

证券研究报告

化学原料药



增持 (维持)

凯莱英 (002821)

技术引领+双轮驱动, 小分子 CDMO 业务、战略新兴业务持续增长

2023年5月5日

## 市场数据

日期	2023-05-04
收盘价(元)	126.90
总股本(百万股)	369.92
流通股本(百万股)	355.11
净资产(百万元)	16324.85
总资产(百万元)	18546.76
每股净资产(元)	44.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证医药】凯莱英(002821) 2022 年年报点评: 商业化大订单夯实竞争优势, 新兴业务取得突破》2023-04-02

《【兴证医药】凯莱英(002821) 2022 三季报点评: Q3 业绩延续高速增长, 各项业务呈现较好经营趋势》2022-10-28

《【兴证医药】凯莱英(002821) 2022 一季报点评: 重磅订单逐步落地, 2022Q1 业绩大幅增长》2022-04-21

## 分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

## 投资要点

- 近日, 凯莱英发布了 2023 年一季报。报告期内, 公司实现营业收入 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%; 实现经营现金流净额 13.04 亿元, 同比增长 537.09%。
- 盈利预测与评级: 公司作为国内 CDMO 龙头企业之一, 公司凭借技术优势有望分享全球 CDMO 产业向发展中国家转移的红利, 持续提升公司的市占率。同时, 公司化学大分子、制剂、生物大分子、ADC、生物酶等新业务也在快速成长。生物药 CDMO 当前已进入加速建设期, 有望为公司未来发展带来新增量。基于公司签订商业化大订单带来的示范效应, 以及公司能力与口碑的沉淀, 叠加过去的在手订单, 配合产能的快速扩增, 我们调整了公司的盈利预测, 预计 2023-2025 年 EPS 为 6.67 元、6.79 元、9.08 元; 对应 5 月 4 日收盘价, PE 分别为 18.8 倍、18.4 倍、13.8 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 订单业务运营和进度不及预期、订单波动风险、新业务拓展低于预期、产能释放速度低于预期等。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10255	10059	10894	14039
同比增长	121.08%	-1.91%	8.30%	28.88%
归母净利润(百万元)	3302	2469	2513	3360
同比增长	208.77%	-25.21%	1.78%	33.71%
毛利率	47.4%	45.2%	43.9%	43.7%
ROE	21.1%	14.2%	12.6%	14.4%
每股收益(元)	8.92	6.67	6.79	9.08
市盈率	14.0	18.8	18.4	13.8

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- 近日，凯莱英发布了2023年一季报。报告期内，公司实现营业收入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%；实现经营现金流净额13.04亿元，同比增长537.09%。

## 点评

- **技术引领+双轮驱动，小分子CDMO业务、战略新兴业务持续增长。**报告期内，小分子CDMO业务实现收入20.00亿元，同比增长4.31%。若剔除大订单，小分子CDMO业务收入同比增长45.37%，其中，来自大制药公司的收入同比增长超过60%。报告期内，小分子CDMO业务实现毛利10.06亿元，同比增长15.48%，毛利率50.30%，较去年同期提升4.86%。公司依托小分子领域积累的竞争优势，并快速将相关优势推导到化学大分子、临床研究服务、制剂、生物大分子、合成生物技术等新业务领域。报告期内新兴业务实现收入2.49亿元，同比增长72.54%，实现毛利0.83亿元，毛利率33.18%。
- **费用方面。**报告期内，销售费用0.34亿元，同比增长64.63%，销售费用率1.5%，同比增长0.50个百分点；管理费用1.66亿元，同比增长1.65%，管理费用率7.37%，同比下降0.54个百分点；财务费用0.37亿元，同比下降23.77%，财务费用率1.64%，同比下降0.71个百分点；研发费用1.62亿元，同比增长23.85%，研发费用率7.21%，同比增长0.86个百分点。
- **盈利预测与评级：**公司作为国内CDMO龙头企业之一，公司凭借技术优势有望分享全球CDMO产业向发展中国家转移的红利，持续提升公司的市占率。同时，公司化学大分子、制剂、生物大分子、ADC、生物酶等新业务也在快速成长。生物药CDMO当前已进入加速建设期，有望为公司未来发展带来新增量。基于公司签订商业化大订单带来的示范效应，以及公司能力与口碑的沉淀，叠加过去的在手订单，配合产能的快速扩增，我们调整了公司的盈利预测，预计2023-2025年EPS为6.67元、6.79元、9.08元；对应5月4日收盘价，PE分别为18.8倍、18.4倍、13.8倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**订单业务运营和进度不及预期、订单波动风险、新业务拓展低于预期、产能释放速度低于预期等。

表 1、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	2062	2980	2770	2444	2249	9.1%	4639	10255	121.1%
营业成本	1129	1542	1475	1252	1160	2.8%	2582	5398	109.0%
毛利	933	1438	1295	1192	1089	16.7%	2056	4858	136.2%
销售费用	21	31	45	54	34	64.6%	100	150	50.9%
管理费用	163	170	189	284	166	1.7%	476	806	69.2%
财务费用	48	-333	-229	15	37	-23.8%	7	-498	-7187.9%
研发费用	131	132	179	267	162	23.8%	387	709	82.9%
资产减值	0	0	0	-3	0	-	0	-3	-
公允价值	-1	28	2	55	-1	-	19	83	338.7%
投资收益	12	5	-21	11	1	-94.9%	27	7	-74.7%
营业利润	570	1422	1134	605	710	24.5%	1192	3731	212.9%
利润总额	567	1421	1133	603	710	25.1%	1193	3725	212.2%
归母净利润	499	1241	981	581	630	26.2%	1069	3302	208.8%
EPS	1.350	3.354	2.652	1.570	1.704	26.2%	2.891	8.925	208.8%
销售费用率	1.0%	1.0%	1.6%	2.2%	1.5%	0.5%	2.1%	1.5%	-0.7%
管理费用率	7.9%	5.7%	6.8%	11.6%	7.4%	-0.5%	10.3%	7.9%	-2.4%
财务费用率	2.3%	-11.2%	-8.3%	0.6%	1.6%	-0.7%	0.2%	-4.9%	-5.0%
研发费用率	6.3%	4.4%	6.5%	10.9%	7.2%	0.9%	8.4%	6.9%	-1.4%
所得税率	11.9%	12.7%	13.5%	4.9%	11.5%	-0.4%	10.4%	11.6%	1.2%
毛利率	45.2%	48.2%	46.7%	48.8%	48.4%	3.2%	44.3%	47.4%	3.0%
净利率	24.2%	41.6%	35.4%	23.8%	28.0%	3.8%	23.1%	32.2%	9.1%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11860	14147	17066	21235
货币资金	5290	7331	9264	11816
交易性金融资产	2151	2366	2603	2863
应收票据及应收账款	2451	1924	2086	2688
预付款项	111	276	336	474
存货	1510	1931	2443	3029
其他	348	320	335	364
<b>非流动资产</b>	6379	6207	5923	5528
长期股权投资	277	305	335	369
固定资产	3622	3799	3670	3389
在建工程	1072	536	268	134
无形资产	473	473	473	473
商誉	146	175	161	163
长期待摊费用	135	135	135	135
其他	652	783	880	865
<b>资产总计</b>	18239	20353	22989	26763
<b>流动负债</b>	2177	2459	2534	2894
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	569	780	791	1055
其他	1608	1679	1744	1839
<b>非流动负债</b>	367	413	465	524
长期借款	0	0	0	0
其他	367	413	465	524
<b>负债合计</b>	2544	2872	2999	3418
股本	370	370	370	370
资本公积	10144	10144	10144	10144
未分配利润	6155	7877	10307	13556
少数股东权益	48	42	37	30
<b>股东权益合计</b>	15695	17481	19990	23345
<b>负债及权益合计</b>	18239	20353	22989	26763

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	3302	2469	2513	3360
折旧和摊销	362	360	397	415
资产减值准备	26	-15	4	27
资产处置损失	4	2	2	2
公允价值变动损失	-83	-83	-83	-83
财务费用	-277	-93	-123	-157
投资损失	-7	-11	-12	-11
少数股东损益	-7	-5	-5	-7
营运资金的变动	-53	185	-742	-1109
<b>经营活动产生现金流量</b>	3287	2836	2009	2600
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4671	-216	-204	-210
<b>融资活动产生现金流量</b>	-743	-579	128	162
现金净变动	-1814	2041	1933	2552
现金的期初余额	6232	5290	7331	9264
现金的期末余额	4418	7331	9264	11816

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10255	10059	10894	14039
营业成本	5398	5516	6108	7902
税金及附加	57	50	54	70
销售费用	150	201	272	281
管理费用	806	855	926	1151
研发费用	709	851	936	1123
财务费用	-498	-93	-123	-157
其他收益	36	43	51	62
投资收益	7	11	12	11
公允价值变动收	83	83	83	83
信用减值损失	-22	-23	-23	-23
资产减值损失	-3	0	0	0
资产处置收益	-4	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	3731	2791	2842	3799
营业外收入	0	0	1	1
营业外支出	6	7	9	11
<b>利润总额</b>	3725	2784	2834	3789
所得税	430	320	326	436
净利润	3295	2464	2508	3353
少数股东损益	-7	-5	-5	-7
<b>归属母公司净利润</b>	3302	2469	2513	3360
<b>EPS(元)</b>	8.92	6.67	6.79	9.08

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	121.1%	-1.9%	8.3%	28.9%
营业利润增长率	212.9%	-25.2%	1.8%	33.7%
归母净利润增长	208.8%	-25.2%	1.8%	33.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	47.4%	45.2%	43.9%	43.7%
归母净利率	32.2%	24.5%	23.1%	23.9%
ROE	21.1%	14.2%	12.6%	14.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.9%	14.1%	13.0%	12.8%
流动比率	5.45	5.75	6.73	7.34
速动比率	4.75	4.97	5.77	6.29
<b>营运能力</b>				
资产周转率	61.4%	52.1%	50.3%	56.4%
应收账款周转率	460.7%	440.6%	519.9%	563.1%
存货周转率	371.4%	320.6%	279.3%	288.8%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	8.92	6.67	6.79	9.08
每股经营现金	8.88	7.67	5.43	7.03
每股净资产	42.29	47.13	53.93	63.02
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14.0	18.8	18.4	13.8
PB	3.0	2.7	2.3	2.0

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司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,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn