

凯莱英(002821)

大订单拉动业绩高增长，新兴业务快速发展

投资评级：买入(首次)
证券分析师：杜永宏

执业证书编号：S0630522040001

电话：021-20333240

邮箱：dyh@longone.com.cn

证券分析师：陈成

执业证书编号：S0630522080001

电话：021-20333618

邮箱：chencheng@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	36,998
流通A股/B股(万股)	32,710
资产负债率(%)	18.2
每股净资产(元)	35.9
市净率(倍)	4.1
净资产收益率(加权)	12.6
12个月内最高/最低价	422 / 154

股价走势图



相关研究报告

◎事项：

公司8月25日发布2022年半年度报告。

◎主要观点：

◆**大订单交付拉动公司业绩高增长。**2022年上半年，公司实现营业收入50.41亿元(+186.4%)，归母净利润17.40亿元(+305.3%)，扣非归母净利润16.99亿元(+381.9%)，对应EPS 4.75元。其中Q2单季实现营收29.80亿元(+203.1%)，归母净利润12.41亿元(+351.2%)，扣非归母净利润12.12亿元(+443.4%)。大订单交付拉动公司业绩高增长，收入和利润逐季攀升。公司在手订单充裕，截至2022年8月25日，在手订单金额达14.7亿美元。

◆**小分子CDMO整体高增长，常规业务平稳。**2022年上半年，公司小分子CDMO实现收入46.44亿元(+187.3%)，临床阶段CDMO收入9.68亿元(+16.7%)，商业化阶段CDMO收入36.76亿元(+366.8%)；其中新冠订单预计贡献约30亿收入，常规商业化CDMO业务收入预计在6.5亿左右，与去年同期7.87亿元相比有所下降，预计与订单排产顺序和产能释放节奏有关。剔除新冠订单影响，预计公司上半年CDMO业务整体收入在16亿元左右，与去年同期基本持平。大订单的顺利交付拉动板块业绩高增长，彰显公司在小分子CDMO领域的强劲实力。截至8月25日，公司小分子CDMO业务在手订单达到12.45亿美元(约85亿人民币)，预计新冠药物之外常规业务订单金额约为40亿元，为公司未来小分子CDMO持续增长提供保障。

◆**新兴业务快速成长，国内市场增速亮眼。**2022年上半年，公司新兴业务实现收入3.93亿元(+173.9%)，完成新兴服务类项目476个；具体来看，化学大分子、制剂、临床研究服务分别同比增长210.7%、79.4%、242%。公司新兴业务在手订单金额预计在15亿元左右，其中，生物大分子在手订单超2.6亿元，预计未来几年订单数量和金额有望持续增加，综合服务能力不断提升。报告期内，国内地区实现收入6.91亿元(+261.6%)，小分子CDMO业务国内客户确认收入3.82亿元(+259.5%)，国内NDA阶段在手订单超过35个，随着在手项目陆续进入商业化，国内市场将进入收获期，有望持续高增长。

◆**员工数量快速增长，产能建设持续推进。**公司上半年研发投入2.63亿元(+60.7%)，积极探索前沿技术，拥有八大研发中心。报告期内，员工人数达到8931人，半年内新增1805人，超过去年全年新增人数，职工薪酬支出同比增长近50%，处于持续扩张阶段。产能方面，传统批次反应釜体积约为5300m³，同时随着连续化反应车间和设备的投放，公司连续化产能同比增长近400%，进一步加速了产能释放，提高了生产效率。新兴产能方面，化学大分子、合成生物技术、生物药等新兴业务研发和生产建设也在进行中。

◆**投资建议：**我们预测公司2022-2024年归属于母公司净利润分别为33.05亿元、27.92亿元和34.01亿元，对应EPS分别为8.93、7.55和9.19元，当前股价对应PE分别为18.2/21.5/17.7倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆风险提示：客户新药研发失败风险；产能释放不达预期风险；行业竞争和客户流失风险。

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	2460	3150	4,639	12,994	10,657	12,864
同比增速(%)	34.07%	28.04%	47.28%	180.12%	-17.99%	20.71%
归母净利润(百万)	554	722	1,069	3,305	2,792	3,401
同比增速(%)	29.32%	30.37%	48.08%	209.06%	-15.50%	21.81%
毛利率(%)	45.5	47.7	44.3	44.8	44.7	45.4
每股盈利(元)	2.39	2.98	4.07	8.93	7.55	9.19
ROE(%)	18.2	12.0	8.5	21.5	15.9	16.7
PE(倍)	67.9	54.6	40.0	18.2	21.5	17.7

正文目录

1. 主要观点	4
1.1. 大订单交付拉动业绩高增长，在手订单充裕	4
1.2. 小分子 CDMO 整体高增长，常规业务平稳	4
1.3. 新兴业务快速成长，综合服务能力不断提升	5
1.4. 国内市场高增长，逐步迎来收获期	6
1.5. 员工数量快速增长，产能建设持续推进	7
2. 投资建议	8
3. 风险提示	8

图表目录

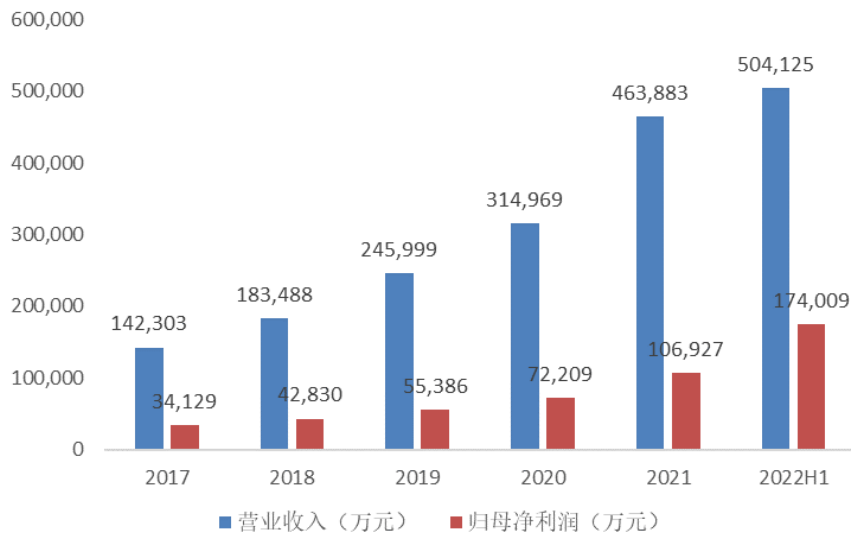
图 1 近五年公司营收和归母净利润增长情况	4
图 2 单季度营业收入增长情况	4
图 3 单季度扣非归母净利润增长情况	4
图 4 公司小分子 CDMO 业务收入及构成	5
图 5 公司小分子 CDMO 项目情况	5
图 6 公司新兴业务收入情况	6
图 7 公司新兴业务一览	6
图 8 2022 上半年客户构成情况	7
图 9 公司国内收入增长情况	7
图 10 公司小分子产能——传统反应釜体积（单位：m ³ ）	8
图 11 近年来公司资本性支出	8
表 1 公司重大合同签订情况	5
表 2 公司员工人数变化情况（单位：人）	7

1. 主要观点

1.1. 大订单交付拉动业绩高速增长，在手订单充裕

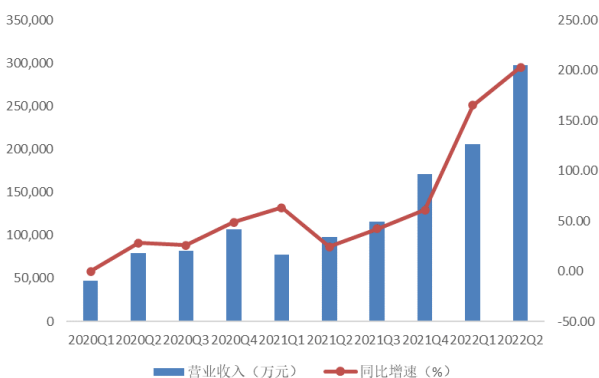
2022 年上半年，公司实现营业收入 50.41 亿元 (+186.4%)，归母净利润 17.40 亿元 (+305.3%)，扣非归母净利润 16.99 亿元 (+381.9%)，对应 EPS 4.75 元。其中 Q2 单季实现营收 29.80 亿元 (+203.1%)，归母净利润 12.41 亿元 (+351.2%)，扣非归母净利润 12.12 亿元 (+443.4%)。大订单拉动业绩高速增长，收入和利润逐季攀升。公司在手订单充裕，截至 2022 年 8 月 25 日，在手订单金额达 14.7 亿美元（约 100 亿人民币）。

图 1 近五年公司营收和归母净利润增长情况



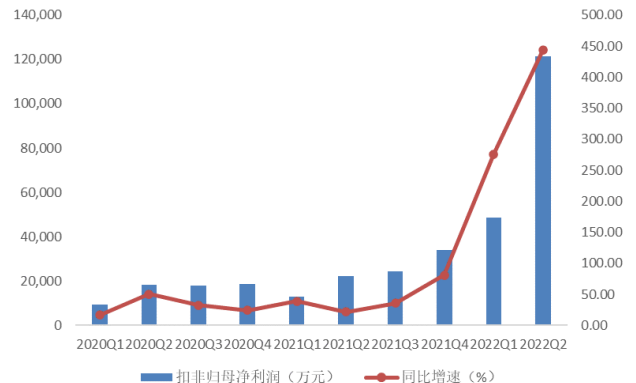
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 2 单季度营业收入增长情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 3 单季度扣非归母净利润增长情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

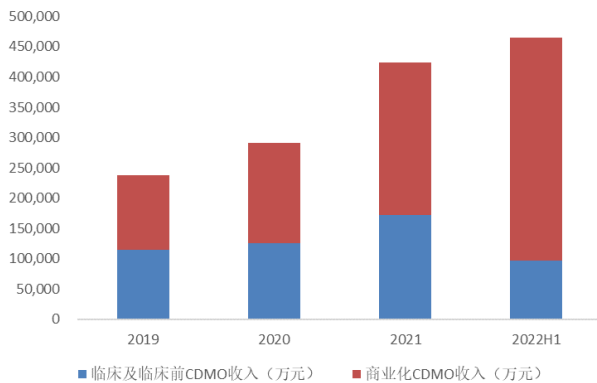
1.2. 小分子 CDMO 整体高速增长，常规业务平稳

2022 上半年，公司小分子 CDMO 实现收入 46.44 亿元 (+187.3%)。临床阶段 CDMO 业务实现收入 9.68 亿元 (+16.7%)，完成临床项目 220 个，其中临床前及临床早期项目

172 个（同期相比+57 个），临床 III 期项目 48 个（同期相比+12 个）。商业化阶段 CDMO 业务实现收入 36.76 亿元（+366.8%），完成项目 34 个（同期相比+6 个），其中新冠订单预计贡献约 30 亿收入，常规商业化 CDMO 常规业务收入在 6.5 亿左右，与去年同期 7.87 亿元相比有所下降，预计与订单排产顺序与产能释放节奏有关。

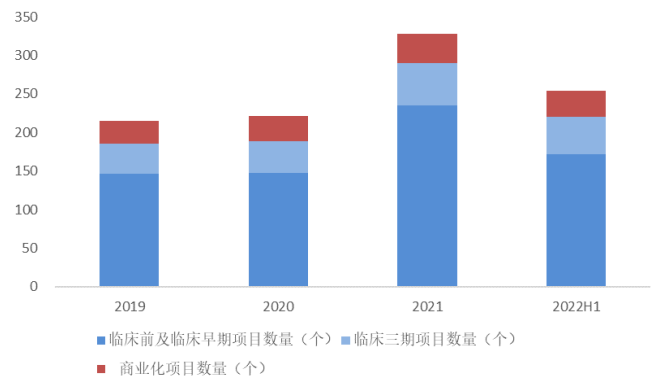
剔除新冠订单影响，预计公司上半年 CDMO 业务收入在 16 亿元左右，与去年同期基本持平。大订单的顺利交付拉动板块业绩高增长，彰显公司在小分子 CDMO 领域的强劲实力。截至 8 月 25 日，公司小分子 CDMO 业务在手订单达到 12.45 亿美元（约 85 亿人民币），预计新冠药物之外常规业务订单金额约为 40 亿元左右，为公司未来小分子 CDMO 持续增长提供保障。

图 4 公司小分子 CDMO 业务收入及构成



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 5 公司小分子 CDMO 项目情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 1 公司重大合同签订情况

公告日期	主要内容
2021.11.17	公司全资子公司 Asymchem, Inc. 和吉林凯莱英医药化学有限公司与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，截至该合同签署日，该产品的 CDMO 服务累计合同金额为 48,094 万美元。合同供货时间为 2021 年至 2022 年。交易对手方为美国某大型制药公司，信用优良，具备良好的履约能力，公司与该交易对手方长期以来一直保持着持续、良好的合作关系。
2021.11.29	公司全资子公司吉林凯莱英医药化学有限公司与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，本次合同金额折合人民币约 27.20 亿元。若本合同顺利履行，交货时间为 2022 年度。交易对手方为某制药公司，信用优良，具备良好的履约能力。公司与该交易对手方长期以来一直保持着持续、良好的合作关系。
2022.2.21	公司全资子公司吉林凯莱英医药化学有限公司与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，本次合同金额折合人民币约 35.42 亿元。若本合同顺利履行，交货时间为 2022 年度。交易对手方为某制药公司，信用优良，具备良好的履约能力。公司与该交易对手方长期以来一直保持着持续、良好的合作关系。

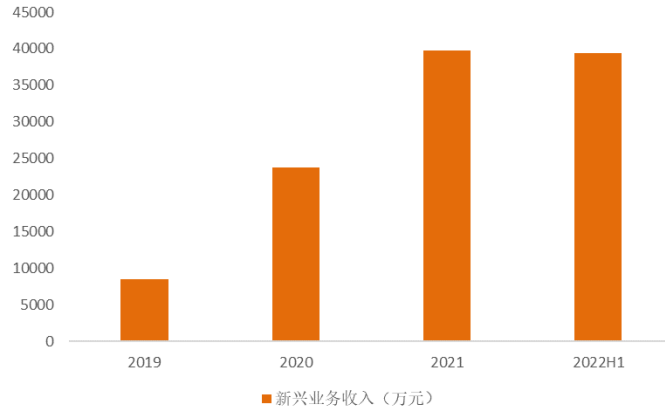
资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.3. 新兴业务快速成长，综合服务能力提升

2022 上半年，公司新兴业务实现收入 3.93 亿元（+173.9%），完成新兴服务类项目 476 个。具体细分业务上看，一、化学大分子业务同比增长 210.7%，承接新项目近 50 项目；寡核苷酸 CDMO 业务持续发力，收入增长超过 200%，承接新项目 20 个。二、制剂业务板块收入同比增长 79.4%，承接新项目约 100 个。固体制剂方面，帮助客户完成 2 个项目 NDA；无菌制剂收入同比增长 87.5%，项目向后期扩展，承接 2 个 NDA 项目，海外订单数量增长 100%。三、临床研究服务收入同比增长 242%，新增 170 个项目合同，凯诺医药与医普科诺团队顺利融合，形成良好的业务协同。截至 8 月 25 日，临床研究及现场管理服务在手订单超 4.5 亿元。四、生物大分子 CDMO 在手订单超 2.6 亿元。新兴业

务涉及抗体、重组蛋白、ADC 的 CDMO 服务以及质粒、非病毒载体递送系统临床及商业化生产阶段的 CMC 相关服务，公司综合服务能力不断提升。公司新兴业务在手订单金额约为 15 亿元，目前处于发展初期阶段，未来几年订单数量和金额有望持续增加，综合服务能力不断提升。

图 6 公司新兴业务收入情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 7 公司新兴业务一览

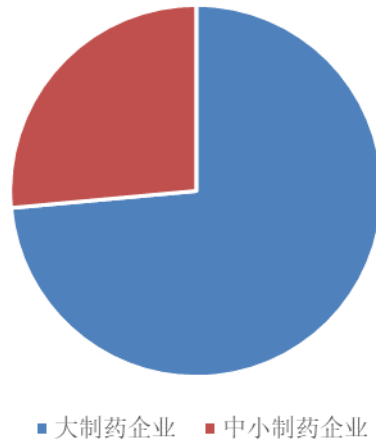


资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.4. 国内市场高增长，逐步迎来收获期

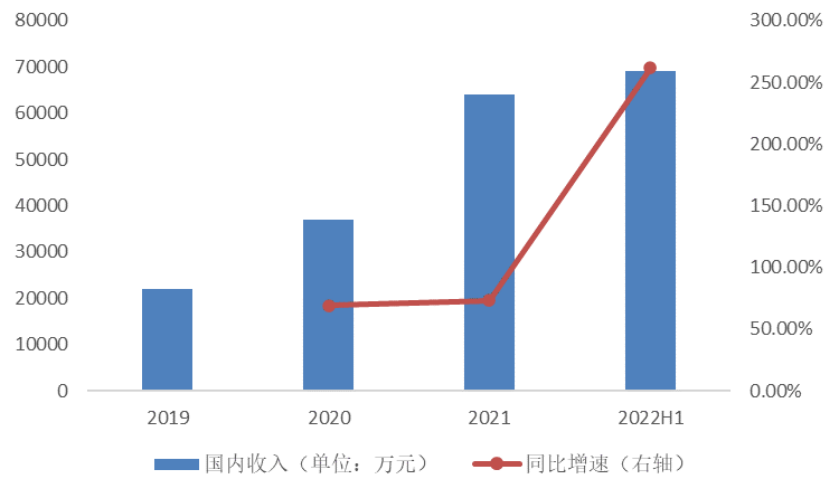
从客户类型上看，2022 上半年，大制药公司贡献收入 37.04 亿元(+278.6%)，中小制药公司贡献收入 13.33 亿元(+70.5%)。从区域来看，国外收入 43.46 亿元(+177.0%)，国内收入 6.91 亿元(+261.6%)，国内市场实现高增长。报告期内，小分子 CDMO 业务国内客户确认收入 3.82 亿元(+259.5%)，国内处于 NDA 阶段的在手订单超过 35 个，随着在手项目陆续进入商业化，国内市场将进入收获期，有望持续高增长。

图 8 2022 上半年客户构成情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 9 公司国内收入增长情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

1.5. 员工数量快速增长，产能建设持续推进

公司上半年研发投入 2.63 亿元 (+60.7%)，积极探索前沿技术，在 CEPS、CFCT、CSBT 和 CIMT 四大平台之后，又正式组建了 IAPM、CDDF、CBTI 和 TICCR 四大研发中心。截至 2022 年 6 月 30 日，公司员工人数达到 8931 人，较 2021 年底新增 1805 人，其中引进高级人才 110 人。公司人员数量持续增加，2022 上半年新增人数超过去年新增水平，职工薪酬支出同比增长近 50%，处于持续扩张阶段。

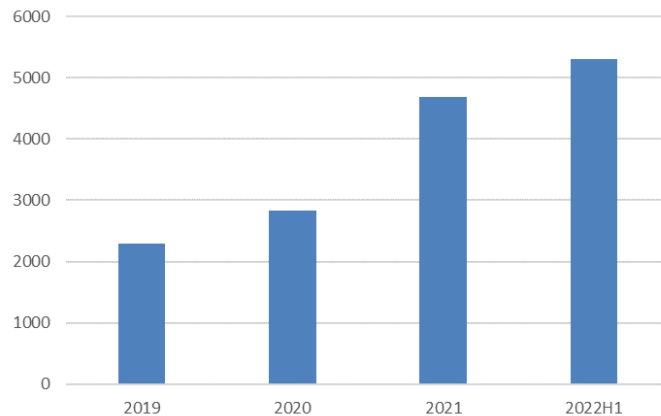
表 2 公司员工人数变化情况 (单位: 人)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
员工人数	2682	3291	3840	5477	7126	8931
新增人数		609	549	1637	1649	1805

资料来源：公司公告，东海证券研究所

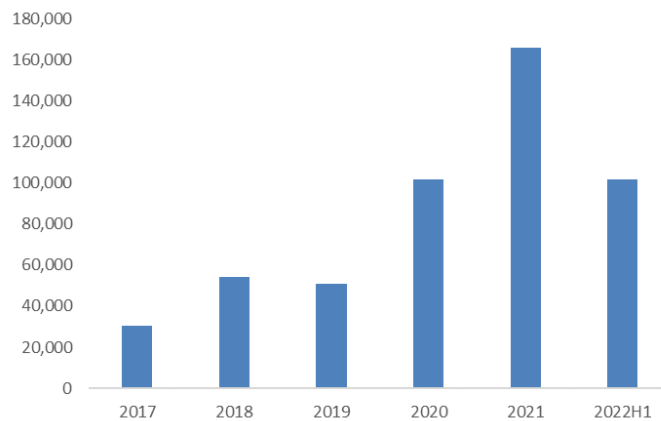
产能方面，公司已建立了天津、上海和苏州为研发中心，覆盖辽宁阜新、吉林敦化、江苏泰兴、上海奉贤等地区为小分子研发生产基地、生物大分子基地的战略构架。截至报告期，公司传统批次反应釜体积约为 5300m³，同时随着连续化反应车间和设备的投放，公司连续化产能同比增长近 400%，进一步加速了产能释放，提高了生产效率。新兴产能方面，化学大分子项目预计在 2022 年底前将完成约 12000m²的研发中心和约 9500m²的 GMP 生产厂房建设；合成生物技术研发中心、生产车间及配套辅助工程计划在 2022 年第四季度完成主体建设；生物药方面在上海金山建立抗体和 ADC 药物研发和生产中心，在苏州建立质粒和 mRNA 业务研发和中试基地。2022 上半年，公司资本性支出达 10.17 亿元。

图 10 公司小分子产能——传统反应釜体积（单位：m³）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 11 近年来公司资本性支出



资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 投资建议

我们预测公司 2022-2024 年归属于母公司净利润分别为 33.05 亿元、27.92 亿元和 34.01 亿元，对应 EPS 分别为 8.93、7.55 和 9.19 元，当前股价对应 PE 分别为 18.2/21.5/17.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

3. 风险提示

客户新药研发失败风险：公司主要服务于创新药企业，创新药研发周期长、风险大，存在研发失败风险，客户产品研发失败可能影响后续订单的签订和执行，进而对公司订单收入产生一定影响；

产能释放不达预期风险：公司持续进行产能建设，可能存在阶段性产能投放补给预期，进而影响订单的生产和交付；

行业竞争和客户流失风险：CDMO 领域进入者不断增加，面临市场竞争风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产					营业收入	4,639	12,994	10,657	12,864
货币资金及交易性金融资产	6,636	3,119	5,713	6,447	营业成本	2,582	7,169	5,893	7,020
应收款	1,839	5,234	3,996	4,645	营业税金及附加	25	25	25	25
存货	1,396	3,684	2,946	3,315	销售费用	100	195	160	206
其他流动资产	439	747	1,120	1,568	管理费用	476	1,105	853	1,042
流动资产合计	10,310	12,784	13,776	15,976	财务费用	7	2	4	1
非流动资产					研发费用	387	845	639	798
金融类资产	104	156	233	350	四项费用合计	970	2,146	1,656	2,046
长期股权投资	292	379	493	641	资产及信用减值损失	-22	-45	-54	-64
固定资产及在建工程	3,291	4,503	5,339	5,913	公允价值变动净收益	19	5	5	6
无形资产	374	599	778	1,012	其他收益	107	90	95	99
开发支出	0	0	0	0	投资净收益	27	10	11	11
商誉	146	219	329	493	资产处置收益	0	0	0	0
其他非流动资产	639	767	843	928	汇兑净收益	0	0	0	0
非流动资产合计	4,846	6,622	8,016	9,337	营业利润	1,192	3,715	3,140	3,824
资产总计	15,156	19,406	21,793	25,313	加：营业外收入	2	0	0	0
流动负债					减：营业外支出	2	2	2	2
短期借款	375	394	414	435	利润总额	1,193	3,713	3,137	3,822
应付账款、票据	552	1,593	1,228	1,365	所得税费用	124	408	345	420
预收账款及合同负债	131	262	393	590	净利润	1,069	3,305	2,792	3,401
一年内到期的非流动负债	13	26	40	59	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,133	1,360	1,632	1,958	归母净利润	1,069	3,305	2,792	3,401
流动负债合计	2,205	3,636	3,706	4,407	扣非净利润	935	3,319	2,808	3,418
非流动负债					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	341	410	492	590	营业收入增长率	47.3%	180.1%	-18.0%	20.7%
非流动负债合计	341	410	492	590	净利润增长率	48.1%	209.1%	-15.5%	21.8%
负债合计	2,546	4,046	4,198	4,997	归母净利润增长率	48.1%	209.1%	-15.5%	21.8%
所有者权益					总资产增长率	111.8%	28.0%	12.3%	16.2%
股本	263	370	370	370	盈利能力				
资本公积金	9,564	9,564	9,564	9,564	毛利率	44.3%	44.8%	44.7%	45.4%
未分配利润	3,170	5,484	7,438	9,819	营业利润率	25.7%	28.6%	29.5%	29.7%
少数股东权益	0	0	0	0	四项费用/营收	20.9%	16.5%	15.5%	15.9%
所有者权益合计	12,610	15,361	17,595	20,316	EBIT/销售收入	25.9%	28.7%	29.6%	29.9%
负债和所有者权益	15,156	19,406	21,793	25,313	净利率	23.1%	25.4%	26.2%	26.4%
现金流量表(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE	8.5%	21.5%	15.9%	16.7%
净利润	1069	3305	2792	3401	营运能力				
折旧与摊销	207	288	364	426	总资产周转率	30.6%	67.0%	48.9%	50.8%
财务费用	17	2	4	1	资产结构				
存货的减少	-670	-2288	738	-369	资产负债率	16.8%	20.8%	19.3%	19.7%
营运资本变化	-495	-2353	872	-512	现金流量质量				
经营活动现金净流量	113	-1353	4516	2639	经营净现金流/净利润	0.11	-0.41	1.62	0.78
投资活动现金净流量	-2205	-1639	-1392	-1265	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	6211	-524	-530	-641	每股收益	4.07	8.93	7.55	9.19
现金流量净额	4,110	-3,516	2,594	734	每股净资产	47.94	41.52	47.56	54.91

资料来源：Wind，东海证券研究所

分析师简介:

杜永宏: 东海证券分析师, 2022年4月加入东海证券研究所, 主要研究和跟踪领域: 医药生物行业。

陈成: 东海证券分析师, 2022年8月加入东海证券研究所, 主要研究和跟踪领域: 医药生物行业。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议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。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。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。

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。

六、资格说明

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](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](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 59707105

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089