55.34-129.06
总市值 (百万元)	28,278
总股本/流通 A 股 (百万股)	231/122
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	53%
日均成交量 (百万股)	2.14
日均成交值 (百万元)	235.67

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,855
每股净资产	12.34
市净率	9.9
净负债率	-10.48%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.27	0.40
Q2	0.40	0.59
Q3	0.45	0.59
Q4	0.72	0.89
全年	1.85	2.47

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	29%	90%
相对指数	9%	26%	63%

相关报告

《业绩整体符合预期, 临床阶段订单快速增长》2019.08.04

《技术规模优势领先, 主营业务稳健较快增长》2019.04.23

《业绩符合预期, 未来高增长可期》2019.03.19

《行业进入高景气周期, CDMO 龙头驶入快车道》2019.03.08

模型更新时间: 2019.10.25

股票研究

必需消费
医药

凯莱英 (002821)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **146.25**

上次预测: 115.14

当前价格: 122.20

公司网址

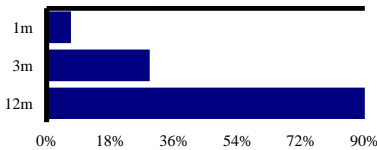
www.asymchem.com.cn

公司简介

公司是一家国内领先的 CDMO(医药合同定制研发生产)企业, 主要致力于全球制药工艺的技术创新和商业化应用, 为国内外大中型制药企业、生物技术企业提供药物研发、生产一站式 CMC 服务。

凯莱英积极布局国内市场, 目前已形成包括国内创新药 CMC 服务、MAH 业务、制剂研发生产、仿制药一致性评价、临床试验服务、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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

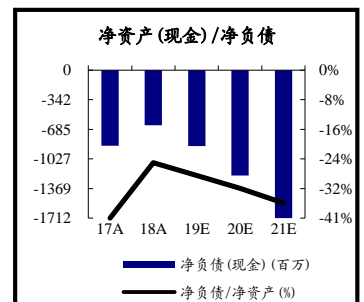
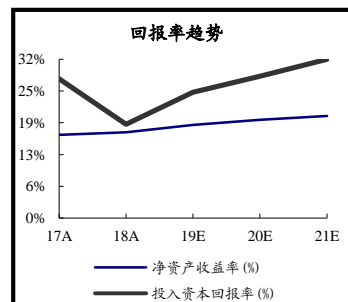
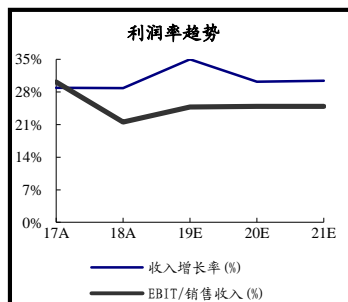
55.34-129.06

市值 (百万)

28,278

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	1,423	1,835	2,479	3,229	4,215
营业成本	687	982	1,344	1,743	2,255
税金及附加	16	20	25	32	42
销售费用	54	74	74	97	126
管理费用	140	207	248	323	434
EBIT	429	397	614	808	1,054
公允价值变动收益	-3	10	0	0	0
投资收益	0	7	0	0	0
财务费用	52	3	0	0	0
营业利润	420	461	614	808	1,054
所得税	62	54	72	95	124
少数股东损益	19	-22	-29	-38	-50
归母净利润	341	428	571	751	980
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	839	637	890	1,239	1,754
其他流动资产	776	1,057	1,254	1,611	2,075
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	761	907	907	907	907
无形及其他资产	262	584	785	986	1,187
资产合计	2,637	3,185	3,836	4,744	5,923
流动负债	374	540	654	849	1,098
非流动负债	108	135	135	135	135
股东权益	2,155	2,511	3,047	3,760	4,690
投入资本(IC)	1,319	1,873	2,157	2,521	2,936
现金流量表					
NOPLAT	366	350	542	713	930
折旧与摊销	75	104	0	0	0
流动资金增量	165	77	83	162	214
资本支出	-302	-542	-201	-201	-201
自由现金流	304	-11	424	674	943
经营现金流	196	415	459	551	716
投资现金流	-300	-584	-201	-201	-201
融资现金流	-65	-43	-6	0	0
现金流净增加额	-169	-211	253	350	515
财务指标					
成长性					
收入增长率	29.0%	28.9%	35.1%	30.3%	30.5%
EBIT 增长率	44.2%	-7.5%	54.7%	31.5%	30.4%
净利润增长率	35.0%	25.5%	33.4%	31.5%	30.4%
利润率					
毛利率	51.7%	46.5%	45.8%	46.0%	46.5%
EBIT 率	30.2%	21.6%	24.8%	25.0%	25.0%
归母净利润率	24.0%	23.3%	23.0%	23.3%	23.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.6%	17.1%	18.6%	19.6%	20.4%
总资产收益率(ROA)	12.9%	13.4%	14.9%	15.8%	16.5%
投入资本回报率(ROIC)	27.8%	18.7%	25.1%	28.3%	31.7%
运营能力					
存货周转天数	127	127	127	127	127
应收账款周转天数	96	97	97	97	97
总资产周转天数	652	579	517	485	462
净利润现金含量	57.5%	96.9%	80.4%	73.3%	73.0%
资本支出/收入	21.3%	29.6%	8.1%	6.2%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	18.3%	21.2%	20.6%	20.7%	20.8%
净负债率	-40.6%	-25.4%	-28.9%	-32.4%	-36.5%
估值比率					
PE(现价)	82.86	66.03	49.51	37.64	28.86
PB	6.73	6.25	9.19	7.39	5.88
EV/EBITDA	25.65	29.99	44.46	33.37	25.10
P/S	19.76	15.37	11.37	8.73	6.69
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		