

凯莱英 (002821.SZ) / 医药生物

证券研究报告/公司点评

2023年01月31日

评级: 买入(维持)

市场价格: 159.60 元

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

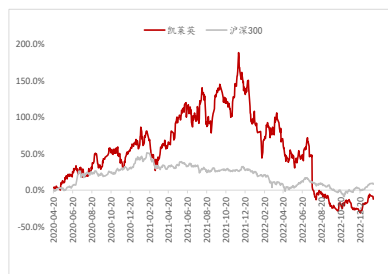
执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	369.98
流通股本(百万股)	354.72
市价(元)	159.60
市值(百万元)	59,048.81
流通市值(百万元)	56,613.31

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《凯莱英 (002821) -公司点评: 业绩持续强劲, 新兴业务有望不断贡献新增量-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2022.10.27

2 《凯莱英 (002821) -公司点评: 主业强劲增长, 新兴业务有望持续发力-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2022.10.23

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3149.69	4638.83	10231.17	10297.17	12956.19
增长率 yoy%	28.04%	47.28%	120.55%	0.65%	25.82%
净利润 (百万元)	722.09	1069.27	3324.61	2963.33	3391.36
增长率 yoy%	30.37%	48.08%	210.92%	-10.87%	14.44%
每股收益 (元)	1.96	2.90	9.03	8.05	9.21
每股现金流量	1.55	0.31	11.09	7.48	8.44
净资产收益率	12.05%	8.48%	20.51%	16.01%	15.91%
P/E	62.48	42.19	17.68	19.83	17.33
PEG	2.06	0.88	0.08	-1.83	1.20
P/B	9.80	4.66	3.63	3.17	2.76

备注: 数据截止 2023.01.31

投资要点

- **事件: 2023年01月30日, 公司发布2022年业绩预告, 2022年公司预计实现营业收入101.13-103.45亿元, 同比增长118%-123%; 归母净利润32.93-33.47亿元, 同比增长208%-213%; 扣非净利润31.89-32.36亿元, 同比增长241%-246%。**
- **利润超预期, 主业持续强劲, 新兴业务不断发力。**取业绩预告中值, 2022年预计实现营业收入102.3亿元(+121%), 归母净利润约33.2(+211%), 扣非净利润约32.1亿元(+243%)。收入拆分看, 2022年小分子CDMO收入同比增长115%, 新兴业务同比增长145%, 均呈强劲增长态势。此外, 国内市场收入同比增长超140%, 有望逐步进入收获期。分季度看, 2022Q4预计实现营收24.2亿元(+41%), 我们预计主要系: ①大订单持续兑现; ②公司近年加大新兴业务及国内市场投入, 新兴业务及国内市场逐步迎来收获期。2022Q4归母净利润约6.0亿元(+60%), 2022Q4扣非净利润约5.3亿元(+56%), 我们预计利润增速快于收入主要系: 公司坚持技术驱动经营战略, 新技术应用占比进一步提升, 助推小分子CDMO盈利能力持续提升所致。
- **产能加速扩张, 小分子CDMO有望持续维持快速增长。**凭借领先的连续流化学、酶催化等技术优势, 公司承接了大量临床前至商业化小分子CDMO项目, 其中大订单签约彰显业务需求旺盛。为满足供应需求, 公司加速扩充产能, 2022年预计在天津、敦化、镇江等地区释放新产能, 预计2022年底反应釜总产能约6862m³(+46%), 随着产能释放节奏加速, 有望驱动小分子CDMO持续快速增长。
- **多领域、全产业链持续布局, 有望带来增长新动能。**凭借小分子业务多年积累的客户基础、技术底蕴和运营平台管理体系, 公司自建化学合成大分子、生物工程、制剂及生物大分子CDMO平台, 并购冠勤医药、医普科诺整合临床前及临床CRO业务, 为客户提供全流程一体化外包服务。随着新业务领域持续发力, 有望为公司不断贡献新的增量。
- **盈利预测与投资建议:**考虑到大订单交付节奏、公司新技术应用占比提升带来小分子CDMO盈利能力提升以及新兴业务投入持续加大或将带来短中期毛利率承压等影响, 我们预计2022-2024年公司收入102.31、102.97、129.56亿元(调整前116.66、119.29、121.95亿元), 同比增长120.55%、0.65%、25.82%, 归母净利润33.25、29.63、33.91亿元(调整前30.93、31.36、32.72亿元), 同比增长210.92%、-10.87%、14.44%。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: 凯莱英分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营业收入	777.19	983.00	1,162.80	1715.85	2,061.71	2979.54	2,770.33	2,417.42
营业收入同比	63.45%	24.36%	42.34%	60.83%	165.28%	203.11%	138.25%	40.89%
营业收入环比	-27.15%	26.48%	18.29%	47.56%	20.16%	44.52%	-7.02%	-12.74%
营业成本	444.05	526.13	639.61	972.61	1,128.89	1541.95	1,475.26	
毛利率	42.86%	46.48%	44.99%	43.32%	45.24%	48.25%	46.75%	
销售费用	19.14	20.42	24.54	35.45	20.54	30.82	44.90	
管理费用	98.61	91.99	121.21	164.34	162.98	170.38	188.52	
研发费用	83.44	80.45	93.30	130.28	130.88	132.44	178.88	
财务费用	-7.16	7.36	-2.94	9.78	48.37	-332.59	-228.76	
营业利润	165.15	316.58	290.84	419.80	570.10	1,422.25	1,133.63	
利润总额	165.29	316.63	292.51	418.52	567.09	1,421.16	1,133.43	
所得税	10.96	41.64	26.99	44.10	67.69	180.46	152.59	
归母净利润	154.33	275.00	265.52	374.42	499.40	1,240.70	980.84	599.15
归母净利润同比	42.86%	32.48%	39.30%	73.45%	223.59%	351.17%	269.40%	60.02%
净利率	19.86%	27.98%	22.83%	21.82%	24.22%	41.64%	35.41%	24.78%
扣非归母净利润	129.44	223.10	243.52	339.13	486.39	1,212.41	984.44	529.16
扣非归母净利润同比	38.68%	21.51%	35.64%	80.88%	275.76%	443.44%	304.25%	56.03%
扣非净利率	16.66%	22.70%	20.94%	19.76%	23.59%	40.69%	35.54%	21.89%

来源: 公司公告, 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。

图表 2：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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10310	15510	17911	22320	营业收入	4639	10231	10297	12956
现金	6234	11467	13424	16577	营业成本	2582	4792	5517	7454
应收账款	1816	994	936	1138	营业税金及附加	25	69	66	83
其他应收款	23	24	22	26	营业费用	100	337	338	408
预付账款	222	234	259	326	管理费用	476	1041	1044	1318
存货	1396	2416	2849	3819	财务费用	7	-366	-515	-621
其他流动资产	619	374	422	434	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	4846	4395	4201	3938	公允价值变动收益	19	9	12	12
长期投资	292	284	287	286	投资净收益	27	10	12	14
固定资产	2244	2536	2530	2375	营业利润	1192	3728	3321	3798
无形资产	374	366	358	350	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1936	1209	1025	927	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	15156	19906	22112	26258	利润总额	1193	3728	3321	3798
流动负债	2205	3420	3312	4642	所得税	124	404	357	407
短期借款	375	626	0	0	净利润	1069	3325	2963	3391
应付账款	552	538	730	1433	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1278	2256	2582	3209	归属母公司净利润	1069	3325	2963	3391
非流动负债	341	272	286	297	EBITDA	1406	3604	3084	3474
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.07	9.03	8.05	9.21
其他非流动负债	341	272	286	297	主要财务比率				
负债合计	2546	3692	3598	4939	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	263	368	368	368	营业收入	47.3%	120.6%	0.6%	25.8%
资本公积	9564	9459	9459	9459	营业利润	46.0%	212.7%	-10.9%	14.4%
留存收益	3274	6388	8692	11497	归属于母公司净利润	48.1%	210.9%	-10.9%	14.4%
归属母公司股东权益	12610	16213	18514	21319	获利能力				
负债和股东权益	15156	19906	22112	26258	毛利率(%)	44.3%	53.2%	46.4%	42.5%
现金流量表					净利率(%)	23.1%	32.5%	28.8%	26.2%
单位: 百万元					ROE(%)	8.5%	20.5%	16.0%	15.9%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC(%)	18.7%	63.5%	57.0%	70.0%
经营活动现金流	113	4083	2756	3106	偿债能力				
净利润	1069	3325	2963	3391	资产负债率(%)	16.8%	18.5%	16.3%	18.8%
折旧摊销	207	242	279	297	净负债比率(%)	15.26%	17.14%	0.22%	0.17%
财务费用	7	-366	-515	-621	流动比率	4.68	4.53	5.41	4.81
投资损失	-27	-10	-12	-14	速动比率	4.04	3.83	4.55	3.99
营运资金变动	-1165	815	89	57	营运能力				
其他经营现金流	22	78	-48	-4	总资产周转率	0.42	0.58	0.49	0.54
投资活动现金流	-2205	259	-26	11	应收账款周转率	3	7	10	12
资本支出	1660	0	0	0	应付账款周转率	4.81	8.80	8.71	6.89
长期投资	477	-7	2	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-68	251	-23	11	每股收益(最新摊薄)	2.90	9.03	8.05	9.21
筹资活动现金流	6211	891	-773	35	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	11.09	7.48	8.44
短期借款	365	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	34.24	44.03	50.27	57.89
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	21	105	0	0	P/E	54.97	17.68	19.83	17.33
资本公积增加	6026	-105	0	0	P/B	4.66	3.63	3.17	2.76
其他筹资现金流	-201	891	-773	35	EV/EBITDA	37	14	17	15
现金净增加额	4110	5233	1956	3153					

来源：中泰证券研究所

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。