

凯莱英(002821)

点评报告

行业公司研究—医疗服务行业—

证券研究报告

# 大订单催化，超预期可期！

——凯莱英事件点评

✍️ : 孙建、郭双喜 执业证书编号: S1230520080006/S1230521110002  
☎️ : 联系人: 郭双喜  
✉️ : sunjian@stocke.com.cn、guoshuangxi@stocke.com.cn

## 报告导读

超预期大客户大订单，新产能加速释放下业绩加速确定，维持“买入”评级。

## 投资要点

### □ 订单：超预期大订单，指引2022年加速确定性

公司11月16日公告签署重大合同：公司全资子公司 Asymchem, Inc. 和吉林凯莱英医药化学有限公司与美国某大型制药公司客户签订了小分子创新药新一批的《供货合同》，截至该合同签署日，该产品的 CDMO 服务累计合同金额为 4.81 亿美元（按照 6.38:1 汇率计算订单约 30.7 亿人民币）。合同供货时间为 2021 年至 2022 年，这就意味着对 2021 年业绩也将产生积极影响，我们预计订单大部分会在 2022 年交付，意味着对 2022 年收入和利润端弹性更为显著。

### □ 产能：加速释放期，新订单助力产能高利用率

根据公告：“公司具备履行合同的能力，资金、人员、技术和产能均能够保证上述合同的顺利履行”。如果按照公司 2021 中报披露：2021 全年预计新增反应釜体积 1590m<sup>3</sup> (YOY 58%)，2022 年预计新增 1500m<sup>3</sup> 产能 (YOY 34%)，这也为订单的执行提供产能基础。同时考虑到连续性反应技术应用率持续加大，预计在产能释放端仍有望有弹性。我们维持对公司进入业绩加速期的判断，并维持 2021-2023 年收入端 40% 附近复合增长判断。

### □ 加速：持续确认，从产能释放到超预期大客户大订单

我们最早从存货、合同负债等财务指标变化推演 2021 年业绩加速可能性（《凯莱英：订单产能共振，业绩加速确定 20210510》），又从公司产能释放、资本开支可能要加速的节奏推演 2022 年业绩存在加速可能性（《凯莱英：四论业绩确定性加速趋势和长期天花板打开 20210726》）。从 2021Q2-Q3 业绩也明显看到公司业绩加速的趋势持续得到验证。此次公告大客户大订单也进一步证实了 2022 年业绩加速的确定性。我们认为公司获得大客户大订单是对公司能力的进一步验证，也为后续获得更多优质订单打下基础，看好公司产业链地位持续提升趋势。

### □ 盈利预测及估值

考虑到此次新签订单对 2021 年和 2022 年业绩弹性预计较为明显，我们上调公司 2021 和 2022 年盈利预期。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 4.16、6.39、8.20 元/股（前次预测 2021-2023 年公司 EPS 为 4.14、5.78、8.09 元/股），2021 年 11 月 16 日收盘价对应 2021 年 PE 为 100 倍（对应 2022 年 PE 为 65 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、汇率风险、业绩不达预期风险、新产能投放不及预期风险。

## 评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 416.70

## 单季度业绩

元/股

3Q/2021

1.09

2Q/2021

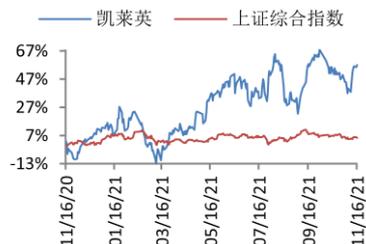
1.13

1Q/2021

0.64

4Q/2020

0.89



## 公司简介

公司是一家国内领先的 CDMO(医药合同定制研发生产)企业,为国内外大中型制药企业、生物技术企业提供药物研发、生产一站式 CMC 服务。

## 相关报告

- 1 《【浙商医药】凯莱英 2021Q3: 符合预期, 加速确认, 维持推荐!》 2021.10.27
- 2 《【浙商医药】凯莱英 2021H1: 短期确认波动, 全年预期仍好, 维持推荐!》 2021.08.16
- 3 《【浙商医药】凯莱英: 四论业绩确定性加速趋势和长期天花板打开》 2021.07.27
- 4 《【浙商医药】凯莱英: 激励常态化, 看好 2021 年业绩加速》 2021.06.18
- 5 《【浙商医药】凯莱英: 订单产能共振, 业绩加速确定》 2021.05.10

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3150	4487	6699	8749
(+/-)	28.04%	42.45%	49.31%	30.61%
归母净利润	722	1008	1549	1987
(+/-)	30.37%	39.65%	53.56%	28.31%
每股收益(元)	2.98	4.16	6.39	8.20
P/E	139.91	100.19	65.24	50.85

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4030	4268	5288	7063	<b>营业收入</b>	3150	4487	6699	8749
现金	2125	269	541	1846	营业成本	1683	2455	3572	4668
交易性金融资产	0	900	500	100	营业税金及附加	24	25	33	44
应收账款	986	1399	1918	2287	营业费用	84	90	121	140
其它应收款	39	76	114	149	管理费用	307	426	633	822
预付账款	66	196	357	514	研发费用	259	404	616	822
存货	726	1228	1607	1867	财务费用	44	53	63	90
其他	88	200	250	300	资产减值损失	26	37	55	72
<b>非流动资产</b>	3128	4405	5412	6261	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)	30	40	50
长期投资	270	300	350	400	其他经营收益	99	110	100	100
固定资产	1535	2424	3107	3678	<b>营业利润</b>	817	1137	1746	2241
无形资产	286	365	483	582	营业外收支	(3)	0	0	0
在建工程	671	781	854	903	<b>利润总额</b>	814	1137	1747	2241
其他	366	536	618	698	所得税	92	129	198	254
<b>资产总计</b>	7158	8674	10699	13324	<b>净利润</b>	722	1008	1549	1987
<b>流动负债</b>	925	1413	1850	2438	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	10	143	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	722	1008	1549	1987
应付款项	522	491	679	840	<b>EBITDA</b>	922	1219	1891	2399
预收账款	0	224	402	612	<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.98	4.16	6.39	8.20
其他	393	555	770	985	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	238	270	310	360		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	238	270	310	360	营业收入	28.04%	42.45%	49.31%	30.61%
<b>负债合计</b>	1163	1683	2160	2798	营业利润	30.98%	39.22%	53.57%	28.31%
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	归属母公司净利润	30.37%	39.65%	53.56%	28.31%
归属母公司股东权益	5995	6990	8539	10526	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7158	8674	10699	13324	毛利率	46.55%	45.28%	46.68%	46.65%
					净利率	22.92%	22.48%	23.12%	22.71%
					ROE	15.98%	15.53%	19.94%	20.84%
					ROIC	11.25%	13.80%	18.06%	18.62%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	16.25%	19.41%	20.19%	21.00%
					净负债比率	0.88%	8.48%	0.01%	0.01%
					流动比率	4.36	3.02	2.86	2.90
					速动比率	3.57	2.15	1.99	2.13
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.58	0.57	0.69	0.73
					应收帐款周转率	3.83	3.71	3.89	3.92
					应付帐款周转率	4.27	4.85	6.11	6.15
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	2.98	4.16	6.39	8.20
					每股经营现金	2.35	1.91	4.59	7.85
					每股净资产	24.73	28.83	35.22	43.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	139.91	100.19	65.24	50.85
					P/B	16.85	14.45	11.83	9.60
					EV/EBITDA	76.43	82.03	52.88	41.30

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>