

落实质量回报双提升, 助力业绩持续健康增长

投资要点

- 事件:** 公司发布关于推动落实“质量回报双提升”行动方案公告, 具体举措: 聚焦主业, 坚持技术驱动发展; 双轮驱动发展战略落地, 助力企业保持高质量发展态势; 积极拓展客户, 致力于成为“全球药品研发生产的合伙人”。我们认为, 公司落实“质量回报双提升”行动方案, 加速布局战略新兴业务快速发展, 未来将开启技术+服务+产品发展战略, 持续保持高质量发展态势。
- 剔除大订单影响主业持续增长, 盈利能力稳定提升。** 公司业绩持续健康增长, 营收从2016年的11亿元增至2022年的102.6亿元, 年均复合增长率达45%, 归母净利润从2016年的2.5亿元增至2022年的33亿元, 年均复合增长率达53.5%。截至2023年9月30日, 公司扣除大订单营业收入同比增长24.5%。分季度看, 2023Q3实现营收17.6亿元(-36.4%), 我们预计主要系大订单收入增速放缓所致; 实现归母净利润5.2亿元(-46.6%), 扣非净利润4.7亿元(-52.5%); 2023Q1-3公司整体毛利率54.1%(+7.2pp)。
- 新兴业务多点开花, 打开长期发展天花板。** 2023Q1-3公司小分子CDMO业务收入55.7亿元(-22%, 剔除大订单影响后+25.5%); 新兴业务收入8.1亿元(+21.1%)。公司积极开拓新兴业务领域, 已将小分子CDMO服务能力扩展至更多类别新药, 如多肽、寡核苷酸、单抗、ADC及mRNA及其他服务范围, 包括化学大分子CDMO、临床CRO、制剂CDMO、生物大分子CDMO、合成生物技术等新兴业务, 加速布局战略新兴业务快速发展, 持续高质量发展态势。
- 积极推行回购及分红方案, 彰显公司信心。** 2022年9月2日公司股东大会审议通过《关于回购公司股份方案的议案》, 累计以集中竞价交易方式回购公司股份约522.93万股, 占公司A股股本的1.53%, 合计成交金额7.99亿元; 公司2024年1月31日第四届董事会第四十四次会议审议通过《关于回购公司股份方案的议案》, 拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司A股股份, 资金总额将不低于人民币6亿元(含)且不超过12亿元(含), 该议案2024年2月29日公司临时股东大会审议通过; 公司上市以来每年现金分红金额约占当年归属于上市公司净利润20%左右, 2016-2022年度累计现金分红达13.69亿元(不含回购金额), 提升公司价值, 维护市场信心。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-2025年EPS分别为6.32元、4.28元、5.27元, 给予2024年28X PE, 对应目标价为119.84元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 订单数量下滑或波动、产能投运不及预期、业务拓展不及预期、公允价值波动等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10255.33	8217.03	7433.61	9561.10
增长率	121.08%	-19.88%	-9.53%	28.62%
归属母公司净利润(百万元)	3301.64	2336.90	1580.56	1947.50
增长率	208.77%	-29.22%	-32.37%	23.22%
每股收益EPS(元)	8.93	6.32	4.28	5.27
净资产收益率ROE	20.99%	13.44%	8.54%	9.67%
PE	11	15	23	18
PB	2.28	2.06	1.94	1.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.70
流通A股(亿股)	3.28
52周内股价区间(元)	84.05-164.0
总市值(亿元)	356.75
总资产(亿元)	197.64
每股净资产(元)	47.17

相关研究

- 凯莱英(002821): 业绩首次破百亿, 加大投入打造新的增长引擎 (2023-04-10)

盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 公司是全球行业领先技术驱动型的 CDMO 公司, 未来将进一步分享更为广阔的市场空间。2022-2023 年由于商业化大订单持续交付, 商业化项目收入及毛利率大幅提升, 随着大订单交付进入尾声, 2024 年后商业化项目表观收入增速及毛利率将略有下降, 但剔除大订单后内生业务仍将维持稳健增长。预计 2023-2025 年公司商业化项目数量分别为 25 个、30 个、40 个, 项目平均单价分别为 1.3、1.4、1.4 亿元, 毛利率分别为 59%、53%、52%。

假设 2: 公司临床项目储备持续增加, 奠定长期增长基石。公司战略性储备潜在重磅项目, 公司服务的临床 III 期项目涉及诸多热门靶点或大药靶点, 如 GLP-1、KRAS、JAK、TYK2 等。2023 年受宏观环境影响需求端略有扰动, 预计 2023-2025 年公司临床项目数量分别为 379 个、404 个、434 个, 项目平均单价分别为 3.7、3.9、4 百万元, 毛利率分别为 43%、40%、38%。

假设 3: 公司战略新兴业务快速发展, 收入稳健增长、营运能力持续提升, 预计 2023-2025 年公司技术服务项目数量分别为 445 个、510 个、585 个, 项目平均单价分别为 3、3.3、3.5 百万元, 毛利率分别为 35%、37%、43%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 公司分类收入及毛利率预测

单位: 百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
商业化项目	收入	7586.8	5478.2	4182.2	5743.6
	增速	201.7%	-27.8%	-23.7%	37.3%
	毛利率	50.5%	59.0%	53.0%	52.0%
临床项目	收入	1666.3	1407.3	1575.2	1742.9
	增速	-3.3%	-15.5%	11.9%	10.6%
	毛利率	41.3%	43.0%	40.0%	38.0%
技术服务	收入	995.9	1323.9	1669.1	2067.7
	增速	150.5%	32.9%	26.1%	23.9%
	毛利率	33.7%	35.0%	37.0%	43.0%
其他	收入	6.3	7.5	7.2	6.9
	增速	110.2%	20.0%	-5.0%	-3.0%
	毛利率	1.3%	3.7%	4.5%	6.0%
合计	收入	10255.3	8217.0	7433.6	9561.1
	增速	121.1%	-19.9%	-9.5%	28.6%
	毛利率	47.4%	52.3%	46.6%	47.5%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取了行业中与凯莱英业务相近的药明康德、博腾股份、康龙化成、九洲药业、诺泰生物五家公司，2024年五家公司平均PE为23倍。凯莱英作为小分子CDMO龙头，产能体量领先，在产能利用率、质量体系等方面上远超竞争对手，同时公司研发实力强劲，拥有多项核心技术，竞争对手短期难以超越。我们给予公司2024年28X PE，对应目标价为119.84元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
药明康德	51.84	2.98	3.38	3.98	4.91	17	15	13	11
博腾股份	18.50	3.67	1.03	1.02	1.34	18	18	18	14
康龙化成	21.93	1.15	0.96	1.23	1.58	19	23	18	14
九洲药业	18.92	1.10	1.35	1.67	2.06	17	14	11	9
诺泰生物	51.1	0.61	1.10	0.93	1.25	84	59	55	41
平均						31	26	23	33

数据来源：Wind, 西南证券整理

风险提示

订单数量下滑或波动、产能投运不及预期、业务拓展不及预期、公允价值波动等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10255.33	8217.03	7433.61	9561.10	净利润	3294.63	2331.94	1577.21	1943.37
营业成本	5397.60	3916.06	3969.09	5022.62	折旧与摊销	361.98	361.18	401.64	453.81
营业税金及附加	56.65	78.06	70.62	90.83	财务费用	-498.18	-206.13	-77.43	3.44
销售费用	150.19	147.91	136.03	176.88	资产减值损失	-3.36	0.00	0.00	0.00
管理费用	805.52	1725.58	1635.39	2151.25	经营营运资本变动	-522.96	-239.66	247.42	-547.40
财务费用	-498.18	-206.13	-77.43	3.44	其他	654.81	-58.59	-94.25	-52.02
资产减值损失	-3.36	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3286.91	2188.74	2054.59	1801.20
投资收益	6.87	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1502.36	-1500.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	83.21	61.79	68.93	66.55	其他	-3169.05	71.00	120.62	104.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4671.42	-1429.00	-1379.38	-1395.92
营业利润	3730.78	2627.34	1778.83	2192.63	短期借款	-375.39	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.84	-3.60	-3.90	-4.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3724.94	2623.74	1774.93	2188.53	股权融资	686.10	0.00	0.00	0.00
所得税	430.31	291.80	197.72	245.17	支付股利	-92.52	-660.33	-467.38	-316.11
净利润	3294.63	2331.94	1577.21	1943.37	其他	-960.72	154.62	60.35	-16.98
少数股东损益	-7.00	-4.96	-3.35	-4.13	筹资活动现金流净额	-742.53	-505.70	-407.03	-333.09
归属母公司股东净利润	3301.64	2336.90	1580.56	1947.50	现金流量净额	-1813.86	254.04	268.19	72.19
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5289.59	5543.64	5811.82	5884.01	成长能力				
应收和预付款项	2680.37	2728.89	2411.10	3042.96	销售收入增长率	121.08%	-19.88%	-9.53%	28.62%
存货	1510.41	1535.24	1503.87	1842.39	营业利润增长率	212.89%	-29.58%	-32.30%	23.26%
其他流动资产	2380.08	2283.30	2270.69	2304.93	净利润增长率	208.12%	-29.22%	-32.37%	23.22%
长期股权投资	277.26	277.26	277.26	277.26	EBITDA 增长率	155.57%	-22.59%	-24.42%	26.00%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4694.86	5864.48	6993.65	8070.65	毛利率	47.37%	52.34%	46.61%	47.47%
无形资产和开发支出	619.39	602.09	584.79	567.49	三费率	4.46%	20.29%	22.79%	24.39%
其他非流动资产	787.32	774.60	719.40	678.35	净利率	32.13%	28.38%	21.22%	20.33%
资产总计	18239.27	19609.49	20572.57	22668.04	ROE	20.99%	13.44%	8.54%	9.67%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.06%	11.89%	7.67%	8.57%
应付和预收款项	1035.05	1061.25	998.21	1242.47	ROIC	40.22%	23.99%	15.16%	17.28%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	35.05%	33.86%	28.29%	27.72%
其他负债	1509.22	1198.17	1114.48	1338.43	营运能力				
负债合计	2544.27	2259.43	2112.68	2580.90	总资产周转率	0.61	0.43	0.37	0.44
股本	369.92	369.66	369.66	369.66	固定资产周转率	3.50	2.21	1.87	2.19
资本公积	10143.53	10143.80	10143.80	10143.80	应收账款周转率	4.61	3.19	3.04	3.69
留存收益	6363.98	8040.55	9153.73	10785.12	存货周转率	3.71	2.57	2.61	3.00
归属母公司股东权益	15647.43	17307.45	18420.63	20052.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.68%	—	—	—
少数股东权益	47.58	42.62	39.26	35.13	资本结构				
股东权益合计	15695.00	17350.06	18459.89	20087.14	资产负债率	13.95%	11.52%	10.27%	11.39%
负债和股东权益合计	18239.27	19609.49	20572.57	22668.04	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.45	6.37	6.78	5.81
					速动比率	4.75	5.56	5.93	4.99
					股利支付率	2.80%	28.26%	29.57%	16.23%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	3594.58	2782.39	2103.04	2649.88	每股收益	8.93	6.32	4.28	5.27
PE	10.81	15.27	22.57	18.32	每股净资产	42.33	46.82	49.83	54.25
PB	2.28	2.06	1.94	1.78	每股经营现金	8.89	5.92	5.56	4.87
PS	3.48	4.34	4.80	3.73	每股股利	0.25	1.79	1.26	0.86
EV/EBITDA	7.69	9.82	12.89	10.21					
股息率	0.26%	1.85%	1.31%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
