

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

凯莱英(002821)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

史慧颖 医药行业分析师

执业编号: S1500523080003

联系电话: 18217132561

邮箱: shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

常规业务高增长，新兴业务各有突破

2023年08月31日

事件：凯莱英发布 2023 年半年报。公司 2023 年上半年实现收入 46.22 亿元（同比-8.33%），归母净利润 16.86 亿元（同比-3.09%），扣非归母净利润 15.68 亿元（同比-7.72%）。

点评：

- **常规业务持续高增长，大订单交付减少影响期间费用率。**受大订单交付进入末期，金额减少所致，2023H1 收入及利润增速均有所下降，2023H1，剔除大订单后，实现收入 26.77 亿元（同比+33.27%），公司常规业务继续保持稳定增长。**利润率方面**，公司 2023H1 综合毛利率 53.07%（同比+6.05pp），归母净利率为 36.49%（同比+1.97pp），扣非归母净利率为 33.92%（同比+0.22pp），汇兑损益及商业化大订单毛利率较高拉高了综合毛利率；**费用率方面**，公司 2023H1 期间费用率为 13.08%(+5.87pp)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.77%(+0.76pp)/7.25%(+0.64pp)/7.00% (+1.78pp)/-2.94%(+2.69pp)，公司积极投入新兴业务及研发平台建设，提升研发费用率；汇率波动导致的汇兑损益导致财务费用率同比上升；收入方面大订单交付减少则导致期间费用率同比有所上升。
- **保持小分子 CDMO 业务优势，新兴业务各有突破。**2023H1，**小分子 CDMO 业务**实现收入 40.87 亿元（同比-11.99%），剔除大订单后实现 21.42 亿元（同比+32.96%）；其中**临床阶段**实现 8.59 亿元（同比-11.21%），确认项目 276 个（同比+52 个）；**商业化阶段**实现 32.27 亿元（同比-12.20%），确认项目 34 个。在**新兴业务**领域，2023H1 共实现收入 5.31 亿元（同比+34.89%）；其中**化学大分子业务收入**同比增长 29.58%，承接新项目 45 项，临床 II 期之后的项目合计 24 项，公司加快多肽 CDMO 产能建设，预计 2024H1 固相合成总产能将超过 1WL；**临床研究服务**收入同比增长 26.59%，新签署 151 个项目，在执行 375 个项目（II 期及以后 127 个）；**制剂业务**收入同比增长 34.63%，在执行订单 120 个，2023H1 完成项目 43 个；**生物大分子业务**同比增长 160.85%，在手订单 43 个（包括 14 个 IND、1 个 BLA）；**合成生物技术**共新接订单 70 多个。
- **发力市场拓展，扩大服务群体，在手订单保障发展。****分地区来看**，2023H1 公司实现美国市场收入 33.48 亿元，剔除大订单后为 14.04 亿元（同比+44.77%）；亚太（除中国大陆）收入同比+48.56%，国内收入 7.66 亿元（同比+10.15%）。**分客户来看**，公司 2023H1 实现大制药公司收入 31.14 亿元，剔除大订单后为 11.69 亿元（同比+74.14%）；实现中小制药公司收入 15.08 亿元（同比+12.75%）。综合来看，公司依旧保持在海外市场及大客户的服务深度及服务优势，且同时积极拓展中小客户，2023H1 实现订单客户增长 21.21%，活跃客户超 1100 家。在公司积极的市场拓展下，截止至 2023 年 8 月 29 日，公司在手订单总额达 9.1 亿美元（不包括已确认收入订单），持续保障未来发展。
- **盈利预测：**我们预计 2023-2025 年公司营业收入为

94.87/106.43/137.13 亿元, 同比增长-7.5%/12.2%/28.8%; 归母净利润分别为 21.69/21.37/28.35 亿元, 同比增长-34.3%/-1.5%/32.7%, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 22/23/17 倍。

- **风险因素:** 行业竞争加剧、研发投入及外包需求下降、政策风险、新业务拓展不及预期等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,639	10,255	9,487	10,643	13,713
增长率 YoY %	47.3%	121.1%	-7.5%	12.2%	28.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,069	3,302	2,169	2,137	2,835
增长率 YoY%	48.1%	208.8%	-34.3%	-1.5%	32.7%
毛利率%	44.3%	47.4%	41.6%	39.2%	39.7%
净资产收益率ROE%	8.5%	21.1%	12.6%	11.2%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	3.15	9.02	5.87	5.78	7.67
市盈率 P/E(倍)	138.10	16.41	22.32	22.65	17.07
市净率 P/B(倍)	9.08	3.50	2.80	2.55	2.28

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	10,310	11,860	13,414	15,466	18,419	
货币资金	6,234	5,290	7,659	8,941	10,736	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,816	2,451	2,074	2,619	3,376	
预付账款	222	111	116	136	174	
存货	1,396	1,510	1,063	1,152	1,358	
其他	642	2,499	2,500	2,618	2,775	
非流动资产	4,846	6,379	6,790	6,727	6,584	
长期股权投资	292	277	287	297	307	
固定资产	2,244	3,622	4,036	3,986	3,877	
无形资产	374	473	513	533	543	
其他	1,936	2,006	1,953	1,910	1,857	
资产总计	15,156	18,239	20,203	22,193	25,003	
流动负债	2,205	2,177	2,505	2,770	3,338	
短期借款	375	0	50	50	50	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	552	569	759	798	905	
其他	1,278	1,608	1,695	1,922	2,383	
非流动负债	341	367	372	377	382	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	341	367	372	377	382	
负债合计	2,546	2,544	2,877	3,147	3,720	
少数股东权益	0	48	48	48	48	
归属母公司	12,610	15,647	17,279	18,998	21,235	
负债和股东权益	15,156	18,239	20,203	22,193	25,003	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,639	10,255	9,487	10,643	13,713	
同比	47.3%	121.1%	-7.5%	12.2%	28.8%	
归属母公司净利润	1,069	3,302	2,169	2,137	2,835	
同比	48.1%	208.8%	-34.3%	-1.5%	32.7%	
毛利率(%)	44.3%	47.4%	41.6%	39.2%	39.7%	
ROE%	8.5%	21.1%	12.6%	11.2%	13.4%	
EPS(摊薄)(元)	3.15	9.02	5.87	5.78	7.67	
P/E	138.10	16.41	22.32	22.65	17.07	
P/B	9.08	3.50	2.80	2.55	2.28	
EV/EBITDA	79.29	14.13	14.86	13.92	10.34	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,639	10,255	9,487	10,643	13,713	
营业成本	2,582	5,398	5,543	6,470	8,262	
营业税金及	25	57	84	95	122	
销售费用	100	150	171	170	206	
管理费用	476	806	712	798	1,028	
研发费用	387	709	664	734	932	
财务费用	7	-498	1	2	2	
减值损失合	0	-3	0	0	0	
投资净收益	27	7	142	43	41	
其他	104	93	37	33	49	
营业利润	1,192	3,731	2,491	2,449	3,250	
营业外收支	1	-6	-5	1	1	
利润总额	1,193	3,725	2,487	2,450	3,251	
所得税	124	430	318	313	415	
净利润	1,069	3,295	2,169	2,137	2,835	
少数股东损	0	-7	0	0	0	
归属母公司	1,069	3,302	2,169	2,137	2,835	
EBITDA	1,370	3,512	2,754	2,848	3,664	
EPS(当	3.15	9.02	5.87	5.78	7.67	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	113	3,287	3,577	2,123	2,767	
净利润	1,069	3,295	2,169	2,137	2,835	
折旧摊销	217	362	441	473	502	
财务费用	17	-277	1	2	2	
投资损失	-27	-7	-142	-43	-41	
营运资金变	-1,126	-15	1,084	-466	-550	
其它	-37	-70	24	19	19	
投资活动现金流	-2,205	-4,671	-322	-424	-376	
资本支出	-1,660	-2,081	-405	-349	-299	
长期投资	-580	-2,622	-10	-68	-68	
其他	34	31	92	-7	-9	
筹资活动现金流	6,211	-743	-885	-417	-597	
吸收投资	6,039	701	-539	0	0	
借款	1,057	0	50	0	0	
支付利息或	-152	-219	-401	-422	-602	
现金流净增加额	4,110	-1,814	2,370	1,282	1,795	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PCC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。