

业绩保持较快增长，持续打造核心竞争优势

——凯莱英 (002821) 2020 半年报跟踪

买入 (维持)

日期: 2020 年 08 月 12 日

报告关键要素:

近日, 公司公布 2020 半年报: 报告期内公司实现营收 12.66 亿, 同比增长 15.81%; 实现归母净利、扣非净利分别为 3.16 亿、2.77 亿; 分别同比增长 37.63%、36.82%; 实现经营性现金流净额 1.35 亿, 同比下滑 12.5%。

投资要点:

● 主营业务恢复快增长, 业务毛利率稳步提升

2020Q1 及 Q2, 公司季度收入分别为 4.75 亿、7.9 亿, 同比增速分别为 -0.21%、28.2%, 经历了一季度突发疫情带来的短期扰动, 公司业务在二季度快速回复高增长, 其中 Q2 归母净利 1.84 亿, 同比+50.3%, 环比+96.7%。当期公司主营业务毛利率 48.6%, 同比提升 4.40%, 其中国内业务毛利率提高 24.29%, 毛利率水平提升主要由于 1. 连续性反应和酶催化等新技术加快投入使用; 2. 高毛利产品结构占比提升等。报告期内, 公司在建工程期末较期初增加 38.41%, 主要为增量业务布局新产能, 同时正式启动 API 厂房二期建设项目, 生命科学 OSD3 新车间建设项目完成生产准备, 为公司后续订单承接及整体业绩持续增长提供产能保证。

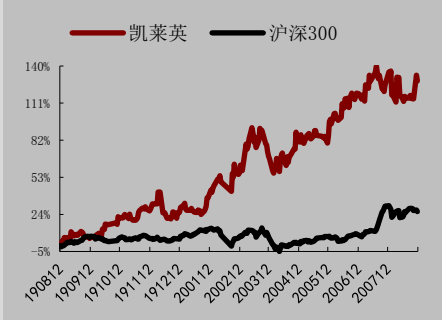
● 各阶段业务项目稳步增长, 国内业务保持较快增速

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, 上半年商业化阶段、临床阶段及技术开发服务收入分别为 7.37 亿、4.16 亿、1.11 亿, 分别同比增长 9.72%、17.65%、63.69%; 公司各阶段业务持续稳定增长驱动因素主要包括 1. 深耕核心大客户战略, 海外大制药公司客户业务收入占比稳定在 70% 以上; 2. 海外中小制药公司和国内客户快速增长, 上半年国内收入 1.4 亿, 同比增长 138%, 受益于国内创新药市场快速发展及 MAH 带来的政策红利, 国内业务将成为公司潜在高增长点: 截止上半年底, 国内 NDA 项目在手订单超过 20 个, 上半年国内业务收入占公司整体业务比重的 11%, 预计后续业务占比仍将进一步提升。

基础数据

| | |
|---------------|-------------------------------------------|
| 行业 | 医药生物 |
| 公司网址 | |
| 大股东/持股 | ASYMCHEMLABORATORIES, INCORPORATED/42.64% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本 (百万股) | 231.32 |
| 流通 A 股 (百万股) | 222.39 |
| 收盘价 (元) | 231.09 |
| 总市值 (亿元) | 534.56 |
| 流通 A 股市值 (亿元) | 513.93 |

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2020 年 08 月 11 日

相关研究

万联证券研究所 20200630_公司跟踪报告
_AAA_凯莱英 (002821) 跟踪报告
万联证券研究所 20200515_公司跟踪报告
_AAA_凯莱英 (002821) 跟踪报告
万联证券研究所 20200414_公司年报点评
_AAA_凯莱英 (002821) 年报点评报告

分析师: 姚文

执业证书编号: S0270518090002

电话: 02160883489

邮箱: yaowen@wlzq.com.cn

研究助理: 王政眸

电话: 02160883489

邮箱: wangzm@wlzq.com.cn

| | 2019 年 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 24.60 | 34.35 | 48.37 | 63.37 |
| 增长比率 (%) | 34.1 | 39.7 | 40.8 | 31.0 |
| 净利润 (亿元) | 5.54 | 6.83 | 9.25 | 11.90 |
| 增长比率 (%) | 29.3 | 23.3 | 35.5 | 28.6 |
| 每股收益 (元) | 2.39 | 2.95 | 4.00 | 5.14 |
| 市盈率 (倍) | 98.5 | 79.9 | 58.9 | 45.8 |

数据来源: WIND, 万联证券研究所

● 持续加大研发投入力度，持续打造核心竞争力

作为领先型研发驱动 CDMO 企业，公司一直保持了高强度研发投入：2020H1 研发投入 1.09 亿元，较上年同期增长 38.73%；同时重视人才梯队的培养建设，上半年共引进高级人才 44 人，持续增强公司核心竞争力；与此同时，公司进一步加快升级工艺科学中心、化学工程部等多个技术平台，积极推动连续性反应等核心技术的释放应用；加快生物大分子等战略型业务布局，为公司后续进一步发展拓开空间。

● 公布新一轮股权激励计划，进一步夯实业绩增长基础

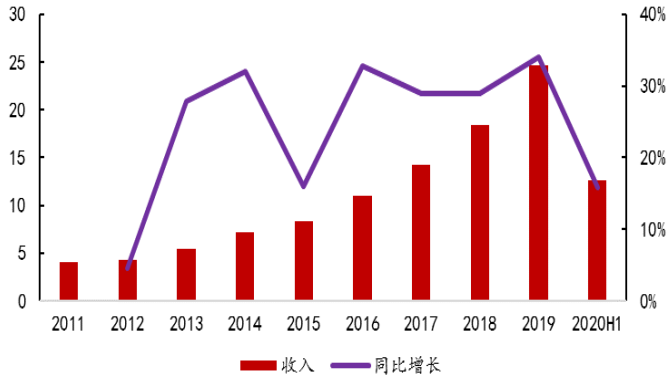
前不久，公司公布了新一轮股权激励计划：本次股权激励计划共拟授予限制性股票 122.8 万股，其中首次授予 102.65 万股、预留 20.15 万股；其中首次授予部分限制性股票授予价格为每股 117.07 元；首次授予部分解锁条件设置为：以 2019 年净利润为基准，2020 年、2021 年、2022 年净利润增长率分别不低于 25%、50%、75%；尽管相关解锁条件门槛相对适中，同时考虑到公司所处行业赛道的高景气度和公司自身快速发展，我们认为达到解锁条件可能性较高。但新一轮股权激励更重要意义在于有助于稳定人才队伍和调动员工积极性，为公司未来 2-3 年的高业绩增长进一步夯实基础。

● 盈利预测与投资建议：

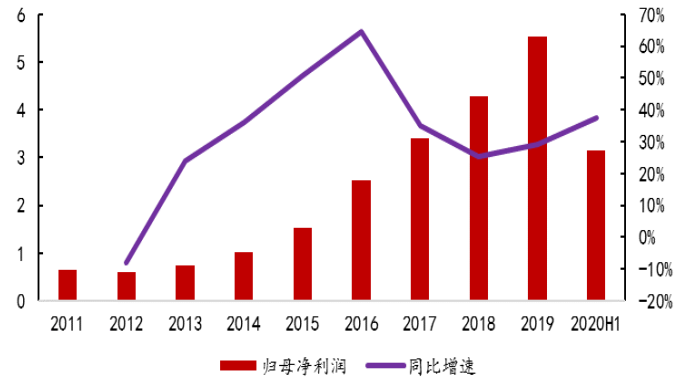
基于公司持续可发展空间和良好盈利能力，我们上调公司未来盈利预测：预计 2020-2022 年，公司实现营收 34.35 亿、48.37 亿、63.37 亿；实现归母净利 6.83 亿、9.25 亿、11.9 亿，对应 EPS 分别为 2.95 元、4.00 元、5.14 元；对应当前股价 PE 分别为 80 倍、59 倍、46 倍；长期战略性看好国内 CDMO 业务赛道前景以及公司持续发展能力，继续推荐，维持“买入”评级。

● 风险因素：汇率波动的风险、业务拓展不及预期的风险

图表1: 公司营收(亿)及增速



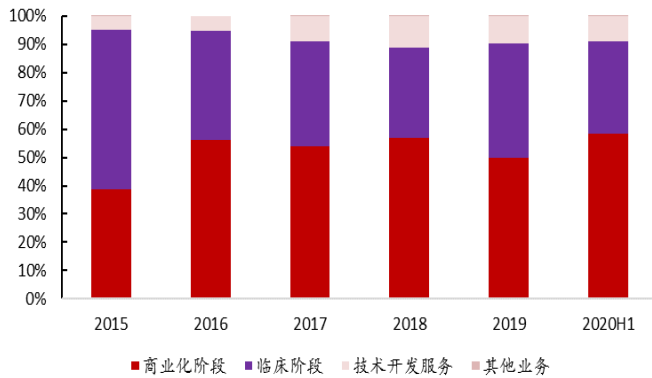
图表2: 公司归母净利润(亿)增速



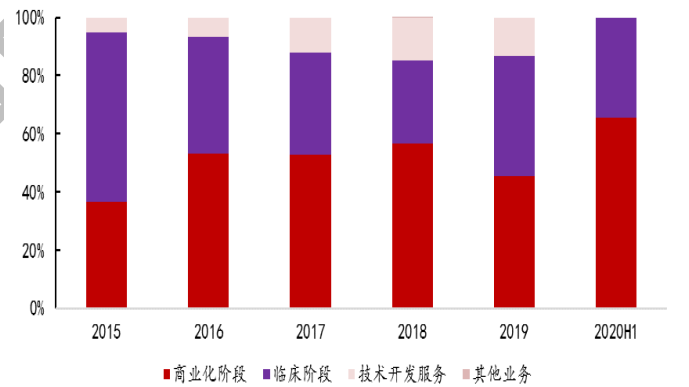
资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

图表3: 2015-2020年H1公司营收构成



图表4: 2015-2020H1公司毛利构成



资料来源: wind、万联证券

资料来源: wind、万联证券

资产负债表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1,639 | 2,657 | 3,874 | 5,455 |
| 货币资金 | 435 | 862 | 1,399 | 2,201 |
| 应收票据及应收账款 | 659 | 941 | 1,315 | 1,727 |
| 其他应收款 | 12 | 18 | 25 | 33 |
| 预付账款 | 28 | 48 | 66 | 88 |
| 存货 | 449 | 727 | 1,008 | 1,343 |
| 其他流动资产 | 56 | 62 | 62 | 64 |
| 非流动资产 | 2,120 | 2,148 | 2,168 | 2,183 |
| 长期股权投资 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 固定资产 | 1,271 | 1,189 | 1,105 | 1,022 |
| 在建工程 | 360 | 472 | 579 | 678 |
| 无形资产 | 122 | 118 | 115 | 111 |
| 其他长期资产 | 165 | 167 | 168 | 170 |
| 资产总计 | 3,759 | 4,805 | 6,043 | 7,639 |
| 流动负债 | 504 | 864 | 1,171 | 1,572 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 267 | 448 | 615 | 823 |
| 预收账款 | 20 | 28 | 39 | 52 |
| 其他流动负债 | 217 | 388 | 517 | 697 |
| 非流动负债 | 209 | 209 | 209 | 209 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 209 | 209 | 209 | 209 |
| 负债合计 | 713 | 1,073 | 1,381 | 1,781 |
| 股本 | 231 | 231 | 231 | 231 |
| 资本公积 | 1,146 | 1,146 | 1,146 | 1,146 |
| 留存收益 | 1,748 | 2,431 | 3,357 | 4,547 |
| 归属母公司股东权益 | 3,046 | 3,729 | 4,654 | 5,844 |
| 少数股东权益 | 0 | 3 | 8 | 14 |
| 负债和股东权益 | 3,759 | 4,805 | 6,043 | 7,639 |

现金流量表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 601 | 534 | 638 | 895 |
| 净利润 | 554 | 686 | 930 | 1,196 |
| 折旧摊销 | 125 | 86 | 88 | 87 |
| 营运资金变动 | -95 | -235 | -375 | -383 |
| 其它 | 17 | -3 | -5 | -5 |
| 投资活动现金流 | -700 | -110 | -104 | -97 |
| 资本支出 | -511 | -111 | -107 | -99 |
| 投资变动 | -190 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | 1 | 3 | 2 |
| 筹资活动现金流 | -102 | 2 | 3 | 3 |
| 银行借款 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -163 | 2 | 3 | 3 |
| 现金净增加额 | -190 | 427 | 537 | 802 |
| 期初现金余额 | 605 | 435 | 862 | 1,399 |
| 期末现金余额 | 414 | 862 | 1,399 | 2,201 |

利润表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,460 | 3,435 | 4,837 | 6,337 |
| 营业成本 | 1,341 | 1,979 | 2,828 | 3,732 |
| 营业税金及附加 | 23 | 35 | 48 | 63 |
| 销售费用 | 88 | 128 | 177 | 234 |
| 管理费用 | 264 | 370 | 525 | 685 |
| 研发费用 | 193 | 270 | 385 | 501 |
| 财务费用 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -1 | 3 | 4 | 4 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 624 | 775 | 1,049 | 1,349 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 624 | 775 | 1,049 | 1,349 |
| 所得税 | 70 | 88 | 119 | 153 |
| 净利润 | 554 | 686 | 930 | 1,196 |
| 少数股东损益 | 0 | 3 | 5 | 6 |
| 归属母公司净利润 | 554 | 683 | 925 | 1,190 |
| EBITDA | 677 | 738 | 961 | 1,209 |
| EPS (元) | 2.39 | 2.95 | 4.00 | 5.14 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 34.1% | 39.7% | 40.8% | 31.0% |
| 营业利润 | 35.2% | 24.2% | 35.4% | 28.6% |
| 归属于母公司净利润 | 29.3% | 23.3% | 35.5% | 28.6% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 45.5% | 42.4% | 41.5% | 41.1% |
| 净利率 | 22.5% | 20.0% | 19.2% | 18.9% |
| ROE | 18.2% | 18.3% | 19.9% | 20.4% |
| ROIC | 16.1% | 15.5% | 16.6% | 17.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 19.0% | 22.3% | 22.8% | 23.3% |
| 净负债比率 | -14.3% | -23.1% | -30.0% | -37.6% |
| 流动比率 | 3.25 | 3.08 | 3.31 | 3.47 |
| 速动比率 | 2.31 | 2.18 | 2.39 | 2.56 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.71 | 0.80 | 0.83 |
| 应收账款周转率 | 3.74 | 3.65 | 3.68 | 3.67 |
| 存货周转率 | 2.99 | 2.72 | 2.81 | 2.78 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 2.39 | 2.95 | 4.00 | 5.14 |
| 每股经营现金流 | 2.60 | 2.31 | 2.76 | 3.87 |
| 每股净资产 | 13.17 | 16.12 | 20.12 | 25.26 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 98.49 | 79.86 | 58.95 | 45.84 |
| P/B | 17.91 | 14.63 | 11.72 | 9.33 |
| EV/EBITDA | 43.61 | 72.72 | 55.31 | 43.31 |

资料来源：万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场