

CDMO 龙头优势显现，连续签订超大订单

核心观点:

- **事件** (1) 11月17日，公司发布公告，公司全资子公司 Asymchem, Inc. 和吉林凯莱英与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，该产品的 CDMO 服务累计合同金额为 4.81 亿美元；
(2) 11月29日，公司全资子公司吉林凯莱英与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，本次合同金额折合人民币约 27.20 亿元。
- **小分子 CDMO 龙头优势显现，连续斩获超大订单** 作为全球领先的小分子 CDMO 一站式医药外包服务龙头，公司核心竞争力优势明显，服务能力不断获得客户肯定，接连斩获超大订单，合计约 58 亿元。我们预计绝大多数订单有望于 2022 年集中释放，助力 22 年全年收入高速增长。
- **有序扩充产能，为业绩放量提供坚实保障** 根据中报披露数据显示，截至 21H1，公司小分子 CDMO 反应釜体积合计约 3000m³。公司预计在天津、吉林敦化等地释放产能约 1390m³，并于 22 年在敦化、镇江等地新增产能 1500m³，我们预计 22 年底公司累计产能或实现接近翻倍。我们认为，虽然该笔订单对产能的需求较大，但公司仍能实现较好的供货与交付，连续性反应技术规模化实现反应效率、收率双提升，为公司业绩放量提供坚实保障。
- **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。
(1) 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。
(2) 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。

凯莱英 (002821.SZ)

推荐 (维持评级)

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

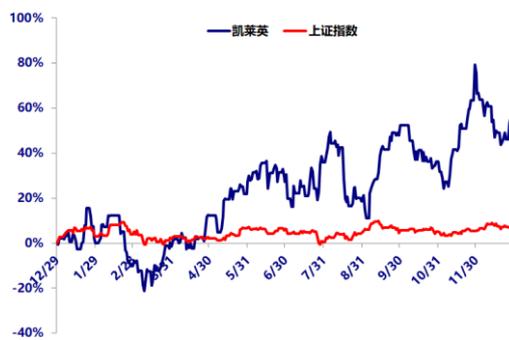
刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.12.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(3) **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。

(4) **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。

(5) **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** 考虑重大合同对业绩产生的影响, 我们上调盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.13/15.98/19.40 亿元, 对应 EPS 分别为 3.85/6.07/7.37 元, 当前股价对应 PE 为 118/75/62X, 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	4337.15	6874.87	8360.03
增长率 (%)	28.04%	37.70%	58.51%	21.60%
归母净利润 (百万元)	722.09	1012.93	1597.93	1939.51
增长率 (%)	30.37%	40.28%	57.75%	21.38%
EPS (元)	2.74	3.85	6.07	7.37
PE	108.98	118.17	74.91	61.72
EV/EBITDA(X)	73.99	94.41	62.03	51.46

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	4337.15	6874.87	8360.03
营业成本	1683.50	2309.92	3674.95	4500.71
营业税金及附加	24.06	36.96	55.55	69.39
营业费用	84.25	135.17	199.08	251.31
管理费用	307.20	437.33	685.65	836.84
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	-13.75	-21.79	-26.50
营业利润	816.89	1141.71	1801.43	2186.38
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	1141.71	1801.43	2186.38
所得税	92.30	128.82	203.57	246.95
净利润	722.05	1012.89	1597.86	1939.43
少数股东损益	-0.04	-0.04	-0.07	-0.08
归属母公司净利润	722.09	1012.93	1597.93	1939.51
EBITDA	951.63	1145.24	1739.92	2080.46
EPS (元)	2.74	3.85	6.07	7.37

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
流动资产	4029.77	4619.24	6281.50	7952.58
现金	2124.61	2197.82	2401.41	3274.58
应收账款	986.11	1292.26	2083.05	2518.99
其它应收款	38.68	42.39	72.94	86.37
预付账款	66.27	76.86	129.73	155.84
存货	726.38	922.21	1506.66	1829.09
其他	87.71	87.71	87.71	87.71
非流动资产	3127.80	3760.46	4428.23	5084.30
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
资产总计	7157.57	8379.69	10709.73	13036.88
流动负债	924.58	1133.82	1866.00	2253.71
短期借款	10.03	10.03	10.03	10.03

应付账款	521.85	630.69	1048.64	1265.80
其他	392.70	493.09	807.32	977.88
非流动负债	238.43	238.43	238.43	238.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	238.43	238.43	238.43	238.43
负债合计	1163.01	1372.25	2104.43	2492.15
少数股东权益	-0.04	-0.08	-0.14	-0.22
归属母公司股东权益	5994.59	7007.52	8605.45	10544.95
负债和股东权益	7157.57	8379.69	10709.73	13036.88

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
经营活动现金流	569.29	846.07	1026.51	1686.78
净利润	722.05	1012.89	1597.86	1939.43
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	13.75	21.79	26.50
营运资金变动	-350.89	-307.03	-726.50	-410.19
其它	8.03	-0.02	-0.04	-0.04
投资活动现金流	-1101.77	-772.86	-822.92	-813.61
资本支出	-1014.94	-759.12	-801.13	-787.11
长期投资	-82.58	0.00	0.00	0.00
其他	-4.25	-13.75	-21.79	-26.50
筹资活动现金流	2267.86	0.00	0.00	0.00
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
现金净增加额	1707.17	73.21	203.59	873.17

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。

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）向其客户提供。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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@ChinaStock.com.cn