

凯莱英 (002821)

一季度受疫情影响增速下滑，不改长期持续成长力

2020年一季度业绩增长 17.34%，实现快速增长

公司披露 2020 年一季报，一季度实现营收 4.75 亿元，同比下降 0.21%，归母净利润为 1.08 亿元，同比增长 17.34%，扣非后归母净利润为 9334.25 万元，同比增长 16.33%，公司一季度预计受到疫情影响复工延迟、加上物流等原因影响了业务收入增长，预计随着疫情的影响逐步消除，公司各业务顺畅进行，全年业绩增速有望回升。

成本下降明显，一季度盈利能力提升

公司一季度毛利率为 47.70%，同比提升 3.46pp，成本占比下降；公司费用管控良好，期间费用占比 25.55%，同比增加 0.35pp，其中销售费用率为 4.24%（同比增加 0.79pp），管理费用率为 11.59%（同比下降 0.29pp），财务费用率为 -1.81%（同比下降 3.93pp），主要系人民币对美元汇率变动所致，研发费用率为 11.53%（同比增加 3.77pp），一季度公司净利率为 22.72%，同比提升 3.40pp。

项目储备丰富且结构合理，助力公司实现长期持续快速的增长

根据公司 2019 年年报，公司服务的创新药项目数量占美国五大制药公司公布的临床中后期研发管线的比例约 25%；中小型制药公司、生物技术公司的收入 2019 年为 7.56 亿元，2019 年同比增长 45.09%；占营业收入比重由 2017 年的 18.92% 提升至 2019 年的 30.75%。目前，公司国内外中小创新药客户池已扩充至 600 余家，活跃客户 400 余家，2019 年产生订单客户 129 家，为后续业务发展奠定坚实的客户基础。公司确认收入的项目数量继续提升，“漏斗效应”进一步彰显，为后续商业化项目的持续产生奠定了基础。其中技术服务项目 2019 年达到 328 个，数量同比增长 21%；临床阶段项目为 191 个，同比增长 15%，其中临床 III 期数目达到 39 个，同比增加 15 个，为后续商业化订单坚定了坚实基础，公司商业化项目达到 30 个，较 2018 年增加 3 个，公司丰富而合理的项目储备有助于公司持续快速的发展。

研发费用持续投入夯实技术优势，项目储备丰富

公司持续加大研发投入，巩固技术核心竞争优势，2020 年一季度，公司研发费用为 0.55 亿元，同比增长 48.33%，研发费用率达到 11.53%，同比提升 3.77pp，主要因为公司对国际前沿制药技术的应用进行战略性投资，持续培养和增加研发人员数量及持续更新发展技术平台支出增加所致。公司 2019 年研发人员达到 1838 人，同比增长 25.20%，2019 年研发费用 1.93 亿元，同比增长 24.07%，研发投入比例达到收入的 7.83%；公司不断更新全球领先的绿色制药关键技术，以技术优势构建行业高壁垒；开发及完善药物生产工艺，全面打造世界一流水平研发生产平台，持续巩固技术领先优势。

看好公司持续发展及战略扩张，维持买入评级

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.16、4.15 及 5.42 元，对应 PE 分别为 61、46 及 36 倍。公司业绩有望持续快速增长，业务板块拓展思路清晰，公司基于小分子创新药 CDMO 领域的竞争优势，逐渐延伸服务链条至核酸、多肽、多糖等化学大分子和生物药 CDMO，以及临床研究服务等领域，看好公司打造药物研发到生产一站式服务体系的发展前景，维持“买入评级”。

风险提示：若新冠疫情影响超预期，海外创新药销售低于预期，国内创新药产业发展进度低于预期，公司 CRO、大分子类等业务拓展进度低于预期

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 医药生物/化学制药 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 192.31 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 231.38 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 230.24 |
| A 股总市值(百万元) | 44,497.10 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 44,276.68 |
| 每股净资产(元) | 13.65 |
| 资产负债率(%) | 17.77 |
| 一年内最高/最低(元) | 199.88/83.35 |

作者

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《凯莱英-年报点评报告:业绩快速增长，项目储备丰富长期发展持续向好》
2020-04-09
- 《凯莱英-公司点评:拟定增引入战略投资者，强强联合夯实核心竞争力》
2020-02-17
- 《凯莱英-半年报点评:半年报业绩高速增长，定增助力业务版图扩张》
2019-08-05

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,834.88 | 2,459.99 | 3,268.29 | 4,283.78 | 5,605.51 |
| 增长率(%) | 28.94 | 34.07 | 32.86 | 31.07 | 30.85 |
| EBITDA(百万元) | 667.62 | 735.04 | 874.98 | 1,149.99 | 1,491.82 |
| 净利润(百万元) | 428.30 | 553.86 | 730.24 | 960.28 | 1,253.00 |
| 增长率(%) | 25.49 | 29.32 | 31.84 | 31.50 | 30.48 |
| EPS(元/股) | 1.85 | 2.39 | 3.16 | 4.15 | 5.42 |
| 市盈率(P/E) | 103.89 | 80.34 | 60.94 | 46.34 | 35.51 |
| 市净率(P/B) | 17.72 | 14.61 | 11.99 | 9.81 | 7.88 |
| 市销率(P/S) | 24.25 | 18.09 | 13.61 | 10.39 | 7.94 |
| EV/EBITDA | 22.25 | 39.94 | 49.89 | 37.54 | 28.44 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 629.97 | 435.25 | 703.36 | 1,168.89 | 1,918.77 | 营业收入 | 1,834.88 | 2,459.99 | 3,268.29 | 4,283.78 | 5,605.51 |
| 应收票据及应收账款 | 525.24 | 658.51 | 884.86 | 1,042.85 | 1,292.79 | 营业成本 | 981.67 | 1,340.58 | 1,797.31 | 2,360.37 | 3,117.36 |
| 预付账款 | 29.94 | 28.28 | 48.78 | 56.75 | 79.38 | 营业税金及附加 | 19.75 | 23.13 | 35.95 | 47.12 | 61.66 |
| 存货 | 424.12 | 448.78 | 649.57 | 661.75 | 983.53 | 营业费用 | 74.37 | 87.53 | 104.59 | 128.51 | 168.17 |
| 其他 | 85.13 | 68.04 | 76.96 | 83.74 | 91.45 | 管理费用 | 206.93 | 264.29 | 294.15 | 372.69 | 465.26 |
| 流动资产合计 | 1,694.40 | 1,638.86 | 2,363.52 | 3,013.96 | 4,365.90 | 研发费用 | 155.18 | 192.52 | 238.59 | 317.00 | 409.20 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 201.47 | 201.47 | 201.47 | 201.47 | 财务费用 | 3.07 | (4.44) | (15.00) | (20.00) | (25.00) |
| 固定资产 | 907.22 | 1,271.44 | 1,629.02 | 1,918.22 | 2,143.29 | 资产减值损失 | 4.85 | 0.00 | (0.50) | (1.00) | (1.00) |
| 在建工程 | 306.88 | 360.38 | 336.23 | 291.74 | 235.04 | 公允价值变动收益 | 10.33 | (12.42) | 2.53 | (1.09) | (0.12) |
| 无形资产 | 117.58 | 121.80 | 118.44 | 115.04 | 111.60 | 投资净收益 | 6.51 | (1.24) | 3.30 | 2.30 | 1.00 |
| 其他 | 159.27 | 164.79 | 137.41 | 149.68 | 147.57 | 其他 | (89.17) | (53.63) | (11.67) | (2.42) | (1.76) |
| 非流动资产合计 | 1,490.94 | 2,119.88 | 2,422.57 | 2,676.14 | 2,838.97 | 营业利润 | 461.39 | 623.67 | 819.05 | 1,080.29 | 1,410.75 |
| 资产总计 | 3,185.34 | 3,758.74 | 4,786.09 | 5,690.11 | 7,204.88 | 营业外收入 | 0.00 | 0.00 | 6.32 | 3.31 | 2.93 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外支出 | 0.77 | 0.08 | 2.10 | 0.98 | 1.06 |
| 应付票据及应付账款 | 276.04 | 266.98 | 481.90 | 508.46 | 781.41 | 利润总额 | 460.62 | 623.59 | 823.27 | 1,082.62 | 1,412.63 |
| 其他 | 263.63 | 237.00 | 443.46 | 479.61 | 599.91 | 所得税 | 54.17 | 69.72 | 93.03 | 122.34 | 159.63 |
| 流动负债合计 | 539.67 | 503.99 | 925.36 | 988.06 | 1,381.31 | 净利润 | 406.45 | 553.86 | 730.24 | 960.28 | 1,253.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | (21.85) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 428.30 | 553.86 | 730.24 | 960.28 | 1,253.00 |
| 其他 | 135.10 | 209.25 | 150.83 | 165.06 | 175.04 | 每股收益(元) | 1.85 | 2.39 | 3.16 | 4.15 | 5.42 |
| 非流动负债合计 | 135.10 | 209.25 | 150.83 | 165.06 | 175.04 | | | | | | |
| 负债合计 | 674.77 | 713.23 | 1,076.19 | 1,153.12 | 1,556.36 | 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 230.72 | 231.32 | 231.38 | 231.38 | 231.38 | 营业收入 | 28.94% | 34.07% | 32.86% | 31.07% | 30.85% |
| 资本公积 | 1,104.47 | 1,146.07 | 1,146.07 | 1,146.07 | 1,146.07 | 营业利润 | 9.96% | 35.17% | 31.33% | 31.90% | 30.59% |
| 留存收益 | 2,391.38 | 2,894.33 | 3,478.52 | 4,305.61 | 5,417.14 | 归属于母公司净利润 | 25.49% | 29.32% | 31.84% | 31.50% | 30.48% |
| 其他 | (1,216.00) | (1,226.22) | (1,146.07) | (1,146.07) | (1,146.07) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,510.57 | 3,045.50 | 3,709.90 | 4,536.99 | 5,648.52 | 毛利率 | 46.50% | 45.50% | 45.01% | 44.90% | 44.39% |
| 负债和股东权益总 | 3,185.34 | 3,758.74 | 4,786.09 | 5,690.11 | 7,204.88 | 净利率 | 23.34% | 22.51% | 22.34% | 22.42% | 22.35% |
| | | | | | | ROE | 17.06% | 18.19% | 19.68% | 21.17% | 22.18% |
| | | | | | | ROIC | 33.41% | 32.08% | 29.16% | 32.84% | 38.24% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 21.18% | 18.98% | 22.49% | 20.27% | 21.60% |
| | | | | | | 净负债率 | -25.09% | -14.29% | -18.96% | -25.76% | -33.97% |
| | | | | | | 流动比率 | 3.14 | 3.25 | 2.55 | 3.05 | 3.16 |
| | | | | | | 速动比率 | 2.35 | 2.36 | 1.85 | 2.38 | 2.45 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 3.76 | 4.16 | 4.24 | 4.44 | 4.80 |
| | | | | | | 存货周转率 | 5.36 | 5.64 | 5.95 | 6.53 | 6.81 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.63 | 0.71 | 0.76 | 0.82 | 0.87 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.85 | 2.39 | 3.16 | 4.15 | 5.42 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.79 | 2.60 | 3.14 | 3.91 | 4.90 |
| | | | | | | 每股净资产 | 10.85 | 13.16 | 16.03 | 19.61 | 24.41 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 103.89 | 80.34 | 60.94 | 46.34 | 35.51 |
| | | | | | | 市净率 | 17.72 | 14.61 | 11.99 | 9.81 | 7.88 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 22.25 | 39.94 | 49.89 | 37.54 | 28.44 |
| | | | | | | EV/EBIT | 26.34 | 40.17 | 54.29 | 40.72 | 30.62 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润 | 406.45 | 553.86 | 730.24 | 960.28 | 1,253.00 |
| 折旧摊销 | 103.98 | 6.98 | 70.93 | 89.69 | 106.06 |
| 财务费用 | 20.93 | (6.28) | (15.00) | (20.00) | (25.00) |
| 投资损失 | (6.51) | 1.24 | (3.30) | (2.30) | (1.00) |
| 营运资金变动 | (177.16) | (3.54) | (58.76) | (121.09) | (198.64) |
| 其它 | 67.37 | 48.60 | 2.53 | (1.09) | (0.12) |
| 经营活动现金流 | 415.06 | 600.87 | 726.65 | 905.50 | 1,134.30 |
| 资本支出 | 475.02 | 553.52 | 459.42 | 316.77 | 261.01 |
| 长期投资 | 0.00 | 201.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (1,058.72) | (1,454.89) | (867.12) | (643.54) | (528.97) |
| 投资活动现金流 | (583.70) | (699.90) | (407.70) | (326.77) | (267.95) |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 103.40 | 79.31 | 96.48 | 21.28 | 26.28 |
| 其他 | (146.10) | (181.41) | (147.32) | (134.47) | (142.74) |
| 筹资活动现金流 | (42.70) | (102.10) | (50.84) | (113.20) | (116.47) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (211.34) | (201.13) | 268.11 | 465.52 | 749.89 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |