凯莱英（002821）

业绩略超预期，订单加快保障公司业绩增长

买入（首次）

2020 年 08 月 11 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,460	3,139	4,162	5,461
同比（%）	34.1%	27.6%	32.6%	31.2%
归母净利润（百万元）	554	738	996	1,293
同比（%）	36.3%	32.0%	34.4%	30.3%
每股收益（元/股）	2.39	3.19	4.31	5.59
P/E（倍）	96.51	72.45	53.66	41.34

投资要点

- **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 12.66 亿元，同比增长 15.81%，实现归母净利润 3.16 亿元，同比增长 37.63%，实现扣非归母净利润 2.77 亿元，同比增长 36.82%。经营性现金流净额 1.35 亿元，同比下降 12.49%，主要由于公司上半年出口主要集中在 6 月，期末应收款较高所致。

- **二季度恢复高增长，国内市场进入收获期。**受新冠肺炎疫情影响，公司一季度收入下滑 0.21%；但二季度已快速恢复研发生产，Q2 单季度营收同比增长 28.20%，环比增长 66.23%；扣非净利润同比增长 50.28%，环比增长 96.70%，业绩略超预期。**分业务来看**，上半年，1）公司商业化阶段收入 7.37 亿元，同比增长 9.72%，完成商业化阶段项目 24 个，单个项目贡献收入约 3070 万元；2）临床阶段收入 4.16 亿元，同比增长 17.65%，临床阶段项目 100 个，其中临床 III 期 23 个，项目储备丰富；3）技术开发服务业务收入 1.11 亿元，同比增长 63.69%，占总收入比例提高至 8.8%，基于公司研发的高投入与服务能力提升，未来有望维持高增长。**分区域来看**，上半年，1）公司大陆地区收入 1.4 亿元，同比增长 138.12%，收入占比提升至 11.09%，国内首个 MAH 项目再鼎医药的则乐®(尼拉帕利)进入商业化生产，示范效应带来大量 NDA 项目订单，目前在手订单超过 20 个，预计公司国内市场将进入收获期。2）国外收入 11.26 亿元，占比 88.91%，部分海外大客户订单规模相较 2019 年实现翻倍增长。

- **公司盈利能力增强，毛利率显著提升。**上半年，公司毛利率 48.59%，显著提升 4.36 个百分点，要得益于产能利用率和经营效率提高，及新技术加快投入应用。费用率方面，销售费用率 3.32%，同比下降 0.11 个百分点；管理费用率 10.18%，同比下降 1.06 个百分点，系中介机构服务费用有所减少；研发费用率 8.59%，同比提高 1.42 个百分点。综合来看，公司净利率 24.93%，同比提高 3.95 个百分点，盈利能力稳步提升。

- **海内外订单加快，公司业绩有望加速增长：**公司订单数量有望加快增长：1）与欧美大客户持续深度合作，订单加快增长；2）与国外中小创新药公司合作加强，部分客户新药获批上市带来商业化项目订单增加；3）国内首个 MAH 项目落地，带来大量新增 NDA 项目订单。同时公司经营管理效率提升与新技术投入应用，将驱动公司业绩稳健增长。公司基于 CDMO 领域的深厚底蕴，积极布局 CRO，未来将筑建起创新药一体化服务生态圈。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.38 亿、9.96 亿和 12.93 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 3.19 元、4.31 元和 5.59 元，对应 PE 估值分别为 72 倍、54 倍、41 倍。考虑到公司是 CDMO 龙头企业，未来三年复合增速高达 32%，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**订单落地不及预期；新业务拓展不及预期；汇兑损益风险。

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	231.09
一年最低/最高价	99.31/246.58
市净率(倍)	16.21
流通 A 股市值(百万元)	51392.05

基础数据

每股净资产(元)	14.25
资产负债率(%)	18.66
总股本(百万股)	231.32
流通 A 股(百万股)	222.39

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

凯莱英三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,639**	**2,035**	**2,249**	**3,051**
现金	435	387	150	272
应收账款	659	924	1,159	1,562
存货	449	593	802	1,043
其他流动资产	96	132	137	174
非流动资产	**2,120**	**2,631**	**3,335**	**4,150**
长期股权投资	201	404	607	810
固定资产	1,271	1,571	2,007	2,537
在建工程	360	365	413	481
无形资产	122	137	152	163
其他非流动资产	165	154	156	159
资产总计	**3,759**	**4,666**	**5,584**	**7,202**
流动负债	**504**	**838**	**866**	**1,306**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	267	424	492	708
其他流动负债	237	414	374	598
非流动负债	**209**	**168**	**176**	**179**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	209	168	176	179
负债合计	**713**	**1,005**	**1,043**	**1,485**
少数股东权益	0	-7	-20	-33
归属母公司股东权益	3,046	3,668	4,562	5,750
负债和股东权益	**3,759**	**4,666**	**5,584**	**7,202**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	601	765	751	1,296
投资活动现金流	-700	-682	-896	-1,078
筹资活动现金流	-102	-130	-92	-96
现金净增加额	-190	-48	-237	122.39
折旧和摊销	7	145	196	263
资本开支	511	342	495	609
营运资本变动	-110	-109	-422	-241

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,460**	**3,139**	**4,162**	**5,461**
减:营业成本	1,341	1,651	2,198	2,889
营业税金及附加	23	36	45	58
营业费用	88	113	150	197
管理费用	457	625	808	1,063
财务费用	-4	-5	-6	-7
资产减值损失	0	14	19	25
加:投资净收益	-1	-1	-1	-1
其他收益	90	127	165	214
营业利润	**624**	**830**	**1,113**	**1,450**
加:营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**624**	**830**	**1,113**	**1,450**
减:所得税费用	70	99	130	169
少数股东损益	0	-7	-13	-13
归属母公司净利润	**554**	**738**	**996**	**1,293**
EBIT	611	818	1,105	1,443
EBITDA	618	963	1,300	1,706

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.39	3.19	4.31	5.59
每股净资产(元)	13.17	15.86	19.72	24.86
发行在外股份(百万股)	231	231	231	231
ROIC(%)	21.8%	24.7%	25.3%	27.0%
ROE(%)	18.2%	20.0%	21.6%	22.4%
毛利率(%)	45.5%	47.4%	47.2%	47.1%
销售净利率(%)	22.5%	23.5%	23.9%	23.7%
资产负债率(%)	19.0%	21.5%	18.7%	20.6%
收入增长率(%)	34.1%	27.6%	32.6%	31.2%
净利润增长率(%)	36.3%	32.0%	34.4%	30.3%
P/E	96.51	72.45	53.66	41.34
P/B	17.55	14.57	11.72	9.30
EV/EBITDA	86.10	55.22	41.08	31.23

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn