



分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

电话：021-80508866

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

研究助理：叶小桃

执业证号：S0100121110032

电话：021-80508867

邮箱：yexiaotao@mszq.com

事件概述

2022 年 3 月 30 日，凯莱英发布 2021 年度报告：全年实现营业收入 46.39 亿元，同比增长 47.28%；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%。

五大积极边际变化指引小分子 CDMO 业务维持高速增长趋势

2021 年，小分子 CDMO 业务收入 42.38 亿元，同比增长 45.63%，剔除汇率因素，同比增长 48.07%。**分项目阶段来看**，临床阶段项目实现收入 17.23 亿元，同比增长 37.6%；商业化阶段项目实现收入 25.15 亿元，同比增长 51.7%。

1) 历史级别大订单，彰显公司在全球小分子 CDMO 供应链中的重要战略地位。公司目前在手订单 18.98 亿美金，同比增长 320%；其中，历史级别商业化订单金额累计约 14.64 亿美元，在获得收入确定性的情况下，公司可以更为专注和积极地开拓新客户、新业务、新市场。

2) 海外收购 Snapdragon，进一步完成全球化产能布局。该公司由两位 MIT 资深教授创办，是优秀的连续性反应 CDO 公司，与公司有很强的协同效应，有助于进一步公司在连续性反应领域的竞争力及拓展海外市场。

3) 做深大客户，实力获海外知名药企高度认可。公司参与美国五大跨国制药公司 II 期、III 期临床阶段小分子候选药物超过 30%，其中一家超过 50%。同时，获取首个来自日本大型制药公司的商业化项目订单。

4) 做广中小客户，丰富项目管线。海外中小药公司收入持续提升，同比增长 50.99%；国内小分子收入增长 64.44%，在手 NDA 订单超 30 个，未来 2-3 年陆续转化为商业化订单。

5) 产能加速扩充，高度匹配订单需求。公司目前产能达到 5000 立方，较 2020 年底增长 76.9%，预计 2022 年底小分子传统批次反应釜产能计划较 2021 年底增长 46%。

战略新兴业务收入强劲增长，多点开花，齐头并进

2021 年，新兴服务收入 3.98 亿元，同比增长 67.43%，剔除汇率因素，同比增长 70.5%。新兴业务收入占比从 2018 年的 2.19% 提高至 8.57%，化学大分子、制剂、临床 CRO 均完成从“0 到 1”的积累，进入快速发展期。

1) 生物药 CDMO 加快布局：持续提升业务布局，逐步具备单抗、ADC、质粒及 mRNA 订单承接能力，并引入战略投资者高瓴资本，拟共同投资 25 亿元，打造一流生物 CDMO 平台，目前在手订单 1.3 亿元+。

2) 化学大分子多条战线快速发展：2021 年收入同比增长 42.48%，有超 20 个项目推进至临床 2 期后，承接 23 个新项目。

推荐

维持评级

当前价格：

360.0 元

相关研究

- 1.事件点评:凯莱英：三大订单凸显国际一线 CDMO 硬实力
- 2.2021 年度业绩预告点评:凯莱英：业绩超预期，加速成长趋势不变
- 3.凯莱英定增预案点评：引入 VC 战投，生态共享助力 CDMO 业务拓展
- 4.凯莱英 2020 年一季报点评：Q1 积极投产能、加人员，预计全年维持稳健增长
- 5.跨过规模化量产期，ROE 有望持续提高

- 3) **临床 CRO 业务成为服务客户的重要一环**：2021 年收入同比增长 83.71%，在手订单超过 3 亿元+，新签署项目数超过 150 个，且公司打造了超 500 人的临床团队。
- 4) **制剂业务进入快车道**：收入首次超亿元，同比增长 80.33%，并且来自美国/韩国等海外客户订单超过 40%，API+制剂项目达到 40 个，协同效应显著。
- 5) **生物合成技术板块持续推进**：首次承接生物类新药上市申报（BLA）的工艺表征项目及临床后期研发生产项目，订单广布，包括工程酶、重组蛋白、药用酶等。

➤ **净利润实现超优表现，加速资本开支指引公司高速发展**

2021 年，公司实现归母净利润 10.69 亿元，同比增长 48.08%，净利率为 23.05%，同行中表现优异，主要得益于通过不断优化经营效率，令产能利用率持续提升，规模效应得以进一步显现。2022 年公司加持续加大资本开支力度，预计资本开支 30-36 亿元，快速推进小分子产能、寡核苷酸公斤级产能、生物大分子金山 ADC 产能建设，以及奉贤商业化生产基地建设。

➤ **投资建议**：在大订单带动下，我们认为公司 2022 年收入和利润将创纪录地强劲增长。同时，公司也在加快各板块产能建设，未来在核心板块小分子 CDMO 和增量板块新兴服务的大小轮驱动下，有望维持高增长趋势。预计 2022-2024 年归母净利润分别是 25.6、27.2 及 31.4 亿元，对应当前股价 PE 分别为 37、35 及 30 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：业绩不及预期的风险、新业务投资风险、固定资产投资风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,639	11,067	11,876	13,549
增长率（%）	47.3	138.6	7.3	14.1
归属母公司股东净利润（百万元）	1,069	2,560	2,717	3,135
增长率（%）	48.1	139.4	6.1	15.4
每股收益（元）	4.05	9.68	10.28	11.86
PE	89	37	35	30
PB	7.5	6.3	5.4	4.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 01 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,639	11,067	11,876	13,549
营业成本	2,582	5,644	6,240	7,120
营业税金及附加	25	55	59	68
销售费用	100	277	214	257
管理费用	476	1,217	1,128	1,314
研发费用	387	996	1,045	1,287
EBIT	1,153	2,877	3,189	3,503
财务费用	7	16	10	25
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	27	14	32	33
营业利润	1,192	2,879	3,225	3,526
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,193	2,879	3,225	3,526
所得税	124	317	506	388
净利润	1,069	2,563	2,719	3,138
归属于母公司净利润	1,069	2,560	2,717	3,135
EBITDA	1,370	3,212	3,654	4,089

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,234	6,462	7,137	8,696
应收账款及票据	1,816	2,153	2,278	2,598
预付款项	222	79	87	100
存货	1,396	2,165	2,375	2,686
其他流动资产	642	761	772	793
流动资产合计	10,310	11,620	12,649	14,874
长期股权投资	292	25	25	25
固定资产	2,244	3,273	4,553	5,758
无形资产	374	394	414	434
非流动资产合计	4,846	7,264	9,219	10,553
资产合计	15,156	18,884	21,868	25,427
短期借款	375	375	375	375
应付账款及票据	552	2,289	2,530	2,887
其他流动负债	1,278	755	828	942
流动负债合计	2,205	3,419	3,734	4,205
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	341	341	341	341
非流动负债合计	341	341	341	341
负债合计	2,546	3,760	4,075	4,546
股本	263	264	264	264
少数股东权益	0	3	5	8
股东权益合计	12,610	15,123	17,793	20,881
负债和股东权益合计	15,156	18,884	21,868	25,427

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	47.28	138.57	7.31	14.09
EBIT 增长率	33.29	149.48	10.83	9.84
净利润增长率	48.08	139.41	6.12	15.40
盈利能力 (%)				
毛利率	44.33	49.00	47.45	47.45
净利率	23.05	23.16	22.90	23.16
总资产收益率 ROA	7.05	13.56	12.42	12.33
净资产收益率 ROE	8.48	16.93	15.27	15.02
偿债能力				
流动比率	4.68	3.40	3.39	3.54
速动比率	3.94	2.74	2.73	2.87
现金比率	2.83	1.89	1.91	2.07
资产负债率 (%)	16.80	19.91	18.64	17.88
经营效率				
应收账款周转天数	142.91	71.00	70.00	70.00
存货周转天数	197.33	129.00	129.00	129.00
总资产周转率	0.31	0.59	0.54	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	4.05	9.68	10.28	11.86
每股净资产	47.70	57.20	67.29	78.96
每股经营现金流	0.43	12.05	12.42	13.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	89	37	35	30
PB	7.6	6.3	5.4	4.6
EV/EBITDA	65.23	27.75	24.21	21.25
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,069	2,563	2,719	3,138
折旧和摊销	217	335	465	586
营运资金变动	-1,126	302	130	-25
经营活动现金流	113	3,186	3,283	3,666
资本开支	-1,660	-3,020	-2,620	-2,120
投资	-580	47	-20	-20
投资活动现金流	-2,205	-2,959	-2,608	-2,107
股权募资	6,039	1	0	0
债务募资	364	0	0	0
筹资活动现金流	6,211	1	0	0
现金净流量	4,110	228	675	1,559

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001