

小分子 CDMO 持续加速，新业务齐头并进

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 实现营业收入 46.4 亿元, 同比增长 47.3% (剔除汇率影响增长 56.1%); 实现归母净利润 10.7 亿元, 同比增长 48.1%; 实现归母扣非净利润 9.4 亿元, 同比增长 45.2%。
- **订单爆发叠加产能释放, 推动业绩高速增长。** 公司多个新签订单持续超预期, 验证了行业龙头的高成长性, 2021 年底在手订单总额 18.98 亿美元, 同比增长 320%; 产能建设不断加速, 2021 年底公司传统批次反应釜体积达 5000 立方米。分季度看, 21Q4 实现营业收入 17.2 亿元(+60.8%, 剔除汇率影响增长 66.6%); 实现归母净利润 3.7 亿元(+73.5%); 实现归母扣非净利润 3.4 亿元(+80.9%), 营收增长提速且利润端增速显著高于收入端。
- **国内业务进入收获期, 海外合作持续深化, 小分子 CDMO 势头强劲。** 2021 年公司小分子 CDMO 实现收入 42.4 亿元, 同比增长 45.6%; 确认收入项目 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, 小分子临床及商业化收入分别增长 37.6%、51.7%。1) 国内市场: 公司在手国内 NDA 及商业化项目后期逐步落地, 国内收入同比增长 64.4%; 2) 海外市场: 公司大客户研发管线覆盖持续深化, 参与美国五大跨国制药公司 II/III 期临床小分子候选药物超 30%。
- **新兴业务多点开花, 打开长期发展天花板。** 2021 年公司新兴业务收入近 4 亿元, 同比增长 67.4%, 完成新兴服务项目 327 个。1) 化学大分子: 2021 年收入同比增长 42.5%, 开发新客户 14 家, 承接新项目 23 个, 推进到 II 期后的项目 20 余个; 2) 制剂: 持续快速增长, 2021 年收入同比增长 80.3%。其中超过 40% 来自海外客户订单, 承接 API+制剂项目 40 个; 3) 临床 CRO: 2021 年收入同比增长 83.7%, 新签 150 余个项目合同, 其中创新药项目 70 余个, 细胞治疗药物项目近 30 个。4) 生物大分子: 2021 年公司在手订单 1.3 亿元, 预计 2022H1 完成 2x2000L 抗体原液产能建设和 2x500L ADC 商业化产能建设; 苏州工艺开发实验室已具备承接研发级别订单能力。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 9.13 元、12.57 元和 16.42 元, 对应当前股价估值分别为 41 倍、30 倍和 23 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售不及预期; 集采风险; 在研产品进度不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4638.83	11146.89	14501.35	18242.69
增长率	47.28%	140.29%	30.09%	25.80%
归属母公司净利润(百万元)	1069.27	2413.68	3322.25	4340.50
增长率	48.08%	125.73%	37.64%	30.65%
每股收益 EPS(元)	4.05	9.13	12.57	16.42
净资产收益率 ROE	8.48%	16.29%	18.81%	20.34%
PE	93	41	30	23
PB	7.85	6.68	5.61	4.64

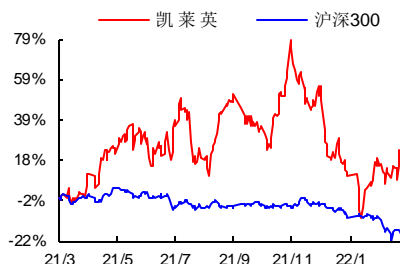
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
执业证号: S1250520090001
电话: 021-68416017
邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.64
流通 A 股(亿股)	2.34
52 周内股价区间(元)	262.12-524.92
总市值(亿元)	990.20
总资产(亿元)	151.56
每股净资产(元)	47.94

相关研究

1. 凯莱英(002821): 业绩加速增长, 多项新业务快速推进 (2021-10-27)
2. 凯莱英(002821): 业绩快速增长, 多项新业务快速推进 (2021-08-19)
3. 凯莱英(002821): 业绩增长符合预期, 2021 值得期待 (2021-04-25)
4. 凯莱英(002821): 业绩符合预期, Q4 增长显著提速 (2021-04-16)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4638.83	11146.89	14501.35	18242.69	净利润	1069.26	2413.64	3322.20	4340.43
营业成本	2582.40	6031.00	7752.36	9571.94	折旧与摊销	207.11	175.23	196.91	220.85
营业税金及附加	24.80	105.90	137.76	173.31	财务费用	7.03	86.61	2.31	1.15
销售费用	99.56	390.14	507.55	638.49	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	476.14	1839.24	2392.72	3010.04	经营营运资本变动	-911.18	-2287.95	-1339.81	-1599.64
财务费用	7.03	86.61	2.31	1.15	其他	-259.06	-14.41	-13.93	-16.42
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	113.15	373.12	2167.68	2946.37
投资收益	27.10	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1357.88	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	18.96	14.41	15.93	15.42	其他	-847.33	-205.14	-215.67	-212.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2205.21	-705.14	-715.67	-712.16
营业利润	1192.36	2708.41	3724.58	4863.18	短期借款	365.36	-375.39	0.00	0.00
其他非经营损益	0.59	-1.74	-1.88	-1.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1192.95	2706.67	3722.70	4861.37	股权融资	6046.10	0.00	0.00	0.00
所得税	123.69	293.03	400.50	520.94	支付股利	-92.52	-213.85	-482.74	-664.45
净利润	1069.26	2413.64	3322.20	4340.43	其他	-108.23	-42.86	48.64	48.76
少数股东损益	-0.02	-0.04	-0.06	-0.07	筹资活动现金流净额	6210.71	-632.10	-434.09	-615.69
归属母公司股东净利润	1069.27	2413.68	3322.25	4340.50	现金流量净额	4110.47	-964.12	1017.92	1618.52
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6234.46	5270.33	6288.25	7906.77	成长能力				
应收和预付款项	2061.27	4349.68	5842.09	7359.85	销售收入增长率	47.28%	140.29%	30.09%	25.80%
存货	1396.12	2834.16	3774.08	4692.05	营业利润增长率	45.96%	127.15%	37.52%	30.57%
其他流动资产	618.56	921.72	1078.36	1253.07	净利润增长率	48.09%	125.73%	37.64%	30.65%
长期股权投资	291.85	291.85	291.85	291.85	EBITDA 增长率	37.83%	111.18%	32.10%	29.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3291.09	3632.79	3952.80	4248.87	毛利率	44.33%	45.90%	46.54%	47.53%
无形资产和开发支出	520.33	507.99	495.64	483.29	三费率	12.56%	20.78%	20.02%	20.01%
其他非流动资产	742.63	957.60	1184.62	1407.63	净利率	23.05%	21.65%	22.91%	23.79%
资产总计	15156.30	18766.12	22907.69	27643.39	ROE	8.48%	16.29%	18.81%	20.34%
短期借款	375.39	0.00	0.00	0.00	ROA	7.05%	12.86%	14.50%	15.70%
应付和预收款项	828.55	2021.44	2635.22	3216.65	ROIC	22.77%	33.46%	33.18%	35.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.32%	26.65%	27.06%	27.88%
其他负债	1342.35	1925.75	2614.08	3092.37	营运能力				
负债合计	2546.29	3947.19	5249.30	6309.02	总资产周转率	0.42	0.66	0.70	0.72
股本	263.04	264.34	264.34	264.34	固定资产周转率	2.46	4.81	5.85	6.89
资本公积	9564.30	9564.30	9564.30	9564.30	应收账款周转率	3.31	3.94	3.23	3.13
留存收益	3273.62	5472.15	8311.66	11987.71	存货周转率	2.43	2.85	2.35	2.26
归属母公司股东权益	12610.01	14818.97	17658.49	21334.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.91%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.04	-0.10	-0.17	资本结构				
股东权益合计	12610.01	14818.93	17658.39	21334.37	资产负债率	16.80%	21.03%	22.92%	22.82%
负债和股东权益合计	15156.30	18766.12	22907.69	27643.39	带息债务/总负债	14.74%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.68	3.76	3.53	3.65
					速动比率	4.04	2.96	2.75	2.84
					股利支付率	8.65%	8.86%	14.53%	15.31%
					每股指标				
					每股收益	4.05	9.13	12.57	16.42
					每股净资产	47.70	56.06	66.80	80.71
					每股经营现金	0.43	1.41	8.20	11.15
					每股股利	0.35	0.81	1.83	2.51
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1406.50	2970.25	3923.80	5085.19					
PE	92.60	41.02	29.81	22.81					
PB	7.85	6.68	5.61	4.64					
PS	21.35	8.88	6.83	5.43					
EV/EBITDA	65.12	31.12	23.24	17.57					
股息率	0.09%	0.22%	0.49%	0.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn