

## 公司研究

## 核心竞争要素表现优异，新业务推进打开成长天花板

——凯莱英（002821.SZ）2020 年年报点评

## 买入（维持）

当前价：293.23 元

## 作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

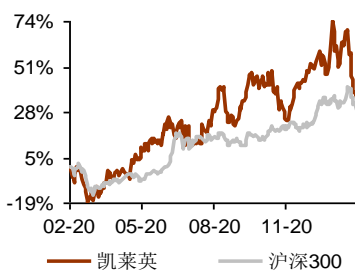
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.43
总市值(亿元):	711.46
一年最低/最高(元):	180.82/344.87
近3月换手率:	62.29%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.64	10.33	31.04
绝对	11.07	0.01	61.19

资料来源：Wind

## 相关研报

20Q3 收入创新高业绩符合预期，逐步构建一站式 CDMO 综合服务平台——凯莱英（002821.SZ）2020 年三季报点评（2020-10-26）

业绩恢复高速增长，盈利能力显著提升——凯莱英（002821.SZ）2020 年中报业绩点评（2020-08-10）

## 要点

## 事件：

公司发布 2020 年年报，实现营业收入 31.50 亿元（+28.04% YOY），实现归母净利润 7.22 亿元（+30.37% YOY），实现扣非归母净利润 6.44 亿元（+31.79% YOY）。剔除汇兑损益、股权激励摊销费用影响后的归母净利润同比增长 41.84%，业绩符合预期。随着公司加强新技术运用降成本、运营效率和产能利用率提升等，2020 年，公司毛利率提升至 46.55%（+1.05pp YOY），净利率提升至 22.92%（+0.41pp YOY）。

**公司在 3 大核心竞争要素上表现优异。**我们认为 CMO/CDMO 的本质在于 M（生产），我们在考虑了 Big Pharma 在全球新药研发中地位以及临床各阶段订单可持续性后，选取了 3 个指标提示 CMO/CDMO 公司的核心竞争能力：（1）Big Pharma 大客户合作情况；（2）临床后期尤其是商业化阶段项目数量；（3）商业化阶段平均订单规模。公司在 3 大核心竞争要素上表现优异，小分子 CDMO 龙头地位稳固。（1）公司与辉瑞、默沙东、艾伯维、礼来、BMS、阿斯利康等全球制药巨头形成了较强的合作粘性，2020 年来自服务的海外大型制药公司的收入为 20.79 亿元（2018-2020 CAGR 25.82%），占总收入的 66.02%。截至 2020 年底，公司累计服务的美国五大制药公司创新药项目数量占上述制药公司公布的临床中后期研发管线比例进一步提升至 27%，某客户达到 50%。公司做深大客户的战略使得其在大客户渗透方面继续保持优势；（2）2018-2020 年，公司临床 III 期项目数量分别为 24/39/42 个，商业化阶段项目数量分别为 27/30/32 个，后期项目和商业化项目逐渐增多，为公司收入持续增长奠定基础；（3）2018-2020 年，公司商业化阶段项目收入分别为 10.44/12.23/16.58 亿元，单个商业化阶段项目平均订单规模分别为 3868/4076/5181 万元，订单规模大幅提升，体现出商业化订单放量的可持续性。公司更多地承接客户生产性订单，商业化阶段平均订单规模在国内处于领先水平。基于以上 3 个指标，我们认为公司在小分子 CDMO 领域的竞争优势在持续强化，继续打造国内最强小分子 CDMO。

**新业务稳步推进，成长天花板持续提升。**（1）公司持续推进制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶等“研发+生产”服务新业务发展，2020 年实现收入 1.70 亿元（+53.51% YOY）；（2）临床研究服务：通过与冠勤医药的合并整合以及新业务模式探索，取得了快速增长，实现收入 4800 万元。公司新业务收入比重持续提升，从 2017 年的 2.6% 提升至 2020 年的 6.92%。我们认为，公司的各块新业务稳步推进，成长天花板持续提升。

**先进工艺技术构筑强大护城河。**公司持续加大研发投入，加强技术平台建设。2020 年，公司研发投入 2.59 亿元（+34.50% YOY），专利申请再创新高，截至报告期末累计申请专利 279 项，累计获得授权专利 159 项，其中中国授权 133 项。公司是世界上为数不多的将连续化反应技术延伸应用于大规模生产制造的企业之一，通过投资 Snapdragon 后的持续技术交流，进一步提升连续性反应技术和优化工艺开发平台，保持行业领先性。我们认为公司通过先进工艺技术运用构筑了强大的护城河，进一步强化其在小分子 CDMO 领域的优势。

**盈利预测、估值与评级：**公司是小分子 CDMO 龙头，通过先进工艺技术构筑了强大的护城河，同时其产业链不断延伸，后续增长动能强劲。我们维持公司 21-22 年净利润预测为 10.21/13.27 亿元，新增 23 年净利润预测为 17.18 亿元，分别同比增长 41%/30%/29%，对应 21-23 年 EPS 分别为 4.21/5.47/7.08 元，现价对应 21-23 年 PE 为 70/54/41 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**商业化订单放量不及预期；战略大客户产品销量下滑导致公司订单规模下降。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,460	3,150	4,200	5,376	6,767
营业收入增长率	34.07%	28.04%	33.34%	28.00%	25.88%
净利润 (百万元)	554	722	1,021	1,327	1,718
净利润增长率	29.32%	30.37%	41.39%	29.97%	29.43%
EPS (元)	2.39	2.98	4.21	5.47	7.08
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.19%	12.05%	14.81%	16.58%	18.20%
P/E	122	98	70	54	41
P/B	22.3	11.9	10.3	8.9	7.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-15

注：2019 年末总股本为 2.31 亿股，2020 年因定增致总股本增加至 2.43 亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,460	3,150	4,200	5,376	6,767
营业成本	1,341	1,683	2,234	2,845	3,565
折旧和摊销	4	157	17	41	66
税金及附加	23	24	39	47	58
销售费用	88	84	144	173	210
管理费用	264	307	431	587	697
研发费用	193	259	343	434	552
财务费用	-4	44	-49	-28	-29
投资收益	-1	-10	0	0	0
营业利润	624	817	1,153	1,496	1,938
利润总额	624	814	1,153	1,496	1,938
所得税	70	92	132	169	220
净利润	554	722	1,021	1,327	1,718
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	554	722	1,021	1,327	1,718
EPS(按最新股本计)	2.39	2.98	4.21	5.47	7.08

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	601	569	580	913	1,177
净利润	554	722	1,021	1,327	1,718
折旧摊销	4	157	17	41	66
净营运资金增加	344	458	674	720	924
其他	-301	-768	-1,132	-1,175	-1,529
投资活动产生现金流	-700	-1,102	-769	-720	-720
净资本支出	-511	-1,015	-520	-520	-520
长期投资变化	201	270	-200	-200	-200
其他资产变化	-391	-357	-49	0	0
融资活动现金流	-102	2,268	-42	-141	-199
股本变化	1	11	0	0	0
债务净变化	0	10	-10	0	0
无息负债变化	38	440	30	246	381
净现金流	-190	1,707	-231	52	259

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	45.5%	46.6%	46.8%	47.1%	47.3%
EBITDA 率	26.4%	33.4%	27.7%	28.1%	29.1%
EBIT 率	26.1%	28.3%	27.3%	27.4%	28.2%
税前净利润率	25.3%	25.9%	27.4%	27.8%	28.6%
归母净利润率	22.5%	22.9%	24.3%	24.7%	25.4%
ROA	14.7%	10.1%	12.6%	14.1%	15.3%
ROE (摊薄)	18.2%	12.0%	14.8%	16.6%	18.2%
经营性 ROIC	19.0%	18.1%	18.2%	19.4%	21.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19%	16%	15%	15%	16%
流动比率	3.25	4.36	4.54	4.37	4.19
速动比率	2.36	3.57	3.58	3.38	3.19
归母权益/有息债务	-	586.69	37518.69	43566.30	51369.33
有形资产/有息债务	-	656.70	41614.80	48864.15	58652.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,759	7,158	8,076	9,434	11,248
货币资金	435	2,125	1,894	1,946	2,205
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	659	986	1,213	1,557	2,010
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	12	39	33	45	64
存货	449	726	892	1,105	1,449
其他流动资产	56	88	128	155	205
流动资产合计	1,639	4,030	4,228	4,894	6,052
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	201	270	470	670	870
固定资产	1,271	1,535	1,879	2,223	2,561
在建工程	360	671	766	837	890
无形资产	122	286	300	314	327
商誉	0	43	43	43	43
其他非流动资产	54	170	254	254	254
非流动资产合计	2,120	3,128	3,848	4,539	5,196
总负债	713	1,163	1,183	1,429	1,810
短期借款	0	10	0	0	0
应付账款	267	522	588	733	987
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	20	0	23	24	22
其他流动负债	0	1	3	6	8
流动负债合计	504	925	932	1,120	1,443
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	148	151	193	240	296
非流动负债合计	209	238	251	309	367
股东权益	3,046	5,995	6,893	8,004	9,438
股本	231	243	243	243	243
公积金	1,197	3,607	3,660	3,660	3,660
未分配利润	1,698	2,287	3,109	4,219	5,661
归属母公司权益	3,046	5,995	6,893	8,004	9,438
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.56%	2.67%	3.43%	3.22%	3.11%
管理费用率	10.74%	9.75%	10.25%	10.91%	10.31%
财务费用率	-0.18%	1.39%	-1.16%	-0.53%	-0.43%
研发费用率	7.83%	8.22%	8.17%	8.07%	8.15%
所得税率	11%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.60	0.89	1.14	1.47
每股经营现金流	2.60	2.35	2.39	3.77	4.86
每股净资产	13.17	24.73	28.43	33.01	38.93
每股销售收入	10.63	12.99	17.32	22.17	27.91

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	122	98	70	54	41
PB	22.3	11.9	10.3	8.9	7.5
EV/EBITDA	104.9	66.3	59.9	46.2	35.4
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE