

2020 年年报点评：业绩符合我们预期，小分子 CDMO 龙头发展有望提速  
买入（维持）

2021 年 04 月 16 日

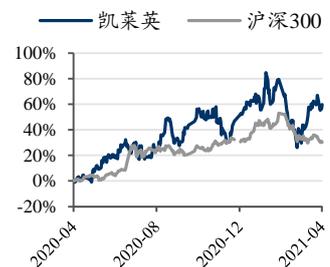
证券分析师 朱国广  
执业证号：S0600520070004  
021-60199793  
zhugg@dwzq.com.cn  
证券分析师 周新明  
执业证号：S0600520090002  
zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,150	4,148	5,405	6,994
同比（%）	28.0%	31.7%	30.3%	29.4%
归母净利润（百万元）	722	963	1,312	1,731
同比（%）	30.4%	33.4%	36.2%	31.9%
每股收益（元/股）	2.98	3.97	5.41	7.13
P/E（倍）	98.53	73.87	54.21	41.10

投资要点

- **事件：**公司 2020 年实现营收 31.50 亿元，同比增长 28.04%；归母净利润 7.22 亿元，同比增长 30.37%（剔除汇兑和股权激励费用影响后归母净利润同比增长 41.84%）；扣非归母净利润 6.44 亿元，同比增长 31.79%；经营性现金流净额 5.69 亿元，同比减少 5.26%。
- **业绩符合我们预期，大客户商业化订单及国内市场发力驱动公司成长。**公司 2020 年 Q4 单季度实现营收 10.67 亿元(+48.69%，括号内为同比增速，下同)，归母净利润 2.16 亿元(+15.22%)，Q4 维持高增速，全年业绩符合我们预期。2020 年公司临床阶段 CDMO、商业化 CDMO 和技术服务业务分别实现收入 11.8 亿元(+17.82%)、16.58 亿元(+35.58%)、3.1 亿元(+31.61%)。其中商业化 CDMO 收入占比提升至 52.63%(+2.92pt)，同时前五大客户收入占比提升至 57.99%(+6.17pt)，体现出大客户商业化订单的迅速放量。截至 2020 年末，公司服务的海外大型制药公司收入达 20.79 亿元，商业化项目 20 个，累计服务的美国五大药企创新药项目数量占其临床中后期研发管线的比提升至 27%(某客户达 50%)，海外来自中小型及 biotech 公司收入则达 6.99 亿元(+30.22%)；国内市场方面，实现收入 3.71 亿元(+69.05%)，首个 MAH 项目再鼎医药的尼拉帕利进入商业化生产及和黄医药索凡替尼获批上市等，推动业务步入收获期。
- **化学合成能力优异配合产能扩张，小分子 CDMO 业务有望提速。**截至 2020 年末，公司商业化、临床阶段和技术服务项目数分别为 32、241(临床 III 期 42 个)和 413 个，累计服务全球客户超 800 家。公司深耕小分子 CDMO 领域 20 余年，合成工艺业内顶尖，反应釜体积超过 2800 立方米。技术方面，公司是世界上为数不多将连续性反应技术应用于大规模生产的企业之一，相关技术已实现在第三线培南类抗生素、第二代艾滋病药物、抗癌药物、丙肝药物等多个创新药品种关键中间体及原料药的商业化生产。除此以外，公司在交叉偶联、不对称合成等国际前沿化学合成领域同样掌握核心技术，实力出众。产能方面，2020 年公司完成定增募资 23.11 亿元，同时 2021 年 4 月 15 日公告将 10 亿元募投资金由吉林凯莱英创新药 CDMO 项目(制剂以及单抗生物药)变更为江苏凯莱英研发生产基地项目(小分子 CDMO 扩产)，短期将有助于公司扩充研发生产管线，尽早获得募投项目收益，小分子 CDMO 业务有望提速。
- **研发驱动，扩张大分子 CDMO+临床 CRO 业务打开成长空间。**2020 年，公司加速布局大分子 CDMO 业务，实现收入 1.7 亿元(+53.51%)，并通过并购冠勤医药布局临床 CRO，上述新业务为公司打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计随着公司小分子项目进入商业化放量及新建产能排产，公司业绩有望提速。我们调整公司 2021-2022 年归母净利润至 9.63(-0.19)/13.12(+0.32)亿元，预计 2023 年归母净利润为 17.31 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 74/54/41 倍，考虑到公司是小分子 CDMO 龙头，享受行业高增红利，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单交付不及预期，新业务拓展不及预期，汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	293.23
一年最低/最高价	180.82/344.87
市净率(倍)	11.87
流通 A 股市值(百万元)	65332.84

基础数据

每股净资产(元)	24.71
资产负债率(%)	16.25
总股本(百万股)	242.63
流通 A 股(百万股)	222.80

相关研究

- 1、《凯莱英 (002821)：订单交付产能释放，Q3 业绩稳步高增》2020-10-24
- 2、《凯莱英 (002821)：业绩略超预期，订单加快保障公司业绩增长》2020-08-11

凯莱英三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,030</b>	<b>4,466</b>	<b>5,265</b>	<b>6,357</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,150</b>	<b>4,148</b>	<b>5,405</b>	<b>6,994</b>
现金	2,125	2,368	2,249	2,740	减:营业成本	1,683	2,219	2,887	3,721
应收账款	986	1,133	1,592	1,991	营业税金及附加	24	38	47	60
存货	726	823	1,193	1,405	营业费用	84	116	143	175
其他流动资产	193	142	231	222	管理费用	566	759	971	1,231
<b>非流动资产</b>	<b>3,128</b>	<b>3,636</b>	<b>4,449</b>	<b>5,408</b>	研发费用	259	353	443	560
长期股权投资	270	361	482	576	财务费用	44	8	-42	-61
固定资产	1,535	2,030	2,594	3,260	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	671	670	705	785	加:投资净收益	-10	-2	-4	-5
无形资产	286	349	417	507	其他收益	99	82	90	90
其他非流动资产	366	228	250	278	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7,158</b>	<b>8,102</b>	<b>9,714</b>	<b>11,765</b>	<b>营业利润</b>	<b>817</b>	<b>1,089</b>	<b>1,483</b>	<b>1,955</b>
<b>流动负债</b>	<b>925</b>	<b>950</b>	<b>1,229</b>	<b>1,548</b>	加:营业外净收支	-3	-3	-3	-3
短期借款	10	3	4	6	<b>利润总额</b>	<b>814</b>	<b>1,086</b>	<b>1,480</b>	<b>1,952</b>
应付账款	522	444	811	847	减:所得税	92	123	168	221
其他流动负债	393	502	414	695	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
<b>非流动负债</b>	<b>238</b>	<b>194</b>	<b>214</b>	<b>216</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>722</b>	<b>963</b>	<b>1,312</b>	<b>1,731</b>
长期借款	0	0	0	0	EBIT	751	1,019	1,411	1,878
其他非流动负债	238	194	214	216	EBITDA	911	1,200	1,661	2,212
<b>负债合计</b>	<b>1,163</b>	<b>1,144</b>	<b>1,443</b>	<b>1,763</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	每股收益(元)	2.98	3.97	5.41	7.13
归属母公司股东权益	5,995	6,958	8,270	10,001	每股净资产(元)	24.71	28.68	34.09	41.22
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,158</b>	<b>8,102</b>	<b>9,714</b>	<b>11,765</b>	发行在外股份(百万股)	242	243	243	243
					ROIC(%)	18.7%	21.3%	22.5%	24.9%
					ROE(%)	12.0%	13.8%	15.9%	17.3%
					毛利率(%)	46.6%	46.5%	46.6%	46.8%
					销售净利率(%)	22.9%	23.2%	24.3%	24.8%
					资产负债率(%)	16.2%	14.1%	14.9%	15.0%
					收入增长率(%)	28.0%	31.7%	30.3%	29.4%
					净利润增长率(%)	30.4%	33.4%	36.2%	31.9%
					P/E	98.53	73.87	54.21	41.10
					P/B	11.87	10.23	8.60	7.11
					EV/EBITDA	75.93	57.42	41.57	30.99

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>