

## Q4 收入高增长，一站式平台有序推进

凯莱英 (002821.SZ)

**推荐** (维持评级)

### 核心观点:

- **事件**公司发布 2020 年报，实现营收 31.50 亿元，同比增长 28.04%，若剔除汇率差异，同比增长 28.92%；实现归母净利润 7.22 亿元，同比增长 30.37%，若剔除汇兑损益、股权激励摊销费用等，同比增长 56.62%；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 (-5.26%)，EPS 为 3.1 元/股。拟每 10 股派发现金红利 6 元 (含税)。
- **Q4 收入创历史新高，盈利能力稳步提升** Q4 收入 10.67 亿元，为单季历史新高，同比增长 48.69%，剔除汇兑损益，同比增长 56.62%。全年业绩稳定增长，细分业务来看，商业化阶段收入 16.58 亿元 (+35.58%)，临床阶段收入 11.8 亿元 (+17.82%)，技术开发收入 3.1 亿元 (+31.61%)。公司持续提高运营效率，提高产能利用率，技术应用显著降低成本，新业务逐渐释放增长动能，盈利能力稳步提升。20 年毛利率提升至 46.55%，剔除汇兑损益影响，提升至 46.92%。此外，期间费用控制良好，销售费用率 2.67% (-0.89pp)，管理费用率 9.75% (-0.99pp)，研发费用率 8.22% (+0.39pp)，财务费用率 1.39% (+1.57pp)。
- **海外大客户做深，中小客户做广，客户结构优化，订单数量快速增长**一方面，大客户研发管线覆盖持续深化，海外大型药企收入 20.79 亿元，18-20 年复合增速达 25.82%，部分海外大型药企订单规模较 19 年实现翻倍增长。截至报告期末，公司累计服务美国五大药企创新药项目数量占公布的临床中后期研发管线的比例进一步提升至 27%，部分客户达到 50%。另一方面，中小客户持续深耕，报告期内收入 6.99 亿元 (+30.22%)，海外中小型制药客户数量稳步提升。此外，国内市场持续发力，报告期内国内收入 3.71 亿元 (+69.05%)，18-20 年复合增速达 46%。随着首个 MAH 项目再鼎医药的尼拉帕利进入商业化生产，公司全流程服务和黄医药的索凡替尼也于 20 年底获批上市，报告期内有收入贡献的客户数量同比增长 123.6%。商业化阶段项目陆续步入收获期，漏斗效应逐渐显现，收入有望保持快速增长。
- **有序扩充产能，更新设施设备，为一体化生产提供硬件保障**2020 年，凯莱英制药 API 厂房二期建设项目完工并投产，三期 API 厂房已启动建设，预计 2021 年下半年完工。吉林凯莱英制药的生产建设项目顺利进行，4 号厂房多个车间已投入使用，其他新厂房及车间已启动建设，预计 21 年分批完工。各子公司在多个车间安装连续性反应设备，将进一步提升反应效率与收率，为承接国内外客户从临床到商业化、从原料到 cGMP 中间体、API 一体化生产提供产能保障。

### 分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

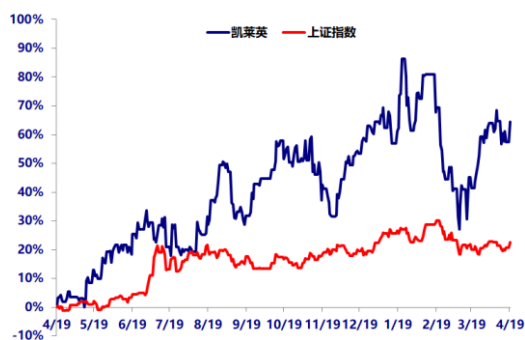
☎: 010-80927655

✉: liuhui\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

### 行业数据

2021.04.17



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 积极拓展新业务，打造一站式服务平台**公司持续精研化学小分子 CDMO 成熟型业务，快速发展化学大分子 CDMO、生物工程等成长型业务，稳健拓展临床研究、生物大分子 CDMO 战略型业务。
  - 化学大分子：**20 年服务国内外客户 30+，项目 50+，涵盖多肽、多糖、寡核苷酸、毒素-连接体、多肽-药物偶联体等，完成第 1 个 I 期临床寡核苷酸原料药+无菌制剂生产项目、第 1 个多肽-药物偶联体工艺验证研究 (PPQ) 项目、第 1 个毒素-连接体工艺验证研究 (PPQ) 项目；签下首个国内多肽 NDA 订单，首个 ADC drug linker NDA 订单，另有 10 个项目推进或即将推进到临床 II 期。
  - 生物工程：**服务客户接近 30 家，全年承接酶相关订单项目 50+ 个，涵盖酶催化项目、酶粉定制生产项目、固定化酶定制生产项目和药用酶项目；全面建设药用蛋白（酶）领域的研发生产能力，升级后具备 2×5000L 的 GMP 发酵生产能力，承接了首个国外临床后期药用酶生产项目。
  - 制剂：**收入同比增长 183.07%，其中，1/3 来自美国、韩国等国外客户订单，承接“API+制剂”项目 28 个。
  - 生物大分子：**20 年重点组建核心团队，建设符合 GMP 要求的中试生产车间，现有 200L 和 500L 一次性反应器生产线和一条生产多种规格注射液及冻干粉针的西林瓶生产线。
  - 临床研究：**20 年收入 4800.43 万元，累计服务客户 87 个，其中新增细胞治疗及干细胞客户 14 个。已助力客户完成 1 类放射增敏新药、1 类抗 HIV 融合抑制剂新药、1 类生物制品间充质干细胞项目获得临床试验默示许可；为国内首个核苷类抗艾滋病 1 类新药完成 II 期临床试验后，申请有条件上市；为 IPS 细胞、多个干细胞药物和生物制品完成临床前研究工作，进入 IND 申报阶段。
- 投资建议**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.97/13.37/17.51 亿元，对应 EPS 分别为 4.11/5.51/7.22 元，当前股价对应 PE 为 62/47/36X，维持“推荐”评级。
- 风险提示**行业竞争加剧风险；产能扩充不及预期的风险；获取订单能力不及预期的风险。

表 1: 主要财务指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3149.69	4138.21	5396.08	7018.05
增长率（%）	28.04%	31.38%	30.40%	30.06%
归母净利润（百万元）	722.09	997.46	1337.24	1750.92
增长率（%）	30.37%	38.13%	34.07%	30.93%
EPS（元）	3.10	4.11	5.51	7.22
PE	100.51	72.75	54.27	41.45
EV/EBITDA(X)	73.99	62.01	47.04	36.38

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 2: 利润表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3149.69	4138.21	5396.08	7018.05
营业成本	1683.50	2189.73	2834.03	3660.93
营业税金及附加	24.06	35.26	43.60	58.25
营业费用	84.25	128.97	156.26	210.97
管理费用	307.20	417.27	538.17	702.50
财务费用	43.70	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.31	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-9.98	-13.12	-17.10	-22.24
营业利润	816.89	1124.28	1507.55	1973.78
营业外收入	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	814.36	1124.28	1507.55	1973.78
所得税	92.30	126.86	170.36	222.93
净利润	722.05	997.42	1337.19	1750.85
少数股东损益	-0.04	-0.04	-0.06	-0.07
归属母公司净利润	722.09	997.46	1337.24	1750.92
EBITDA	951.63	1133.44	1487.96	1905.91
EPS (元)	3.10	4.11	5.51	7.22

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 3: 资产负债表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4029.77</b>	<b>4545.70</b>	<b>5582.08</b>	<b>7072.00</b>
现金	2124.61	2237.48	2540.18	3182.59
应收账款	986.11	1232.98	1634.99	2114.63
其它应收款	38.68	40.45	57.25	72.51
预付账款	66.27	72.86	100.05	126.76
存货	726.38	874.22	1161.90	1487.80
其他	87.71	87.71	87.71	87.71
<b>非流动资产</b>	<b>3127.80</b>	<b>3760.46</b>	<b>4428.23</b>	<b>5084.30</b>
长期投资	269.69	269.69	269.69	269.69
固定资产	1534.87	1831.90	2117.73	2407.29
无形资产	285.67	396.32	524.70	647.18
其他	1037.58	1262.55	1516.11	1760.15
<b>资产总计</b>	<b>7157.57</b>	<b>8306.15</b>	<b>10010.31</b>	<b>12156.30</b>
<b>流动负债</b>	<b>924.58</b>	<b>1075.75</b>	<b>1442.71</b>	<b>1837.86</b>
短期借款	10.03	10.03	10.03	10.03

应付账款	521.85	597.87	808.69	1029.62
其他	392.70	467.84	623.99	798.21
<b>非流动负债</b>	<b>238.43</b>	<b>238.43</b>	<b>238.43</b>	<b>238.43</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	238.43	238.43	238.43	238.43
<b>负债合计</b>	<b>1163.01</b>	<b>1314.18</b>	<b>1681.15</b>	<b>2076.30</b>
少数股东权益	-0.04	-0.08	-0.13	-0.20
归属母公司股东权益	5994.59	6992.05	8329.29	10080.21
<b>负债和股东权益</b>	<b>7157.57</b>	<b>8306.15</b>	<b>10010.31</b>	<b>12156.30</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: 现金流量表财务数据

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>569.29</b>	<b>885.10</b>	<b>1120.94</b>	<b>1451.77</b>
净利润	722.05	997.42	1337.19	1750.85
折旧摊销	159.88	126.48	133.39	131.09
财务费用	20.23	0.00	0.00	0.00
投资损失	9.98	13.12	17.10	22.24
营运资金变动	-350.89	-251.89	-366.71	-452.37
其它	8.03	-0.02	-0.03	-0.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1101.77</b>	<b>-772.23</b>	<b>-818.24</b>	<b>-809.36</b>
资本支出	-1014.94	-759.12	-801.14	-787.12
长期投资	-82.58	0.00	0.00	0.00
其他	-4.25	-13.12	-17.10	-22.24
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2267.86</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
短期借款	10.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2257.83	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1707.17</b>	<b>112.87</b>	<b>302.70</b>	<b>642.41</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 表格目录

表 1: 主要财务指标.....	2
表 2: 利润表财务数据.....	3
表 3: 资产负债表财务数据.....	3
表 4: 现金流量表财务数据.....	4

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn