

公司点评
凯莱英 (002821)
医药生物 | 化学制药
小分子 CDMO 业务订单充足, 新建产能陆续释放

2021 年 08 月 17 日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 400.04-457.60 元
交易数据

当前价格 (元)	375.30
52 周价格区间 (元)	227.88-455.00
总市值 (百万)	91058.00
流通市值 (百万)	87438.00
总股本 (万股)	24262.67
流通股 (万股)	23298.28

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
凯莱英	-5.52	7.48	64.93
化学制药	4.85	-8.56	-12.92

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

吴号

wuhao2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	2460	3150	4315	5955	8039
净利润 (百万元)	554	722	962	1388	1908
每股收益 (元)	2.28	2.98	3.97	5.72	7.86
每股净资产 (元)	12.55	24.71	27.99	32.73	39.24
P/E	164.40	126.10	94.62	65.62	47.73
P/B	29.90	15.19	13.41	11.47	9.56

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2021 年半年度报告。2021H1, 公司实现营业收入 17.60 亿元, 同比增长 39.04%, 剔除汇率影响, 同比增长 51.19%; 实现归母净利润 4.29 亿元, 同比增长 36.03%, 剔除股权激励、汇率相关损益影响, 同比增长 40.36%; 实现扣非归母净利润 3.53 亿元, 同比增长 27.29%。单看 2021Q2, 公司实现营收 9.83 亿元, 同比增长 24.27%, 环比增长 26.51%; 实现归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 32.21%, 环比增长 78.57%; 实现扣非归母净利润 2.24 亿元, 同比增长 21.74%, 环比增长 73.64%。
- 受汇率波动影响, 小分子 CDMO 收入增速有所放缓。** 2021H1, 公司临床阶段 CDMO 业务实现营收 8.29 亿元, 同比增长 76.94%, 按固定汇率计算, 同比增长 92.00%; 受汇率影响毛利率同比下降 4.91pct 至 46.46%。商业化阶段 CDMO 业务实现营收 7.87 亿元, 同比增长 6.88%, 按固定汇率计算, 同比增长 12.97%; 受汇率影响毛利率同比下降 5.31pct 至 43.37%。报告期内, 公司完成商业化阶段项目 28 个 (+16.67%), 临床阶段项目 151 个 (+51.00%), 其中临床 III 期项目 36 个 (+56.52%)。
- 小分子 CDMO 业务订单充足, 新建产能陆续释放。** 订单方面, 当前公司尚未完成订单为 6.72 亿美元 (订单到期日均为 2022 年底前), 在手国内 NDA 阶段订单超过 30 个 (2020 年同期为 20 个), 公司在手订单充足, 2021-2022 年业绩高增有保障。此外, 公司在疫情期间, 承担两个小分子抗病毒创新药物研发生产工作, 其中一个药物已进入临床 III 期, 若上述药物后续成功上市, 预计将带来较高的商业化阶段收入。产能方面, 截止 2021 年 6 月底, 公司小分子反应釜体积为 2979.77m³, 同比增长 24.16%。伴随着天津、敦化、镇江等区域产能逐步释放, 公司订单承接能力不断增强。2021-2022 年, 公司小分子产能将达 4369.77m³、5869.77m³, 同比增长 56.06%、34.33%。
- 新兴服务增长迅速, 为公司业绩贡献增量。** 2021H1, 公司新兴服务实现营收 1.44 亿元, 同比增长 144.62%, 按固定汇率计算, 同比增长 154.78%; 受化学大分子、制剂业务收入增长较快、经营效率明显提升带动, 新兴业务毛利率同比提升 17.92pct 至 44.09%。报告期内, 化学

大分子业务收入同比增长 98.39%，增加新客户 10 余家，新增 Phase II/III 项目 7 个；**制剂业务**收入同比增长 82.72%，超过 40% 来自美国、韩国等国外客户订单，承接 API+制剂项目 40 个。其中，固体制剂板块两个项目有望在 2022 年初触发中国官方 NDA 审计；无菌滴眼液业务订单数量同比增长 300%。**临床研究服务**新增签署 66 个项目合同，其中 40 个为创新药项目；优势领域抗感染传染类项目 7 个，含 III 期大临床项目；细胞治疗类项目 14 个，截止 2021 年 6 月底，临床研究及现场管理服务在手订单过亿元人民币。公司化学大分子、制剂、临床研究服务、生物大分子等新兴业务增长迅速，有望为公司业绩带来增量。

- **盈利预测与投资建议：**公司是全球第五大创新药原料药 CDMO 公司、中国最大的商业化阶段化学药物 CDMO 公司，客户、技术优势明显，有望充分受益于 CDMO 产业发展红利。从公司在手订单、产能扩张以及新兴业务拓展来看，公司未来几年的业绩高增长确定性强。2021-2023 年，预计公司实现归母净利润 9.62/13.88/19.08 亿元，EPS 分别为 3.97/5.72/7.86 元，当前股价对应的 PE 分别为 94.62/65.62/47.73 倍，考虑到：（1）未来 3 年，公司业绩增速有望保持在 30%-40% 的水平，且确定性高；（2）公司近 3 年 PE（TTM）的平均数为 72.69 倍、中位数为 69.64 倍；（3）同业公司药明康德、博腾股份 2022 年的 PE 分别为 71.47、84.24 倍；我们给予公司 2022 年 70-80 倍 PE，对应的目标价为 400.04-457.60 元/股，给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**核心技术人员流失风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险；环保与安全生产风险；订单增长不及预期风险等。

财务预测摘要

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2460	3150	4315	5955	8039	费用率					
减:营业成本	1341	1683	2373	3186	4261	毛利率	0.46	0.47	0.45	0.47	0.47
营业税金及附加	23	24	40	55	75	三费/销售收入	0.14	0.14	0.21	0.21	0.21
销售费用	88	84	104	140	185	EBIT/销售收入	0.21	0.22	0.24	0.26	0.27
管理费用	264	307	820	1102	1447	销售净利率	0.20	0.20	0.22	0.23	0.23
财务费用	-4	44	-3	16	41	投资回报率					
资产减值损失	0	0	2	2	2	ROE	0.18	0.12	0.14	0.17	0.20
加:投资收益	-1	-10	0	0	0	ROA	0.15	0.10	0.14	0.15	0.17
公允价值变动损益	-12	5	0	0	0	ROIC	0.20	0.21	0.18	0.20	0.21
其他经营损益	-202	-285	75	70	70	增长率					
营业利润	533	718	1054	1524	2099	销售收入增长率	0.34	0.28	0.37	0.38	0.35
加:其他非经营损益	0	-3	-1	-1	-1	EBIT 增长率	0.31	0.33	0.50	0.47	0.39
利润总额	533	715	1053	1523	2098	EBITDA 增长率	0.06	0.61	0.37	0.48	0.37
减:所得税	49	70	110	163	228	净利润增长率	0.33	0.33	0.46	0.44	0.37
净利润	484	645	943	1360	1870	总资产增长率	0.15	0.96	0.15	0.32	0.23
减:少数股东损益	0	0	-19	-27	-37	股东权益增长率	0.21	0.97	0.13	0.17	0.20
归母净利润	554	722	962	1388	1908	营运资本增长率	0.35	0.34	0.38	0.39	0.34
资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	217	1870	1683	2322	3135	资产负债率	0.12	0.12	0.13	0.23	0.25
应收和预付款项	698	1091	1364	2019	2546	投资资本/总资产	0.89	0.79	0.90	0.88	0.89
存货	449	726	930	1294	1681	带息债务/总负债	0.00	0.01	0.19	0.48	0.56
长期股权投资	201	270	270	270	270	流动比率	3.46	4.77	3.99	2.44	2.35
固定资产	1632	2206	2944	3756	4418	速动比率	2.23	3.74	2.99	1.85	1.79
无形资产	122	329	308	287	267	股利支付率	0.17	0.16	0.17	0.17	0.17
其他非流动资产	60	172	171	170	170	收益留存率	0.83	0.84	0.83	0.83	0.83
资产总计	3436	6752	7758	10205	12574	营运能力					
短期借款	0	10	199	1125	1773	总资产周转率	0.72	0.47	0.56	0.58	0.64
应付和预收款项	405	780	819	1218	1396	固定资产周转率	1.93	2.05	3.03	2.16	2.29
长期借款	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3.74	3.19	3.41	3.23	3.41
负债合计	411	792	1020	2345	3171	存货周转率	2.99	2.32	2.55	2.46	2.54
股本	231	242	242	242	242	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1058	3401	3401	3401	3401	EPS	2.28	2.98	3.97	5.72	7.86
留存收益	1756	2351	3148	4297	5877	BPS	12.55	24.71	27.99	32.73	39.24
母公司股东权益	3046	5995	6792	7941	9521	PE	164.40	126.10	94.62	65.62	47.73
权益合计	3046	5995	6773	7895	9437	PEG	4.59	3.30	1.95	2.39	1.81
负债和权益合计	3456	6786	7792	10240	12608	PB	29.90	15.19	13.41	11.47	9.56
现金流量表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PS	37.02	28.91	21.10	15.29	11.33
经营性现金净流量	483	626	628	959	1425	PCF	188.67	145.55	144.93	94.93	63.90
投资性现金净流量	-700	-1102	-842	-992	-892	EBIT	528.84	702	1051	1539	2139
筹资性现金净流量	-102	2268	26	672	279	EV/EBIT	164.17	128.63	86.78	59.81	43.33

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438