太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-08

公司点评报告

买入/维持

凯莱英(002821)

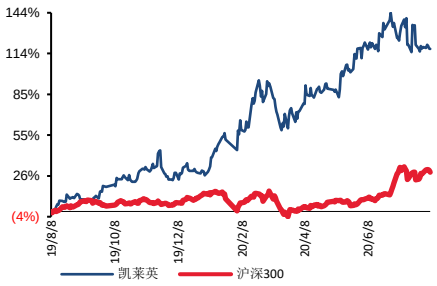
目标价：270.0

昨收盘：217.02

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

Q2 业绩恢复高增长，毛利率开始出现大幅改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	231/222
总市值/流通(百万元)	50,201/48,264
12 个月最高/最低(元)	243.00/100.00

相关研究报告：

证券分析师：周豫

电话：010-88695132

E-MAIL：zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070002

事件：公司发布 2020 年半年报，2020H1 实现营收 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%；实现扣非净利润 2.77 亿元，同比增长 36.82%。其中，Q2 实现营业总收入 7.90 亿元，同比增长 28.20%，环比增长 66.23%；扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 50.28%，环比增长 96.70%，报告期内，公司综合毛利率同比提升 4.36%。

观点：

Q2 业绩恢复高速增长，单季度收入和利润体量再创历史新高。Q1 虽然受疫情影响，尤其收入端甚至出现负增长，但 Q2 开始公司收入和业绩恢复了高速增长，其中，Q2 单季度实现营收 7.90 亿元，同比增长 28.20%，环比增长 66.23%；扣非净利润 1.84 亿元，同比增长 50.28%，环比增长 96.70%，单季度收入和利润体量皆创公司历史新高。

毛利率同比大幅提升，产能利用率提升和产品结构改善为主因。上半年公司综合毛利率为 48.59%，报告期内，同比提升 4.36%。分项目来看，商业化项目毛利率提升较为明显，上半年为 48.68%，同比提升了 5.25%；分地区来看，国内项目的毛利率为 31.56%，同比提升 24.29%，相信国内项目的毛利率后面仍有提升空间。毛利率大幅提升我们认为，主要系公司上半年国内商业化项目产能利用率大幅提升和海外部分低毛利大品种营收占比下降等原因。

上半年商业化项目数量和临床三期项目数占比皆出现明显提升。公司上半年共计完成 303 个项目，其中商业化阶段项目 24 个，临床阶段项目 100 个（其中临床Ⅲ期 23 个），技术服务项目 179 个，相较于去年同期商业化项目仅有 18 个。从收入端看，商业化阶段项目同比增长 9.72%，临床阶段项目虽然项目数量出现下降，但收入增速却达 17.64%，可见单项目收入在显著提升，三期项目占比也同样出现提升，临床三期项目占比由去年的 20.42%提升至 23%。

首单国内商业化项目开启，国内市场业务将步入收获期。今年上半年公司首个 MAH 项目再鼎医药的则乐®(尼拉帕利)进入商业化生产，以及由此项目形成的示范效应为公司带来大量 NDA 项目订单，截至上半年末，公司国内 NDA 项目在手订单超过 20 个，国内市场业务将步

入收获期。从收入端看，2020 年上半年的收入由 2018 年上半年的 0.32 亿元增长至 2020 年上半年的 1.40 亿元，年复合增长率为 110.26%，2020 年上半年同比增长 138.12%。从收入占比上来看，国内项目的收入占比已从去年 H1 的 5.4%提升至今年 H1 的 10.96%，后面有望继续提升，或提升至 30%左右。

在建工程及在产品账面余额出现快速增长，彰显公司产品需求旺盛。截至上半年末，公司在建工程余额达 4.99 亿元，比期初余额提升 38.41%，其中新建了天津凯莱英制药二期 API 工程，助力公司天津三厂区的产能释放。同时截止于上半年末，公司在产品账面余额达 3.48 亿元，比 2019 年末的 2.44 亿元同比提升 42.96%，因为公司的销售模式主要是以销定产，所以在产品出现较快增长也同样彰显了公司产品需求的旺盛，未来业绩保障性强。

投资建议：

公司是一家全球领先的服务于新药研发和生产的 CDMO 一站式综合服务商，客户遍及国内外知名制药巨头和创新型企业，产品主要聚焦监管严格、高附加值、高量级领域，涵盖临床早期阶段到商业化阶段，贯穿药品研发生命周期。当前在国内创新药浪潮持续推进以及国际 CDMO 产能向中国不断转移等背景下，公司产品需求及产能正处于快速提升阶段，未来市场空间广阔。预计 2020-2022 年营业收入分别为 30.56、42.10、54.60 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 7.88、10.90、14.53 亿元，EPS 分别为 3.40、4.71、6.28 元/股，对应 PE 分别为 63、46、34 倍，给予“买入”评级。

风险提示：1、国际贸易争端及汇率风险。2、产能释放不及预期。3、原材料价格大幅波动。4、环保监管处罚的风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2459.99	3056.00	4210.00	5460.00
(+/-%)	0.34	0.24	0.38	0.30
净利润(百万元)	553.86	787.63	1089.76	1452.69
(+/-%)	0.29	0.42	0.38	0.33
摊薄每股收益(元)	2.39	3.40	4.71	6.28
市盈率(PE)	90.80	63.74	46.07	34.56

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

财务报表及预测

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	630	435	651	941	1567
应收和预付款项	537	670	882	1195	1548
存货	424	449	584	794	1007
其他流动资产	103	85	105	129	152
流动资产合计	**1694**	**1639**	**2223**	**3059**	**4275**
长期股权投资	0	201	195	189	183
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	907	1271	1629	1954	2296
在建工程	307	360	472	579	678
无形资产开发支出	118	122	152	177	200
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	159	165	165	165	165
资产总计	**3185**	**3759**	**4836**	**6123**	**7798**
短期借款	0	0	350	350	350
应付和预收款项	276	267	359	489	617
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	399	446	293	361	456
负债合计	**675**	**713**	**1003**	**1200**	**1422**
股本	231	231	231	231	231
资本公积	1104	1146	1146	1146	1146
留存收益	6	8	8	8	8
归母公司股东权益	2511	3046	3833	4923	6376
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	**2511**	**3046**	**3833**	**4923**	**6376**
负债和股东权益	**3185**	**3759**	**4836**	**6123**	**7798**

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	415	601	753	880	1217
投资性现金流	-584	-700	-627	-560	-571
融资性现金流	-43	-102	90	-31	-20
现金增加额	-223	-190	216	290	626

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1835**	**2460**	**3056**	**4210**	**5460**
营业成本	982	1341	1560	2140	2750
营业税金及附加	20	23	31	42	54
销售费用	74	88	115	157	203
管理费用	207	264	336	458	598
财务费用	3	-4	-1	1	-13
资产减值损失	5	0	0	0	0
投资收益	7	-1	3	4	4
公允价值变动	10	-12	0	0	0
营业利润	**461**	**624**	**895**	**1234**	**1645**
其他非经营损益	-1	0	0	0	0
利润总额	**461**	**624**	**895**	**1234**	**1645**
所得税	54	70	107	144	192
净利润	**406**	**554**	**788**	**1090**	**1453**
少数股东损益	-22	0	0	0	0
归母股东净利润	**428**	**554**	**788**	**1090**	**1453**

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	0.46	0.46	0.49	0.49	0.50
销售净利率	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
销售收入增长率	0.29	0.34	0.24	0.38	0.30
EBIT 增长率	-0.07	0.39	0.41	0.38	0.33
净利润增长率	0.25	0.29	0.42	0.38	0.33
ROE	0.17	0.18	0.21	0.22	0.23
ROA	0.13	0.15	0.16	0.18	0.19
ROIC	13.95%	16.10%	17.42%	18.96%	19.50%
EPS(X)	1.85	2.39	3.40	4.71	6.28
PE(X)	117.21	90.64	63.74	46.07	34.56
PB(X)	20.00	16.48	13.10	10.20	7.87
PS(X)	26.94	20.23	16.25	11.72	8.92
EV/EBITDA(X)	98.69	73.52	54.28	41.51	31.57

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。