

评级: 买入(维持)

市场价格: 86.04元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 崔少煜

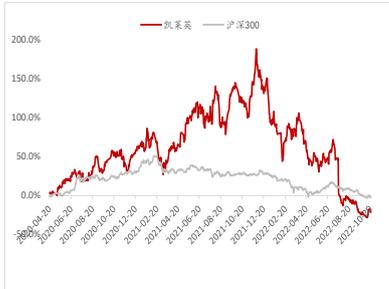
执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	369.47
流通股本(百万股)	355.80
市价(元)	86.04
市值(百万元)	31,789.20
流通市值(百万元)	30,613.03

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1《凯莱英 (002821) -公司点评: 剔除新冠扰动主业持续快速增长, 期待新兴业务逐步发力-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2023.11.06

2《凯莱英 (002821) -公司点评: 在手订单充足, 剔除大订单扰动增长强劲-买入 -(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》2023.09.01

公司盈利预测及估值

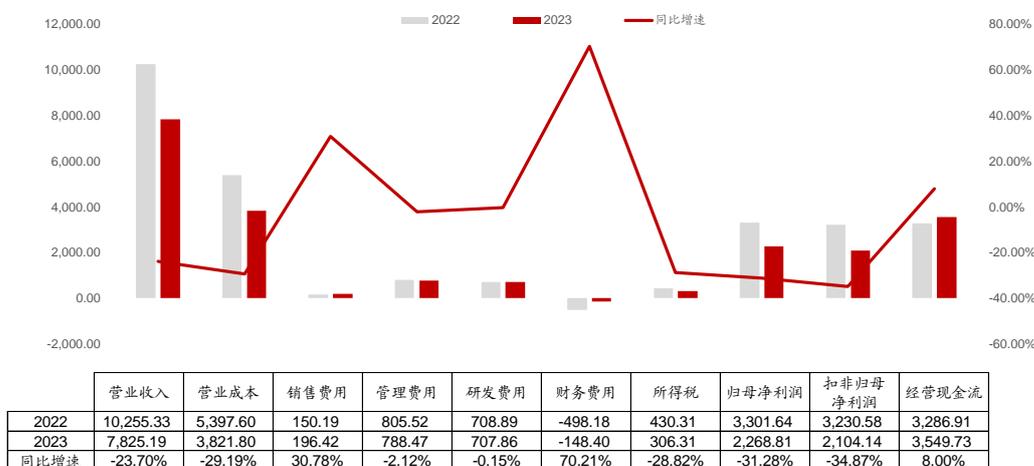
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10255.33	7825.19	6497.30	7817.62	9833.40
增长率 yoy%	121.08%	-23.70%	-16.97%	20.32%	25.79%
净利润(百万元)	3301.64	2268.81	1252.83	1628.92	2053.38
增长率 yoy%	208.77%	-31.28%	-44.78%	30.02%	26.06%
每股收益(元)	8.94	6.14	3.39	4.41	5.56
每股现金流量	8.90	9.61	10.37	4.17	5.99
净资产收益率	21.10%	12.98%	6.75%	8.20%	9.57%
P/E	13.71	19.95	25.37	19.52	15.48
PEG	0.07	-0.64	-0.57	0.65	0.59
P/B	2.03	1.82	1.71	1.60	1.48

备注: 数据截止 2024.03.31

投资要点

- 事件: 公司发布2023年年报, 2023年公司实现营业收入78.25亿元, 同比下降23.70%; 归母净利润22.69亿元, 同比下降31.28%; 扣非归母净利润21.04亿元, 同比下降34.87%, 经营性现金流35.50亿元, 同比增长8.00%。
- 剔除大订单影响主业持续快速增长, 在手订单充裕。收入拆分看, 2023年剔除大订单影响, 整体收入同比+24.37%。此外, 2023年跨国制药公司收入剔除大订单影响同比增长约75.13%。分季度看, 2023Q4营收14.42亿元(-40.99%), 归母5870万元(-89.89%), 扣非6857万元(-87.47%)。我们预计Q4收入放缓主要源于大订单增长降低所致。订单方面, 截止2024年3月底, 公司在手订单总额约8.74亿美元。盈利能力上, 2023年公司整体毛利率51.16%(+3.79pp), 净利率28.76%(-3.37pp)。销售费用1.96亿元(+30.78%), 费用率2.51%(+1.05pp)。管理费用7.88亿元(-2.12%), 费用率10.08%(+2.22pp)。财务费用-1.48亿元, 费用率-1.90%(+2.96pp), 研发费用7.08亿元(-0.15%), 费用率9.05%(+2.14pp)。
- 商业化项目持续放量, 新兴业务持续发力, 长期成长可期。1) 小分子CDMO: 2023年小分子CDMO收入66.20亿元, 剔除大订单后收入42.00亿元(+25.60%)。其中商业化阶段收入约51.12亿元, 剔除大订单后收入26.92亿元(+47.13%)。临床阶段收入约15.07亿元, 剔除特定抗病毒项目影响, 同比基本持平。此外, 据在手订单预计2024年验证批阶段(PPQ)项目达28个, 较2023年增加40%, 形成了充足的商业化订单储备, 为长期稳健增长提供有力保障。2) 新兴业务: 2023年新兴业务持续快速增长, 整体收入约11.99亿元(+20.42%)。①化学大分子: 2023年收入+8.76%, 其中截至2024年3月底, 固相合成总产能有10250L, 预计到2024年6月底达到14250L; ②制剂: 2023年制剂收入+18.36%, 其中海外收入+20.51%, 国内签约订单数同比+50%; ③临床研究服务: 2023年临床研究服务收入-7.44%, 新增签署347个项目合同, 其中在CGT等优势领域新增44个项目; ④生物大分子: 2023年生物药CDMO收入+31.29%, 目前在手项目71个, 其中IND项目16个, BLA项目2个。
- 盈利预测与投资建议: 源于新冠订单受下游需求略有波动, 我们调整盈利预测, 预计2024-2026年公司收入64.97、78.18、98.33亿元(调整前2024-2025年约81.33、100.30亿元), 同比增长-16.97%、20.32%、25.79%, 源于新兴业务处于投入期, 导致成本端或有提升, 归母净利润12.53、16.29、20.53亿元(调整前2024-2025年约21.52、23.90亿元), 同比增长-44.78%、30.02%、26.06%, 对应2024-2026年PE估值约25.37、19.52、15.48倍。考虑公司凭借技术等综合优势成为国内CDMO领导者, 引领行业快速增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件: 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险; 核心技术人才流失风险; 原材料供应及其价格上涨的风险, 环保和安全生产风险; 汇率波动风险。

图表 1: 凯莱英主要财务指标变化 (单位: 百万元)



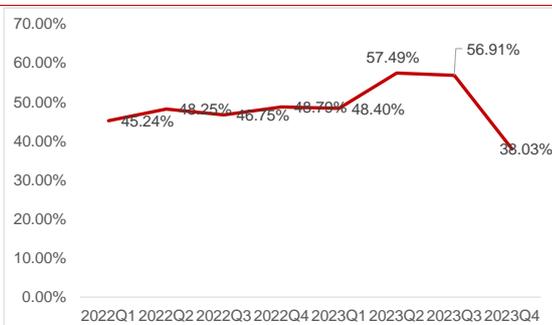
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 凯莱英分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
营业收入	2,061.71	2,979.54	2,770.33	2,443.75	2,249.03	2,372.48	1,761.55	1,442.13
营业收入同比	165.28%	203.11%	138.25%	42.42%	9.09%	-20.37%	-36.41%	-40.99%
营业收入环比	20.16%	44.52%	-7.02%	-11.79%	-7.97%	5.49%	-25.75%	-18.13%
营业成本	1,128.89	1,541.95	1,475.26	1,251.5	1,160.39	1,008.63	759.06	893.71
毛利率	45.24%	48.25%	46.75%	48.79%	48.40%	57.49%	56.91%	38.03%
销售费用	20.54	30.82	44.90	53.92	33.82	48.21	56.96	57.43
管理费用	162.98	170.38	188.52	283.65	165.67	169.48	226.31	227.01
研发费用	130.88	132.44	178.88	266.69	162.10	161.37	189.64	194.75
财务费用	48.37	-332.59	-228.76	14.81	36.87	-172.89	-12.88	0.49
营业利润	570.10	1,422.25	1,133.63	604.80	709.95	1,219.85	559.79	81.20
利润总额	567.09	1,421.16	1,133.43	603.27	709.70	1,218.78	559.64	69.01
所得税	67.69	180.46	152.59	29.57	81.81	164.68	40.83	19.00
归母净利润	499.40	1,240.70	980.84	580.70	630.35	1,056.02	523.74	58.70
归母净利润同比	223.59%	351.17%	269.40%	55.09%	26.22%	-14.89%	-46.60%	-89.89%
净利率	24.22%	41.64%	35.41%	23.76%	28.03%	44.51%	29.73%	4.07%
扣非归母净利润	486.39	1,212.41	984.44	547.33	617.64	950.10	467.84	68.57
扣非归母净利润同比	275.76%	443.44%	304.25%	61.39%	26.98%	-21.64%	-52.48%	-87.47%
扣非净利率	23.59%	40.69%	35.54%	22.40%	27.46%	40.05%	26.56%	4.75%

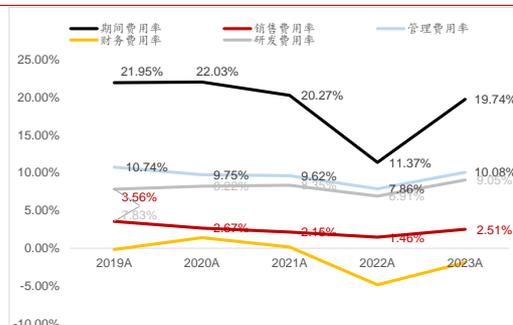
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 凯莱英毛利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 凯莱英费用率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

核心技术人员流失风险

- 公司从事的药物研发与生产业务为技术密集型，高素质专业人才是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近些年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

汇率波动风险

- 公司海外销售占比较高，海外客户以美元结算订单，随着公司业务持续、稳定的发展，公司业务量逐渐变大，汇率波动将会对公司业绩产生较大的影响。

图表 5: 凯莱英财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12352	15219	17346	20298	营业收入	7825	6497	7818	9833
现金	7110	11387	13094	15597	营业成本	3822	3963	4684	5804
应收账款	1999	634	712	864	营业税金及附加	74	49	61	79
其他应收款	27	15	16	20	营业费用	196	214	256	310
预付账款	90	194	220	254	管理费用	788	650	756	968
存货	945	1023	1192	1484	财务费用	-148	-383	-507	-594
其他流动资产	2181	1967	2112	2079	资产减值损失	-21	-11	-13	-14
非流动资产	7415	6794	6397	5887	公允价值变动收益	17	40	39	36
长期投资	260	266	264	265	投资净收益	138	76	85	91
固定资产	3913	4177	4053	3739	营业利润	2571	1417	1845	2326
无形资产	466	448	429	410	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	2776	1904	1652	1474	营业外支出	14	0	0	0
资产总计	19767	22013	23743	26185	利润总额	2557	1417	1845	2326
流动负债	1801	3045	3450	4275	所得税	306	164	216	272
短期借款	12	0	0	0	净利润	2251	1253	1629	2053
应付账款	454	445	620	1116	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1335	2601	2831	3159	归属母公司净利润	2269	1253	1629	2053
非流动负债	456	388	407	416	EBITDA	2909	1479	1834	2251
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	6.14	3.39	4.41	5.56
其他非流动负债	456	388	407	416					
负债合计	2257	3434	3858	4691	主要财务比率				
少数股东权益	30	30	30	30	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	369	369	369	369	成长能力				
资本公积	9612	9612	9612	9612	营业收入	-23.7%	-17.0%	20.3%	25.8%
留存收益	7969	8557	9857	11466	营业利润	-31.1%	-44.9%	30.2%	26.1%
归属母公司股东权益	17480	18549	19855	21464	归属于母公司净利润	-31.3%	-44.8%	30.0%	26.1%
负债和股东权益	19767	22013	23743	26185	获利能力				
					毛利率(%)	51.2%	39.0%	40.1%	41.0%
					净利率(%)	29.0%	19.3%	20.8%	20.9%
					ROE(%)	13.0%	6.8%	8.2%	9.6%
					ROIC(%)	27.8%	19.1%	28.1%	45.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	11.4%	15.6%	16.2%	17.9%
					净负债比率(%)	1.81%	0.76%	0.71%	0.58%
					流动比率	6.86	5.00	5.03	4.75
					速动比率	6.33	4.66	4.68	4.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.31	0.34	0.39
					应收账款周转率	3	5	11	12
					应付账款周转率	7.48	8.82	8.80	6.69
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	6.14	3.39	4.41	5.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	9.61	10.37	4.17	5.99
					每股净资产(最新摊薄)	47.31	50.20	53.74	58.09
					估值比率				
					P/E	14.01	25.37	19.52	15.48
					P/B	1.82	1.71	1.60	1.48
					EV/EBITDA	8	15	12	10

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。