

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

凯莱英(002821)

投资评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 新兴业务快速发展, 在手订单保障增长

2022年08月26日

事件: 凯莱英发布 2022 年半年度业绩公告。公司实现营收 50.41 亿元, 同比增长 186.40%; 实现归母净利润 17.40 亿元, 同比增长 305.31%; 扣非归母净利润 16.99 亿元, 同比增长 381.87%。

点评:

- **规模效应显著降低期间费用率, 拉升利润率。**2022H1, 公司综合毛利率为 47.02%, 同比+2.14pp; 归母净利率为 34.52%, 同比+10.13pp; 扣非归母净利率为 33.70%, 同比+13.67pp, 大订单的高附加值以及公司流动化学生产技术的应用共同拉升利润率。在费用率方面, 公司当期期间费用率为 7.22% (-7.37pp), 其中销售/管理/研发/财务费用率为 1.02% (-1.23pp) / 6.61% (-4.22pp) / 5.22% (-4.09pp) / -5.64% (-5.65pp), 大订单带来的规模效应叠加汇兑收益显著压低费用率。
- **国内市场超预期增长, 新兴业务多点开发、各有突破。**2022H1, 国外市场实现收入 43.46 亿元 (同比+176.98%), 国内实现收入 6.91 亿元 (同比+261.55%), 国内小分子 CDMO 业务实现 3.82 亿元 (同比+259.53%), 国内市场进入收获期, 当期收入超预期增长。在小分子 CDMO 领域, 当期实现收入 46.44 亿元 (同比+187.25%), 其中临床阶段实现 9.68 亿元 (同比+16.73%), 商业化阶段实现 36.76 亿元 (同比+366.79%), 作为公司传统优势业务, 目前在手订单 12.45 亿美元, 保障公司业绩稳定发展。在**新兴业务**领域, 当期共实现收入 3.93 亿元 (同比+173.86%), 完成项目 476 个, 其中: 化学大分子业务收入同比增长 210.74%, 新签项目近 50 项; 制剂业务收入同比增长 79.41%, 新签项目约 100 项, 其中小核酸类业务收入同比增长 376%, 在谈订单数量大幅上升, 呈现高景气态势; 临床研究服务收入同比增长 242.02%, 新签项目 170+项, 在手订单超 4.5 亿元人民币, 业务快速成长; 生物大分子业务在手订单超 2.6 亿元人民币, 合成生物学技术平台建设日趋完善, 为公司提供前沿技术支持。
- **产能+技术持续驱动发展, 综合实力持续提升。**2022H1, 公司小分子 CDMO 传统产能约 5300 m<sup>3</sup>, 连续化反应产能同比增长近 400%, 大幅提高公司生产效率。新建产能方面, 公司天津一幢 API 厂房已启动设备安装, 苏州研发中心及泰兴生产基地即将审批, 预计于 2023 年交付落地; 化学大分子预计有 1.2Wm<sup>2</sup>的研发中心和 0.95Wm<sup>2</sup>的 GMP 厂房于 2022 年底完成建设; 合成生物技术相关基地计划在 2022Q4 完成主体建设; 大分子 CDMO 业务在上海金山和苏州各有研发及生产中心, 新建产能的持续落地将完善公司产能布局。在技术拓展方面, 在原有的 CEPS\CFCT\CBST\CIMT 四大技术中心的基础上, 公司另外组建了 IAPM\CDDF\CBTI\TICCR, 八大技术平台为公司发展提供多维度支持。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 110.50/117.26/121.66 亿元, 同比增长 138.2%/6.1%/3.7%; 归母净利润分别为 29.05/27.71/28.68 亿元, 同比增长 171.7%/-4.6%/3.5%, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 21/22/22 倍。
- **风险因素:** 行业竞争加剧、医药行业研发投入及外包需求下降风险、国内国际政策、核心技术人员流失等风险。

| 重要财务指标            | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)        | 3,150 | 4,639 | 11,050 | 11,726 | 12,166 |
| 增长率 YoY %         | 28.0% | 47.3% | 138.2% | 6.1%   | 3.7%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 722   | 1,069 | 2,905  | 2,771  | 2,868  |
| 增长率 YoY%          | 30.4% | 48.1% | 171.7% | -4.6%  | 3.5%   |
| 毛利率%              | 46.6% | 44.3% | 45.8%  | 45.0%  | 45.0%  |
| 净资产收益率ROE%        | 12.0% | 8.5%  | 18.6%  | 15.1%  | 13.5%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 3.10  | 4.40  | 7.85   | 7.49   | 7.75   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 96.50 | 98.86 | 21.36  | 22.39  | 21.63  |
| 市净率 P/B(倍)        | 12.10 | 9.08  | 3.97   | 3.37   | 2.92   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 25 日收盘价

| 资产负债表         |       |        | 单位:百万元 |        |        |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度          | 2020A | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 流动资产          | 4,030 | 10,310 | 15,131 | 17,519 | 20,208 |
| 货币资金          | 2,125 | 6,234  | 6,752  | 8,821  | 11,639 |
| 应收票据          | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款          | 986   | 1,816  | 3,330  | 3,534  | 3,666  |
| 预付账款          | 66    | 222    | 539    | 452    | 335    |
| 存货            | 726   | 1,396  | 3,282  | 3,181  | 2,933  |
| 其他            | 126   | 642    | 1,228  | 1,532  | 1,634  |
| 非流动资产         | 3,128 | 4,846  | 5,411  | 5,674  | 5,771  |
| 长期股权投资        | 270   | 292    | 302    | 312    | 322    |
| 固定资产          | 1,535 | 2,244  | 2,563  | 2,764  | 2,846  |
| 无形资产          | 286   | 374    | 424    | 424    | 424    |
| 其他            | 1,038 | 1,936  | 2,121  | 2,174  | 2,179  |
| 资产总计          | 7,158 | 15,156 | 20,542 | 23,193 | 25,979 |
| 流动负债          | 925   | 2,205  | 4,569  | 4,449  | 4,367  |
| 短期借款          | 10    | 375    | 450    | 200    | 150    |
| 应付票据          | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款          | 522   | 552    | 1,313  | 1,414  | 1,467  |
| 其他            | 393   | 1,278  | 2,806  | 2,835  | 2,750  |
| 非流动负债         | 238   | 341    | 351    | 351    | 351    |
| 长期借款          | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他            | 238   | 341    | 351    | 351    | 351    |
| 负债合计          | 1,163 | 2,546  | 4,920  | 4,800  | 4,718  |
| 少数股东权益        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司<br>股东权益 | 5,995 | 12,610 | 15,622 | 18,393 | 21,261 |
| 负债和股东<br>权益   | 7,158 | 15,156 | 20,542 | 23,193 | 25,979 |

| 重要财务指标      |       | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度        | 2020A | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |  |
| 营业总收入       | 3,150 | 4,639  | 11,050 | 11,726 | 12,166 |  |
| 同比 (%)      | 28.0% | 47.3%  | 138.2% | 6.1%   | 3.7%   |  |
| 归属母公司净利润    | 722   | 1,069  | 2,905  | 2,771  | 2,868  |  |
| 同比 (%)      | 30.4% | 48.1%  | 171.7% | -4.6%  | 3.5%   |  |
| 毛利率 (%)     | 46.6% | 44.3%  | 45.8%  | 45.0%  | 45.0%  |  |
| ROE%        | 12.0% | 8.5%   | 18.6%  | 15.1%  | 13.5%  |  |
| EPS (摊薄)(元) | 3.10  | 4.40   | 7.85   | 7.49   | 7.75   |  |
| P/E         | 96.50 | 98.86  | 21.36  | 22.39  | 21.63  |  |
| P/B         | 12.10 | 9.08   | 3.97   | 3.37   | 2.92   |  |
| EV/EBITDA   | 68.70 | 79.29  | 16.23  | 17.49  | 16.00  |  |

| 利润表         |       |       | 单位:百万元 |        |        |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 会计年度        | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 营业总收入       | 3,150 | 4,639 | 11,050 | 11,726 | 12,166 |
| 营业成本        | 1,683 | 2,582 | 5,990  | 6,450  | 6,692  |
| 营业税金及附加     | 24    | 25    | 59     | 59     | 61     |
| 销售费用        | 84    | 100   | 166    | 235    | 231    |
| 管理费用        | 307   | 476   | 884    | 1,173  | 1,241  |
| 研发费用        | 259   | 387   | 718    | 973    | 1,010  |
| 财务费用        | 44    | 7     | 17     | 13     | 7      |
| 减值损失合计      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益       | -10   | 27    | 33     | 47     | 36     |
| 其他          | 79    | 104   | 55     | 235    | 243    |
| 营业利润        | 817   | 1,192 | 3,305  | 3,106  | 3,204  |
| 营业外收支       | -3    | 1     | -5     | 1      | 1      |
| 利润总额        | 814   | 1,193 | 3,301  | 3,107  | 3,205  |
| 所得税         | 92    | 124   | 396    | 336    | 337    |
| 净利润         | 722   | 1,069 | 2,905  | 2,771  | 2,868  |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司净利润    | 722   | 1,069 | 2,905  | 2,771  | 2,868  |
| EBITDA      | 1,025 | 1,370 | 3,439  | 3,059  | 3,164  |
| EPS (当年)(元) | 3.10  | 4.40  | 7.85   | 7.49   | 7.75   |

| 现金流量表   |        | 单位:百万元 |        |       |       |  |
|---------|--------|--------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度    | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| 经营活动现金流 | 569    | 113    | 1,583  | 2,970 | 3,168 |  |
| 净利润     | 722    | 1,069  | 2,905  | 2,771 | 2,868 |  |
| 折旧摊销    | 160    | 217    | 205    | 222   | 233   |  |
| 财务费用    | 20     | 17     | 17     | 13    | 7     |  |
| 投资损失    | 10     | -27    | 10     | -27   | -33   |  |
| 营运资金变动  | -351   | -1,126 | -1,514 | 12    | 97    |  |
| 其它      | 8      | -37    | 5      | -1    | -1    |  |
| 投资活动现金流 | -1,102 | -2,205 | -1,241 | -637  | -293  |  |
| 资本支出    | -1,015 | -1,660 | -715   | -424  | -269  |  |
| 长期投资    | -83    | -580   | -510   | -210  | -10   |  |
| 其他      | -4     | 34     | -17    | -3    | -14   |  |
| 筹资活动现金流 | 2,268  | 6,211  | 175    | -263  | -57   |  |
| 吸收投资    | 2,394  | 6,039  | 107    | 0     | 0     |  |
| 借款      | 150    | 1,057  | 75     | -250  | -50   |  |
| 支付利息或股息 | -118   | -152   | -17    | -13   | -7    |  |
| 现金流净增加额 | 1,707  | 4,110  | 517    | 2,069 | 2,818 |  |

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5 年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021 年 4 月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得 2015/2016/2017 年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

**赵晓翔**，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域       | 姓名  | 手机          | 邮箱                        |
|----------|-----|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监   | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com      |
| 华北区销售总监  | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com  |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com   |
| 华北区销售    | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 魏冲  | 18340820155 | weichong@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 樊荣  | 15501091225 | fanrong@cindasc.com       |
| 华北区销售    | 章嘉婕 | 13693249509 | zhangjiajie@cindasc.com   |
| 华东区销售总监  | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@cindasc.com      |
| 华东区销售副总监 | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com  |
| 华东区销售    | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com      |
| 华东区销售    | 朱尧  | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com        |
| 华东区销售    | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com   |
| 华东区销售    | 方威  | 18721118359 | fangwei@cindasc.com       |
| 华东区销售    | 俞晓  | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com        |
| 华东区销售    | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com     |
| 华东区销售    | 孙瑾  | 18610826885 | suntong@cindasc.com       |
| 华东区销售    | 贾力  | 15957705777 | jiali@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com    |
| 华东区销售    | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com     |
| 华南区销售总监  | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com   |
| 华南区销售副总监 | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com     |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 刘韵  | 13620005606 | liuyun@cindasc.com        |
| 华南区销售    | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。