

凯莱英(002821)

点评报告

行业公司研究—医疗服务II行业—

证券研究报告

符合预期，看好2021年业绩加速

——凯莱英2020年业绩点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006
☎️：联系人：郭双喜
✉️：sunjian@stocke.com.cn

报告导读

我们认为公司盈利能力提升和固定资产周转率行业领先体现公司新技术应用优势。从财务指标看订单高景气，后续商业化项目数量兑现+新产能投放加速有望带动业绩超预期。

投资要点

□ 符合预期，主业强劲增长

2020年业绩：收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别达到31.50亿（YOY 28.04%）、7.22亿（YOY 30.37%）和6.44亿（YOY 31.79%），其中2020Q4收入、归母净利润和扣非后归母净利润分别达到10.67亿（YOY 48.69%）、21.6亿（YOY 15.22%）和1.87亿（YOY 24.27%），整体符合预期。经营活动产生的现金流5.69亿元（YOY-5.3%），从财务拆分来看可能主要是增加存货储备导致支出增加导致，我们认为这可能更多的反映了公司因订单高景气而提前采购原材料备货情况。剔除汇兑损失、股权激励摊销费用等，2020年归母净利润同比增长41.84%，显示出公司主业利润强劲增长。

□ 高研发投入持续变现，盈利能力提升和固定资产周转率行业领先体现优势

公司2020年继续保持技术创新和自主研发核心技术的投入力度，研发投入2.59亿元，同比增长34.50%，研发投入占比达到8.22%。我们仍然认为公司盈利能力持续提升与公司在低成本高效率新技术应用率持续提升具有一定相关性。2020年毛利率和净利率分别为46.55%（剔除汇率因素较2019年提升至46.92%）和22.92%，同比2019年分别提升1.05和0.41个百分点。其中2020Q4毛利率和净利率水平分别为42.88%和20.23%，同比2019Q4下降4.85和5.88个百分点，毛利率下降预计主要是原材料成本上升、直接人工成本上升导致，净利率下降主要是研发费用率提升0.25个百分点，财务费用率上升1.71个百分点（主要是汇兑损失）导致。

我们仍然看好新技术应用率持续提升带来公司小分子CDMO业务盈利能力提升趋势。2020年公司固定资产周转率为2.24，持续保持领先行业，正如我们深度报告和公司年报中描述：“传统反应釜批次反应的综合设备效率大约是30%，而通过应用连续反应，效率可大幅提升至75%以上”。公司2020年连续性反应技术与生物酶催化技术等新技术在公司临床中后期项目中的应用率超过30%，这也为公司盈利能力持续提升带来支撑。我们以及伴随着公司新技术应用率进一步提升，尤其是临床后期和商业化项目中新技术应用率持续提升，后续小分子CDMO业务毛利率水平仍有提升空间。

□ 订单高景气，商业化项目数量兑现+新产能投放加速有望带动业绩超预期

财务指标看：存货高增长显示订单高景气。2020年底存货达到7.26亿，相比2020年初增加2.77亿（同比2019年增加值增长1008%），从“其他非流动资产”较期初增加213.25%也进一步验证1年以上的合同仍然超预期增长。我们认为以上财务指标反映了公司订单高景气增长。

业务指标看：商业化项目数量加速兑现+新产能加速投放有望带动业绩超预期。2020Q4单季度收入创历史新高，同比加速可能主要是商业化项目持续放

评级

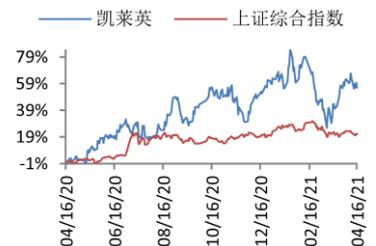
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥286.35

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.89
3Q/2020 0.82
2Q/2020 0.90
1Q/2020 0.47



公司简介

公司是全球领先的制药以及医疗器械研发开放式能力和技术平台企业。

相关报告

1 《【浙商医药】凯莱英深度报告：差异化优势加速体现的 CDMO 龙头》
2021.03.13

量带动，以及下半年凯莱英制药 API 厂房二期产能释放带来弹性。公司 2020 年完成商业化项目 32 个（同比增加 2 个），临床 III 期项目 42 个（同比增加 3 个），显示出较为稳定的项目增长趋势。全年完成 686 个项目，完成项目数量稳定增长，后期项目和商业化项目逐渐增多，为公司未来收入持续增长奠定良好基础。分业务来看，商业化阶段、临床阶段和技术开发阶段项目收入分别为 16.58（YOY 35.58%）、11.80（YOY 17.82%）和 3.10 亿（YOY 31.61%），商业化阶段项目收入占比持续提升至 52.63%，显示出商业化项目订单良好发展态势。商业化项目单价持续提升至 5181 万，显示出公司单个项目质量持续提升趋势，符合我们深度报告中对公司商业化项目单价稳定提升的判断。

我们认为伴随着公司漏斗效应（技术服务项目 413 个-临床 I-II 期 199 个-临床 III 期 42 个-商业化项目 32 个）持续兑现，公司收入占比最大的商业化项目数量有望实现加速增长。2021 年底预计 80%新增反应釜产能投放，有望较好的承接公司商业化项目数量加速增长，进而拉动公司业绩有望超预期。

□ 新增量开始发力，未来仍值得期待

2020 年公司制剂、生物大分子、化学大分子、ADC、生物酶新业务实现收入达 1.70 亿元，同比增长 53.51%，临床研究 CRO 服务收入达 4,800 万元。可以看到公司新业务板块逐步开始贡献收入弹性，新业务的收入占比由 2017 年的 2.6% 提升至 2020 年 6.92%。后续伴随着临床业务整合进一步深化以及其他新业务逐步进入规模化阶段，也有望逐步贡献利润弹性。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 4.11、5.58、7.64 元/股，2021 年 4 月 16 日收盘价对应 2021 年 PE 为 70 倍（对应 2022 年 PE 为 51 倍），维持“买入”评级。

□ 风险提示

全球创新药研发投入景气度下滑的风险、新业务拓展不及预期风险、竞争风险、汇兑风险、业绩不达预期风险、新产能投放不及预期风险。

财务摘要

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3150	4176	5592	7497
(+/-)	28.04%	32.60%	33.89%	34.07%
净利润	722	997	1353	1851
(+/-)	26.00%	38.06%	35.76%	36.78%
每股收益（元）	2.98	4.11	5.58	7.64
P/E	96.15	69.64	51.30	37.50

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4030	4182	4518	5360	营业收入	3150	4176	5592	7497
现金	2125	1785	1439	1656	营业成本	1683	2199	2910	3853
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	24	29	38	49
应收账款	986	1219	1598	1958	营业费用	84	104	131	165
其它应收款	39	51	69	92	管理费用	307	397	528	705
预付账款	66	87	115	152	研发费用	259	349	468	630
存货	726	945	1193	1387	财务费用	44	21	20	16
其他	88	95	105	115	资产减值损失	26	34	46	61
非流动资产	3128	4407	5879	7484	公允价值变动损益	5	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(10)	(15)	(20)	(25)
长期投资	270	300	350	400	其他经营收益	99	99	99	99
固定资产	1535	2326	3307	4454	营业利润	817	1127	1530	2092
无形资产	286	365	483	582	营业外收支	(3)	(3)	(3)	(4)
在建工程	671	981	1254	1503	利润总额	814	1124	1526	2088
其他	366	436	485	546	所得税	92	127	173	237
资产总计	7158	8589	10397	12844	净利润	722	997	1353	1851
流动负债	925	1340	1755	2300	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	10	0	0	0	归属母公司净利润	722	997	1353	1851
应付款项	522	660	815	1002	EBITDA	922	1182	1641	2261
预收账款	0	167	280	450	EPS (最新摊薄)	2.98	4.11	5.58	7.64
其他	393	514	660	849	主要财务比率				
非流动负债	238	270	310	360		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	238	270	310	360	营业收入	28.04%	32.60%	33.89%	34.07%
负债合计	1163	1610	2065	2660	营业利润	27.07%	38.00%	35.71%	36.73%
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	归属母公司净利润	26.00%	38.06%	35.76%	36.78%
归属母公司股东权益	5995	6979	8332	10184	获利能力				
负债和股东权益	7158	8589	10397	12844	毛利率	46.55%	47.35%	47.96%	48.61%
					净利率	22.92%	23.87%	24.20%	24.69%
					ROE	15.98%	15.37%	17.68%	20.00%
					ROIC	11.25%	13.67%	15.81%	17.84%
					偿债能力				
					资产负债率	16.25%	18.75%	19.86%	20.71%
					净负债比率	0.88%	0.01%	0.01%	0.01%
					流动比率	4.36	3.12	2.57	2.33
					速动比率	3.57	2.41	1.89	1.73
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.53	0.59	0.65
					应收帐款周转率	3.83	3.73	3.82	3.97
					应付帐款周转率	4.27	3.72	3.95	4.24
					每股指标(元)				
					每股收益	2.98	4.11	5.58	7.64
					每股经营现金	2.35	5.51	5.24	8.31
					每股净资产	24.73	28.78	34.37	42.00
					估值比率				
					P/E	96.15	69.64	51.30	37.50
					P/B	11.58	9.95	8.33	6.82
					EV/EBITDA	76.43	57.23	41.44	29.97

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>