

凯莱英 (002821)

证券研究报告

2022年04月21日

双轮驱动业绩高速增长，多元布局开辟成长空间

● 事件概要

公司于4月20日发布2022年一季度报告：营业收入20.62亿元，同比增长165.28%；归母净利润4.99亿元，同比增长223.59%；扣非归母净利润4.86亿元，同比增长275.76%；毛利率45.24%，较去年同期提升2.37pp；净利率24.22%，较去年同期提升4.36pp。

● 投资要点

■ 项目+客户+产能，共同驱动小分子CDMO板块业绩高速增长

经过20余年外包服务项目积累与先进技术研发积淀，公司小分子CDMO板块全球竞争力持续提升，2022Q1营业收入同比增长165.9%。从项目端来看，2021年共服务项目328个(+107)，临床前及临床早期项目235个(+88)，临床III期项目55个(+13)，商业化阶段项目38个(+6)，项目结构进一步优化。从客户端来看，公司与全球前20大制药公司中的8家连续服务超10年，同时积极开拓海内外中小客户，2021年国内业务收入同比增长64%，海外中小公司业务收入同比增长51%。从产能端来看，2021年底传统反应釜近4700m³，预计2022年底增长46%（6862m³），公司于2022年2月通过全资控股Snapdragon股权议案，未来Snapdragon将与公司连续技术平台形成协同效应，连续性技术应用力度持续加大。

■ 增资扩股引入战投，新业务多元化布局渐入收获期

公司坚持以技术革新为驱动力，依托在小分子领域积累的品牌知名度与运营管理体系，快速推动新业务板块发展，2022Q1营业收入同比增长157.4%，其中化学大分子、生物大分子、制剂、临床CRO收入增速均超过100%。生物大分子CDMO板块2022年1-2月实现营收441.86万元，人员规模超200人，增资引入高瓴创投等外部投资者后将提升整体竞争力，促进板块业务加速发展。化学大分子板块，2021年开发新客户14家，承接新项目23个，II期之后项目超20个，积极开发mRNA疫苗领域包括脂质在内的辅料，已介入多个进入临床后期的脂质项目。制剂业务板块，2021年承接API+制剂订单40个，美、韩等海外客户订单占比超40%，完成两个项目的NDA注册批次和工艺验证批次生产，有望在2022年初触发中国官方NDA审计。生物合成技术方面，酶技术平台已较为成熟，同时承担蛋白质、多肽和核酸等药物领域的核心技术能力搭建，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的研发生产项目。

● 盈利预测

根据公司一季度业务情况，我们预计公司2022-2024年营业收入为109.76/126.36/145.37亿元（原2022-2024年为124.56/142.83/176.08亿元）；归母净利润为25.36/29.47/34.29亿元（原2021-2023年为28.78/33.08/40.85亿元）；对应EPS为9.60/11.15/12.97元/股（原2021-2023年为10.89/12.52/15.45元/股），维持买入评级。

风险提示：订单波动性风险；所服务创新药终端市场需求波动风险；新业务进度不及预期风险；汇率波动风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,149.69	4,638.83	10,976.37	12,635.83	14,537.20
增长率(%)	28.04	47.28	136.62	15.12	15.05
EBITDA(百万元)	1,202.84	1,706.70	3,102.70	3,564.91	4,099.16
净利润(百万元)	722.09	1,069.27	2,536.43	2,946.71	3,428.55
增长率(%)	30.37	48.08	137.21	16.18	16.35
EPS(元/股)	2.73	4.05	9.60	11.15	12.97
市盈率(P/E)	107.08	72.31	30.48	26.24	22.55
市净率(P/B)	12.90	6.13	5.19	4.45	3.79
市销率(P/S)	24.55	16.67	7.04	6.12	5.32
EV/EBITDA	58.27	62.95	22.61	18.54	15.74

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	292.5元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	244.66
流通A股股本(百万股)	233.50
A股总市值(百万元)	71,563.38
流通A股市值(百万元)	68,299.87
每股净资产(元)	51.14
资产负债率(%)	17.54
一年内最高/最低(元)	532.49/260.30

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《凯莱英-年报点评报告:传统业务保持龙头位置，新型服务进入业绩兑现期》2022-03-31
- 《凯莱英-公司点评:港交所上市进展顺利，大订单催化增长，坚定看好未来发展》2021-11-18
- 《凯莱英-季报点评:内修外练繁花已开，业绩进入加速释放期》2021-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,124.61	6,234.46	6,736.82	10,593.91	12,152.58
应收票据及应收账款	986.11	1,816.20	3,367.08	2,319.04	3,738.13
预付账款	66.27	221.95	195.91	356.09	347.01
存货	726.38	1,396.12	2,231.35	1,631.60	2,627.33
其他	126.39	640.93	211.87	316.63	461.74
流动资产合计	4,029.77	10,309.65	12,743.02	15,217.26	19,326.79
长期股权投资	269.69	291.85	311.85	331.85	351.85
固定资产	1,534.87	2,243.84	2,436.08	2,416.05	2,193.74
在建工程	671.10	1,047.26	1,294.05	1,440.84	1,487.63
无形资产	285.67	374.15	443.86	413.58	283.29
其他	366.47	888.81	568.44	600.60	574.61
非流动资产合计	3,127.80	4,845.90	5,054.28	5,202.92	4,891.13
资产总计	7,157.57	15,156.30	17,797.30	20,420.19	24,217.92
短期借款	10.03	375.39	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	521.85	551.87	1,921.40	1,094.04	2,311.63
其他	302.22	1,146.50	718.93	1,651.44	1,219.93
流动负债合计	834.11	2,073.76	2,640.33	2,745.48	3,531.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	238.43	341.48	263.05	280.99	295.17
非流动负债合计	238.43	341.48	263.05	280.99	295.17
负债合计	1,163.01	2,546.29	2,903.38	3,026.47	3,826.74
少数股东权益	(0.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	242.45	263.04	264.34	264.34	264.34
资本公积	3,538.79	9,564.30	9,564.30	9,564.30	9,564.30
留存收益	2,354.71	3,273.62	5,302.76	7,855.01	10,901.99
其他	(141.36)	(490.95)	(237.49)	(289.93)	(339.46)
股东权益合计	5,994.55	12,610.01	14,893.92	17,393.72	20,391.18
负债和股东权益总计	7,157.57	15,156.30	17,797.30	20,420.19	24,217.92

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	722.05	1,069.26	2,536.43	2,946.71	3,428.55
折旧摊销	159.88	207.11	269.10	281.38	283.66
财务费用	20.23	17.20	(13.02)	(26.94)	(35.35)
投资损失	9.98	(27.10)	(3.00)	(4.00)	(5.00)
营运资金变动	(493.03)	(1,418.05)	(1,286.62)	1,583.86	(1,701.59)
其它	150.17	264.74	(394.43)	129.22	45.33
经营活动现金流	569.29	113.15	1,108.46	4,910.24	2,015.60
资本支出	977.06	1,400.41	856.28	359.92	(36.33)
长期投资	68.22	22.16	20.00	20.00	20.00
其他	(2,147.05)	(3,627.78)	(858.74)	(1,014.57)	(46.79)
投资活动现金流	(1,101.77)	(2,205.21)	17.54	(634.65)	(63.12)
债权融资	(33.49)	371.36	(371.12)	28.43	37.28
股权融资	2,197.06	5,696.51	(252.52)	(446.92)	(431.09)
其他	104.29	142.83	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,267.86	6,210.71	(623.64)	(418.49)	(393.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,735.38	4,118.65	502.36	3,857.09	1,558.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,149.69	4,638.83	10,976.37	12,635.83	14,537.20
营业成本	1,683.50	2,582.40	5,935.85	6,953.30	8,069.56
营业税金及附加	24.06	24.80	103.18	118.78	136.65
营业费用	84.25	99.56	219.53	328.53	348.89
管理费用	307.20	476.14	878.11	1,200.40	1,308.35
研发费用	258.93	387.48	614.68	884.51	908.57
财务费用	43.70	7.03	(13.02)	(26.94)	(35.35)
资产减值损失	(25.75)	(22.38)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.31	18.96	(394.43)	129.22	45.33
投资净收益	(9.98)	27.10	3.00	4.00	5.00
其他	(38.43)	(154.62)	0.00	0.00	0.00
营业利润	816.89	1,192.36	2,846.62	3,310.46	3,850.86
营业外收入	0.02	2.33	6.00	2.79	3.71
营业外支出	2.56	1.74	2.70	2.34	2.26
利润总额	814.36	1,192.95	2,849.92	3,310.91	3,852.30
所得税	92.30	123.69	313.49	364.20	423.75
净利润	722.05	1,069.26	2,536.43	2,946.71	3,428.55
少数股东损益	(0.04)	(0.02)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	722.09	1,069.27	2,536.43	2,946.71	3,428.55
每股收益(元)	2.73	4.05	9.60	11.15	12.97

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	28.04%	47.28%	136.62%	15.12%	15.05%
营业利润	30.98%	45.96%	138.74%	16.29%	16.32%
归属于母公司净利润	30.37%	48.08%	137.21%	16.18%	16.35%
获利能力					
毛利率	46.55%	44.33%	45.92%	44.97%	44.49%
净利率	22.93%	23.05%	23.11%	23.32%	23.58%
ROE	12.05%	8.48%	17.03%	16.94%	16.81%
ROIC	31.20%	30.22%	44.87%	37.88%	54.98%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	16.25%	16.80%	16.31%	14.82%	15.80%
净负债率	-35.27%	-46.36%	-45.20%	-60.87%	-59.56%
流动比率	4.36	4.68	4.83	5.54	5.47
速动比率	3.57	4.04	3.98	4.95	4.73
营运能力					
应收账款周转率	3.83	3.31	4.24	4.44	4.80
存货周转率	5.36	4.37	6.05	6.54	6.83
总资产周转率	0.58	0.42	0.67	0.66	0.65

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	2.73	4.05	9.60	11.15	12.97
每股经营现金流	2.15	0.43	4.19	18.58	7.62
每股净资产	22.68	47.70	56.34	65.80	77.14
估值比率					
市盈率	107.08	72.31	30.48	26.24	22.55
市净率	12.90	6.13	5.19	4.45	3.79
EV/EBITDA	58.27	62.95	22.61	18.54	15.74
EV/EBIT	67.01	71.53	24.75	20.13	16.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com