

凯莱英 (002821)

证券研究报告

2020年08月10日

Q2 业绩超预期，降本增效盈利能力显著提升

公司上半年业绩增长 37.63%，二季度超预期恢复高增长

公司公告 2020 年半年报：实现营收 12.66 亿元，同比增长 15.81%；实现归母净利润 3.16 亿元，同比增长 37.63%，归母扣非后净利润 2.77 亿元，同比增长 36.82%，超市场预期。其中 Q2 营收 7.9 亿元，同比增长 28.20%；环比增长 66.23%；归母净利润 2.08 亿元，同比增长 51.24%；扣非后归母净利润 1.84 亿元，同比增长 50.28%，环比增长达到 96.70%，实现超预期恢复增长。随着国内疫情的控制，公司海外订单持续快速增长，研发生产在二季度快速回归正轨，报告期内公司欧美大客户深度持续提升，订单加快增长，同时国内业务亦继续突破，通过持续加大新技术应用，进一步降本增效，公司盈利能力明显提升。

临床阶段及商业化阶段均稳健增长，国内业务表现靓丽

公司临床阶段定制研发生产收入 4.16 亿元，同比增长 17.65%，毛利率提升 3.40pp 至 45.16%；商业化阶段收入 7.37 亿元，同比增长 9.72%，毛利率提升 5.25pp 至 48.68%。技术服务收入 1.11 亿元，同比增长 63.69%。分地区看：中国大陆收入 1.40 亿元，同比增长达到 138.12%，毛利率提升 24.29pp 至 31.56%，国外区域收入 11.26 亿元，同比增长 8.84%，毛利率提升 4.51pp 至 50.84%。报告期内，公司共计完成 303 个项目，其中商业化阶段项目 24 个，临床阶段项目 100 个（其中临床 III 期 23 个），技术服务项目 179 个，有力助推全球创新药研发产业的进程。截至报告期末公司累计服务的美国五大制药公司创新药项目数量占上述制药公司公布的临床后期研发管线的比例进一步提升至 27%；在商业化阶段项目方面，报告期内公司相较 2019 年新增确认收入的欧美跨国制药公司商业化项目 3 个，报告期内确认收入的商业化项目中有 8 个项目对应的突破性重磅新药的销售峰值曾超过或预计在未来 5-8 年内将超过 10 亿美元。；部分海外大客户目前订单规模相较 2019 年已实现翻倍增长。随着国内业务进入收获期，国内业务实现高增长，公司国内 NDA 项目在手订单超过 20 个。

报告期内，公司持续加大连续性反应、酶催化等新技术在研发生产中的应用，以降低各项成本；公司生产经营恢复正常后产能利用率持续保持较高水平，特别是凯莱英制药较去年同期产能利用率显著提升；上半年公司主营业务毛利率提升 4.40%，其中，国内业务毛利率提高 24.29%。盈利能力的提升公司净利润加速增长。费用方面：期间费用率为 21.63%，较去年小幅下降 0.07pp，管理、销售、财务费用率分别为 18.77%、3.32%、-0.45%，分别变化+0.35pp、-0.11pp、-0.30pp。

持续推进打造创新药一体化服务生态圈

公司在继续夯实小分子 CDMO 成熟业务竞争优势基础上，前瞻性的布局多肽、多糖及寡核苷酸等化学合成大分子、生物酶、制剂等成长型业务，推动创新药临床研究业务发展，加快布局生物大分子等战略型业务。公司开创性整合创新药临床研究优势资源，打造具备国际水平临床研究设计、信息化数据采集与管理、临床研究管理等综合服务能力的药物临床研究创新服务平台，公司在上海金山建立了生物大分子研发实验室，稳步推进生物大分子业务发展，持续推进新市场、新业务布局，提升“CMC+临床研究”综合服务能力，筑建创新药一体化服务生态圈。

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 69、52 及 40 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 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，看好公司打造创新生产一站式服务体系的发展前景，维持“买入评级”。

风险提示：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	217.02 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	231.32
流通 A 股股本(百万股)	222.39
A 股总市值(百万元)	50,201.01
流通 A 股市值(百万元)	48,263.57
每股净资产(元)	14.25
资产负债率(%)	18.66
一年内最高/最低(元)	246.58/100.37

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-季报点评:一季度受疫情影响增速下滑，不改长期持续成长力》2020-04-29
- 《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

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)	117.21	90.64	68.75	52.28	40.06
市净率(P/B)	20.00	16.48	13.53	11.23	9.19
市销率(P/S)	27.36	20.41	15.36	11.72	8.96
EV/EBITDA	22.25	39.94	56.41	42.56	32.39

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	703.30	1,101.98	1,735.57	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	2,363.46	2,947.06	4,182.71	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	4,786.03	5,623.20	7,021.68	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	231.32	231.32	231.32	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	4,238.76	5,234.00	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	3,709.84	4,470.08	5,465.32	毛利率	46.50%	45.50%	45.01%	44.90%	44.39%
负债和股东权益总计	3,185.34	3,758.74	4,786.03	5,623.20	7,021.68	净利率	23.34%	22.51%	22.34%	22.42%	22.35%
						ROE	17.06%	18.19%	19.68%	21.48%	22.93%
						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%	20.51%	22.17%
						净负债率	-25.09%	-14.29%	-18.96%	-24.65%	-31.76%
						流动比率	3.14	3.25	2.55	2.98	3.03
						速动比率	2.35	2.36	1.85	2.31	2.32
						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	0.89
						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	13.17	16.04	19.32	23.63
						估值比率					
						市盈率	117.21	90.64	68.75	52.28	40.06
						市净率	20.00	16.48	13.53	11.23	9.19
						EV/EBITDA	22.25	39.94	56.41	42.56	32.39
						EV/EBIT	26.34	40.17	61.38	46.16	34.87

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	96.42	21.28	26.28
其他	(146.10)	(181.41)	(147.32)	(201.32)	(259.03)
筹资活动现金流	(42.70)	(102.10)	(50.90)	(180.04)	(232.76)
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)	268.05	398.68	633.59

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