2020 年 8 月 10 日

凯莱英（002821）：Q2 恢复高增长，盈利能力显著提升

推荐（维持）

医药生物

当前股价：235.82 元

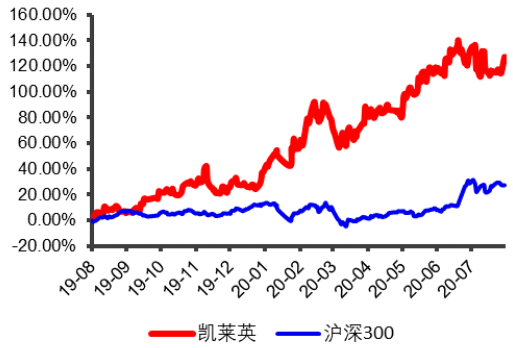
主要财务指标（单位：百万元）

	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	1,171
（+/-）	29.3%	26.8%	31.2%	27.2%
EPS（元）	2.39	3.04	3.98	5.06
市盈率	98.5	77.7	59.2	46.6

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	23132 / 22239
流通市值（亿元）	524
每股净资产（元）	14.25
资产负债率（%）	18.7

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
联系人：陈成
电话：021-54967650
邮箱：chencheng@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：

● **二季度恢复高增长。**公司 2020 上半年实现营业收入 12.66 亿元，同比增长 15.81%；归属于母公司股东净利润 3.16 亿元，同比增长 37.63%；扣非后归属于母公司股东净利润 2.77 亿元，同比增长 36.82%；对应 EPS1.38 元。其中 2020Q2 单季实现营收 7.90 亿元，同比增长 28.20%，归母净利润 2.08 亿元，同比增长 51.24%。二季度公司生产经营快速恢复，业绩重回高增长。

● **订单增长良好，国内 CDMO 进入收获期。**2020 上半年公司共完成 303 个项目，二季度起订单增长呈现加速趋势。其中商业化阶段项目 24 个，实现营业收入 7.37 亿元（+9.72%）；临床阶段项目 100 个，实现营业收入 4.16 亿元（+17.65%）；技术服务项目 179 个，实现营业收入 1.11 亿元（+63.70%）。从客户组成上看，来自海外大型制药公司的订单收入 9.35 亿元（+1.52%），新增商业化项目 3 个；来自海外中小创新药公司的订单收入为 1.91 亿元（+69.33%），新增商业化项目 1 个。报告期内，来自国内的 CDMO 订单收入 1.40 亿元（+138.12%），首个 MAH 项目尼拉帕利进入商业化生产，公司国内市场业务逐步进入收获期；截至 2020 年 6 月底，公司国内 NDA 项目在手订单超过 20 个。

● **毛利率显著提升，新业务拓展良好。**2020 年上半年，公司销售毛利率为 48.59%，同比上升 4.36pp；其中临床阶段产品毛利率提升了 3.40pp，商业化阶段产品毛利率提升了 5.25pp。报告期内销售净利率为 24.93%，同比上升 3.95pp。随着工艺技术的提升以及规模化生产能力的提高，公司盈利能力显著提高。报告期内，公司持续深耕制药工艺研究，2020 年上半年

研发投入 1.09 亿元，同比增长 38.73%，共引进高级人才共计 44 人。公司全面组建升级工艺科学中心、化工工程部和化学大分子部，推动连续性反应等核心技术的加速释放和应用。制剂业务进入海外市场，完成了第 1 个美国制剂分析服务、第 1 个韩国制剂项目；注射剂车间顺利完成多个疾病领域的新药 IND、NDA 阶段的研发及生产任务；化学大分子部完成了 2 个关键中间体原料的生产；酶催化技术在十余个项目中得到应用。公司新业务拓展良好，保障未来业绩的持续增长。

- **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、11.71 亿元，对应 EPS 分别为 3.04 元、3.98 元、5.06 元，当前股价对应 PE 分别为 77.7/59.2/46.6 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	533	791	1,332
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	1,917	2,470	3,284
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	4,402	5,255	6,309
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	231	231	231
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	3,582	4,292	5,187
负债和所有者权益	3,759	4,402	5,255	6,309

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**	**1,171**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**554**	**702**	**921**	**1,171**

现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	554	702	921	1171
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	-164	-207	-271
现金流量净额	-190	98	258	541

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%	17.1%	19.4%	20.1%
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%	19.6%	21.5%	22.6%
营运能力				
总资产周转率	65.4%	70.2%	78.3%	83.7%
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	3.04	3.98	5.06
每股净资产	13.17	15.48	18.55	22.42

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