

订单交付产能释放, Q3 业绩稳步高增 买入 (维持)

2020年10月23日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004

021-60199793

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号: S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,460	3,092	4,103	5,396
同比 (%)	34.1%	25.7%	32.7%	31.5%
归母净利润 (百万元)	554	739	982	1,280
同比 (%)	36.3%	32.2%	32.3%	30.8%
每股收益 (元/股)	2.28	3.05	4.05	5.28
P/E (倍)	119.76	89.75	67.53	51.81

投资要点

- **事件:** 2020年前三季度公司实现营业收入20.83亿元,同比增长19.53%;实现归母净利润5.06亿元,同比增长38.12%;扣非归母净利润4.56亿元,同比增长35.15%;经营性现金流3.46亿,同比减少1.39%。
- **在手订单数量充足,项目有序排产,公司业绩高增下半年兑现。** 公司Q3单季度实现营业收入8.17亿,同比增长25.79%;归母净利润1.91亿,同比增长38.94%,业绩符合预期。**需求端趋于饱和**,国内方面公司首个MAH项目再鼎医药的则乐(尼拉帕利)进入商业化生产,示范效应带来大量NDA项目订单,截止2020H1,国内NDA在手订单超20个,预计年底可达30个;海外方面2002H1新增商业化项目1个,产生订单客户40家,部分大客户如辉瑞,订单规模翻倍。**供给端弹药充足**,公司Q2订单加速获取,Q3通过项目有序排产助力小分子CDMO业务订单交付,带动业绩稳步高速增长。2020年9月,公司公告以自有资金3亿元在江苏镇江设立全资子公司凯莱英制药(江苏),提升研发客户密集分布的长三角地区的产业布局。同时公司定增23亿募集资金Q3已到位,在建工程中上海、辽宁、吉林等地扩产计划推进顺利。Case by case营销推广+产能扩张消化,公司小分子CDMO业务未来高增可期。
- **进军CRO,布局生物大分子及制剂,公司一体化长逻辑打开增长空间。** CRO方面,公司不断扩充研发队伍,20年收购冠勤后,在PROIND项目、临床初期CRO、数分领域逐步形成竞争力,病毒类临床CRO业务已建立明显优势。大分子方面,公司建立了上海金山生物大分子研发中心,团队规模100余人,实验室已开始运行。同时公司是国内唯一具有注射剂CDMO业务的公司,有粉针、水针,并逐步研发高端制剂。未来公司业务将通过研发队伍扩张向上游CRO渗透,同时通过管线接入,依靠公司新增产能拓展更多大分子及制剂项目。公司在小分子领域的质控体系、运营体系已较为成熟,客户关系稳固,通过经验复制、技术延伸,公司未来发展有望驶入大分子领域蓝海,打开长期增长空间。
- **毛利率回升趋稳,研发支出加大,盈利能力稳中有升。** 2020前三季度,公司毛利率48.43%(同比+3.84pt)。20年以来,公司毛利率逐渐回升并稳定在47%-49%,主要系原料药大项目在收入结构中占比回调。费用率方面,公司2020年前三季度销售费用率3.16%(-0.26pt);管理费用率10.03%(-0.92pt);财务费用率0.71%(+1.38pt),主要系汇率波动,汇兑损失增加所致;研发费用1.70亿,研发费用率8.17%(+0.44pt)。未来公司依靠规模化效应有望加强成本费用控制,盈利能力稳中有升。
- **盈利预测与投资评级:** 预计2020-2022年归母净利润分别为7.39、9.82、12.80亿元,相应EPS分别为3.05、4.05、5.28元,对应PE估值分别为90、68、52倍。考虑到公司是CDMO头部企业,已建立较高药物生产研发技术壁垒,未来三年盈利复合增速有望超30%,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单落地不及预期;新业务拓展不及预期;汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	273.50
一年最低/最高价	119.33/290.00
市净率(倍)	11.48
流通 A 股市值(百万元)	60921.45

基础数据

每股净资产(元)	23.83
资产负债率(%)	15.93
总股本(百万股)	242.52
流通 A 股(百万股)	222.75

相关研究

- 1、《凯莱英(002821):业绩略超预期,订单加快保障公司业绩增长》
2020-08-11

凯莱英三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,639	2,051	2,262	3,021	营业收入	2,460	3,092	4,103	5,396
现金	435	451	183	309	减:营业成本	1,341	1,614	2,138	2,806
应收账款	659	900	1,154	1,535	营业税金及附加	23	35	44	57
存货	449	570	788	1,005	营业费用	88	98	127	162
其他流动资产	96	130	137	172	管理费用	457	564	747	982
非流动资产	2,120	2,602	3,300	4,115	财务费用	-4	-5	-6	-7
长期股权投资	201	404	607	810	资产减值损失	0	14	19	25
固定资产	1,271	1,547	1,978	2,507	加:投资净收益	-1	-1	-1	-1
在建工程	360	360	407	476	其他收益	90	73	76	77
无形资产	122	137	152	163	营业利润	624	832	1,097	1,435
其他非流动资产	165	154	156	159	加:营业外净收支	-0	0	-0	-0
资产总计	3,759	4,653	5,562	7,136	利润总额	624	832	1,097	1,435
流动负债	504	812	851	1,264	减:所得税费用	70	99	128	168
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	-7	-13	-13
应付账款	267	409	483	683	归属母公司净利润	554	739	982	1,280
其他流动负债	237	403	368	581	EBIT	611	818	1,088	1,428
非流动负债	209	168	176	179	EBITDA	618	962	1,281	1,687
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	209	168	176	179	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	713	979	1,027	1,443	每股收益(元)	2.28	3.05	4.05	5.28
少数股东权益	0	-7	-20	-32	每股净资产(元)	12.56	15.13	18.74	23.56
归属母公司股东权益	3,046	3,680	4,555	5,725	发行在外股份(百万股)	231	243	243	243
负债和股东权益	3,759	4,653	5,562	7,136	ROIC(%)	21.8%	25.2%	25.3%	27.2%
					ROE(%)	18.2%	20.0%	21.4%	22.3%
					毛利率(%)	45.5%	47.8%	47.9%	48.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	22.5%	23.9%	23.9%	23.7%
经营活动现金流	601	800	729	1,312	资产负债率(%)	19.0%	21.0%	18.5%	20.2%
投资活动现金流	-700	-664	-900	-1,086	收入增长率(%)	34.1%	25.7%	32.7%	31.5%
筹资活动现金流	-102	-119	-97	-101	净利润增长率(%)	36.3%	32.2%	32.3%	30.8%
现金净增加额	-190	16	-268	125	P/E	119.76	89.75	67.53	51.81
折旧和摊销	7	144	193	259	P/B	21.78	18.08	14.60	11.61
资本开支	511	312	489	608	EV/EBITDA	106.95	68.58	51.73	39.18
营运资本变动	-110	-86	-440	-221					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

