

小分子业务稳健增长，盈利能力持续改善

2023 年 09 月 03 日

► **事件：**2023 年 8 月 29 日，凯莱英发布 2023 年中报业绩。上半年公司实现营业收入 46.22 亿元，同比下降 8.33%；归母净利润 16.86 亿元，同比下降 3.09%；扣非净利润 15.68 亿元，同比下降 7.72%。单季度看，公司 Q2 实现收入 23.72 亿元，同比下降 20.37%；归母净利润 10.56 亿元，同比下降 14.88%；扣非净利润 9.50 亿元，同比下降 21.64%。

► **小分子业务稳中有进，大订单交付进入尾声。**上半年小分子 CDMO 收入 40.87 亿元 (-11.99%)，剔除大订单后收入 21.42 亿元 (+32.96%)。分板块，临床 CDMO 收入 8.59 亿元 (-11.21%)；商业化 CDMO 收入 32.27 亿元 (-12.20%)，剔除大订单后收入同比增长 61.17%。公司与美国某大型药企签订的 93 亿大订单中，上半年完成约 19.45 亿元，剩余约 2.14 亿元订单将在下半年交付完成。项目漏斗效应持续显现，上半年完成小分子 CDMO 项目 310 个，其中商业化项目 34 个、临床三期 52 个。上半年临床三期项目实现收入 8.59 亿元，剔除特定抗病毒项目影响后同比增长 7.23%，公司在临床三期中储备了 GLP-1、KRAS、LAK、TYK2 等潜在重磅靶点项目，具有获取重磅商业化订单的潜力。上半年商业化 CDMO 毛利率 59.11%，同比提升 10.92pp，经营效率持续改善。

► **新兴业务成为新增长引擎，能力建设和客户拓展快速提升。**上半年新兴服务业务收入 5.31 亿元，同比增长 34.89%，其中：1) 大分子化学收入增长 29.58%，承接 45 项新项目，寡核苷酸业务收入同比增长超 76%，多肽新承接 9 个项目；2) 临床 CRO 收入增长 26.59%，新增签署 151 个项目合同；3) 制剂业务收入增长 34.63%，成功完成 43 个项目；4) 生物大分子 CDMO 收入增长 160.85%，在手订单 43 个，未来各类偶联药物订单收入将持续提升；5) 连续反应技术对外输出业务新增 8 个项目，合同金额超 1 亿元；6) 合成生物技术业务接到订单 70 余个，获得并完成首个酶进化订单。

► **化学大分子产能持续扩建，全年在手订单有望企稳回升。**化学大分子专属生产车间 1 于上半年顺利投产，布局 10 条寡核苷酸中试-商业化生产线，合成产能 500kg/年；多肽商业化建设正在加速，预计 2024 年上半年固相合成总产能将超过 10000L，可满足百公斤级的固相多肽商业化生产需求，现有小分子反应釜也可满足液相多肽商业化生产需求。目前公司在手订单 9.1 亿美元，随着海外投融资回暖和创新需求提升，全年在手订单有望企稳回升。

► **投资建议：**我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 30.84/31.49/40.18 亿元，对应 PE 分别为 16/15/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**服务的主要创新药退市或被大规模召回风险、临床阶段项目运营风险、核心技术人员流失风险、政策变化风险、汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10,255	8,620	8,786	10,995
增长率 (%)	121.1	-15.9	1.9	25.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,302	3,084	3,149	4,018
增长率 (%)	208.8	-6.6	2.1	27.6
每股收益 (元)	8.93	8.34	8.52	10.87
PE	15	16	15	12
PB	3.1	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

131.67 元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

相关研究

1. 凯莱英 (002821.SZ) 2022 年 Q1 业绩预告点评：Q1 超预期业绩表现，加速成长趋势不变-2022/04/21

2. 凯莱英 (002821.SZ) 2021 年年度报告点评：双轮驱动战略初露锋芒，业绩规模创新高-2022/04/01

3. 事件点评：凯莱英：三大订单凸显国际一线 CDMO 硬实力-2022/02/21

4. 2021 年度业绩预告点评：凯莱英：业绩超预期，加速成长趋势不变-2022/01/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,255	8,620	8,786	10,995
营业成本	5,398	4,104	4,404	5,311
营业税金及附加	57	60	53	66
销售费用	150	138	105	154
管理费用	806	586	527	660
研发费用	709	560	510	649
EBIT	3,150	3,244	3,238	4,212
财务费用	-498	-59	-70	-87
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	7	121	105	55
营业利润	3,731	3,423	3,413	4,355
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	3,725	3,423	3,413	4,355
所得税	430	342	273	348
净利润	3,295	3,081	3,140	4,006
归属于母公司净利润	3,302	3,084	3,149	4,018
EBITDA	3,512	3,702	3,865	5,003

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,290	6,242	7,724	9,747
应收账款及票据	2,451	2,055	2,070	2,591
预付款项	111	123	132	159
存货	1,510	1,237	1,327	1,601
其他流动资产	2,499	2,931	3,185	3,415
流动资产合计	11,860	12,587	14,439	17,513
长期股权投资	277	277	277	277
固定资产	3,622	4,852	5,756	6,557
无形资产	473	548	609	669
非流动资产合计	6,379	7,800	8,851	9,813
资产合计	18,239	20,387	23,290	27,325
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	569	450	459	509
其他流动负债	1,608	1,451	1,527	1,846
流动负债合计	2,177	1,901	1,986	2,356
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	367	399	434	454
非流动负债合计	367	399	434	454
负债合计	2,544	2,300	2,420	2,809
股本	370	370	370	370
少数股东权益	48	44	35	23
股东权益合计	15,695	18,087	20,870	24,516
负债和股东权益合计	18,239	20,387	23,290	27,325

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	121.08	-15.95	1.92	25.15
EBIT 增长率	173.10	2.99	-0.19	30.10
净利润增长率	208.77	-6.60	2.12	27.59
盈利能力 (%)				
毛利率	47.37	52.39	49.87	51.70
净利率	32.19	35.78	35.85	36.54
总资产收益率 ROA	18.10	15.13	13.52	14.70
净资产收益率 ROE	21.10	17.09	15.12	16.41
偿债能力				
流动比率	5.45	6.62	7.27	7.43
速动比率	4.60	5.75	6.36	6.51
现金比率	2.43	3.28	3.89	4.14
资产负债率 (%)	13.95	11.28	10.39	10.28
经营效率				
应收账款周转天数	87.24	87.00	86.00	86.00
存货周转天数	102.14	110.00	110.00	110.00
总资产周转率	0.61	0.45	0.40	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	8.93	8.34	8.52	10.87
每股净资产	42.33	48.81	56.36	66.26
每股经营现金流	8.89	10.23	9.73	11.41
每股股利	1.80	1.00	1.02	1.30
估值分析				
PE	15	16	15	12
PB	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.89	11.28	10.81	8.35
股息收益率 (%)	1.37	0.76	0.78	0.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,295	3,081	3,140	4,006
折旧和摊销	362	458	627	791
营运资金变动	-15	402	-79	-529
经营活动现金流	3,287	3,782	3,599	4,219
资本开支	-2,081	-1,782	-1,628	-1,696
投资	-2,622	-450	-200	-150
投资活动现金流	-4,671	-2,156	-1,745	-1,818
股权募资	701	-9	0	0
债务募资	-375	-2	-6	-2
筹资活动现金流	-743	-673	-372	-378
现金净流量	-1,814	953	1,482	2,023

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026