2020 年 10 月 26 日

凯莱英（002821）：综合服务能力不断提升，业绩持续高增长

推荐（维持）

医药生物

当前股价：271.15 元

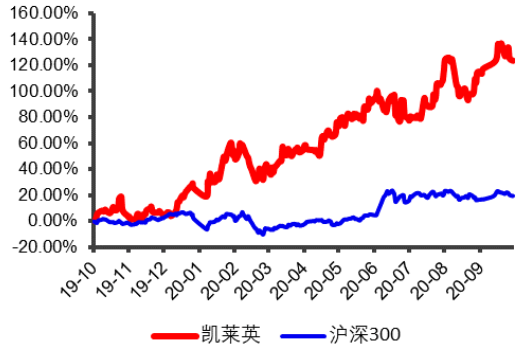
主要财务指标（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,460	3,091	4,116	5,280
（+/-）	34.1%	25.7%	33.2%	28.3%
营业利润	624	791	1,037	1,319
（+/-）	35.2%	26.8%	31.2%	27.2%
归属母公司净利润	554	702	921	1,172
（+/-）	29.3%	26.8%	31.2%	27.2%
EPS（元）	2.39	2.90	3.80	4.83
市盈率	113.2	93.6	71.4	56.1

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	24252 / 22275
流通市值（亿元）	604
每股净资产（元）	23.47
资产负债率（%）	15.9

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏
执业证书编号：S1050517060001
电话：021-54967706
邮箱：duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（8621）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

投资要点：

● **业绩持续高增长。**2020 年前三季度，公司实现营业收入 20.83 亿元，同比增长 19.53%；归母净利润 5.06 亿元，同比增长 38.12%；扣非净利润 4.56 亿元，同比增 35.15%。其中，Q3 单季实现营业收入 8.17 亿元，同比增长 25.79%；归母净利润 1.91 亿元，同比增长 38.94%，业绩持续高增长。

● **盈利能力显著提升。**公司三季度末存货量为 6.73 亿元，相比年初的 5.31 亿元和年中的 5.68 亿元有着较大幅度增加，下半年公司小分子 CDMO 业务的重心由开拓订单阶段转为订单交付阶段。2020 前三季度，公司产品销售毛利率为 48.43%，同比上升 3.84%；由此带动净利率上升至 24.30%，同比上升 3.27pp；公司毛利率的上升得益于产能利用率和经营效率的提高以及连续性反应和酶催化等新技术的应用。报告期内，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.16%、18.20%和 0.71%，相比去年同期分别上升了-0.26pp、-0.48pp 和 1.38pp，财务费用的增加主要受到汇率波动和汇兑损益影响。研发持续高投入，前三季度研发费用达 1.70 亿元，研发费用率为 8.17%。

● **综合服务能力不断提高。**公司于今年 9 月实施定向增发，共计募集资金 23 亿元，发行对象为高瓴资本等 9 名特定对象。报告期内，公司以自有资金 3000 万收购冠勤医药 100%股权，冠勤医药为一家 CRO 公司，具有临床前和临床两大服务平台。另外，公司计划以自有资金 3000 万设立子公司江苏凯莱英，从事小分子 CDMO 化学原料药及原料药的研发生产业务；还与镇江经开区管委会签订投资协议，拟以 40-50 亿元在镇江市投资小分子药物综合性研发生产基地。公司在不断增强小分子药

物研发生产能力的同时，还以并购等多种方式逐步进入 CRO 领域，以全面提升 CDMO+CRO 一体化的综合服务能力。

- **盈利预测**：我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 7.02 亿元、9.21 亿元、11.72 亿元，对应 EPS 分别为 2.90 元、3.80 元、4.83 元，当前股价对应 PE 分别为 93.6/71.4/56.1 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示**：客户新药研发失败风险；行业竞争和客户流失风险；产能不达预期风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产：				
货币资金	435	544	802	1,343
应收款	670	773	915	1,027
存货	449	518	663	813
其他流动资产	85	93	102	113
流动资产合计	1,639	1,928	2,481	3,295
非流动资产：				
金融类资产	20	26	34	44
固定资产+在建工程	1,632	1,944	2,184	2,358
无形资产+商誉	122	134	147	162
其他非流动资产	346	381	419	461
非流动资产合计	2,120	2,485	2,784	3,025
资产总计	3,759	4,413	5,266	6,320
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	267	329	423	528
其他流动负债`	237	261	287	315
流动负债合计	504	590	710	844
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	209	230	253	279
非流动负债合计	209	230	253	279
负债合计	713	820	963	1,122
所有者权益				
股本	231	243	243	243
资本公积金	1,146	1,146	1,146	1,146
未分配利润	1,698	2,163	2,782	3,560
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,046	3,593	4,303	5,198
负债和所有者权益	3,759	4,413	5,266	6,320

现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	554	702	921	1172
折旧与摊销	7	147	174	198
财务费用	-6	-2	-3	-5
存货的减少	-25	-69	-145	-150
营运资本变化	-85	-40	-49	-6
其他非现金部分	38	-11	-12	-13
经营活动现金净流量	601	727	886	1195
投资活动现金净流量	-700	-466	-422	-382
筹资活动现金净流量	-102	-153	-207	-271
现金流量净额	-190	109	258	541

利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
营业收入	**2,460**	**3,091**	**4,116**	**5,280**
营业成本	1,341	1,694	2,272	2,925
营业税金及附加	23	23	23	23
销售费用	88	105	136	169
管理费用	264	325	420	533
财务费用	-4	-2	-3	-5
费用合计	347	427	552	697
资产减值损失	-10	-8	-6	-5
公允价值变动	-12	-13	-14	-14
投资收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	**624**	**791**	**1,037**	**1,319**
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**624**	**791**	**1,037**	**1,319**
所得税费用	70	88	116	147
净利润	**554**	**702**	**921**	**1,172**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**554**	**702**	**921**	**1,172**

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
成长性				
营业收入增长率	34.1%	25.7%	33.2%	28.3%
营业利润增长率	35.2%	26.8%	31.2%	27.2%
归母净利润增长率	29.3%	26.8%	31.2%	27.2%
总资产增长率	18.0%	17.4%	19.3%	20.0%
盈利能力				
毛利率	45.5%	45.2%	44.8%	44.6%
营业利润率	25.4%	25.6%	25.2%	25.0%
三项费用/营收	14.1%	13.8%	13.4%	13.2%
EBIT/销售收入	25.4%	25.6%	25.2%	25.0%
净利润率	22.5%	22.7%	22.4%	22.2%
ROE	18.2%	19.5%	21.4%	22.5%
营运能力				
总资产周转率	65.4%	70.0%	78.2%	83.5%
资产结构				
资产负债率	19.0%	18.6%	18.3%	17.8%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	1.08	1.04	0.96	1.02
每股数据（元/股）				
每股收益	2.39	2.90	3.80	4.83
每股净资产	13.17	14.81	17.74	21.43

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn