

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

凯莱英(002821)

投资评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业务进展顺利，业绩高增长，技术驱动公司 实力上一台阶

2022年03月30日

事件：凯莱英发布 2021 年年报。公司全年实现营业收入 46.39 亿元，同比增长 47.28%，剔除汇率影响增速为 56.13%；实现归母净利润 10.69 亿元，同比增长 48.08%；实现扣非归母净利润 9.35 亿元，同比增长 45.22%。

点评：

- **不同板块、不同市场收入均增长强劲，高额在手订单保障未来业绩。**
分业务板块看，公司传统小分子业务加速上涨，全年实现 42.38 亿元，同比+45.63%，毛利率 47.45%，其中小分子临床实现 17.23 亿元，同比+37.58%，毛利率 40.75%，小分子商业化业务实现 25.15 亿元，同比+51.70%，毛利率 47.59%；**新兴业务板块**实现收入 3.98 亿元，同比+67.43%，毛利率 39.58%，两大业务收入均呈高速增长趋势。
分收入来源看，公司实现海外大型药企收入 29.45 亿元，同比+41.46%；海外中小药企收入 10.52 亿元，同比+50.99%；国内药企收入 6.41 亿元，同比+72.95%，客户结构持续优化。受行业高景气及公司强竞争力推动，截止公告披露日，公司在手订单总额 18.98 亿元，同比增长 320%。
- **小分子 CDMO：技术驱动发展，项目、客户结构优化，产能大幅提升，竞争力持续提升。**2021 年，公司凭借连续性反应和生物酶催化技术为多位客户解决研究生产问题，实现“降本提速”。产能也实现大幅提升，2021 年底传统反应釜近 4700m³，截止至披露日近 5000 m³，同时大力推动连续性技术应用，车间面积较 2020 年扩大三倍。公司以技术为原点、以产能为支撑，持续深化、拓展海内外客户，报告期内来自海外大客户、中小型客户、国内客户的项目及收入均高速增长，全年确认收入的项目共 328 个（临床前及早期 235 个、临床 III 期 55 个、商业化 38 个），后期项目占比高，漏斗效应明显。
- **新兴业务多点开花。**2021 年，公司在化学大分子、制剂、生物合成技术、临床研究服务、生物大分子 CDMO 等新兴板块均获得不俗业绩：化学大分子业务开发 14 家新客户，承接 23 个新项目；制剂业务中无菌滴眼液进展喜人，订单数量同比增长 300%，GMP 车间投入使用，年产能大 1000 万支；生物合成技术部分完成厂房 cGMP 升级，并首次承接 BLA 的工艺表征项目和临床后期的研发生产项目；临床研究服务迭创新高，新增 150 多个项目，在手订单超 3 亿元，子公司凯诺医药

与新收购数统公司医普科诺协同良好，持续巩固一体化服务能力；生物大分子 CDMO 在手订单达 1.3 亿元，持续的产能、人员、技术投入提升服务能力。

- **四大技术平台相辅相成、技术人才赋能发展。**2021 年，公司研发投入 3.87 亿元，同比增长 49.64%，拥有超 3380 名科学家及工程师，为保持持续的技术竞争力，公司相继组建 CEPS\CFCT\CBST\CIMT 四大技术平台，为研发生产提供多维度的解决方案。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 110.48/121.63/144.27 亿元，同比增长 138.2%/10.1%/18.6%；归母净利润分别为 29.01/29.25/ 34.63 亿元，同比增长 171.3%/0.8%/18.4%，对应 2022-2024 年 PE 分别为 34/34/29 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧、医药行业研发投入及外包需求下降风险、国内国际政策、核心技术人员流失等风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,150	4,639	11,048	12,163	14,427
增长率 YoY %	28.0%	47.3%	138.2%	10.1%	18.6%
归属母公司净利润 (百万元)	722	1,069	2,901	2,925	3,463
增长率 YoY%	30.4%	48.1%	171.3%	0.8%	18.4%
毛利率%	46.6%	44.3%	47.4%	45.0%	45.0%
净资产收益率ROE%	12.0%	8.5%	18.7%	15.9%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	3.10	4.40	10.97	11.06	13.10
市盈率 P/E(倍)	96.50	98.86	34.14	33.86	28.59
市净率 P/B(倍)	12.10	9.08	6.38	5.37	4.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	4,030	10,310	14,667	17,818	21,856	
货币资金	2,125	6,234	6,246	9,233	12,932	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	986	1,816	3,935	3,999	4,348	
预付账款	66	222	523	401	317	
存货	726	1,396	3,185	3,299	3,261	
其他	126	642	778	884	997	
非流动资产	3,128	4,846	5,417	5,817	6,073	
长期股权投资	270	292	302	312	322	
固定资产	1,535	2,244	2,710	3,053	3,276	
无形资产	286	374	374	374	374	
其他	1,038	1,936	2,031	2,078	2,101	
资产总计	7,158	15,156	20,084	23,635	27,929	
流动负债	925	2,205	4,288	4,971	5,869	
短期借款	10	375	200	200	200	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	522	552	1,274	1,650	2,174	
其他	393	1,278	2,813	3,121	3,495	
非流动负债	238	341	341	341	341	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	238	341	341	341	341	
负债合计	1,163	2,546	4,629	5,312	6,210	
少数股东权益	0	0	-57	-114	-182	
归属母公司股东权益	5,995	12,610	15,512	18,437	21,900	
负债和股东权益	7,158	15,156	20,084	23,635	27,929	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,150	4,639	11,048	12,163	14,427	
同比 (%)	28.0%	47.3%	138.2%	10.1%	18.6%	
归属母公司净利润	722	1,069	2,901	2,925	3,463	
同比 (%)	30.4%	48.1%	171.3%	0.8%	18.4%	
毛利率 (%)	46.6%	44.3%	47.4%	45.0%	45.0%	
ROE%	12.0%	8.5%	18.7%	15.9%	15.8%	
EPS (摊薄)(元)	3.10	4.40	10.97	11.06	13.10	
P/E	96.50	98.86	34.14	33.86	28.59	
P/B	12.10	9.08	6.38	5.37	4.52	
EV/EBITDA	74.01	84.53	31.79	30.19	24.37	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	3,150	4,639	11,048	12,163	14,427	
营业成本	1,683	2,582	5,813	6,690	7,936	
营业税金及附加	24	25	59	61	72	
销售费用	84	100	243	243	274	
管理费用	307	476	1,134	1,241	1,472	
研发费用	259	387	923	1,010	1,205	
财务费用	44	7	12	8	8	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	-10	27	55	49	43	
其他	79	104	255	243	289	
营业利润	817	1,192	3,177	3,203	3,793	
营业外收支	-3	1	1	1	1	
利润总额	814	1,193	3,178	3,204	3,794	
所得税	92	124	334	336	398	
净利润	722	1,069	2,844	2,867	3,396	
少数股东损益	0	0	-57	-57	-68	
归属母公司净利润	722	1,069	2,901	2,925	3,463	
EBITDA	952	1,285	2,927	2,983	3,544	
EPS (当年)(元)	3.10	4.40	10.97	11.06	13.10	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	569	113	761	3,411	3,993	
净利润	722	1,069	2,844	2,867	3,396	
折旧摊销	160	217	49	65	74	
财务费用	20	17	12	8	8	
投资损失	10	-27	-55	-49	-43	
营运资金变动	-351	-1,126	-2,088	521	559	
其它	8	-37	-1	-1	-1	
投资活动现金流	-1,102	-2,205	-564	-415	-286	
资本支出	-1,015	-1,660	-559	-374	-219	
长期投资	-83	-580	-10	-10	-10	
其他	-4	34	5	-31	-57	
筹资活动现金流	2,268	6,211	-186	-8	-8	
吸收投资	2,394	6,039	1	0	0	
借款	150	1,057	-175	0	0	
支付利息或股息	-118	-152	-12	-8	-8	
现金流净增加额	1,707	4,110	11	2,988	3,699	

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

史玉琢，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。