

凯莱英(002821)

报告日期: 2021 年 8 月 16 日

# 短期确认波动, 全年预期仍好, 维持推荐!

## ——凯莱英 2021H1 业绩点评

✎ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006  
☎ : 联系人: 郭双喜  
✉ : sunjian@stocke.com.cn

### 报告导读

Q2 收入和扣非利润 20%+ 的增速, 相比我们对全年的预期略低, 我们认为更多是季度波动性影响, 强调说明在手订单高达 44 亿, 2021H2-2022 年产能加速释放带动业绩高增长可持续, 维持“买入”评级。

### 投资要点

#### □ 2021H1: 收入端保持高增长, 利润端受汇兑拖累

**2021H1 业绩:** 2021H1 实现收入 17.60 亿, YOY 39.04% (扣除汇兑 YOY 51.19%), 归母净利润 4.29 亿 (YOY 36.03%), 扣非后归母净利润 3.53 亿, YOY 27.29% (假设以 2020 年 6 月 30 日汇率与 2021 年 6 月 30 日汇率进行结算, 汇率下降 8.7%, 因此我们预计扣除汇兑和股权激励影响扣非同比增速可能在 36% 附近)。其中, 2021Q2 收入 9.83 亿, YOY 24.43% (扣除汇兑 YOY 36.44%), 归母净利润 2.75 亿 (YOY 32.21%), 扣非后归母净利润 2.23 亿, YOY 21.74% (扣除汇兑和股权激励费用预计 YOY 在 30%-35% 附近)。值得注意的是公司 2021H1 经营活动产生的现金流量净额为 4.8 亿, 同比增长 254.78%, 显示出较强的经营质量。

#### □ 波动: 季度波动正常, 全年一致性更强

**拆分:** 2021H1 临床阶段 CDMO 收入 8.29 亿 (YOY 76.94%, 固定汇率 YOY 92%), 商业阶段 CDMO 收入 7.87 亿 (YOY 6.88%, 固定汇率 YOY 12.97%) 和新兴业务收入 1.44 亿 (YOY 144.62%, 固定汇率 YOY 154.78%), Q2 临床阶段 CDMO 收入 3.64 亿 (YOY 19.97%), 商业阶段 CDMO 收入 5.35 亿 (YOY 20.57%) 和新兴业务收入 0.88 亿 (YOY 91.11%)。2021H1 完成商业化项目 28 个, 临床 III 期 36 个, 分别同比 2020H1 增加 4 个和 13 个, 这也带来了 2021H1 临床阶段收入同比增速更快。

**商业化 CDMO 收入波动正常:** 历史上商业化项目收入 YOY 存在明显波动性, 比如收入增速较低半年度 2016H1 (YOY 6.84%), 2019H2 (YOY 2.04%) 和 2020H1 (YOY 9.67%), 增速较快半年度 2017H2 (YOY 39.94%), 2018H1 (YOY 53.66%), 2020H2 (YOY 67.15%), 我们预计波动性主要跟订单交付节奏以及产能释放节奏有关, 但是综合全年业绩来看历史上收入复合增速维持在 30% 附近, 考虑到大规模新产能释放以及在手订单高绝对值, 我们认为全年加速确定性仍然很强!

#### □ 订单: 高景气, 坚定看好全年业绩加速

1) **存货:** 2021H1 存货 8.79 亿 (相比年初增加值同比增速 28.6%), 维持高增长。2) **在手订单:** 参考中报披露在手订单 6.72 亿美金 (按照 1:6.5 汇率计算折合 44 亿人民币), 显示出订单超景气, 考虑到历史上 H2 业绩比 H1 更好, 我们坚定看好全年业绩加速趋势!

#### □ 产能: H2 加速释放, 匹配订单, 加速确定性高

中报披露: 2021 全年预计新增反应釜体积 1590m<sup>3</sup> (YOY 58%), 2022 年预计新增 1500m<sup>3</sup> 产能 (YOY 34%), 考虑到连续性反应技术应用率持续加大, 预

### 评级

### 买入

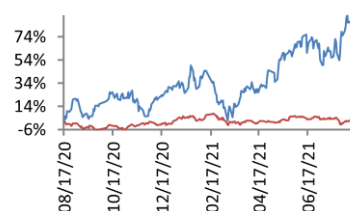
上次评级 买入  
当前价格 ¥ 417.00

### 单季度业绩

### 元/股

|         |      |
|---------|------|
| 2Q/2021 | 1.13 |
| 1Q/2021 | 0.64 |
| 4Q/2020 | 0.89 |
| 3Q/2020 | 0.82 |

——凯莱英 —— 上证综合指数



### 公司简介

公司是全球领先的制药以及医疗器械研发开放式能力和技术平台企业。

### 相关报告

- 1 《【浙商医药】凯莱英: 四论业绩确定性加速趋势和长期天花板打开》2021.07.27
- 2 《【浙商医药】凯莱英: 激励常态化, 看好 2021 年业绩加速》2021.06.18
- 3 《【浙商医药】凯莱英: 订单产能共振, 业绩加速确定》2021.05.10
- 4 《【浙商医药】凯莱英 2021Q1: 符合预期, 强调业绩有望加速趋势》2021.04.23
- 5 《【浙商医药】凯莱英: 符合预期, 看好 2021 年业绩加速》2021.04.16

计收入端增速有望超过产能释放增速。我们持续看好公司迎来业绩加速期，并维持 2021-2023 年收入端 40%附近复合增长判断。

#### □ 盈利预测及估值

考虑到 2021H1 汇兑影响我们略微下调 2021-2023 年利润，我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 4.11、5.68、8.00 元/股，2021 年 8 月 13 日收盘价对应 2021 年 PE 为 101 倍（对应 2022 年 PE 为 73 倍），维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑的风险、新业务拓展不及预期风险、竞争风险、汇兑风险、业绩不达预期风险、新产能投放不及预期风险。

#### 财务摘要

| （百万元）   | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入    | 3150   | 4439   | 6233   | 8677   |
| (+/-)   | 28.04% | 40.92% | 40.43% | 39.21% |
| 净利润     | 722    | 996    | 1377   | 1940   |
| (+/-)   | 26.00% | 37.98% | 38.18% | 40.89% |
| 每股收益（元） | 2.98   | 4.11   | 5.68   | 8.00   |
| P/E     | 140.01 | 101.47 | 73.43  | 52.12  |

## 表附录：三大报表预测值

| 资产负债表    |      |       |       |       | 利润表        |        |        |        |        |
|----------|------|-------|-------|-------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元  | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元    | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 流动资产     | 4030 | 4651  | 4799  | 5700  | 营业收入       | 3150   | 4439   | 6233   | 8677   |
| 现金       | 2125 | 888   | 1247  | 1922  | 营业成本       | 1683   | 2373   | 3327   | 4603   |
| 交易性金融资产  | 0    | 1406  | 500   | 100   | 营业税金及附加    | 24     | 31     | 42     | 57     |
| 应收账款     | 986  | 1073  | 1346  | 1577  | 营业费用       | 84     | 98     | 131    | 174    |
| 其它应收款    | 39   | 75    | 106   | 148   | 管理费用       | 307    | 422    | 589    | 816    |
| 预付账款     | 66   | 93    | 131   | 181   | 研发费用       | 259    | 408    | 567    | 781    |
| 存货       | 726  | 1020  | 1364  | 1657  | 财务费用       | 44     | 64     | 79     | 95     |
| 其他       | 88   | 95    | 105   | 115   | 资产减值损失     | 26     | 36     | 51     | 71     |
| 非流动资产    | 3128 | 5099  | 6553  | 7646  | 公允价值变动损益   | 5      | 0      | 0      | 0      |
| 金额资产类    | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益      | (10)   | 10     | 10     | 10     |
| 长期投资     | 270  | 300   | 350   | 400   | 其他经营收益     | 99     | 110    | 100    | 100    |
| 固定资产     | 1535 | 2684  | 3691  | 4555  | 营业利润       | 817    | 1127   | 1556   | 2192   |
| 无形资产     | 286  | 365   | 483   | 582   | 营业外收支      | (3)    | (3)    | (3)    | (4)    |
| 在建工程     | 671  | 1314  | 1543  | 1562  | 利润总额       | 814    | 1124   | 1553   | 2188   |
| 其他       | 366  | 436   | 487   | 548   | 所得税        | 92     | 127    | 176    | 248    |
| 资产总计     | 7158 | 9750  | 11352 | 13346 | 净利润        | 722    | 996    | 1377   | 1940   |
| 流动负债     | 925  | 2501  | 2687  | 2691  | 少数股东损益     | (0)    | 0      | 0      | 0      |
| 短期借款     | 10   | 1070  | 714   | 0     | 归属母公司净利润   | 722    | 996    | 1377   | 1940   |
| 应付款项     | 522  | 712   | 932   | 1197  | EBITDA     | 922    | 1223   | 1734   | 2387   |
| 预收账款     | 0    | 178   | 312   | 521   | EPS (最新摊薄) | 2.98   | 4.11   | 5.68   | 8.00   |
| 其他       | 393  | 542   | 729   | 974   | 主要财务比率     |        |        |        |        |
| 非流动负债    | 238  | 270   | 310   | 360   |            | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 长期借款     | 0    | 0     | 0     | 0     | 成长能力       |        |        |        |        |
| 其他       | 238  | 270   | 310   | 360   | 营业收入       | 28.04% | 40.92% | 40.43% | 39.21% |
| 负债合计     | 1163 | 2771  | 2997  | 3051  | 营业利润       | 27.07% | 37.93% | 38.13% | 40.83% |
| 少数股东权益   | (0)  | (0)   | (0)   | (0)   | 归属母公司净利润   | 26.00% | 37.98% | 38.18% | 40.89% |
| 归属母公司股东权 | 5995 | 6978  | 8355  | 10295 | 获利能力       |        |        |        |        |
| 负债和股东权益  | 7158 | 9750  | 11352 | 13346 | 毛利率        | 46.55% | 46.54% | 46.62% | 46.96% |
|          |      |       |       |       | 净利率        | 22.92% | 22.45% | 22.09% | 22.35% |
|          |      |       |       |       | ROE        | 15.98% | 15.36% | 17.96% | 20.80% |
|          |      |       |       |       | ROIC       | 11.25% | 12.20% | 15.27% | 18.62% |
|          |      |       |       |       | 偿债能力       |        |        |        |        |
|          |      |       |       |       | 资产负债率      | 16.25% | 28.42% | 26.40% | 22.86% |
|          |      |       |       |       | 净负债比率      | 0.88%  | 38.60% | 23.84% | 0.01%  |
|          |      |       |       |       | 流动比率       | 4.36   | 1.86   | 1.79   | 2.12   |
|          |      |       |       |       | 速动比率       | 3.57   | 1.45   | 1.28   | 1.50   |
|          |      |       |       |       | 营运能力       |        |        |        |        |
|          |      |       |       |       | 总资产周转率     | 0.58   | 0.53   | 0.59   | 0.70   |
|          |      |       |       |       | 应收帐款周转率    | 3.83   | 4.24   | 4.90   | 5.48   |
|          |      |       |       |       | 应付帐款周转率    | 4.27   | 3.85   | 4.05   | 4.33   |
|          |      |       |       |       | 每股指标(元)    |        |        |        |        |
|          |      |       |       |       | 每股收益       | 2.98   | 4.11   | 5.68   | 8.00   |
|          |      |       |       |       | 每股经营现金     | 2.35   | 6.15   | 6.00   | 9.62   |
|          |      |       |       |       | 每股净资产      | 24.73  | 28.78  | 34.46  | 42.46  |
|          |      |       |       |       | 估值比率       |        |        |        |        |
|          |      |       |       |       | P/E        | 140.01 | 101.47 | 73.43  | 52.12  |
|          |      |       |       |       | P/B        | 16.87  | 14.49  | 12.10  | 9.82   |
|          |      |       |       |       | EV/EBITDA  | 76.43  | 81.66  | 57.70  | 41.51  |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn