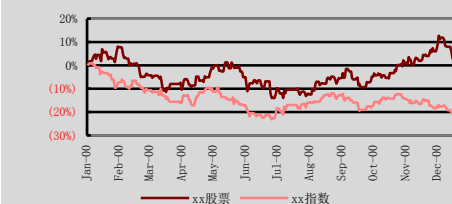


002821.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 406.06

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	36.5	8.6	16.9	76.8
相对深证成指	36.7	11.2	10.5	65.5

发行股数(百万)	243
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	98,521
3个月日均交易额(人民币 百万)	930
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHAM LABORATORIES, INCORPORATED	36

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 8 月 12 日收市价为标准

相关研究报告

《凯莱英: 兼顾“做深”与“做广”, 业绩实现稳定增长》20210416

《凯莱英: 三季度持续高速增长, 现金流毛利率向上转好》20191025

《凯莱英: 项目储备快速增长, 新订单及扩建产能加速放量》20190805

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

凯莱英

业绩稳定增长, 服务能力与产能持续提升

凯莱英 2021 年上半年实现营业收入 17.6 亿人民币 (+39.04%), 实现扣非归母净利润 3.53 亿人民币 (+27.29%)。公司 2021Q2 单季度实现 9.83 亿人民币 (+24.36%), 扣非归母净利润 1.93 亿人民币 (+17.34%)。公司主营业务毛利率为 44.88% (-3.75pct), 剔除汇率影响后毛利率为 49.24%。

支撑评级的要点

- 业绩稳定增长, 小分子 CDMO 业务坚持“做深大客户, 做广小客户”: 凯莱英 2021H1 实现营业收入 17.6 亿人民币同比增长 39.04%, 按照固定汇率计算同比增长 51.19%; 实现净利润 4.29 亿 (+36.03%), 扣非归母净利润 3.53 亿 (+27.29%), 其中非经常性损益主要来源于政府补助。2021Q2 单季度实现营业收入 9.83 亿人民币, 同比增长 24.66%, 按固定汇率计算同比增长 36.44%; 扣非归母净利润 1.93 亿人民币 (+17.34%)。公司主营业务毛利率为 44.88%, 同比降低 3.75 个百分点, 剔除汇率影响后公司 2021H1 毛利率为 49.24%。截至 2021H1 期末, 公司资产负债表中存货为 8.79 亿元, 上年同期期末存货为 5.68 亿元。2021H1 公司核心业务小分子 CDMO 业务实现收入 16.17 亿人民币, 同比增长 34.16%, 2021H1 完成商业化阶段项目 28 个, 临床阶段项目 151 个, 其中临床三期业务 36 个。公司参与美国五大跨国制药公司二期或三期临床阶段小分子候选业务超过 30%, 其中一家达到 50%。同时, 公司在 2021H1 首次获取来自日本大型制药公司的商业化项目订单。公司通过多种形式积极开拓海外中小型制药客户, 2021H1 公司参与了 KRAS 等热门靶点创新药项目, 同时与 PROTAC 技术领域最前沿的 biotech 公司深度合作。
- 新兴业务发展迅速, 毛利率情况改善显著: 新兴服务制剂、化学大分子、生物合成技术、生物大分子等业务 2021H1 实现收入 1.44 亿元, 同比增长 114.62%, 合计完成项目 113 个。2021H1 新兴业务毛利率为 44.09% (+17.92pct), 与上年同比有显著提高。2021H1 公司化学大分子业务收入同比增长 98.39%, 新增客户 10 家; 制剂板块收入同比增长 82.72%, 其中 40% 来自外国客户订单; 临床前板块签署 66 个项目合同, 其中 40 个为创新药, 细胞治疗类项目 14 个。生物大分子 CDMO 服务方面, 公司平台目前可提供 ADC 药物生物活性细胞毒素药物部分的研发生产服务; 可为一系列重组 DNA 产品提供一站式 CMC 服务; 可在 mRNA 分子的临床开发及商业化生产阶段为客户提供综合 CDMO 服务。
- 持续技术平台建设, 下半年预期产能释放: 公司 2021H1 研发投入为 1.64 亿元 (+50.68%), 在营业收入中占比为 9.31%, 公司四大研发技术平台生物合成技术研发中心、工艺科学中心、连续科学技术、智能制造技术中心在致力于发展不同方向尖端技术的同时相辅相成。在产能建设方面, 公司以天津为中心已覆盖辽宁阜新、吉林敦化、上海金山等地区建立了多个小分子研发基地、大分子生物基地。2021H1 公司子公司吉林凯莱英完成新厂房启用, 截至 2021H1 末公司反应釜总体积接近 3000 立方米。在小分子产能方面, 2021H2 预计将在天津、敦化等地区释放产能 1390 立方米, 2022 年预计将新增产能 1500 立方米。同时, 公司将进一步加大连续反应的应用, 提高相同反应体积下的产值输出。

估值

- 预计 2021 年, 2022 年, 2023 年公司实现净利润分别为 9.67 亿, 12.56 亿, 16.64 亿, EPS 分别为 3.98 元, 5.18 元, 6.86 元。

评级面临的主要风险

- 服务的主要创新药退市或被大规模召回的风险; 服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险; 境外市场运营风险; 汇率风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,460	3,150	4,133	5,482	7,273
变动(%)	34	28	31	33	33
净利润(人民币 百万)	756	748	967	1,256	1,664
全面摊薄每股收益(人民币)	2.283	2.976	3.984	5.177	6.858
变动(%)	29.3	30.4	33.9	29.9	32.5
全面摊薄市盈率(倍)	177.9	136.4	101.9	78.4	59.2
价格/每股现金流量(倍)	164.0	173.1	69.0	227.4	50.5
每股现金流量(人民币)	2.48	2.35	5.89	1.79	8.05
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.0	101.6	83.2	63.5	47.7
每股收益(人民币)	0.477	0.477	0.797	1.087	1.509
股息率(%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,460	3,150	4,133	5,482	7,273
销售成本	(1,364)	(1,708)	(2,231)	(2,961)	(3,931)
经营费用	(348)	(494)	(760)	(1,025)	(1,383)
息税折旧前利润	749	949	1,143	1,497	1,959
折旧及摊销	(4)	(157)	(164)	(176)	(189)
经营利润(息税前利润)	744	792	979	1,320	1,770
净利息收入/(费用)	4	(44)	27	35	43
其他收益/(损失)	77	92	86	65	68
税前利润	826	840	1,093	1,420	1,881
所得税	(70)	(92)	(126)	(163)	(216)
少数股东权益	0	0	(0)	(1)	(1)
净利润	756	748	967	1,256	1,664
核心净利润	756	748	966	1,256	1,664
每股收益(人民币)	2.283	2.976	3.984	5.177	6.858
核心每股收益(人民币)	3.116	3.081	3.983	5.176	6.858
每股股息(人民币)	0.477	0.477	0.797	1.087	1.509
收入增长(%)	34	28	31	33	33
息税前利润增长(%)	36	6	24	35	34
息税折旧前利润增长(%)	15	27	20	31	31
每股收益增长(%)	29	30	34	30	32
核心每股收益增长(%)	43	(1)	29	30	32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	826	840	1,093	1,420	1,881
折旧与摊销	4	157	164	176	189
净利息费用	(4)	44	(27)	(35)	(43)
运营资本变动	(85)	(98)	472	(541)	477
税金	(272)	(118)	(126)	(163)	(216)
其他经营现金流	132	(255)	(147)	(424)	(335)
经营活动产生的现金流	601	569	1,428	433	1,953
购买固定资产净值	4	164	155	75	65
投资减少/增加	(203)	(121)	33	7	10
其他投资现金流	(501)	(1,144)	(310)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	(700)	(1,102)	(122)	(68)	(55)
净增权益	(116)	(116)	(193)	(264)	(366)
净增债务	0	10	(10)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	14	2,346	116	(68)	(178)
融资活动产生的现金流	(102)	2,268	(35)	(229)	(323)
现金变动	(201)	1,735	1,272	137	1,575
期初现金	630	435	2,125	3,397	3,533
公司自由现金流	(99)	(532)	1,307	366	1,898
权益自由现金流	(103)	(479)	1,269	331	1,855

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	435	2,125	3,397	3,533	5,108
应收帐款	670	1,025	1,249	1,797	2,324
库存	449	726	831	1,268	1,583
其他流动资产	85	154	111	174	173
流动资产总计	1,639	4,030	5,587	6,772	9,188
固定资产	1,632	2,206	2,201	2,103	1,983
无形资产	122	286	282	279	275
其他长期资产	360	591	481	500	524
长期资产总计	2,114	3,082	2,964	2,881	2,782
总资产	3,759	7,158	8,595	9,697	12,013
应付帐款	267	522	403	792	773
短期债务	0	10	0	0	0
其他流动负债	237	393	1,088	788	1,823
流动负债总计	504	925	1,491	1,580	2,596
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	209	238	194	214	216
股本	231	242	243	243	243
储备	2,894	5,894	6,667	7,659	8,957
股东权益	3,126	6,136	6,909	7,902	9,200
少数股东权益	0	(0)	0	1	2
总负债及权益	3,759	7,158	8,595	9,697	12,013
每股帐面价值(人民币)	12.88	25.29	28.48	32.57	37.92
每股有形资产(人民币)	12.99	24.13	27.31	31.42	36.78
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.88)	(8.72)	(14.00)	(14.56)	(21.05)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	30.4	30.1	27.7	27.3	26.9
息税前利润率(%)	30.3	25.1	23.7	24.1	24.3
税前利润率(%)	33.6	26.7	26.4	25.9	25.9
净利率(%)	30.7	23.7	23.4	22.9	22.9
流动性					
流动比率(倍)	3.3	4.4	3.7	4.3	3.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	18.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	3.6	3.2	3.5	2.9
估值					
市盈率(倍)	177.9	136.4	101.9	78.4	59.2
核心业务市盈率(倍)	130.3	131.8	101.9	78.4	59.2
市净率(倍)	31.5	16.1	14.3	12.5	10.7
价格/现金流(倍)	164.0	173.1	69.0	227.4	50.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.0	101.6	83.2	63.5	47.7
周转率					
存货周转天数	116.8	125.6	127.4	129.4	132.4
应收帐款周转天数	89.6	98.2	100.4	101.4	103.4
应付帐款周转天数	40.3	45.7	40.8	39.8	39.3
回报率					
股息支付率(%)	15.3	15.5	20.0	21.0	22.0
净资产收益率(%)	26.3	16.1	14.8	17.0	19.5
资产收益率(%)	19.6	12.9	11.0	12.8	14.4
已运用资本收益率(%)	4.8	3.9	3.7	4.2	4.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371