

公司研究

多指标显示订单饱满+扩产加速，收入有望持续高增长

——凯莱英（002821.SZ）2021年三季度报点评

要点

事件：公司发布2021年三季度报，实现营收29.23亿元（+40.34% YOY），归母净利润6.95亿元（+37.26% YOY），扣非归母净利润5.96亿元（+30.58% YOY）；剔除汇兑波动因素、股权激励摊销费用等影响，2021前三季度收入、归母净利润分别同比增长50.45%、37.95%，业绩超出市场预期。

2021Q3 业绩超预期，毛利率受汇兑波动拖累。2021Q3，公司营收11.63亿元（+42.34% YOY），归母净利润2.66亿元（+39.30% YOY），扣非归母净利润2.44亿元（+35.65% YOY）。单季度收入创公司上市以来最高值，超出市场预期。盈利能力方面，2021Q3，公司归母净利率22.83%（-0.05pct YOY），主要是毛利率受人民币升值影响同比下降3.20pct。

多项财务指标显示订单饱满，扩产加速有望驱动收入高增长。2021前三季度，公司预付款项2.35亿元（+254.69% YOY），主要是增加原材料储备；存货10.83亿元（+49.11% YOY），主要是在执行订单同比大幅增加；合同负债2.05亿元（+126.15% YOY），主要是订单增加导致预收货款增加，多项财务指标显示公司未完成订单饱满。截至2021H1公司总反应釜体积2,979.77m³，2021H2以及2022年分别预计增加1,390/1,500 m³，扩产加速有望驱动收入持续高增长。

新业务稳步推进，成长天花板持续提升。公司各块新业务经过多年布局已逐步进入收获期，2021H1新兴业务收入达1.44亿元，同比+144.62%。**1) 化学大分子：**2021H1收入端实现同比+98.39%的快速增长，其中，鉴于寡核苷酸CDMO领域前景广阔、需求远大于供给，公司正重点推进相关研发及产能建设。**2) 制剂业务：**实现快速且高质量的增长，2021H1收入端同比+82.72%，40%以上的订单来自海外客户，承接API+制剂项目40个。**3) 临床CRO：**并购冠勤医药后整合效果显著，2021H1新增签署66个项目合同（40个为创新药项目），在手订单1亿元+人民币；同时与集团及有济医药协同，顺利承接从CMC、药效药代药理毒理至临床前IND注册申报的一体化服务项目。**4) 生物大分子：**有望在ADC领域率先突破，上海金山ADC中试和早期商业化生产车间建设在推进中，有望打通从payload、linker到抗体的服务能力。

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，后续增长动力强劲。我们维持公司21-23年归母净利润为10.21/13.28/17.19亿元，分别同比增长41%/30%/29%，现价对应21-23年PE为93/72/55倍（暂不考虑港股上市摊薄），维持“买入”评级。

风险提示：商业化订单放量不及预期；商业化产品销量下滑导致订单规模下降。

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	1,328	1,719
净利润增长率	29.32%	30.37%	41.43%	30.01%	29.45%
EPS（元）	2.39	2.98	4.17	5.43	7.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.19%	12.05%	14.81%	16.59%	18.21%
P/E	163	131	93	72	55
P/B	29.6	15.8	13.8	11.9	10.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-26

注：公司2020年末股本数为2.42亿股，截至2021年9月30日股本数增加至2.45亿股

买入（维持）

当前价：389.48元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

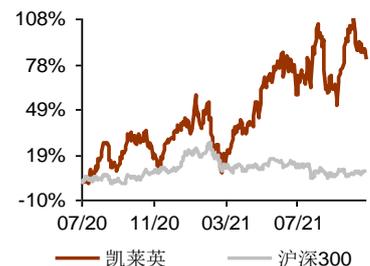
021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	2.45
总市值(亿元)	952.90
一年最低/最高(元)	227.14/459.86
近3月换手率	65.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.65	3.96	34.28
绝对	-9.89	8.41	40.11

资料来源：Wind

相关研报

Q2业绩符合预期，高额未完成订单显示增长动力足——凯莱英（002821.SZ）2021年中报点评（2021-08-16）

21Q1业绩符合预期，后续增长动力强劲——凯莱英（002821.SZ）2021年一季报点评（2021-04-25）

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（2021-04-16）

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	157	181	205
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	523	646
研发费用	193	259	343	434	552
财务费用	-4	44	-49	-31	-34
投资收益	-1	-10	0	0	0
营业利润	624	817	1,153	1,497	1,939
利润总额	624	814	1,153	1,497	1,939
所得税	70	92	132	169	220
净利润	554	722	1,021	1,328	1,719
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	554	722	1,021	1,328	1,719
EPS(元)	2.39	2.98	4.17	5.43	7.02

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	601	569	717	1,050	1,313
净利润	554	722	1,021	1,328	1,719
折旧摊销	4	157	157	181	205
净营运资金增加	344	458	676	721	925
其他	-301	-768	-1,137	-1,179	-1,536
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	-41	-138	-195
股本变化	1	11	2	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	-93	192	398

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%	29.9%	31.6%	31.9%
EBIT 率	26.1%	28.3%	26.2%	28.3%	28.8%
税前净利润率	25.3%	25.9%	27.5%	27.8%	28.7%
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%	17.9%	20.9%	22.6%

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	4.69	4.62	4.49
速动比率	2.36	3.57	3.73	3.63	3.48
归母权益/有息债务	-	586.69	37519.93	43571.18	51379.57
有形资产/有息债务	-	656.70	41616.04	48869.03	58662.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,759	7,158	8,077	9,434	11,250
货币资金	435	2,125	2,032	2,224	2,622
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	659	986	1,215	1,560	2,014
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	4,368	5,175	6,473
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	1,739	1,944	2,142
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	3,709	4,260	4,777
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	6,894	8,005	9,440
股本	231	242	245	245	245
公积金	1,197	3,607	3,659	3,659	3,659
未分配利润	1,698	2,287	3,108	4,219	5,662
归属母公司权益	3,046	5,995	6,894	8,005	9,440
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%	9.73%	9.55%
财务费用率	-0.18%	1.39%	-1.18%	-0.57%	-0.50%
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	1.13	1.46
每股经营现金流	2.60	2.35	2.93	4.29	5.37
每股净资产	13.17	24.73	28.18	32.72	38.58
每股销售收入	10.63	12.99	17.17	21.97	27.66

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	163	131	93	72	55
PB	29.6	15.8	13.8	11.9	10.1
EV/EBITDA	139.3	88.6	74.7	55.1	43.3
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

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的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