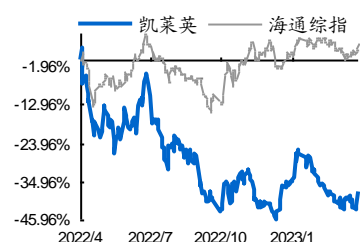


**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

04月07日收盘价(元)	144.04
52周股价波动(元)	124.72-340.50
总股本/流通A股(百万股)	370/328
总市值/流通市值(百万元)	53283/51150

**相关研究**

《新兴业务高速增长，项目漏斗模型驱动CDMO业务中长期稳增长》2022.11.08

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.3	-8.7	-2.9
相对涨幅(%)	2.5	-9.4	-6.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:周航

Tel:(021)23219671

Email:zh13348@haitong.com

证书:S0850523040001

# (更新)小分子业务稳健增长,新兴业务板块快速增长,看好公司长期稳健发展

**投资要点:**

- 更正及致歉声明。我们在2023年4月10日外发的《公司营收持续高速增长,建议关注电生理行业集采》报告中,由于我们的粗心导致模板标题未更换,在此我们向各位投资者致歉,我们撤回4月10日发布的报告,特此更正。
- 公告:**凯莱英发布2022年年报,2022年全年,公司实现营业收入102.6亿元,同比增长121.1%;归母净利润33.0亿元,同比增长208.8%;扣非归母净利润32.3亿元,同比增长245.4%。第四季度,公司实现营业收入24.4亿元,同比增长42.4%;归母净利润5.8亿元,同比增长55.1%;扣非归母净利润5.5亿元,同比增长61.4%。
- 小分子常规业务稳健增长,临床后期及商业化项目储备丰富。**2022年全年,小分子业务收入92.5亿元,同比增长118.3%,毛利率50.5%。公司完成商业化项目40个,新增大型跨国公司API验证项目2个,完成临床三期项目62个,相较2021年增加7个。战略性储备潜在重磅项目,公司服务的临床三期项目涉及诸多热门靶点或大药靶点,项目占比超过60%,例如KRAS、JAK、TYK2等。小分子临床CDMO收入16.7亿元,剔除2021年与抗病毒相关的两个大项目,收入同比增长19.0%,共完成临床及临床前项目297个,同比增长26.4%。
- 战略新兴业务快速增长,海外中小创新药公司收入持续提升。**新兴业务板块收入10.0亿元,同比增长150.5%,毛利率33.7%,下降5.9个百分点。其中化学大分子业务收入3.7亿元,同比增长138.7%;临床研究服务收入2.6亿元,同比增长201.4%;制剂业务收入2.3亿元,同比增长84.7%;生物大分子CDMO业务收入1.0亿元。日本市场进入收获期,收入同比增长202.1%。在助力和记黄埔索凡替尼项目在国内顺利上市后,继续为其美国NDA提供相关服务;小分子CDMO业务国内客户收入7.8亿元,同比增长108%,国内NDA阶段在手订单40个。
- 通过连续反应提高公司生产效率,人员快速增加。**小分子业务板块,传统批次反应釜体积约为5300m<sup>3</sup>,连续性反应车间面积同比增长超过70%,连续化设备数量同比增长近75%,连续性反应产能同比增长近400%。新兴业务板块产能快速建设,生物大分子CDMO业务引入战略投资者高瓴资本,拟共同投资25亿元。公司员工总数达9719人,相比2021年新增2593人。截至2022年年底,公司在手订单总额11.5亿美元。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4639	10255	9950	12785	16620
(+/-)YoY(%)	47.3%	121.1%	-3.0%	28.5%	30.0%
净利润(百万元)	1069	3302	2479	3208	4141
(+/-)YoY(%)	48.1%	208.8%	-24.9%	29.4%	29.1%
全面摊薄EPS(元)	2.89	8.93	6.70	8.67	11.19
毛利率(%)	44.3%	47.4%	43.6%	43.0%	43.0%
净资产收益率(%)	8.5%	21.1%	14.2%	15.5%	16.7%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 投资建议。**我们认为公司作为国内领先的 CDMO 企业，伴随着其产能和业务承接力的进一步提升，业绩仍然具有较大的上升空间。我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 6.70、8.67、11.19 元。考虑到目前全球创新药研发投入稳步增长以及全球 CDMO 行业仍处于高度景气，参考可比公司估值，我们认为给予公司 2023 年 25-30 倍 PE 比较合理，对应合理价值区间为 167.5-201.0 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**客户创新药销售不及预期；临床阶段项目运营风险；未能通过国际药品监管部门持续审查的风险；汇率波动风险。

表 1 可比公司估值表

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
药明康德	83.82	1.72	2.97	3.32	4.20	48.80	28.22	25.24	19.94
博腾股份	38.70	0.96	3.67	2.13	2.34	40.33	10.54	18.18	16.52
康龙化成	52.45	1.39	1.15	1.86	2.54	37.62	45.45	28.13	20.66
平均						42.25	28.07	23.85	19.04

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 股价日期为 2023/4/7 收盘价, 盈利预测为 Wind 一致预测

表 2 凯莱英收入预测 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
临床及临床前阶段	1252.6	1723.4	1666.3	2588.9	3365.6	4375.3
商业化阶段	1657.8	2514.9	7586.8	5162.3	6452.8	8388.7
新兴业务	237.4	397.5	995.9	2191.0	2957.9	3845.2
其他业务	1.8	3.0	6.3	7.5	9.0	10.8
营业收入合计	3149.7	4638.8	10255.3	9949.8	12785.4	16620.1
YOY	28.78%	47.28%	121.08%	-2.98%	28.50%	29.99%
毛利率	46.55%	44.33%	47.37%	43.63%	43.04%	43.04%

资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>10255</b>	<b>9950</b>	<b>12785</b>	<b>16620</b>
每股收益	8.93	6.70	8.67	11.19	营业成本	5398	5609	7282	9466
每股净资产	42.29	47.17	55.84	67.03	毛利率%	47.4%	43.6%	43.0%	43.0%
每股经营现金流	8.88	9.22	6.65	13.99	营业税金及附加	57	55	70	91
每股股利	1.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	150	159	192	249
P/E	16.14	21.50	16.61	12.87	营业费用率%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%
P/B	3.41	3.05	2.58	2.15	管理费用	806	846	1087	1330
P/S	5.20	5.36	4.17	3.21	管理费用率%	7.9%	8.5%	8.5%	8.0%
EV/EBITDA	14.13	14.75	11.76	8.50	EBIT	3150	2634	3323	4403
股息率%	<b>1.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-498	-117	-194	-135
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-4.9%	-1.2%	-1.5%	-0.8%
毛利率	47.4%	43.6%	43.0%	43.0%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利润率	32.2%	24.9%	25.1%	24.9%	投资收益	7	50	64	83
净资产收益率	21.1%	14.2%	15.5%	16.7%	<b>营业利润</b>	<b>3731</b>	<b>2801</b>	<b>3581</b>	<b>4622</b>
资产回报率	18.1%	11.8%	13.1%	13.8%	营业外收支	-6	0	0	0
投资回报率	17.6%	13.3%	14.4%	16.0%	<b>利润总额</b>	<b>3725</b>	<b>2801</b>	<b>3581</b>	<b>4622</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3512	3295	4131	5391
营业收入增长率	121.1%	-3.0%	28.5%	30.0%	所得税	430	322	372	481
EBIT 增长率	173.1%	-16.4%	26.2%	32.5%	有效所得税率%	11.6%	11.5%	10.4%	10.4%
净利润增长率	208.8%	-24.9%	29.4%	29.1%	少数股东损益	-7	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3302</b>	<b>2479</b>	<b>3208</b>	<b>4141</b>
资产负债率	13.9%	16.7%	15.3%	17.1%					
流动比率	5.45	3.83	4.09	3.74	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	4.60	2.99	3.19	2.88	货币资金	5290	4738	4687	7291
现金比率	2.43	1.51	1.39	1.53	应收账款及应收票据	2451	2488	3746	4209
<b>经营效率指标</b>					存货	1510	2189	2517	3472
应收账款周转天数	74.90	89.36	87.77	86.16	其它流动资产	2609	2603	2846	2813
存货周转天数	96.93	118.72	116.33	113.89	流动资产合计	11860	12019	13796	17786
总资产周转率	0.61	0.51	0.56	0.61	长期股权投资	277	289	293	297
固定资产周转率	3.50	2.19	2.15	2.37	固定资产	3622	5448	6433	7576
					在建工程	1072	1634	2111	2305
					无形资产	473	580	680	783
					非流动资产合计	6379	8979	10645	12179
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>18239</b>	<b>20998</b>	<b>24441</b>	<b>29965</b>
净利润	3302	2479	3208	4141	短期借款	0	-66	-163	-296
少数股东损益	-7	0	0	0	应付票据及应付账款	569	1229	947	1806
非现金支出	388	661	808	987	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-380	-42	-59	-82	其它流动负债	1608	1972	2587	3243
营运资金变动	-15	314	-1496	130	流动负债合计	2177	3135	3370	4753
<b>经营活动现金流</b>	<b>3287</b>	<b>3412</b>	<b>2461</b>	<b>5176</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-2081	-3250	-2469	-2518	其它长期负债	367	367	367	367
投资	-2622	-11	-5	-4	非流动负债合计	367	367	367	367
其他	31	50	64	83	<b>负债总计</b>	<b>2544</b>	<b>3502</b>	<b>3737</b>	<b>5120</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4671</b>	<b>-3211</b>	<b>-2410</b>	<b>-2438</b>	实收资本	370	370	370	370
债权募资	-375	-66	-97	-133	归属于母公司所有者权益	15647	17447	20656	24797
股权募资	701	-678	0	0	少数股东权益	48	48	48	48
其他	-1069	-8	-5	-1	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>18239</b>	<b>20998</b>	<b>24441</b>	<b>29965</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-743</b>	<b>-752</b>	<b>-102</b>	<b>-134</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1814</b>	<b>-552</b>	<b>-51</b>	<b>2604</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业  
周航 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,万孚生物,康华生物,智飞生物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。