

## 业绩首次破百亿, 加大投入打造新的增长引擎

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 102.6 亿元, 同比增长 121.1%; 实现归母净利润 33 亿元, 同比增长 208.8%; 实现归母净扣非利润 32.3 亿元, 同比增长 245.4%。
- **业绩高速增长, 盈利能力稳定提升。** 公司 22 年业绩高速增长, 主要得益于小分子 CDMO 实现历史性大订单高质量交付。受益于公司商业化项目带来的规模效应、产能利用率处于高位等因素, 公司毛利率为 47.4%(+3pp), 净利率为 32.2%(+9.1pp)。费用率方面, 销售费用率为 1.5%(-0.7pp), 管理费用率为 7.9%(-2.4pp), 研发费用率为 6.9%(-1.4pp), 财务费用率为 -4.9%(-5pp), 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汇率波动带来较高的汇兑收益。
- **大订单高质量交付, 战略储备潜在重磅项目。** 2022 年小分子 CDMO 业务收入 92.5 亿元(+118.3%), 其中, 商业化项目实现销售收入 75.9 亿元(+201.7%), 实现毛利 38.3 亿元(+220.4%); 临床阶段项目实现销售收入 16.7 亿元(2021 年同期收入 17.2 亿元), 主要由于 21 年交付与抗病毒相关的两个规模较大项目所致, 实现毛利 6.9 亿元(-2.1%)。项目方面, 22 年共完成临床前及临床早期/临床 III 期/商业化阶段项目 297/62/40 个(+26.4%/+12.7%/+5.3%), 为持续获取重磅商业化订单提供项目储备。此外, 进一步加强以连续性反应及生物酶催化技术等新技术在小分子临床及商业化项目生产的应用比例, 超过 40% 的临床 II 期或以后的临床阶段项目及商业化阶段项目中应用了连续性反应技术、生物酶技术等新兴技术, 产生了良好的经济效益与效率。分市场看, **1) 国内:** 国内实现收入 7.8 亿元(+108%), 截至 22 年底, NDA 阶段在手订单 40 个, 具有多项高效完成动态核查的项目经验, 随着更多项目逐渐实现国内甚至海外商业化, 将进一步推动国内收入快速增长; **2) 海外:** 积极开拓海外中小型制药客户, 波士顿研发中心投入运营, 与前沿 Biotech 公司深度合作, 同时欧洲、日本市场取得积极进展, 其中来自日本市场的收入同比增长 202.1%。
- **新兴业务多点开花, 打开长期发展天花板。** 2022 年公司新兴业务实现收入 10 亿元(+150.5%), 实现毛利 3.4 亿元(+113.2%)。1) **化学大分子:** 2022 年实现收入 3.7 亿元(+138.7%), 合计成功开发新客户超 40 家, 承接新项目 68 个, 其中寡核苷酸业务收入同比增长 464%, 承接新项目超 25 个; 2) **制剂:** 2022 年实现收入 2.3 亿元(+84.7%), 新增客户 40 个, 新承接项目超 100 个, 新增 NDA 项目 10 个, 多个项目逐步从早期向后期扩展, 预计 2023 年将迎来首次上市市场动态审查; 3) **临床研究:** 2022 年实现收入 2.6 亿元(+201.4%), 新增项目合同超 260 个, 其中创新药项目超 150 个, 细胞治疗项目 30 余个, 助力全球首个肺基底干细胞药物项目顺利推进、国产首个口服抗病毒药物阿兹夫定附条件上市; 4) **生物大分子:** 2022 年实现收入 1 亿元(+3404.3%), 服务项目 48 个, 其中 IND 项目 11 个, 各类研发项目 37 个。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:** 2022 年该板块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

### 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: duxy@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)	125.2-350.0
总市值(亿元)	494.54
总资产(亿元)	163.90
每股净资产(元)	51.14

### 相关研究

1. 凯莱英(002821): 大订单驱动业绩高速增长, 新兴业务多点开花 (2022-08-28)
2. 凯莱英(002821): 盈利能力持续提升, 一季度业绩再创新高 (2022-04-21)

模的纯化生产等多个订单，技术能力和高效的团队协作均得到高度认可。

- **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：**传统批次反应釜体积约 5300 立方米，自动化程度及新工艺装置应用进一步提升。2022 年连续性反应车间面积同比增长 70%，设备数量同比增长近 75%，产能同比增长近 400%；**2) 新兴业务：**化学大分子项目完成约 1.2 万平研发中心和约 9500 平 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完成建设，生物大分子 CDMO 业务板块在苏州建立质粒和 mRNA 业务研发和中试基地，并引入战略投资者高瓴资本，拟共同投资 25 亿元，依托各自领域的资源优势，打造一流生物药 CDMO 企业；战略新兴业务的发展有充足的产能保障。
- **盈利预测与评级。** 我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 7.64 元、8.38 元、10.2 元，对应 PE 分别为 18、16、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 订单或不及预期；外延式拓展或不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10255.33	10923.88	12181.76	14356.47
增长率	121.08%	6.52%	11.51%	17.85%
归属母公司净利润 (百万元)	3301.64	2825.12	3100.51	3771.55
增长率	208.77%	-14.43%	9.75%	21.64%
每股收益 EPS (元)	8.93	7.64	8.38	10.20
净资产收益率 ROE	20.99%	15.80%	15.19%	16.01%
PE	15	18	16	13
PB	3.16	2.78	2.43	2.11

数据来源：Wind，西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10255.33	10923.88	12181.76	14356.47	净利润	3294.63	2819.13	3093.93	3763.55
营业成本	5397.60	6442.01	7253.71	8404.76	折旧与摊销	361.98	361.18	401.64	453.81
营业税金及附加	56.65	103.78	115.73	136.39	财务费用	-498.18	19.29	19.42	20.74
销售费用	150.19	206.84	218.37	254.33	资产减值损失	-3.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	805.52	1037.77	1157.27	1363.87	经营营运资本变动	-522.96	-1073.66	-425.99	-485.65
财务费用	-498.18	19.29	19.42	20.74	其他	654.81	-10.37	-59.42	-42.75
资产减值损失	-3.36	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3286.91</b>	<b>2115.57</b>	<b>3029.58</b>	<b>3709.70</b>
投资收益	6.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1502.36	-1500.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	83.21	61.79	68.93	66.55	其他	-3169.05	61.00	110.62	94.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4671.42</b>	<b>-1439.00</b>	<b>-1389.38</b>	<b>-1405.92</b>
<b>营业利润</b>	<b>3730.78</b>	<b>3175.99</b>	<b>3486.19</b>	<b>4242.94</b>	短期借款	-375.39	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.84	-4.10	-4.40	-4.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3724.94</b>	<b>3171.89</b>	<b>3481.79</b>	<b>4238.34</b>	股权融资	686.10	0.00	0.00	0.00
所得税	430.31	352.76	387.86	474.79	支付股利	-92.52	-660.33	-565.02	-620.10
净利润	3294.63	2819.13	3093.93	3763.55	其他	-960.72	-70.80	-36.49	-34.28
少数股东损益	-7.00	-5.99	-6.58	-8.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-742.53</b>	<b>-731.13</b>	<b>-601.52</b>	<b>-654.38</b>
归属母公司股东净利润	3301.64	2825.12	3100.51	3771.55	<b>现金流量净额</b>	<b>-1813.86</b>	<b>-54.56</b>	<b>1038.69</b>	<b>1649.40</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5289.59	5235.04	6273.73	7923.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2680.37	3680.14	3977.43	4601.50	销售收入增长率	121.08%	6.52%	11.51%	17.85%
存货	1510.41	2525.51	2750.06	3083.69	营业利润增长率	212.89%	-14.87%	9.77%	21.71%
其他流动资产	2380.08	2326.86	2347.11	2382.10	净利润增长率	208.12%	-14.43%	9.75%	21.64%
长期股权投资	277.26	277.26	277.26	277.26	EBITDA 增长率	155.57%	-1.06%	9.86%	20.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4694.86	5864.48	6993.65	8070.65	毛利率	47.37%	41.03%	40.45%	41.46%
无形资产和开发支出	619.39	602.09	584.79	567.49	三费率	4.46%	11.57%	11.45%	11.42%
其他非流动资产	787.32	774.60	719.40	678.35	净利率	32.13%	25.81%	25.40%	26.22%
<b>资产总计</b>	<b>18239.27</b>	<b>21285.98</b>	<b>23923.41</b>	<b>27584.18</b>	ROE	20.99%	15.80%	15.19%	16.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.06%	13.24%	12.93%	13.64%
应付和预收款项	1035.05	1710.37	1804.87	2057.15	ROIC	40.22%	29.89%	27.18%	28.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.05%	32.56%	32.07%	32.86%
其他负债	1509.22	1738.36	1752.39	2017.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2544.27</b>	<b>3448.73</b>	<b>3557.26</b>	<b>4074.58</b>	总资产周转率	0.61	0.55	0.54	0.56
股本	369.92	369.92	369.92	369.92	固定资产周转率	3.50	2.94	3.06	3.28
资本公积	10143.53	10143.53	10143.53	10143.53	应收账款周转率	4.61	3.64	3.37	3.55
留存收益	6363.98	8528.77	11064.26	14215.71	存货周转率	3.71	3.19	2.75	2.88
归属母公司股东权益	15647.43	17795.66	20331.15	23482.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.68%	—	—	—
少数股东权益	47.58	41.58	35.00	27.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15695.00</b>	<b>17837.25</b>	<b>20366.15</b>	<b>23509.60</b>	资产负债率	13.95%	16.20%	14.87%	14.77%
负债和股东权益合计	18239.27	21285.98	23923.41	27584.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.45	4.46	4.78	4.80
					速动比率	4.75	3.64	3.92	3.98
					股利支付率	2.80%	23.37%	18.22%	16.44%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	8.93	7.64	8.38	10.20
					每股净资产	42.30	48.11	54.96	63.48
					每股经营现金	8.89	5.72	8.19	10.03
					每股股利	0.25	1.79	1.53	1.68
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	3594.58	3556.45	3907.25	4717.49					
PE	14.98	17.51	15.95	13.11					
PB	3.16	2.78	2.43	2.11					
PS	4.82	4.53	4.06	3.44					
EV/EBITDA	11.51	11.65	10.34	8.22					
股息率	0.19%	1.34%	1.14%	1.25%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	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	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn