

凯莱英 (002821)

产能加速释放，小分子和新兴业务均维持高速增长

买入 (维持)

2022 年 03 月 31 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,639	10,969	12,121	15,079
同比 (%)	47.28	136.46	10.50	24.40
归属母公司净利润 (百万元)	1,069	2,624	2,944	3,670
同比 (%)	48.08	145.43	12.17	24.66
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.05	9.93	11.14	13.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	92.60	37.73	33.64	26.98

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2021 年年报, 全年实现营业收入 46.39 亿元, 同比+47.28%; 归母净利润 10.69 亿元, 同比+48.08%; 扣非归母净利润 9.35 亿元, 同比+45.22%; 业绩靠近此前业绩预告上限。

■ **业绩符合预期, 新老业务均保持高增速:** 剔除汇率影响后, 公司预计全年收入同比+56.13%, Q4 收入同比+66.61%, 业绩在高基数下维持高增速。分业务看, 小分子业务订单强劲增长, 随着产能持续放量, 业务动能强, 2021 年小分子收入 42.38 亿元, 同比+46%, 剔除汇率影响后+55%, 其中 Q4 受益于新冠订单, 同比+60%。考虑到新冠订单主要在 2022 年交付, 我们预计小分子业务在 2022 全年将维持 Q4 高增速。新业务保持强劲动能, 2021 年收入 3.98 亿元, 同比+67%; 其中大分子、制剂、临床研究服业务分别+42.48%、+80.33%、+83.71%。公司快速拓展化学大分子、寡核苷酸、多肽以及制剂 CDMO 等领域, 打开未来成长空间。

■ **在手订单饱满, 小分子业务漏斗效应显著:** 小分子业务确认收入的项目 328 个, 临床阶段项目 290 个, 其中临床 III 期项目 55 个, 商业化阶段项目 38 个, III 期和商业化项目同比+26%, 随着漏斗效应显现, 项目结构进一步优化。新兴业务方面, 大分子业务开发新客户 14 家, 承接新项目 23 个, 推进到 II 期后的项目超 20 个; 制剂业务承接 API+制剂项目 40 个; 临床研究板块新增签署 150 余个项目合同 (创新药 70 个, 细胞治疗药物 30 个, 肿瘤、免疫、抗感染&传染类项目 60 余个)。公司 2021 年底在手订单 18.98 亿美元, 同比增加 320%, 充沛的在手订单是未来业绩的重要保障。

■ **产能持续加速建设, 是未来业绩高增速的重要基石:** 小分子方面, 敦化产区预计 2022 上半年交付 1000m³ 产能; 敦化、天津、长三角地区全年预计新增产能超 2000m³; 部分车间将完成升级改造, 加大连续性反应、酶催化等公司优势技术的应用, 提升现有产能的效率。新兴业务方面, 公司推进小核酸药物公斤级产能和生物药研发中心的建设, 上海奉贤生物大分子中试和商业化生产基地项目首期工程于 2022 年初启动建设, 完成后将提供抗体原液商业化产能 16,000L, 水针/粉针灌装生产线。此外公司预计新增 ADC 偶联原液 1500L 产能和灌装线。制剂方面, 公司新建喷雾干燥车间投产, 提供 200 吨有机溶剂处理量, 滴眼液车间投入 GMP 使用, 年产能可以达到 1,000 万支。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司新兴业务超预期放量叠加新冠业务提供的业绩增量, 我们将 2022-2023 年公司归母净利润由 26.02/28.52 亿元调整为 26.2/29.4 亿元; 我们预计 2024 年净利润为 36.7 亿元, 当前市值对应

股价走势



市场数据

收盘价(元)	374.59
一年最低/最高价	262.12/524.92
市净率(倍)	7.81
流通 A 股市值(百万元)	87,468.20
总市值(百万元)	99,019.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	47.94
资本负债率(%LF)	16.80
总股本(百万股)	264.34
流通 A 股(百万股)	233.50

相关研究

《凯莱英(002821): 事件点评: 公司再签 35 亿元大订单, 产能稳定释放, 业绩弹性尽显》

2022-02-21

《凯莱英(002821): 事件点评: 公司新签美国大订单, 带来较大业绩增量》

2021-11-17

《凯莱英(002821): 2021 年三季报点评: 业绩符合我们预期, 公司未来发展有望不断提速》

2021-10-27

2022-2024 年 PE 分别为 38/34/27 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：** 订单交付不及预期，新业务拓展不及预期，汇兑损益风险等。

凯莱英三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,310	14,435	18,298	23,663	营业总收入	4,639	10,969	12,121	15,079
货币资金及交易性金融资产	6,636	7,586	10,195	13,297	营业成本(含金融类)	2,582	6,021	6,580	8,180
经营性应收款项	2,038	3,849	4,538	5,846	税金及附加	25	82	83	99
存货	1,396	2,623	3,088	3,941	销售费用	100	245	293	342
合同资产	1	1	1	1	管理费用	476	1,125	1,223	1,538
其他流动资产	240	377	476	576	研发费用	387	976	1,079	1,357
非流动资产	4,846	4,802	4,577	4,009	财务费用	7	-49	-57	-81
长期股权投资	292	389	452	512	加:其他收益	107	334	344	412
固定资产及使用权资产	2,295	1,903	1,281	379	投资净收益	27	8	14	39
在建工程	1,047	1,269	1,572	1,872	公允价值变动	19	35	26	17
无形资产	374	335	281	155	减值损失	0	0	0	0
商誉	146	195	260	332	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	46	66	85	113	营业利润	1,192	2,947	3,303	4,111
其他非流动资产	645	645	645	645	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	15,156	19,237	22,875	27,672	利润总额	1,193	2,947	3,303	4,111
流动负债	2,205	3,639	4,310	5,407	减:所得税	124	323	360	442
短期借款及一年内到期的非流动负债	389	389	389	389	净利润	1,069	2,624	2,944	3,670
经营性应付款项	552	1,481	1,688	1,953	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	131	210	306	360	归属母公司净利润	1,069	2,624	2,944	3,670
其他流动负债	1,133	1,560	1,928	2,705	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.05	9.93	11.14	13.88
非流动负债	341	364	387	418	EBIT	1,068	2,521	2,863	3,563
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,285	2,473	2,747	3,346
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.33	45.11	45.71	45.75
租赁负债	46	69	92	122	归母净利率(%)	23.05	23.93	24.29	24.34
其他非流动负债	296	296	296	296	收入增长率(%)	47.28	136.46	10.50	24.40
负债合计	2,546	4,003	4,698	5,825	归母净利润增长率(%)	48.08	145.43	12.17	24.66
归属母公司股东权益	12,610	15,234	18,178	21,847					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	12,610	15,234	18,178	21,847					
负债和股东权益	15,156	19,237	22,875	27,672					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	113	805	2,220	2,246	每股净资产(元)	47.93	57.91	69.10	83.05
投资活动现金流	-2,205	0	234	704	最新发行在外股份(百万股)	264	264	264	264
筹资活动现金流	6,211	10	9	16	ROIC(%)	10.05	15.62	14.85	15.51
现金净增加额	4,110	815	2,463	2,965	ROE-摊薄(%)	8.48	17.23	16.19	16.80
折旧和摊销	217	-48	-116	-217	资产负债率(%)	16.80	20.81	20.54	21.05
资本开支	-1,660	209	423	873	P/E(现价&最新股本摊薄)	92.60	37.73	33.64	26.98
营运资本变动	-1,165	-2,030	-851	-1,843	P/B(现价)	7.81	6.47	5.42	4.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

