

收盘价：133.69 元

2023年04月03日

东海证券  
DONGHAI SECURITIES

## 买入（维持）

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

杜永宏 S0630522040001

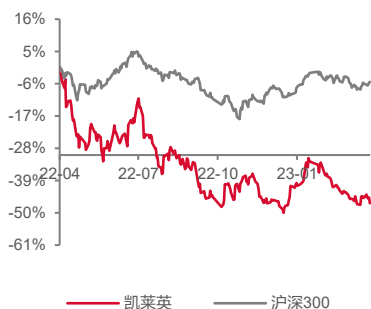
dyh@longone.com.cn

## 证券分析师

伍可心 S0630522120001

wux@longone.com.cn

总股本(万股)	36,992
流通A股/B股(万股)	32,756/0
资产负债率(%)	13.95%
市净率(倍)	3.16
净资产收益率(加权)	23.56
12个月内最高/最低价	174.55 / 129.58



## 相关研究

《公司简评：凯莱英（002821）——业绩持续高增长，综合服务能力提升》2022.10.28

《公司点评报告：凯莱英（002821）-大订单拉动业绩高增长，新兴业务快速发展》2022.08.29

## 业绩高增长，新兴业务值得期待

## ——凯莱英（002821）公司简评报告

## 投资要点

- **业绩保持高增长。**公司3月31日发布2022年报。2022年公司实现营收102.55亿元，同比增长121.08%；实现归母净利润33.02亿元，同比增长208.77%。其中，第四季度公司实现营收24.44亿元，同比增长42.42%；实现归母净利润5.81亿元，同比增长55.09%。受大订单影响，公司业绩实现了超高增长。
- **公司持续做深做广，客户群持续扩大，境内外收入增速100%+。**2022年，公司来自境外收入86.91亿元（YoY+117.41%），其中欧美地区收入增长112.95%，亚太地区（除中国外）收入增长199.38%；境内市场进入收获期，收入15.64亿元（YoY+143.89%）。2022年，公司收入中大约企业收入73.76亿元（YoY+150.45%）；公司坚持做广，订单客户561家，活跃客户超1,000家，持续扩大服务客户群体，来自中小制药公司收入28.79亿元（YoY+70.00%）。截至报告期发布，公司在手订单合计11.50亿美元（含2023年已执行的订单）。
- **商业化阶段：受益于大订单交付，收入强劲增长。**2022年，公司在手大订单带动下，商业化收入大幅增长，实现收入75.87亿元（预计常规业务19.52亿元，受大订单产能挤压，同比下滑22.38%），同比增长201.67%，实现毛利38.34亿元，同比增长220.38%，毛利率50.54%。公司2022年完成商业化项目40个，完成大订单56.35亿元，2023年尚有21.59亿元待交付，该项目的业绩记录给公司带来良好的示范效应，有力推动同其他跨国客户商业化API的深化合作，截至本报告披露日，公司新增大型跨国公司API验证项目2个。
- **临床阶段：项目储备充裕，漏斗效应持续扩大。**2022年，公司小分子临床CDMO业务实现收入16.66亿元，同比下降3.31%，主要系2021年交付与抗病毒相关的两个规模较大项目，若剔除这一因素，收入同比增长19.00%；实现毛利6.88亿元，同比下降2.05%，毛利率41.28%，较2021年提升1.22个百分点。公司持续加大早期项目开拓力度，战略性储备潜在重磅项目，奠定长期增长基础。2022年，公司共计完成临床阶段项目359个，其中临床III期项目62个，临床及临床前项目297个。公司服务的临床三期项目涉及诸多热门靶点或大药靶点，项目占比超过60%，例如KRAS、JAK、TYK2等，为持续获取重磅药商业化订单提供项目储备。
- **新兴业务：公司小分子龙头优势及业务间协同效应显著，多项新兴业务高速增长。**2022年，公司新兴业务板块实现收入9.96亿元，同比增长150.52%；实现毛利3.35亿元，同比增长113.20%，毛利率33.68%，较2021年降5.92个百分点，主要系生物CDMO业务尚处于业务拓展期，毛利率相对较低。**2022年，按细分业务来看：**1）**化学大分子：**收入3.73亿元（YoY+138.71%），报告期内合计开发新客户40余家，承接新项目68个，推进到Phase II之后的项目合计超25个。2）**临床研究：**收入2.64亿元（YoY+201.44%），协同公司多年积累的客户资源，持续加大客户和项目开拓力度，新增签署260余个项目合同，其中150余个为创新药项目，优势领域肿瘤、免疫、感染&传染类项目近百项，II、III期项目逐渐增多。3）**制剂：**制剂业务延续持续快速增长态势，实现收入2.29亿元（YoY+84.73%），承接制剂项目超100个，其中包括十余项NDA项目，新增客户主要来自中国、美国、韩国等地。报告期内，制剂团队顺利完成多个客户项目的工艺验证和NDA申报，为制剂业务2023年取得国家局现场核查和步入商业化阶段生产打下了坚实的基础。4）**生物大分子：**实现收入1.01亿元。项目数量大幅增长，项目类型进一步丰富，报告期内服务项目达48个，其中有11个IND项目，各类研发项目37个，根据在手项目执行情况，预计包括抗体偶联药物在内的各

类偶联药物在未来的收入占比会进一步提升。**5) 合成生物技术:**CSBT在报告期内取得多个实质性突破,已出色承接并完成第一个临床后期口服药用酶的研发生产,第一个生物类新药上市申报(BLA)工艺表征项目,第一个药用酶50-500L规模的纯化生产等多个订单。公司酶技术平台已经开始被逐渐用于海内外客户的创新药项目或生命周期管理的商业化项目,未来发展潜能巨大。

- **投资建议:**公司是化学小分子CDMO龙头,技术全球领先,伴随公司产业链持续拓展,业务间协同效应显著,新兴业务实现高速发展可期,第二增长曲线明确。我们预测公司2023-2025年归属于母公司净利润分别为23.77亿元、24.72亿元和36.41亿元,对应EPS分别为6.42元、6.68元和9.84元,当前股价对应PE分别为20.81/20.01/13.58倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:**产能释放不及预期风险;行业竞争加剧风险;订单不及预期风险。

#### 盈利预测与估值简表

单位:百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10255.33	9460.86	10612.80	13900.41
增长率	121.08%	-7.75%	12.18%	30.98%
归母净利润	3301.64	2376.66	2471.78	3641.03
增长率	208.77%	-28.02%	4.00%	47.30%
EPS(元)	9.02	6.42	6.68	9.84
P/E	16.41	20.81	20.01	13.58

资料来源:Wind,东海证券研究所,2023年4月3日

## 附录：三大报表预测值

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10255	9461	10613	13900	货币资金	5290	7135	6115	7499
%同比增速	121%	-8%	12%	31%	交易性金融资产	2151	2651	3251	4951
营业成本	5398	5319	6146	8036	应收账款及应收票据	2451	2437	3164	4327
毛利	4858	4142	4467	5865	存货	1510	1740	2358	3000
%营业收入	47%	44%	42%	42%	预付账款	111	186	215	281
税金及附加	57	58	63	75	其他流动资产	348	230	353	300
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	11860	14379	15456	20358
销售费用	150	142	180	348	长期股权投资	277	277	277	277
%营业收入	1%	2%	2%	3%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	806	747	860	1182	固定资产合计	3622	4180	4684	5040
%营业收入	8%	8%	8%	9%	无形资产	473	552	625	692
研发费用	709	643	732	1001	商誉	146	146	146	146
%营业收入	7%	7%	7%	7%	递延所得税资产	178	178	178	178
财务费用	-498	-50	-68	-56	其他非流动资产	1682	2081	2338	2356
%营业收入	-5%	-1%	-1%	0%	资产总计	18239	21794	23705	29047
资产减值损失	-3	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
信用减值损失	-22	0	0	0	应付票据及应付账款	569	1499	891	2234
其他收益	36	66	74	97	预收账款	0	0	0	0
投资收益	7	0	0	0	应付职工薪酬	349	352	407	532
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	117	126	141	185
公允价值变动收益	83	0	0	700	其他流动负债	1142	1336	1264	1403
资产处置收益	-4	0	0	0	流动负债合计	2177	3313	2703	4354
营业利润	3731	2668	2773	4113	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	36%	28%	26%	30%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-6	0	0	0	递延所得税负债	89	89	89	89
利润总额	3725	2668	2773	4113	其他非流动负债	278	328	378	428
%营业收入	36%	28%	26%	30%	负债合计	2544	3731	3170	4871
所得税费用	430	292	302	472	归属于母公司的所有者权益	15647	18016	20487	24128
净利润	3295	2377	2472	3641	少数股东权益	48	48	48	48
%营业收入	32%	25%	23%	26%	股东权益	15695	18063	20535	24176
归属于母公司的净利润	3302	2377	2472	3641	负债及股东权益	18239	21794	23705	29047
%同比增速	209%	-28%	4%	47%	现金流量表（百万元）				
少数股东损益	-7	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
EPS（元/股）	9.02	6.42	6.68	9.84	经营活动现金流净额	3287	3887	1013	3519
基本指标					投资	-2622	-500	-600	-1700
	2022A	2023E	2024E	2025E	资本性支出	-2081	-1480	-1380	-1080
EPS	9.02	6.42	6.68	9.84	其他	31	-100	-100	600
BVPS	42.29	48.70	55.38	65.23	投资活动现金流净额	-4671	-2080	-2080	-2180
PE	16.41	20.81	20.01	13.58	债权融资	-375	50	50	50
PEG	0.08	—	5.00	0.29	股权融资	701	-9	0	0
PB	3.50	2.75	2.41	2.05	支付股利及利息	-219	-3	-4	-5
EV/EBITDA	14.13	13.44	13.00	10.31	其他	-850	0	0	0
ROE	21%	13%	12%	15%	筹资活动现金流净额	-743	39	46	45
ROIC	18%	13%	12%	12%	现金净流量	-1814	1845	-1020	1384

资料来源：携宁，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089