

事件: 2024 年 3 月 28 日, 凯莱英发布 2023 年年报。公司全年实现收入 78.25 亿元, 同比下降 23.70%, 剔除大订单后收入增长 24.37%; 归母净利润 22.69 亿元, 同比下降 31.28%; 扣非净利润 21.04 亿元, 同比下降 34.87%。单季度看, 公司 Q4 实现收入 14.42 亿元, 同比下降 40.99%; 归母净利润 0.59 亿元, 同比下降 89.89%; 扣非净利润 0.69 亿元, 同比下降 87.47%。

小分子 CDMO 常规业务保持增长, 充沛的临床项目为后期商业化收入提供储备。小分子 CDMO 业务全年收入 66.20 亿元, 剔除大订单后增速达到 25.6%。

(1) 商业化阶段项目达到 40 个, 实现收入 51.12 亿元, 剔除大订单后收入 26.92 亿元, 同比增长 47.13%。受益于高毛利的后期大订单交付和持续降本增效, 毛利率提升 9.53pts 至 60.07%。(2) 临床阶段收入 15.07 亿元, 同比下降 9.56%, 其中临床 III 期项目 69 个, 覆盖 GLP-1、KRAS、JAK、TYK2、CDK4/6 等热门靶点, 为获取重磅药商业化订单提供充足项目储备。公司预计 2024 年 PPQ 项目将达到 28 个, 比 23 年增加 40%, 保障公司业绩长期稳健增长。

新业务加速能力提升和团队建设, 多个领域实现业务突破。新兴业务 2023 年收入 11.99 亿元, 同比增长 20.42%。(1) 化学大分子全年收入增长 8.76%, 其中寡核苷酸新增项目 35 个、多肽业务新增项目 12 个, 首个 GLP-1 NDA 项目申报准备中。(2) 制剂业务 23 年收入增长 18.36%, 其中海外收入增长 20.51%、订单数增长 50%, 公司加大客户拓展力度, 新客户订单个数占比达 44%。(3) 生物药 CDMO 收入增长 31.29%, 在手项目 71 个, 其中 IND 项目 16 个、ADC 项目 18 个、AOC 项目 3 个、BLA 项目 2 个, 预计未来偶联药物的订单占比将逐渐提升。(4) 连续反应技术对外输出首年商业化收入过亿, 新增项目 19 个, 金额超 2.5 亿元, 新增深度合作客户 15 家。

多肽商业化产能加速建设, 在手订单支持 24 年业绩稳健发展。化学大分子生产车间 1 已顺利投产, 截至 3 月底多肽固相合成总产能已达到 10250 升, 预计 24H1 将达到 14250 升, 满足客户固相多肽商业化生产需求; 生物药 CDMO 板块中, 张江基地已正式启用, 金山基地完成扩建并通过欧盟 QP 审计, 奉贤商业化生产基地建设稳步推进; 未来公司计划在欧洲通过自建或收购获得化学小分子和化学大分子 API 商业化产能。截至 23 年底公司在手订单为 8.74 亿美元, 预期 2024 年非新冠收入有望实现 15%-25% 的增长。

投资建议: 凯莱英小分子 CDMO 业务和新兴业务双轮驱动, 未来将加快海外产能布局。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 12.50/15.58/19.50 亿元, 对应 PE 分别为 25/20/16 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 下游需求风险、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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,825	6,462	7,887	9,604
增长率 (%)	-23.7	-17.4	22.1	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,269	1,250	1,558	1,950
增长率 (%)	-31.3	-44.9	24.7	25.2
每股收益 (元)	6.14	3.38	4.22	5.28
PE	14	25	20	16
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
86.04 元

分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

研究助理 乔波耀

执业证书: S0100123070005

邮箱: qiaoboyao@mszq.com

相关研究

- 凯莱英 (002821.SZ) 2023 年三季报点评: 小分子 CDMO、新兴业务双轮驱动, 打造一站式新药服务平台-2023/10/31
- 凯莱英 (002821.SZ) 2023 年半年报点评: 小分子业务稳健增长, 盈利能力持续改善-2023/09/03
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,825	6,462	7,887	9,604
营业成本	3,822	3,825	4,621	5,565
营业税金及附加	74	58	71	86
销售费用	196	161	197	221
管理费用	788	646	781	932
研发费用	708	582	702	864
EBIT	2,277	1,228	1,565	1,994
财务费用	-148	-160	-164	-169
资产减值损失	-21	-19	-23	-27
投资收益	138	65	79	96
营业利润	2,571	1,434	1,785	2,232
营业外收支	-14	-14	-15	-16
利润总额	2,557	1,420	1,770	2,216
所得税	306	170	212	266
净利润	2,251	1,250	1,558	1,950
归属于母公司净利润	2,269	1,250	1,558	1,950
EBITDA	2,764	1,762	2,211	2,759

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,110	7,511	7,992	8,788
应收账款及票据	2,011	1,640	2,002	2,437
预付款项	90	88	106	128
存货	945	924	1,117	1,345
其他流动资产	2,196	2,198	2,230	2,267
流动资产合计	12,352	12,361	13,447	14,965
长期股权投资	260	260	260	260
固定资产	3,913	4,383	4,786	5,183
无形资产	466	541	601	661
非流动资产合计	7,415	8,294	8,998	9,693
资产合计	19,767	20,655	22,444	24,658
短期借款	12	22	32	42
应付账款及票据	454	451	544	656
其他流动负债	1,335	1,304	1,571	1,888
流动负债合计	1,801	1,777	2,148	2,586
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	456	466	476	488
非流动负债合计	456	466	476	488
负债合计	2,257	2,243	2,623	3,073
股本	369	369	369	369
少数股东权益	30	30	30	30
股东权益合计	17,510	18,412	19,821	21,585
负债和股东权益合计	19,767	20,655	22,444	24,658

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-23.70	-17.43	22.07	21.77
EBIT 增长率	-27.69	-46.07	27.43	27.40
净利润增长率	-31.28	-44.92	24.67	25.16
盈利能力 (%)				
毛利率	51.16	40.80	41.42	42.05
净利润率	28.99	19.34	19.75	20.30
总资产收益率 ROA	11.48	6.05	6.94	7.91
净资产收益率 ROE	12.98	6.80	7.87	9.05
偿债能力				
流动比率	6.86	6.96	6.26	5.79
速动比率	6.14	6.24	5.56	5.10
现金比率	3.95	4.23	3.72	3.40
资产负债率 (%)	11.42	10.86	11.69	12.46
经营效率				
应收账款周转天数	93.23	93.00	93.00	93.00
存货周转天数	90.29	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	0.41	0.32	0.37	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	6.14	3.38	4.22	5.28
每股净资产	47.31	49.75	53.56	58.34
每股经营现金流	9.61	5.66	5.10	6.31
每股股利	1.80	0.41	0.51	0.63
估值分析				
PE	14	25	20	16
PB	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.98	14.09	11.23	9.00
股息收益率 (%)	2.09	0.47	0.59	0.74

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,251	1,250	1,558	1,950
折旧和摊销	487	533	645	765
营运资金变动	993	336	-275	-332
经营活动现金流	3,550	2,092	1,884	2,332
资本开支	-1,203	-1,388	-1,318	-1,430
投资	-1,691	0	0	0
投资活动现金流	-2,691	-1,345	-1,257	-1,351
股权募资	155	-73	0	0
债务募资	12	7	10	10
筹资活动现金流	-542	-346	-147	-185
现金净流量	353	401	481	796

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。	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