

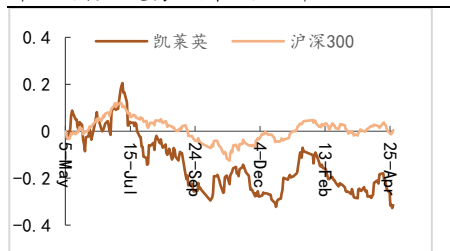
评级： 买入

核心观点

王斌
医药行业分析师
SAC 执证编号：S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话：86-10-81152644

陈智博
研究助理
chenzhibo@sczq.com.cn
电话：86-10-81152642

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	126.45
一年内最高/最低价（元）	230.73/124.01
市盈率（当前）	13.63
市净率（当前）	2.87
总股本（亿股）	3.70
总市值（亿元）	467.76

资料来源：聚源数据

相关研究

- 凯莱英：大订单高质量交付，新业务进入加速期
- 凯莱英：大订单推动业绩迈上新台阶，新业务打造第二增长极
- 凯莱英：小分子业务推动业绩大幅增长，盈利能力提升显著

- 事件：**公司发布 2023 年第一季度报告，2023 年第一季度实现营业收入 22.49 亿元，同比增长 9.09%；实现归母净利润 6.30 亿元，同比增长 26.22%；实现扣非归母净利润 6.18 亿元，同比增长 26.98%。

点评：

- 大订单持续交付，盈利能力显著提升。**23Q1 公司实现毛利 10.89 亿元（yoy+16.71%），毛利率 48.40%（yoy+3.16%），小分子 CDMO、新兴业务毛利率分别为 50.30%（yoy+4.86%）、33.18%，毛利率提升主要系高毛利大订单持续交付。海内外收入稳步增长，来自境外收入 19.26 亿元（yoy+6.61%），境内收入 3.23 亿元（yoy+26.59%）。
- 小分子 CDMO 业务稳健增长，新兴业务快速发力。**23Q1 小分子 CDMO 业务实现收入 20.00 亿元（yoy+4.31%），剔除大订单同比增长 45.37%，其中来自大制药公司的收入同比增长超过 60%，公司大客户战略成效显著。化学大分子、临床研究服务、制剂等新兴业务依托小分子积累的竞争优势，增长强劲，报告期内实现收入 2.49 亿元（yoy+72.54%）。随着未来新兴业务项目数量的不断增加和项目管线的不断推进，有望成为公司第二增长曲线。
- 盈利预测：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 100.5/111.6/142.8 亿元，分别同比 -2.0%/+11.0%/+28.0%；归母净利润分别为 24.6/25.2/32.3 亿元，分别同比 -25.5%/+2.6%/+27.9%。当前收盘价对应 PE 分别为 20/20/15 倍，公司为具有全球竞争力的小分子 CDMO 企业，同时新业务的全面布局和高速发展为公司带来中长期增长动力，维持“买入”评级。
- 风险提示：**客户订单流失；原材料涨价；汇率波动；核心技术人员流失；行业竞争加剧；订单交付不及预期；政策风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	10255.3	10045.8	11155.6	14277.5
营收增速（%）	121.1%	-2.0%	11.0%	28.0%
净利润（百万元）	3301.6	2459.3	2522.9	3227.0
净利润增速（%）	208.8%	-25.5%	2.6%	27.9%
EPS(元/股)	8.93	6.65	6.82	8.72
PE	19.0	19.0	18.5	14.5

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	11860.5	12907.1	14938.8	18230.5	经营活动现金流	3286.9	2745.0	2514.5	2526.4
现金	5289.6	6376.2	7871.7	9807.1	净利润	3301.6	2459.3	2522.9	3227.0
应收账款	2451.1	2381.7	2644.9	3385.0	折旧摊销	362.0	471.3	584.5	630.8
其它应收款	118.6	116.1	129.0	165.0	财务费用	-277.4	-115.8	-142.5	-176.8
预付账款	110.7	113.7	129.9	164.9	投资损失	-6.9	-90.0	-90.0	-90.0
存货	1510.4	1543.9	1763.2	2238.5	营运资金变动	-67.2	17.6	-366.0	-1097.1
其他	229.0	224.3	249.1	318.8	其它	-18.3	2.5	5.5	8.7
非流动资产	6378.8	7910.1	8328.9	8103.5	投资活动现金流	-4671.4	-1415.5	-915.5	-515.5
长期投资	277.3	277.3	277.3	277.3	资本支出	-2150.6	-1505.0	-1005.0	-605.0
固定资产	3622.4	4721.4	5203.2	5234.4	长期投资	7408.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	619.4	562.4	511.2	465.1	其他	-9929.6	89.5	89.5	89.5
其他	474.4	474.4	474.4	474.4	筹资活动现金流	-742.5	-242.8	-103.5	-75.5
资产总计	18239.3	20817.2	23267.7	26334.0	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	2177.1	2125.8	2299.4	2567.1	长期借款	15.3	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	其他	-49.3	-330.2	-245.9	-252.3
应付账款	568.9	584.6	667.7	847.6	现金净增加额	-2127.0	1086.6	1495.5	1935.4
其他	0.1	0.1	0.1	0.1					
非流动负债	367.2	367.2	367.2	367.2	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	278.0	278.0	278.0	278.0	营业收入	121.1%	-2.0%	11.0%	28.0%
负债合计	2544.3	2493.0	2666.6	2934.3	营业利润	212.9%	-25.2%	2.6%	28.9%
少数股东权益	47.6	47.6	47.6	71.3	归属母公司净利润	208.8%	-25.5%	2.6%	27.9%
归属母公司股东权益	15647.4	17776.6	20053.6	23028.3	获利能力				
负债和股东权益	18239.3	20317.2	22767.7	26034.0	毛利率	47.4%	44.8%	43.2%	43.7%
					净利率	32.2%	24.5%	22.6%	22.6%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROE	21.1%	13.8%	12.6%	14.0%
营业收入	10255.3	10045.8	11155.6	14277.5	ROIC	18.2%	13.2%	11.9%	13.4%
营业成本	5397.6	5546.7	6334.7	8042.4	偿债能力				
营业税金及附加	56.6	55.5	61.6	78.9	资产负债率	13.9%	12.0%	11.5%	11.1%
营业费用	150.2	200.9	234.3	314.1	净负债比率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	708.9	783.6	870.1	1113.6	流动比率	5.45	6.07	6.50	7.10
管理费用	805.5	853.9	1004.0	1285.0	速动比率	4.75	5.35	5.73	6.23
财务费用	-498.2	-115.8	-142.5	-176.8	营运能力				
资产减值损失	-25.8	-20.0	-20.0	-20.0	总资产周转率	0.56	0.48	0.48	0.54
公允价值变动收益	83.2	20.0	20.0	20.0	应收账款周转率	4.81	4.16	4.44	4.74
投资净收益	38.7	70.0	70.0	70.0	应付账款周转率	9.63	9.62	10.12	10.61
营业利润	3730.8	2791.0	2863.3	3690.3	每股指标(元)				
营业外收入	0.3	0.3	0.3	0.3	每股收益	8.93	6.65	6.82	8.72
营业外支出	6.2	6.2	6.2	6.2	每股经营现金	8.89	7.42	6.80	6.83
利润总额	3724.9	2785.1	2857.4	3684.5	每股净资产	42.30	48.06	54.21	62.25
所得税	430.3	325.8	334.5	433.7	估值比率				
净利润	3294.6	2459.3	2522.9	3250.8	P/E	14.2	19.0	18.5	14.5
少数股东损益	-7.0	0.0	0.0	23.7	P/B	2.99	2.63	2.33	2.03
归属母公司净利润	3301.6	2459.3	2522.9	3227.0					
EBITDA	3553.5	3146.5	3305.2	4144.4					
EPS (元)	8.93	6.65	6.82	8.72					

分析师简介

王斌，医药行业分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

陈智博，医药行业研究助理，英国南安普顿大学商务分析和金融硕士，北京大学药学学士；拥有 3 年大型医疗集团总部供应链和医疗信息化工作经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现