

大订单驱动业绩高速增长，新兴业务多点开花

投资要点

- **事件：**公司发布2022年半年度报告，2022年上半年公司实现营业收入50.4亿元，同比增长186.4%；实现归母净利润17.4亿元，同比增长305.3%；实现归母扣非净利润17亿元，同比增长381.4%。
- **上半年业绩高速增长，盈利能力持续提升。**公司上半年业绩爆发性增长，主要得益于小分子CDMO大订单确认销售收入30.3亿元，目前仍有50.4亿元待交付。2022H1公司毛利率为47%(+2.1pp)，净利率为34.5%(+10.1pp)，主要得益于公司订单强劲增长，目前在手订单14.7亿美元(+118.8%)。费用率方面，销售费用率为1%(-1.2pp)，管理费用率为6.6%(-4.2pp)，研发费用率为5.2%(-4.1pp)，财务费用率为-5.6%(-5.6pp)，大订单带来规模效应叠加汇兑收益助力费用率显著下降，财务费用由正转负主要系人民币兑美元汇率波动所致。
- **大订单高质量交付，项目数量持续扩大。**2022H1公司小分子CDMO业务实现收入46.4亿元(+187.3%)，其中临床阶段业务收入9.7亿元(+16.7%)，商业化阶段业务收入36.8亿元(+366.8%)，得益于商业化大订单交付。目前在手订单12.5亿美元，彰显公司的小分子CDMO业务在全球范围的领先竞争优势。项目方面，上半年共完成临床前及临床早期/临床III期/商业化阶段项目172/48/34个(+49.6%/+33.3%/+21.4%)，为持续获取重磅商业化订单提供项目储备。此外，公司加强连续性反应工艺开发技术平台建设，目前超过40%的临床II期及以后项目应用连续性反应技术、生物酶技术等新兴技术，提升项目经济效益与效率。分市场看，**1) 国内：**客户确认收入3.8亿元(+259.5%)，新增服务2个NDA项目顺利通过NMPA现场核查，NDA阶段在手订单超35个，随着项目逐渐实现商业化，国内收入快速增长；**2) 海外：**积极开拓海外中小型制药客户，与前沿Biotech公司深度合作，海外中小创新药公司收入持续提升，同时欧洲、日本市场取得积极进展，其中日本市场在手订单大幅增长。
- **新兴业务多点开花，打开长期发展天花板。**2022H1公司新兴业务实现收入3.9亿元(+173.9%)，完成新兴服务类项目476个。**1) 化学大分子：**2022H1收入同比增长210.7%，合计成功开发新客户超10家，承接新项目将近50项，自早期项目中成功推进到II期的项目合计27个；**2) 制剂：**2022H1收入同比增长79.4%，新承接制剂项目约100个，其中NDA项目十余项，涵盖中国、美国、韩国等客户；**3) 临床研究：**2022H1收入同比增长242%，新增签署170余个项目合同，其中创新药项目合同金额占比超85%，优势领域肿瘤、免疫、抗感染及传染类临床研究项目50余个，实现承接细胞治疗药物领域干细胞和免疫细胞IND申报及I期一站式服务的新突破；**4) 生物大分子：**完成首个IND项目完整交付，目前在手订单超2.6亿元人民币，2x500LADC商业化偶联原液产能将于9月底投入使用，上海市奉贤商业化基地建设有序推进。
- **加速拓展产能，保障未来订单和业绩高速增长。**目前公司研发中心和研发生产基地已形成战略架构。**1) 小分子：**传统批次反应釜体300L至5方米，2022H1连续性反应车间面积同比增长超70%，设备数量同比增长近75%，产能同比增长近400%，此外苏州研发中心泰兴小分子生产基地预计2023年内交付；**2)**

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.70
流通A股(亿股)	3.27
52周内股价区间(元)	158.4-524.92
总市值(亿元)	633.41
总资产(亿元)	163.90
每股净资产(元)	51.14

相关研究

1. 凯莱英(002821)：盈利能力持续提升，一季度业绩再创新高 (2022-04-21)
2. 凯莱英(002821)：小分子CDMO持续加速，新业务齐头并进 (2022-04-01)
3. 凯莱英(002821)：业绩加速增长，多项新业务快速推进 (2021-10-27)

新兴业务：天津化学大分子项目约 1.2 万平研发中心和约 9500 平 GMP 生产厂房预计 2022 年底前完成建设，合成生物技术研发中心、生产车间及配套辅助工程计划 2022Q4 完成主体建设，生物大分子 CDMO 服务目前已于上海金山建立抗体和 ADC 药物研发和生产中心，在苏州建立质粒和 mRNA 业务研发和中试基地，并拟与高瓴资本共同投资 25 亿元。

● **盈利预测与评级。**我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 7.22 元、7.46 元、7.79 元，对应 PE 分别为 24、23、22 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**订单不及预期；外延式拓展不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4638.83	11093.41	11633.18	12355.86
增长率	47.28%	139.14%	4.87%	6.21%
归属母公司净利润（百万元）	1069.27	2672.72	2759.70	2881.46
增长率	48.08%	149.96%	3.25%	4.41%
每股收益 EPS（元）	2.89	7.22	7.46	7.79
净资产收益率 ROE	8.48%	17.73%	15.95%	14.68%
PE	59	24	23	22
PB	5.02	4.20	3.66	3.23

数据来源：Wind，西南证券



附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4638.83	11093.41	11633.18	12355.86	净利润	1069.26	2672.68	2759.65	2881.41
营业成本	2582.40	5698.67	6116.87	6555.48	折旧与摊销	207.11	233.37	255.05	279.00
营业税金及附加	24.80	105.39	110.52	117.38	财务费用	7.03	86.19	0.87	-1.79
销售费用	99.56	388.27	407.16	432.46	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	476.14	1830.41	1919.47	2038.72	经营营运资本变动	-911.18	-2275.10	-270.55	-394.11
财务费用	7.03	86.19	0.87	-1.79	其他	-259.06	-14.41	-13.93	-16.42
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	113.15	702.72	2731.10	2748.07
投资收益	27.10	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1357.88	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	18.96	14.41	15.93	15.42	其他	-847.33	-205.14	-215.67	-212.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2205.21	-705.14	-715.67	-712.16
营业利润	1192.36	2998.89	3094.22	3229.05	短期借款	365.36	-375.39	0.00	0.00
其他非经营损益	0.59	-1.74	-1.88	-1.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1192.95	2997.15	3092.34	3227.24	股权融资	6046.10	0.00	0.00	0.00
所得税	123.69	324.47	332.69	345.83	支付股利	-92.52	-213.85	-534.54	-551.94
净利润	1069.26	2672.68	2759.65	2881.41	其他	-108.23	-42.43	50.08	51.71
少数股东损益	-0.02	-0.04	-0.05	-0.05	筹资活动现金流净额	6210.71	-631.68	-484.47	-500.23
归属母公司股东净利润	1069.27	2672.72	2759.70	2881.46	现金流量净额	4110.47	-634.10	1530.96	1535.68
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6234.46	5600.36	7131.32	8667.00	成长能力				
应收和预付款项	2061.27	4307.44	4678.88	4990.21	销售收入增长率	47.28%	139.14%	4.87%	6.21%
存货	1396.12	2677.99	2977.45	3213.10	营业利润增长率	45.96%	151.51%	3.18%	4.36%
其他流动资产	618.56	919.23	944.43	978.18	净利润增长率	48.09%	149.96%	3.25%	4.41%
长期股权投资	291.85	291.85	291.85	291.85	EBITDA 增长率	37.83%	135.94%	0.95%	4.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3291.09	3575.80	3838.83	4077.91	毛利率	44.33%	48.63%	47.42%	46.94%
无形资产和开发支出	520.33	506.83	493.33	479.82	三费率	12.56%	20.78%	20.01%	19.99%
其他非流动资产	742.63	957.60	1184.62	1407.63	净利率	23.05%	24.09%	23.72%	23.32%
资产总计	15156.30	18837.10	21540.71	24105.71	ROE	8.48%	17.73%	15.95%	14.68%
短期借款	375.39	0.00	0.00	0.00	ROA	7.05%	14.19%	12.81%	11.95%
应付和预收款项	828.55	1918.05	2082.16	2200.84	ROIC	22.77%	37.13%	29.88%	29.33%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.32%	29.91%	28.80%	28.38%
其他负债	1342.35	1841.08	2155.48	2272.33	营运能力				
负债合计	2546.29	3759.14	4237.63	4473.16	总资产周转率	0.42	0.65	0.58	0.54
股本	263.04	369.98	369.98	369.98	固定资产周转率	2.46	4.84	4.86	4.93
资本公积	9564.30	9457.36	9457.36	9457.36	应收账款周转率	3.31	3.93	2.92	2.89
留存收益	3273.62	5732.49	7957.64	10287.16	存货周转率	2.43	2.80	2.16	2.12
归属母公司股东权益	12610.01	15078.01	17303.17	19632.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.91%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.04	-0.09	-0.14	资本结构				
股东权益合计	12610.01	15077.97	17303.08	19632.54	资产负债率	16.80%	19.96%	19.67%	18.56%
负债和股东权益合计	15156.30	18837.10	21540.71	24105.71	带息债务/总负债	14.74%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.68	4.01	4.14	4.48
					速动比率	4.04	3.21	3.36	3.67
					股利支付率	8.65%	8.00%	19.37%	19.15%
					每股指标				
					每股收益	2.89	7.22	7.46	7.79
					每股净资产	34.08	40.75	46.77	53.06
					每股经营现金	0.31	1.90	7.38	7.43
					每股股利	0.25	0.58	1.44	1.49
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1406.50	3318.45	3350.14	3506.25					
PE	59.24	23.70	22.95	21.98					
PB	5.02	4.20	3.66	3.23					
PS	13.65	5.71	5.44	5.13					
EV/EBITDA	27.08	17.00	16.32	15.09					
股息率	0.15%	0.34%	0.84%	0.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn