



凯莱英 (002821.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主业与新兴业务持续高增长，产能陆续释放

业绩简评

2023年8月29日公司披露半年报,上半年公司实现营业收入46.21亿元,同比下降8.33%;实现归母净利润16.86亿元,同比下降3.09%;实现扣非净利润15.67亿元,同比下降7.72%。

经营分析

业务拆分: 扣除大订单后主业增长 33%。1)小分子业务扣除大订单同比增长**32.96%**。上半年,小分子业务实现收入40.87亿元,同比下降12.36%;剔除大订单后收入21.42亿元,同比增长32.96%。其中,商业化项目端实现收入32.27亿元,剔除大订单后收入12.83亿元,同比增长61.17%。毛利率59.11%,同比增加10.91%。临床项目新增56个,其中临床III期项目52个,实现收入8.59亿元,剔除特定抗病毒项目影响,同比增长7.23%。公司多个重磅靶点的临床III期项目如GLP-1、KRAS、JAK、TYK2等将为持续获取重磅药商业化订单提供项目储备。**2)新兴业务快速发展,同比增长34.89%**。上半年新兴业务板块实现收入5.31亿元。分板块看,生物大分子CDMO业务收入同比增长160.85%;制剂CDMO业务增长34.63%;临床研究服务增长26.59%;化学大分子CDMO业务增长29.58%。化学大分子CDMO业务中,公司重点推进的寡核苷酸CDMO业务收入同比增长超过76%,多肽业务上半年新增9个项目。

产能释放、加大海外市场和新兴业务板块销售布局:报告期内公司固定资产同比增长41.81%。其中,化学大分子专属生产车间1已经顺利投产,其中布局10条寡核苷酸中试—商业化生产线,合成产能500kg/年,预计到2024年上半年,固相合成总产能将超过10,000L,满足百公斤级别的固相多肽商业化生产需求。销售费用上半年同比增长59.7%,主要系公司积极深耕海外市场,加速拓展新兴业务板块所致。此外,公司上半年毛利率提升,或系汇兑损益由去年同期的-2.7亿下降至-0.7亿所致。

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14.47/12.67/10.70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

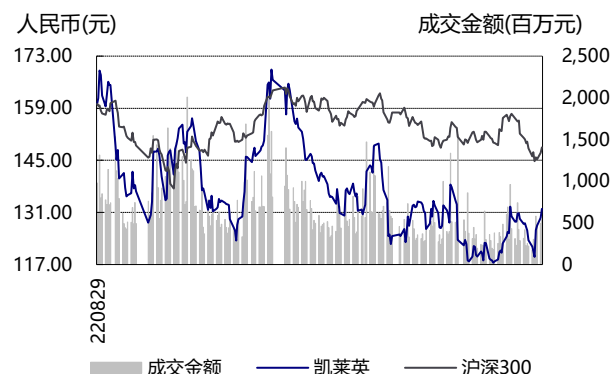
分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):132.00元

相关报告:

- 《凯莱英公司点评:小分子业务稳健增长,新兴业务强劲》,2023.4.30
- 《凯莱英公司点评:商业化项目再创新高,产能扩建助力订单加速释放》,2023.3.31
- 《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



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	9.121	10.418	12.339
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	14.47	12.67	10.70
P/B	9.08	3.50	2.49	2.11	1.79

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,150	4,639	10,255	10,903	12,069	13,945
增长率		47.3%	121.1%	6.3%	10.7%	15.5%
主营业务成本	-1,683	-2,582	-5,398	-5,600	-6,121	-6,991
%销售收入	53.4%	55.7%	52.6%	51.4%	50.7%	50.1%
毛利	1,466	2,056	4,858	5,303	5,948	6,954
%销售收入	46.6%	44.3%	47.4%	48.6%	49.3%	49.9%
营业税金及附加	-24	-25	-57	-58	-64	-74
%销售收入	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-84	-100	-150	-153	-163	-181
%销售收入	2.7%	2.1%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
管理费用	-307	-476	-806	-840	-917	-1,046
%销售收入	9.8%	10.3%	7.9%	7.7%	7.6%	7.5%
研发费用	-259	-387	-709	-747	-827	-948
%销售收入	8.2%	8.4%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	792	1,068	3,136	3,506	3,977	4,704
%销售收入	25.1%	23.0%	30.6%	32.2%	33.0%	33.7%
财务费用	-44	-7	498	187	258	332
%销售收入	1.4%	0.2%	-4.9%	-1.7%	-2.1%	-2.4%
资产减值损失	-26	-22	-26	-8	-1	-1
公允价值变动收益	5	19	83	80	60	50
投资收益	-10	27	7	8	10	12
%税前利润	n.a	2.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	817	1,192	3,731	3,814	4,355	5,158
营业利润率	25.9%	25.7%	36.4%	35.0%	36.1%	37.0%
营业外收支	-3	1	-6	-4	-4	-4
税前利润	814	1,193	3,725	3,810	4,351	5,154
利润率	25.9%	25.7%	36.3%	34.9%	36.1%	37.0%
所得税	-92	-124	-430	-438	-500	-593
所得税率	11.3%	10.4%	11.6%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润	722	1,069	3,295	3,371	3,851	4,561
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0
归属于母公司的净利润	722	1,069	3,302	3,371	3,851	4,561
净利率	22.9%	23.1%	32.2%	30.9%	31.9%	32.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	722	1,069	3,295	3,371	3,851	4,561
少数股东损益	0	0	-7	0	0	0
非现金支出	186	239	388	457	530	587
非经营收益	12	-69	-380	11	-62	-55
营运资金变动	-351	-1,126	-15	-142	-251	-398
经营活动现金净流	569	113	3,287	3,698	4,068	4,695
资本开支	-1,015	-1,660	-2,081	-896	-904	-554
投资	-83	-580	-2,622	560	440	230
其他	-4	34	31	8	10	12
投资活动现金净流	-1,102	-2,205	-4,671	-328	-454	-312
股权募资	2,394	6,039	701	1,247	0	0
债权募资	10	364	-375	-157	10	10
其他	-136	-192	-1,069	-672	-375	-373
筹资活动现金净流	2,268	6,211	-743	418	-365	-363
现金净流量	1,707	4,110	-1,814	3,787	3,250	4,020

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,125	6,234	5,290	9,046	12,274	16,278
应收款项	1,025	1,839	2,570	2,757	3,052	3,526
存货	726	1,396	1,510	1,572	1,719	1,963
其他流动资产	154	841	2,491	2,007	1,641	1,486
流动资产	4,030	10,310	11,860	15,383	18,686	23,253
%总资产	56.3%	68.0%	65.0%	69.8%	72.6%	76.8%
长期投资	305	396	390	410	430	450
固定资产	2,206	3,291	4,695	5,293	5,615	5,553
%总资产	30.8%	21.7%	25.7%	24.0%	21.8%	18.3%
无形资产	331	566	754	843	898	930
非流动资产	3,128	4,846	6,379	6,664	7,055	7,040
%总资产	43.7%	32.0%	35.0%	30.2%	27.4%	23.2%
资产总计	7,158	15,156	18,239	22,048	25,741	30,293
短期借款	10	389	28	40	50	60
应付款项	690	1,403	1,405	1,479	1,617	1,847
其他流动负债	224	413	744	802	887	1,024
流动负债	925	2,205	2,177	2,321	2,555	2,931
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	238	341	367	80	58	42
负债	1,163	2,546	2,544	2,400	2,613	2,974
普通股股东权益	5,995	12,610	15,647	19,600	23,081	27,272
其中：股本	242	263	370	370	370	370
未分配利润	2,287	3,170	6,155	8,861	12,342	16,533
少数股东权益	0	0	48	48	48	48
负债股东权益合计	7,158	15,156	18,239	22,048	25,741	30,293

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.978	4.064	8.924	9.121	10.418	12.339
每股净资产	24.718	47.933	42.292	53.021	62.438	73.776
每股经营现金净流	2.347	0.430	8.884	9.996	10.997	12.692
每股股利	0.000	0.000	0.800	1.800	1.000	1.000
回报率						
净资产收益率	12.05%	8.48%	21.10%	17.20%	16.68%	16.72%
总资产收益率	10.09%	7.05%	18.10%	15.29%	14.96%	15.06%
投入资本收益率	11.52%	7.30%	17.54%	15.76%	15.19%	15.21%
增长率						
主营业务收入增长率	28.04%	47.28%	121.08%	6.32%	10.70%	15.54%
EBIT 增长率	43.45%	34.95%	193.55%	11.79%	13.43%	18.29%
净利润增长率	30.37%	48.08%	208.77%	2.11%	14.22%	18.44%
总资产增长率	90.42%	111.75%	20.34%	20.88%	16.75%	17.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.3	110.2	75.9	88.0	88.0	88.0
存货周转天数	127.4	150.0	98.3	103.0	103.0	103.0
应付账款周转天数	85.5	75.9	37.9	39.0	39.0	39.0
固定资产周转天数	177.9	176.6	128.9	134.6	128.3	107.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.27%	-49.54%	-47.23%	-54.24%	-58.26%	-63.21%
EBIT 利息保障倍数	18.1	152.0	-6.3	-18.8	-15.4	-14.2
资产负债率	16.25%	16.80%	13.95%	10.89%	10.15%	9.82%

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	2022-04-21	买入	292.50	N/A
2	2022-07-15	买入	269.85	N/A
3	2022-08-26	买入	167.66	N/A
4	2022-10-24	买入	142.70	N/A
5	2022-10-28	买入	149.39	N/A
6	2023-01-31	买入	166.12	N/A
7	2023-03-31	买入	138.11	N/A
8	2023-04-30	买入	126.45	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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究