

凯莱英(002821.SZ)

大订单顺利兑现，技术迭代、项目推进保障中长期增长

强烈推荐(维持)

股价:89.3元

主要数据

| | |
|-------------|--|
| 行业 | 医药 |
| 公司网址 | www.asymchem.com/cn |
| 大股东/持股 | ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED/ 31.15% |
| 实际控制人 | Hao Hong |
| 总股本(百万股) | 369 |
| 流通A股(百万股) | 328 |
| 流通B/H股(百万股) | 28 |
| 总市值(亿元) | 321 |
| 流通A股市值(亿元) | 293 |
| 每股净资产(元) | 47.31 |
| 资产负债率(%) | 11.4 |

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】凯莱英(002821.SZ)*季报点评*剔除大订单保持增长态势，新兴业务持续推进*强烈推荐 20231031

【平安证券】凯莱英(002821.SZ)*半年报点评*MNC驱动业务快速增长，大订单基数影响表现业绩*强烈推荐 20230830

证券分析师

倪亦道 投资咨询资格编号
S1060518070001
021-38640502
NIYIDAO242@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn



事项:

公司发布2023年年报，全年实现营收78.25亿元(-23.70%)，剔除大订单后实现收入54.05亿元(+24.37%)；实现归母净利润22.69亿元(-31.28%)，扣非后归母净利润21.04亿元(-34.87%)。基本符合预期。

分红预案：拟每10股派现18元(含税)。

平安观点:

- 2023：新冠大单执行完毕，困难环境下实现较快增长

拆分维度看，小分子CDMO业务收入66.20亿元，剔除大订单后42.00亿元，同比+25.60%，核心MNC客户是当前困难环境下最稳定的驱动力，支撑公司可持续增长；新兴业务收入11.99亿元，同比+20.42%，其中小核酸、制剂、临床CRO、大分子抗体CDMO等以国内业务居多，订单需求、利润率水平都一定程度上受到了外部环境的影响。

- 2024：MNC为核心，业务保持较快增长，利润端有一定压力

根据公司指引，24年收入有望实现15%-25%的扣大订单增长。其核心驱动力依然来自海外MNC巨头，同时海外biotech公司也有望在逐步恢复中贡献一定增量。截止报告日，公司在手订单8.74亿美元，公司业绩指引的订单覆盖度处于较高水平。

利润率方面，24年不再有大订单支撑，公司需要着手解决一些毛利率、费用率上的短期压力。常规业务的单位产值及设备周转效率低于大订单，同时国内的价格竞争仍然存在。费用方面，没有大订单分摊费用后，费用率会有所上升。综上，我们估计24年净利率可能会稍低于历史水平。

- 资金充裕，技术领先，后端项目推进帮助公司早日重回高增长 大订单为公司提供了大量现金流(23年末现金+交易性金融资产超90亿)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,255 | 7,825 | 6,609 | 8,336 | 10,339 |
| YOY(%) | 121.1 | -23.7 | -15.5 | 26.1 | 24.0 |
| 净利润(百万元) | 3,302 | 2,269 | 1,255 | 1,672 | 2,140 |
| YOY(%) | 208.8 | -31.3 | -44.7 | 33.3 | 28.0 |
| 毛利率(%) | 47.4 | 51.2 | 41.3 | 42.5 | 43.3 |
| 净利率(%) | 32.2 | 29.0 | 19.0 | 20.1 | 20.7 |
| ROE(%) | 21.1 | 13.0 | 6.7 | 8.2 | 9.5 |
| EPS(摊薄/元) | 8.94 | 6.14 | 3.40 | 4.53 | 5.79 |
| P/E(倍) | 10.0 | 14.5 | 26.3 | 19.7 | 15.4 |
| P/B(倍) | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |

元)，充裕的现金保证公司能在逆势中实现平稳运营，并支持新技术研发、海外产能建设等战略工作。公司热衷探索新兴制药领域，并积极实现新技术的规模化应用，连续性反应、小核酸、多肽等新技术或新领域的布局已在近几年中开花结果，帮助公司始终站在行业前沿。如今的投入也将在不久的将来转化为公司的竞争力。

根据在手订单，24年公司PPQ项目共28个，较23年增加40%。考虑到PPQ项目很大概率能在1年后转化为商业化订单，我们估计如果外部环境没有出现更恶劣的变化，公司有望在2025年顺利度过断档期。

维持“强烈推荐”评级。根据近期行业环境及公司在手订单情况，调整2024-2025年并新增2026年盈利预测，未来3年归母净利润为12.55、16.72、21.40亿元（此前预期2024-2025年利润为20.00、25.89亿元）。尽管公司因大订单波动和整体市场环境因素遭遇短期业绩压力，但医药投融资环境已初步显露改善态势，加上公司核心能力、后续订单的有力保障，我们继续看好其未来发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1) 海外市场不确定性；2) 全球药物创新投入和外包比例不及预期；2) 药品研发失败或上市销售不及预期，导致CDMO订单无法顺利放量；3) 若出现生产事故、监管机构警告信或其他不能满足客户需求的情况，企业可能丢失订单乃至客户；4) 汇率波动可能造成汇兑损益。

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 12,352 | 13,964 | 16,403 | 19,481 |
| 现金 | 7,110 | 8,297 | 9,789 | 11,766 |
| 应收票据及应收账款 | 2,092 | 1,992 | 2,513 | 3,116 |
| 其他应收款 | 27 | 44 | 56 | 69 |
| 预付账款 | 90 | 154 | 195 | 242 |
| 存货 | 945 | 1,380 | 1,705 | 2,086 |
| 其他流动资产 | 2,088 | 2,095 | 2,145 | 2,202 |
| 非流动资产 | 7,415 | 7,245 | 6,924 | 6,514 |
| 长期投资 | 260 | 258 | 258 | 261 |
| 固定资产 | 4,027 | 4,174 | 4,176 | 4,033 |
| 无形资产 | 466 | 409 | 369 | 320 |
| 其他非流动资产 | 2,662 | 2,404 | 2,121 | 1,899 |
| 资产总计 | 19,767 | 21,208 | 23,326 | 25,995 |
| 流动负债 | 1,801 | 2,020 | 2,500 | 3,062 |
| 短期借款 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 454 | 566 | 699 | 855 |
| 其他流动负债 | 1,335 | 1,454 | 1,800 | 2,207 |
| 非流动负债 | 456 | 433 | 407 | 379 |
| 长期借款 | 106 | 83 | 57 | 29 |
| 其他非流动负债 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 负债合计 | 2,257 | 2,452 | 2,906 | 3,441 |
| 少数股东权益 | 30 | 22 | 13 | 7 |
| 股本 | 369 | 369 | 369 | 369 |
| 资本公积 | 9,612 | 9,612 | 9,612 | 9,612 |
| 留存收益 | 7,498 | 8,752 | 10,425 | 12,565 |
| 归属母公司股东权益 | 17,480 | 18,734 | 20,407 | 22,547 |
| 负债和股东权益 | 19,767 | 21,208 | 23,326 | 25,995 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 3,550 | 1,726 | 2,003 | 2,464 |
| 净利润 | 2,251 | 1,246 | 1,664 | 2,134 |
| 折旧摊销 | 487 | 918 | 1,071 | 1,163 |
| 财务费用 | -148 | -111 | -132 | -160 |
| 投资损失 | -138 | -138 | -140 | -143 |
| 营运资金变动 | 956 | -193 | -467 | -540 |
| 其他经营现金流 | 142 | 4 | 7 | 10 |
| 投资活动现金流 | -2,691 | -614 | -617 | -620 |
| 资本支出 | 1,149 | 750 | 750 | 750 |
| 长期投资 | -1,763 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -2,078 | -1,364 | -1,367 | -1,370 |
| 筹资活动现金流 | -542 | 75 | 106 | 132 |
| 短期借款 | 12 | -12 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -3 | -24 | -26 | -27 |
| 其他筹资现金流 | -551 | 111 | 132 | 160 |
| 现金净增加额 | 353 | 1,187 | 1,492 | 1,976 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 7,825 | 6,609 | 8,336 | 10,339 |
| 营业成本 | 3,822 | 3,878 | 4,790 | 5,860 |
| 税金及附加 | 74 | 63 | 79 | 98 |
| 营业费用 | 196 | 205 | 250 | 310 |
| 管理费用 | 788 | 744 | 900 | 1,086 |
| 研发费用 | 708 | 601 | 750 | 920 |
| 财务费用 | -148 | -111 | -132 | -160 |
| 资产减值损失 | -21 | -7 | -8 | -10 |
| 信用减值损失 | -7 | -13 | -17 | -21 |
| 其他收益 | 59 | 60 | 71 | 83 |
| 公允价值变动收益 | 17 | 21 | 19 | 18 |
| 投资净收益 | 138 | 138 | 140 | 143 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2,571 | 1,428 | 1,904 | 2,437 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 14 | 13 | 13 | 13 |
| 利润总额 | 2,557 | 1,416 | 1,891 | 2,425 |
| 所得税 | 306 | 170 | 227 | 291 |
| 净利润 | 2,251 | 1,246 | 1,664 | 2,134 |
| 少数股东损益 | -18 | -9 | -8 | -6 |
| 归属母公司净利润 | 2,269 | 1,255 | 1,672 | 2,140 |
| EBITDA | 2,896 | 2,224 | 2,830 | 3,428 |
| EPS (元) | 6.14 | 3.40 | 4.53 | 5.79 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | -23.7 | -15.5 | 26.1 | 24.0 |
| 营业利润(%) | -31.1 | -44.4 | 33.3 | 28.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | -31.3 | -44.7 | 33.3 | 28.0 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 51.2 | 41.3 | 42.5 | 43.3 |
| 净利率(%) | 29.0 | 19.0 | 20.1 | 20.7 |
| ROE(%) | 13.0 | 6.7 | 8.2 | 9.5 |
| ROIC(%) | 22.8 | 12.4 | 16.9 | 21.0 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 11.4 | 11.6 | 12.5 | 13.2 |
| 净负债比率(%) | -39.9 | -43.8 | -47.7 | -52.0 |
| 流动比率 | 6.9 | 6.9 | 6.6 | 6.4 |
| 速动比率 | 6.2 | 6.1 | 5.7 | 5.5 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 3.8 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 应付账款周转率 | 8.4 | 6.9 | 6.9 | 6.9 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 6.14 | 3.40 | 4.53 | 5.79 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 9.61 | 4.67 | 5.42 | 6.67 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 47.31 | 50.71 | 55.23 | 61.03 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.5 | 26.3 | 19.7 | 15.4 |
| P/B | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 12.0 | 10.5 | 7.8 | 5.9 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层