

凯莱英 (002821.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

商业化项目再创新高，产能扩建助力

订单加速释放

业绩简评

2023年3月30日，公司发布2022年报，全年实现营业收入102.55亿元(+121.08%)；归母净利润33.02亿元(+208.77%)；扣非归母净利润32.31亿元(+245.44%)。Q4实现营业收入24.44亿元(+42.42%)；归母净利润5.81亿元(+55.09%)；扣非归母净利润5.47亿元(+61.39%)。公司持续巩固小分子CDMO全球领先地位，商业化项目带来的规模效应显著。

经营分析

小分子业务增长强劲，大订单带来历史级收入，规模效益持续释放。小分子收入92.53亿元(+118.32%)，其中临床CDMO收入16.66亿元(-3.31%)，商业化CDMO收入75.87亿元(+201.67%)。公司与美国某大型药企签订的93亿大订单中，2022年完成59.10亿元，累计完成71.41亿元，剩余21.59亿元预计2023年完成。项目漏斗效应明显，全年完成小分子CDMO项目399个(+21.65%)，其中商业化40个(+5.26%)、临床三期62个(+12.73%)，KRAS、JAK、TYK2等热门或大药靶点在临床三期中占比超60%，具有较高的商业化潜力。2022年连续性反应、生物酶等新技术的应用占比超过40%，商业化CDMO毛利率提升至50.54%，经营效率不断改善。

新兴业务进入快速发展阶段，未来成长确定性较强。新兴业务收入9.96亿元(+150.52%)，其中化学大分子收入3.73亿元(+138.71%)、临床CRO收入2.64亿元(+201.44%)、制剂业务收入2.29亿元(+84.73%)、生物药CDMO收入1.01亿元，服务客户及项目数量持续增长。

产能持续扩张，满足加速增长在手订单需求。小分子传统反应釜产能5300m³，连续性反应产能增长近400%，生产效率大幅提高，化学大分子、生物CDMO等也积极布局研发中心及生产车间建设。目前在手订单11.50亿美元，公司具有充足的产能保障。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为33.71/38.51/45.61亿元，对应PE分别为15/13/11倍，维持“买入”评级。

风险提示

服务的主要创新药退市或被大规模召回风险、临床阶段项目运营风险、核心技术人员流失风险、政策变化风险、汇率风险等。

医药组

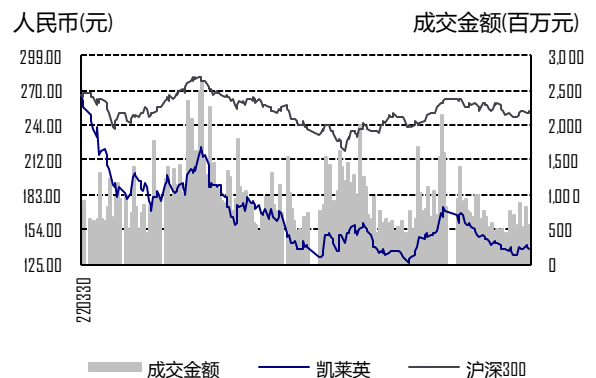
分析师：王班 (执业S1130520110002)

wang_ban@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：138.11元

相关报告：

1. 《凯莱英公司点评：小分子业务强劲，新兴业务全面开花》，2023.1.31
2. 《双轮驱动三季报高成长-三季报业绩点评》，2022.10.28
3. 《前三季度经营跨越新台阶，业务高速增长-凯莱英22年三季报预告...》，2022.10.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,639	10,255	10,903	12,069	13,945
营业收入增长率	47.28%	121.08%	6.32%	10.70%	15.54%
归母净利润(百万元)	1,069	3,302	3,371	3,851	4,561
归母净利润增长率	48.08%	208.77%	2.11%	14.22%	18.44%
摊薄每股收益(元)	4.064	8.924	9.114	10.410	12.330
每股经营性现金流净额	0.43	8.88	10.00	11.00	12.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.48%	21.10%	17.20%	16.68%	16.72%
P/E	107.02	16.59	15.15	13.27	11.20
P/B	9.08	3.50	2.61	2.21	1.87

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	3,150	4,639	10,255	10,903	12,069	13,945	货币资金	2,125	6,234	5,290	9,046	12,274	16,278	
增长率		47.3%	121.1%	6.3%	10.7%	15.5%	应收款项	1,025	1,839	2,570	2,757	3,052	3,526	
主营业务成本	-1,683	-2,582	-5,398	-5,600	-6,121	-6,991	存货	726	1,396	1,510	1,572	1,719	1,963	
%销售收入	53.4%	55.7%	52.6%	51.4%	50.7%	50.1%	其他流动资产	154	841	2,491	2,007	1,641	1,486	
毛利	1,466	2,056	4,858	5,303	5,948	6,954	流动资产	4,030	10,310	11,860	15,383	18,686	23,253	
%销售收入	46.6%	44.3%	47.4%	48.6%	49.3%	49.9%	%总资产	56.3%	68.0%	65.0%	69.8%	72.6%	76.8%	
营业税金及附加	-24	-25	-57	-58	-64	-74	长期投资	305	396	390	410	430	450	
%销售收入	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	2,206	3,291	4,695	5,293	5,615	5,553	
销售费用	-84	-100	-150	-153	-163	-181	%总资产	30.8%	21.7%	25.7%	24.0%	21.8%	18.3%	
%销售收入	2.7%	2.1%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	无形资产	331	566	754	843	898	930	
管理费用	-307	-476	-806	-840	-917	-1,046	非流动资产	3,128	4,846	6,379	6,664	7,055	7,040	
%销售收入	9.8%	10.3%	7.9%	7.7%	7.6%	7.5%	%总资产	43.7%	32.0%	35.0%	30.2%	27.4%	23.2%	
研发费用	-259	-387	-709	-747	-827	-948	资产总计	7,158	15,156	18,239	22,048	25,741	30,293	
%销售收入	8.2%	8.4%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%	短期借款	10	389	28	40	50	60	
息税前利润 (EBIT)	792	1,068	3,136	3,506	3,977	4,704	应付款项	690	1,403	1,405	1,479	1,617	1,847	
%销售收入	25.1%	23.0%	30.6%	32.2%	33.0%	33.7%	其他流动负债	224	413	744	802	887	1,024	
财务费用	-44	-7	498	187	258	332	流动负债	925	2,205	2,177	2,321	2,555	2,931	
%销售收入	1.4%	0.2%	-4.9%	-1.7%	-2.1%	-2.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-26	-22	-26	-8	-1	-1	其他长期负债	238	341	367	80	58	42	
公允价值变动收益	5	19	83	80	60	50	负债	1,163	2,546	2,544	2,400	2,613	2,974	
投资收益	-10	27	7	8	10	12	普通股股东权益	5,995	12,610	15,647	19,600	23,081	27,272	
%税前利润	n.a	2.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其中：股本	242	263	370	370	370	370	
营业利润	817	1,192	3,731	3,814	4,355	5,158	未分配利润	2,287	3,170	6,155	8,861	12,342	16,533	
营业利润率	25.9%	25.7%	36.4%	35.0%	36.1%	37.0%	少数股东权益	0	0	48	48	48	48	
营业外收支	-3	1	-6	-4	-4	-4	负债股东权益合计	7,158	15,156	18,239	22,048	25,741	30,293	
税前利润	814	1,193	3,725	3,810	4,351	5,154	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	25.9%	25.7%	36.3%	34.9%	36.1%	37.0%	每股指标							
所得税	-92	-124	-430	-438	-500	-593	每股收益	2.978	4.064	8.924	9.114	10.410	12.330	
所得税率	11.3%	10.4%	11.6%	11.5%	11.5%	11.5%	每股净资产	24.718	47.933	42.292	52.984	62.394	73.724	
净利润	722	1,069	3,295	3,371	3,851	4,561	每股经营现金净流	2.347	0.430	8.884	9.996	10.997	12.692	
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.800	1.800	1.000	1.000	
归属于母公司的净利润	722	1,069	3,302	3,371	3,851	4,561	回报率							
净利率	22.9%	23.1%	32.2%	30.9%	31.9%	32.7%	净资产收益率	12.05%	8.48%	21.10%	17.20%	16.68%	16.72%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.09%	7.05%	18.10%	15.29%	14.96%	15.06%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	11.52%	7.30%	17.54%	15.76%	15.19%	15.21%	
净利润	722	1,069	3,295	3,371	3,851	4,561	增长率							
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0	主营业务收入增长率	28.04%	47.28%	121.08%	6.32%	10.70%	15.54%	
非现金支出	186	239	388	457	530	587	EBIT增长率	43.45%	34.95%	193.55%	11.79%	13.43%	18.29%	
非经营收益	12	-69	-380	11	-62	-55	净利润增长率	30.37%	48.08%	208.77%	2.11%	14.22%	18.44%	
营运资金变动	-351	-1,126	-15	-142	-251	-398	总资产增长率	90.42%	111.75%	20.34%	20.88%	16.75%	17.68%	
经营活动现金净流	569	113	3,287	3,698	4,068	4,695	资产管理能力							
资本开支	-1,015	-1,660	-2,081	-896	-904	-554	应收账款周转天数	95.3	110.2	75.9	88.0	88.0	88.0	
投资	-83	-580	-2,622	560	440	230	存货周转天数	127.4	150.0	98.3	103.0	103.0	103.0	
其他	-4	34	31	8	10	12	应付账款周转天数	85.5	75.9	37.9	39.0	39.0	39.0	
投资活动现金净流	-1,102	-2,205	-4,671	-328	-454	-312	固定资产周转天数	177.9	176.6	128.9	134.6	128.3	107.6	
股权募资	2,394	6,039	701	1,247	0	0	偿债能力							
债权募资	10	364	-375	-157	10	10	净负债/股东权益	-35.27%	-49.54%	-47.23%	-54.24%	-58.26%	-63.21%	
其他	-136	-192	-1,069	-672	-375	-373	EBIT利息保障倍数	18.1	152.0	-6.3	-18.8	-15.4	-14.2	
筹资活动现金净流	2,268	6,211	-743	418	-365	-363	资产负债率	16.25%	16.80%	13.95%	10.89%	10.15%	9.82%	
现金净流量	1,707	4,110	-1,814	3,787	3,250	4,020								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-26	买入	351.00	N/A
2	2022-03-31	买入	374.59	N/A
3	2022-04-21	买入	292.50	N/A
4	2022-07-15	买入	269.85	N/A
5	2022-08-26	买入	167.66	N/A
6	2022-10-24	买入	142.70	N/A
7	2022-10-28	买入	149.39	N/A
8	2023-01-31	买入	166.12	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

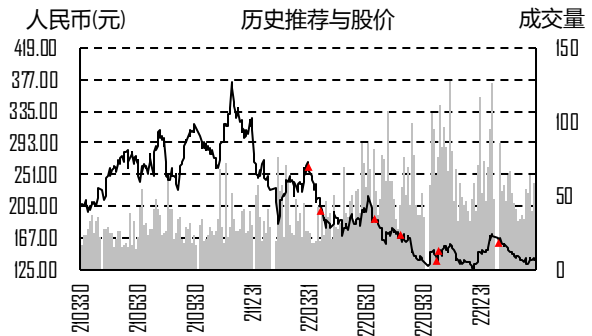
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402