

凯莱英 (002821.SZ)

剔除汇兑影响后收入利润高速增长略超预期，整体经营趋势良好

凯莱英发布 2021 年一季度报告。2020 年 Q1 公司实现营业收入 7.77 亿元，同比增长 63.45%；实现归母净利润 1.54 亿元，同比增长 42.86%；实现扣非净利润 1.29 亿元，同比增长 38.67%；实现 EPS0.64 元。

公司整体收入利润实现开门红符合预期，加回汇兑和激励之后超预期。考虑到疫情去年的基数，公司实现 60%以上收入增速和 40%以上利润增速高速增长符合预期。公司一季报中披露若剔除汇兑波动损益、股权激励摊销费用等影响，归属于上市公司股东净利润同比增长 55.93%。实际上除了影响利润之外，汇兑波动还会影响整体的收入和毛利率，若今年和去年的收入还原回美元口径同比，Q1 收入增长更高，整体超出预期。

毛利率受到汇兑和会计准则调整双重影响。毛利率方面，Q1 公司毛利率为 42.87%，同比去年 Q1 的 47.70%下降较多，环比 Q4 的 42.88%基本持平。一方面还是汇兑的影响（在年报点评中我们也分析过，影响在 3 个百分点左右），还有就是公司会计准则的调整，运保费从销售费用调整到营业成本，也影响了毛利率。

公司各项财务指标由于去年同口径有疫情，所以变动较大。公司整体经营性现金流 1 亿，同比增长 104.56%，非常靓丽，体现了强劲的增长趋势。公司研发投入力度持续加强，Q1 研发费用 8344 万，相较去年的 5485 万增加了 52.14%。管理费用增长也较多，管理费用增幅 78.91%，主要是公司持续加大高端技术人才引进，快速推进新业务发展过程中加大人才引进，支付薪酬、股权激励等费用快速增加。

公司投资逻辑再梳理。公司在 CDMO 领域全方位布局深化推进，大分子、小分子（API+制剂一体化）、CRO+CDMO 一体化，囊括了药品研发的各个生命周期。公司不断加大研发与产能投入，为未来长期良性发展打下良好基础，提供动力。我国创新药风起云涌，作为创新药产业链不可或缺的 CDMO 环节的龙头，凯莱英未来有望迎来数年持续高速发展。

盈利预测及投资评级。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.99 亿、13.46 亿、17.71 亿元，增长分别为 38.3%、34.7%、31.6%。EPS 分别为 4.12 元、5.55 元、7.30 元，对应 PE 分别为 72x，54x，41x。我们认为公司是技术推动型的国内 CDMO 龙头企业，大客户已经逐步稳定，信任度逐渐提高，后续项目储备也已形成，受益于国内 MAH 制度的持续推进。未来几年公司有望随着商业化项目的增多业绩呈现高速增长，且股权激励充分调动员工积极性，后劲十足。基于公司日常重大合同落地，我们认为公司业绩确定性更高，随着扩建产能的释放，未来三年业绩增速有望维持 30%-35% 高速增长，维持“买入”评级。

风险提示：分子砌块需求下降风险；大订单波动；晖石产能利用率低于预期

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,460	3,150	4,213	5,584	7,327
增长率 yoy (%)	34.1	28.0	33.7	32.6	31.2
归母净利润（百万元）	554	722	999	1,346	1,771
增长率 yoy (%)	29.3	30.4	38.3	34.7	31.6
EPS 最新摊薄（元/股）	2.28	2.98	4.12	5.55	7.30
净资产收益率 (%)	18.2	12.0	14.6	16.7	18.2
P/E (倍)	130.5	100.1	72.4	53.7	40.8
P/B (倍)	23.7	12.1	10.6	9.0	7.4

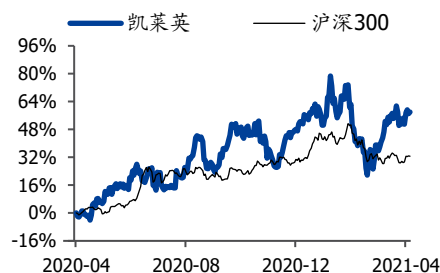
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
04 月 22 日收盘价	299.78
总市值(百万元)	72,734.63
总股本(百万股)	242.63
其中自由流通股(%)	96.03
30 日日均成交量(百万股)	1.51

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《凯莱英 (002821.SZ)：2020 圆满收官，biotech 和国内持续发力，5 大新业务板块推进》2021-04-16
- 2、《凯莱英 (002821.SZ)：三季报高速增长环比向好，经营指标稳健，CDMO 龙头稳中有进》2020-10-25
- 3、《凯莱英 (002821.SZ)：环比持续改善奠定全年高增长基础，毛利率提升彰显技术龙头优势》2020-08-09



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1639	4030	4261	5266	6518	营业收入	2460	3150	4213	5584	7327
现金	435	2125	2114	2111	2770	营业成本	1341	1683	2124	2798	3674
应收票据及应收账款	659	986	1214	1702	2123	营业税金及附加	23	24	41	52	66
其他应收款	12	39	29	61	57	营业费用	88	84	150	175	229
预付账款	28	66	60	107	112	管理费用	264	307	442	553	681
存货	449	726	757	1197	1368	研发费用	193	259	358	475	615
其他流动资产	56	88	88	88	88	财务费用	-4	44	37	92	137
非流动资产	2120	3128	3752	4519	5465	资产减值损失	0	0	9	7	6
长期投资	201	270	339	408	478	其他收益	90	99	89	93	93
固定资产	1271	1535	2055	2677	3410	公允价值变动收益	-12	5	0	1	-2
无形资产	122	286	321	363	414	投资净收益	-1	-10	-1	-1	-3
其他非流动资产	525	1038	1038	1071	1163	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	3759	7158	8013	9785	11983	营业利润	624	817	1138	1524	2004
流动负债	504	925	926	1465	2011	营业外收入	0	0	1	0	0
短期借款	0	10	10	112	524	营业外支出	0	3	1	1	1
应付票据及应付账款	267	522	474	838	884	利润总额	624	814	1138	1523	2003
其他流动负债	237	393	443	515	602	所得税	70	92	139	177	232
非流动负债	209	238	238	238	238	净利润	554	722	999	1346	1771
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	209	238	238	238	238	归属母公司净利润	554	722	999	1346	1771
负债合计	713	1163	1165	1703	2249	EBITDA	618	911	1259	1722	2300
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	2.28	2.98	4.12	5.55	7.30
股本	231	242	243	243	243	主要财务比率					
资本公积	1146	3539	3539	3539	3539	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1748	2355	3138	4201	5602	成长能力					
归属母公司股东权益	3046	5995	6848	8082	9734	营业收入(%)	34.1	28.0	33.7	32.6	31.2
负债和股东权益	3759	7158	8013	9785	11983	营业利润(%)	35.2	31.0	39.4	33.9	31.5
现金流量表 (百万元)						归属于母公司净利润(%)	29.3	30.4	38.3	34.7	31.6
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	获利能力					
经营活动现金流	601	569	982	1125	1803	毛利率(%)	45.5	46.6	49.6	49.9	49.9
净利润	554	722	999	1346	1771	净利率(%)	22.5	22.9	23.7	24.1	24.2
折旧摊销	7	160	184	258	350	ROE(%)	18.2	12.0	14.6	16.7	18.2
财务费用	-4	44	37	92	137	ROIC(%)	17.0	10.8	13.5	15.5	16.6
投资损失	1	10	1	1	3	偿债能力					
营运资金变动	-110	-369	-240	-572	-460	资产负债率(%)	19.0	16.2	14.5	17.4	18.8
其他经营现金流	153	3	0	-1	1	净负债比率(%)	-9.4	-32.7	-28.5	-22.9	-21.5
投资活动现金流	-700	-1102	-810	-1026	-1301	流动比率	3.3	4.4	4.6	3.6	3.2
资本支出	511	1015	556	697	876	速动比率	2.2	3.4	3.6	2.6	2.5
长期投资	-190	-74	-69	-70	-70	营运能力					
其他投资现金流	-379	-161	-324	-398	-494	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
筹资活动现金流	-102	2268	-183	-204	-256	应收账款周转率	4.2	3.8	3.8	3.8	3.8
短期借款	0	10	0	0	0	应付账款周转率	4.9	4.3	4.3	4.3	4.3
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
普通股增加	1	11	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.28	2.98	4.12	5.55	7.30
资本公积增加	42	2393	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	2.35	4.05	4.64	7.43
其他筹资现金流	-144	-146	-183	-204	-256	每股净资产(最新摊薄)	12.55	24.71	28.22	33.31	40.12
现金净增加额	-190	1707	-11	-105	246	估值比率					
						P/E	130.5	100.1	72.4	53.7	40.8
						P/B	23.7	12.1	10.6	8.9	7.4
						EV/EBITDA	116.6	77.2	55.9	40.9	30.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 22 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com