

## 评级：买入(维持)

市场价格：126.49

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：崔少煜

执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

## 公司盈利预测及估值

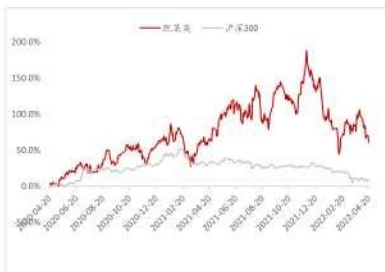
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4638.83	10255.33	10297.17	11347.64	14207.29
增长率 yoy%	47.28%	121.08%	0.41%	10.20%	25.20%
净利润(百万元)	1069.27	3301.64	2557.89	2579.48	3117.65
增长率 yoy%	48.08%	208.77%	-22.53%	0.84%	20.86%
每股收益(元)	2.89	8.93	6.91	6.97	8.43
每股现金流量	0.31	8.89	12.97	7.41	8.27
净资产收益率	8.48%	21.10%	13.63%	12.38%	13.30%
P/E	42.38	13.73	18.29	18.14	15.01
PEG	0.88	0.07	-0.81	21.49	0.72
P/B	3.71	2.99	2.49	2.25	2.00

备注：截止 2023 年 05 月 07 日

## 基本状况

总股本(百万股)	369.92
流通股本(百万股)	355.11
市价(元)	126.49
市值(百万元)	46,791.18
流通市值(百万元)	44,917.86

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

1 《凯莱英 (002821) -公司点评：主业增长强劲，期待 2023 年新兴业务持续发力-买入 - (中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》2023.04.01

2、《凯莱英 (002821) -公司点评：利润超预期，主业持续强劲，新兴业务不断发力-买入 - (中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》2023.01.31

## 投资要点

- 事件：公司发布 2022 年一季报，2022 第一季度公司实现营业收入 22.49 亿元，同比增长 9.09%；归母净利润 6.30 亿元，同比增长 26.22%；扣非归母净利润 6.18 亿元，同比增长 26.98%。**
- 主业稳健增长，新兴业务持续发力。**2023Q1 经调整的归属于上市公司股东净利润约 7.01 亿元，同比增长 26.7%。分业务看，2023Q1 年小分子业务收入约 20.0 亿元，同比增长 4.31%，其中若剔除大订单影响，小分子 CDMO 收入同比+45.37%，来自大制药公司收入+60%，增长更为强劲。此外，新兴业务实现收入 2.49 亿元，同比增长 72.54%，依然维持高速增长。2023Q1 毛利率约 48.40% (+3.16pp)，我们预计主业增长稳健及盈利能力持续提升主要系：①除大订单项目外，小分子 CDMO 商业化项目持续兑现带来规模效应凸显；②公司近年加大新兴业务投入，新兴业务有望逐步迎来收获期所致。
- 订单快速增长，管理能力持续优化。**2023Q1 经营性现金流净额 13.04 亿元，同比增长 537.09%。主要系营业收入加速增长且回款良好，购买材料及支付薪酬增加等因素所致。期末固定资产 38.98 亿元，同比增长 49.14%，在建工程 9.24 亿元，同比下降 15.44%，主要系吉林、镇江产能设施持续扩张。费用率方面，销售费用 3382 万元 (+64.65%)，费用率 1.50%、同比提升 0.50pp。管理费用 1.66 亿元 (+1.65%)，费用率 7.36%、同比下降 0.54pp。研发费用 1.62 亿元 (+23.85%)，费用率 7.21%，同比提升 0.86pp，主要系研发投入持续扩大所致。
- 盈利预测与投资建议：**源于新冠订单受下游需求略有波动，我们预计 2023-2025 年公司收入 102.97、113.48、142.07 亿元，同比增长 0.41%、10.20%、25.20%，但源于新兴业务处于投入期，导致成本端或有提升，归母净利润 25.58、25.79、31.18 亿元，同比增长-22.53%、0.84%、20.86%。**考虑公司处于创新药研发生产外包高景气优质赛道，且凭借技术等综合优势成为国内 CDMO 领导者，引领行业快速增长，有望享受估值溢价，维持“买入”评级。**
- 风险提示事件：**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；核心技术人员流失风险；原材料供应及其价格上涨的风险，环保和安全生产风险；汇率波动风险。

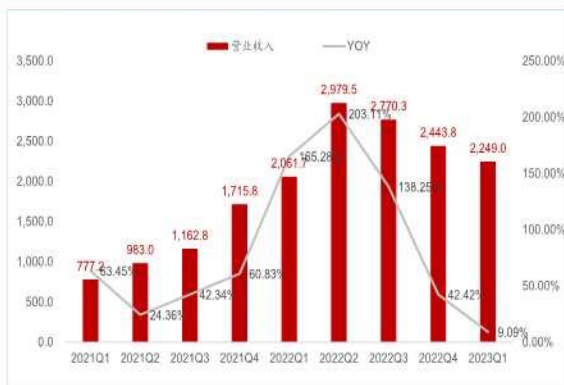
**图表 1: 凯莱英 2023Q1 主要财务指标变化 (单位: 百万元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 凯莱英分季度财务数据 (单位: 百万元, %)**

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入	777.19	983.00	1,162.80	1,715.85	2,061.71	2,979.54	2,770.33	2,443.75	2,249.03
营业收入同比	63.45%	24.36%	42.34%	60.83%	165.28%	203.11%	138.25%	42.42%	9.09%
营业收入环比	-27.15%	26.48%	18.29%	47.56%	20.16%	44.52%	-7.02%	-11.79%	-7.97%
营业成本	444.05	526.13	639.61	972.6072	1,128.892	1,541.95	1,475.26	1,251.5	1,160.39
毛利率	42.86%	46.48%	44.99%	43.32%	45.24%	48.25%	46.75%	48.79%	48.40%
销售费用	19.14	20.42	24.54	35.45	20.54	30.82	44.90	53.92	33.82
管理费用	98.61	91.99	121.21	164.34	162.98	170.38	188.52	283.65	165.67
研发费用	83.44	80.45	93.30	130.28	130.88	132.44	178.88	266.69	162.10
财务费用	-7.16	7.36	-2.94	9.78	48.37	-332.59	-228.76	14.81	36.87
营业利润	165.15	316.58	290.84	419.80	570.10	1,422.25	1,133.63	604.80	709.95
利润总额	165.29	316.63	292.51	418.52	567.09	1,421.16	1,133.43	603.27	709.70
所得税	10.96	41.64	26.99	44.10	67.69	180.46	152.59	29.57	81.81
归母净利润	154.33	275.00	265.52	374.42	499.40	1,240.70	980.84	580.70	630.35
归母净利润同比	42.86%	32.48%	39.30%	73.45%	223.59%	351.17%	269.40%	55.09%	26.22%
净利率	19.86%	27.98%	22.83%	21.82%	24.22%	41.64%	35.41%	23.76%	28.03%
扣非归母净利润	129.44	223.10	243.52	339.13	486.39	1,212.41	984.44	547.33	617.64
扣非归母净利润同比	38.68%	21.51%	35.64%	80.88%	275.76%	443.44%	304.25%	61.39%	26.98%
扣非归母净利率	16.66%	22.70%	20.94%	19.76%	23.59%	40.69%	35.54%	22.40%	27.46%

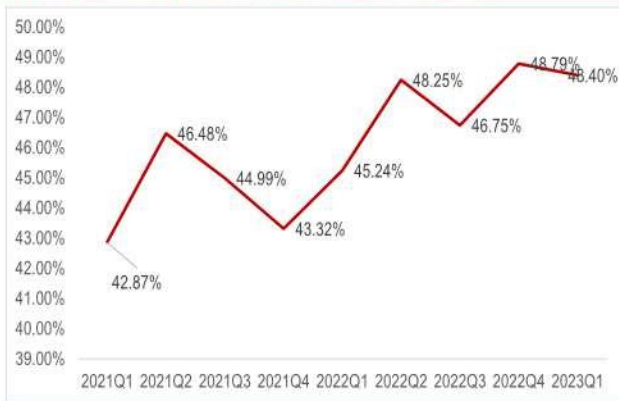
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 凯莱英分季度营业收入 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 4: 凯莱英分季度归母净利润 (单位: 百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 5: 凯莱英毛利率概况 (单位: %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 6: 凯莱英期间费用率概况 (单位: %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 7: 凯莱英财务模型预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11860	16756	19833	23997	<b>营业收入</b>	10255	10297	11348	14207
现金	5290	11985	14645	17850	营业成本	5398	5602	6585	8160
应收账款	2451	1006	1038	1254	营业税金及附加	57	60	64	81
其他应收款	119	24	24	28	营业费用	150	339	372	448
预付账款	111	274	309	357	管理费用	806	924	1000	1237
存货	1510	2055	2224	2835	财务费用	-498	-358	-551	-673
其他流动资产	2380	1413	1594	1672	资产减值损失	-3	-2	-2	-2
<b>非流动资产</b>	6379	5993	5660	5293	公允价值变动收益	83	49	55	58
长期投资	277	282	280	281	投资净收益	7	11	12	11
固定资产	3622	3799	3670	3389	<b>营业利润</b>	3731	2878	2903	3511
无形资产	473	458	442	426	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	2006	1454	1267	1198	营业外支出	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	18239	22750	25493	29291	<b>利润总额</b>	3725	2878	2903	3511
<b>流动负债</b>	2177	3615	4267	5457	所得税	430	320	323	393
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	3295	2558	2579	3118
应付账款	569	629	871	1569	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1608	2987	3396	3888	<b>归属母公司净利润</b>	3302	2558	2579	3118
<b>非流动负债</b>	367	316	338	342	EBITDA	3595	2906	2777	3284
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	8.93	6.91	6.97	8.43
其他非流动负债	367	316	338	342					
<b>负债合计</b>	2544	3931	4606	5799	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	48	48	48	48	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	370	370	370	370	<b>成长能力</b>				
资本公积	10144	10144	10144	10144	营业收入	121.1%	0.4%	10.2%	25.2%
留存收益	6364	8256	10324	12924	营业利润	212.9%	-22.9%	0.9%	20.9%
归属母公司股东权益	15647	18771	20840	23444	归属于母公司净利润	208.8%	-22.5%	0.8%	20.9%
<b>负债和股东权益</b>	18239	22750	25493	29291	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	47.4%	45.6%	42.0%	42.6%
					净利率(%)	32.2%	24.8%	22.7%	21.9%
					ROE(%)	21.1%	13.6%	12.4%	13.3%
					ROIC(%)	36.4%	42.5%	45.9%	64.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	13.9%	17.3%	18.1%	19.8%
					净负债比率(%)	1.12%	0.48%	0.46%	0.37%
					流动比率	5.45	4.63	4.65	4.40
					速动比率	4.75	4.07	4.13	3.88
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.61	0.50	0.47	0.52
					应收账款周转率	5	6	11	12
					应付账款周转率	9.63	9.36	8.78	6.69
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	8.93	6.91	6.97	8.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	8.89	12.97	7.41	8.27
					每股净资产(最新摊薄)	42.30	50.74	56.34	63.38
					<b>估值比率</b>				
					P/E	14.17	18.29	18.14	15.01
					P/B	2.99	2.49	2.25	2.00
					EV/EBITDA	11	13	14	12

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 核心技术人员流失风险

- 公司从事的药物研发与生产业务为技术密集型，高素质专业人才是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近些年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响。

### 毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

### 原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

### 环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

### 汇率波动风险

- 公司海外销售占比 85%以上，海外客户以美元结算订单，随着公司业务持续、稳定的发展，公司业务量逐渐变大，汇率波动将会对公司业绩产生较大的影响。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。