

公司研究

Q4 增长提速，高附加值订单彰显行业地位

——凯莱英 (002821.SZ) 2021 年业绩预告点评

要点

事件：公司发布 2021 年度业绩预告，预计实现营收 45.05 亿元~46.62 亿元 (+43%~+48% YOY)，归母净利润 10.40 亿元~10.76 亿元 (+44%~+49% YOY)，扣非净利润 9.08 亿元~9.40 亿元 (+41%~+46% YOY)；剔除汇率影响后，2021 年公司营收预计同比增长 52%-57%，业绩符合市场预期。

2021Q4 增长提速，小分子业务表现强劲。2021Q4，公司预计实现营收 16.75 亿元~17.30 亿元 (+57%~+62% YOY)，归母净利润 3.45 亿元~3.81 亿元 (+60%~+77% YOY)，扣非净利润 3.12 亿元~3.44 亿元 (+66%~+84% YOY)；剔除汇率影响后，2021Q4 公司营收预计同比增长 62%-67%。2021Q4 公司增长提速，且利润端增速明显高于收入端，我们预计主要是 21 年 11 月新签约 58 亿元大订单的逐步交付，常规小分子订单高增长，以及订单附加值的持续提升。2021 年全年及四季度，公司小分子收入分别同比增长 45%+、65%+，剔除汇率影响后同比增速分别为 50%+、70%+。

订单附加值持续提升+新产能释放，小分子持续高增长可期。2021H2 公司在天津、敦化等地区释放产能约 1,390m³，新产能陆续交付保证了小分子业务快速增长。2022 年公司预计在敦化、镇江基地新增产能 1,500m³。根据我们统计分析，公司近年来订单附加值提升，单吨收入由 2013 年的 7.13 百万元/吨提升至 2020 年的 15.60 百万元/吨，且明显高于同行同期。新产能的业绩弹性值得期待。

新兴业务快速增长，打开长期天花板。2021 年，公司新兴业务板块收入同比增长超过 65%，剔除汇率影响后同比增长超过 70%。**1) 化学大分子：**2021H1 收入端实现同比+98.39%的快速增长，公司正重点推进寡核苷酸 CDMO 领域的研发及产能建设。**2) 制剂业务：**实现快速且高质量的增长，2021H1 收入端同比+82.72%，40%以上的订单来自海外客户，承接 API+制剂项目 40 个。**3) 临床 CRO：**并购冠勤医药后整合效果显著，2021H1 新增签署 66 个项目合同（40 个为创新药项目），在手订单 1 亿元+人民币；同时与集团及有济医药协同，顺利承接从 CMC、药效药代药理毒理至临床前 IND 注册申报的一体化服务项目。**4) 生物大分子：**有望在 ADC 领域率先突破，上海金山 ADC 中试和早期商业化生产车间建设在推进中，有望打通从 payload、linker 到抗体的服务能力。

盈利预测、估值与评级：考虑到约 58 亿元小分子大订单的逐步交付，新兴业务进入快车道，我们上调公司 21-23 年归母净利润为 10.61/19.80/20.40 亿元（较前次预测分别上调 3.88%/49.15%/18.68%），分别同比增长 47%/87%/3%，现价对应 21-23 年 PE 为 87/47/45 倍，维持“买入”评级。

风险提示：商业化订单放量不及预期；商业化产品销量下滑导致订单规模下降。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,460	3,150	4,584	9,165	8,745
营业收入增长率	34.07%	28.04%	45.53%	99.95%	-4.58%
净利润 (百万元)	554	722	1,061	1,980	2,040
净利润增长率	29.32%	30.37%	46.91%	86.67%	3.01%
EPS (元)	2.39	2.98	4.01	7.49	7.72
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.19%	12.05%	15.30%	22.79%	19.79%
P/E	146	117	87	47	45
P/B	26.5	14.1	13.3	10.6	8.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-01-25

注：公司 2020 年末股本数为 2.42 亿股，截至 2022 年 1 月 5 日股本数增加至 2.64 亿股

买入 (维持)

当前价：349.00 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

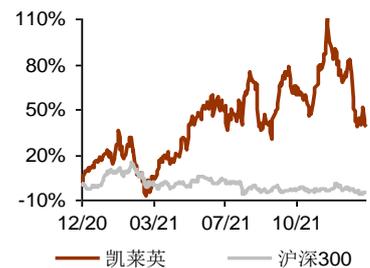
021-52523871

linxiaowei@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	2.64
总市值(亿元):	922.55
一年最低/最高(元):	227.14/532.49
近 3 月换手率:	72.69%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-17.32	-7.27	23.24
绝对	-22.22	-13.31	6.57

资料来源：Wind

相关研报

多指标显示订单饱满+扩产加速，收入有望持续高增长——凯莱英 (002821.SZ) 2021 年三季报点评 (2021-10-27)

Q2 业绩符合预期，高额未完成订单显示增长动力足——凯莱英 (002821.SZ) 2021 年中报点评 (2021-08-16)

21Q1 业绩符合预期，后续增长动力强劲——凯莱英 (002821.SZ) 2021 年一季报点评 (2021-04-25)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,460	3,150	4,584	9,165	8,745
营业成本	1,341	1,683	2,506	5,026	4,823
折旧和摊销	4	157	157	181	205
税金及附加	23	24	39	78	72
销售费用	88	84	143	286	260
管理费用	264	307	470	939	882
研发费用	193	259	368	735	707
财务费用	-4	44	-48	-10	-12
投资收益	-1	-10	0	0	0
营业利润	624	817	1,198	2,233	2,301
利润总额	624	814	1,198	2,233	2,301
所得税	70	92	137	253	261
净利润	554	722	1,061	1,980	2,040
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	554	722	1,061	1,980	2,040
EPS(元)	2.39	2.98	4.01	7.49	7.72

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	601	569	605	484	2,310
净利润	554	722	1,061	1,980	2,040
折旧摊销	4	157	157	181	205
净营运资金增加	344	458	925	2,812	-182
其他	-301	-768	-1,538	-4,489	246
投资活动产生现金流	-700	-1,102	-800	-720	-720
净资本支出	-511	-1,015	-520	-520	-520
长期投资变化	201	270	-200	-200	-200
其他资产变化	-391	-357	-80	0	0
融资活动现金流	-102	2,268	-27	624	-1,080
股本变化	1	11	22	0	0
债务净变化	0	10	-10	656	-656
无息负债变化	38	440	139	1,033	14
净现金流	-190	1,707	-222	388	509

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	45.5%	46.6%	45.3%	45.2%	44.8%
EBITDA 率	26.4%	33.4%	28.7%	28.0%	28.4%
EBIT 率	26.1%	28.3%	25.2%	26.0%	26.1%
税前净利润率	25.3%	25.9%	26.1%	24.4%	26.3%
归母净利润率	22.5%	22.9%	23.1%	21.6%	23.3%
ROA	14.7%	10.1%	12.9%	17.0%	16.1%
ROE (摊薄)	18.2%	12.0%	15.3%	22.8%	19.8%
经营性 ROIC	19.0%	18.1%	17.9%	24.4%	22.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	19%	16%	16%	26%	18%
流动比率	3.25	4.36	4.37	2.93	4.14
速动比率	2.36	3.57	3.40	2.15	3.11
归母权益/有息债务	-	586.69	37735.49	13.25	56111.36
有形资产/有息债务	-	656.70	42422.88	17.10	66271.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	3,759	7,158	8,225	11,669	12,648
货币资金	435	2,125	1,903	2,291	2,801
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	659	986	1,326	2,659	2,603
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	12	39	36	76	83
存货	449	726	1,001	1,953	1,961
其他流动资产	56	88	143	248	233
流动资产合计	1,639	4,030	4,486	7,379	7,841
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	201	270	470	670	870
固定资产	1,271	1,535	1,739	1,944	2,142
在建工程	360	671	766	837	890
无形资产	122	286	300	314	327
商誉	0	43	43	43	43
其他非流动资产	54	170	284	284	284
非流动资产合计	2,120	3,128	3,739	4,290	4,808
总负债	713	1,163	1,292	2,980	2,339
短期借款	0	10	0	656	0
应付账款	267	522	660	1,294	1,336
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	20	0	25	41	29
其他流动负债	0	1	4	13	12
流动负债合计	504	925	1,025	2,520	1,893
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	148	151	209	392	375
非流动负债合计	209	238	266	461	446
股东权益	3,046	5,995	6,933	8,689	10,309
股本	231	242	264	264	264
公积金	1,197	3,607	3,649	3,649	3,649
未分配利润	1,698	2,287	3,138	4,893	6,521
归属母公司权益	3,046	5,995	6,933	8,689	10,309
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.56%	2.67%	3.12%	3.12%	2.97%
管理费用率	10.74%	9.75%	10.25%	10.25%	10.08%
财务费用率	-0.18%	1.39%	-1.05%	-0.11%	-0.14%
研发费用率	7.83%	8.22%	8.02%	8.02%	8.09%
所得税率	11%	11%	11%	11%	11%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.60	0.85	1.56	1.60
每股经营现金流	2.60	2.35	2.29	1.83	8.74
每股净资产	13.17	24.73	26.23	32.87	39.00
每股销售收入	10.63	12.99	17.34	34.67	33.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	146	117	87	47	45
PB	26.5	14.1	13.3	10.6	8.9
EV/EBITDA	124.8	79.2	69.3	36.0	36.5
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE