

# 凯莱英 (002821)

## 2023 年报点评: 业绩符合预期, 看好新兴业务未来放量

买入 (维持)

2024 年 04 月 03 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	10,255	7,825	6,433	7,850	9,445
同比	121.08%	-23.70%	-17.79%	22.03%	20.32%
归母净利润 (百万元)	3,302	2,269	1,262	1,532	1,832
同比	208.77%	-31.28%	-44.37%	21.37%	19.60%
EPS-最新摊薄 (元/股)	8.94	6.14	3.42	4.15	4.96
P/E (现价&最新摊薄)	9.74	14.17	25.47	20.98	17.55

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **段落提要:** 公司 2023 年实现营收 78.25 亿元 (-23.7%, 同比增速, 下同); 归母净利润 22.69 亿元 (-31.3%); 扣非归母净利润 21.04 亿元 (-34.9%); 经营性现金流净额 35.50 亿元 (+8.0%); 业绩符合预期。
- **小分子业务仍保持高增长:** 公司 2023 年小分子业务实现收入 66.20 亿元 (-28.5%), 剔除新冠业务后实现收入 42.00 亿元 (+25.6%); 其中 1) 商业化订单收入 51.12 亿元, 常规订单收入 26.92 亿元 (+47.1%), 确认收入商业化订单达 40 个 (同比持平), 由于化工成本降低和工艺提升因素, 毛利率同比提升 9.53pct 至 60.07%; 2) 临床阶段订单 15.07 亿元, 确认收入项目 386 个 (+27 个), 其中 III 期项目 69 个 (+7 个)。
- **新兴业务项目加速落地, 未来是重要支撑:** 公司新兴业务 2023 年收入 11.99 亿元 (+20.4%), 其中 1) 大分子业务收入 4.1 亿元 (+8.8%), 开发新客户 74 家 (+30 余家), 承接新项目 80 项 (+12 个), 包括 33 个推至 II 期的项目。2) 寡核苷酸是公司未来重要方向, 2023 年承接新项目 35 项 (+10 项), 完成 1 项验证生产项目, 1 项验证生产项目进行; 且有 10 条寡核苷酸中试-商业化生产线落地, 具备 500Kg/年的合成产能; 3) 制剂板块收入同比增长 18.4%, 海外收入同比增长 20.5%; 2023 年完成项目 148 个, 正在进行的制剂项目订单 156 个, 海外订单同比增长 50%; 4) 生物大分子 CDMO 业务收入同比增长 31.3%, 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。5) 合成生物技术确认收入同比增长 38.13%, 接触新客户 70 余家, 首个 IND 项目首批生产顺利交付。
- **GLP1 相关 CDMO 业务是未来明确增长点:** 随着礼来替尔泊肽和诺和诺德司美格鲁肽业绩释放, 订单需求维持高增速, 目前国内头部多肽 CDMO 产能紧缺, 公司已具备 1.03 万 L 的固相合成能力, 预计到 2024 年 6 月底, 固相合成总产能将超过 1.43 万 L, 可满足客户固相多肽商业化生产需求。
- **持续发展客户多元化:** 2023 年公司来自跨国药企的收入为 49.9 亿元, 常规订单收入为 25.7 亿元 (+75.1%), 小药企收入为 28.4 亿元 (-1.5%)。全球活跃客户已经达到 1100 家, 2023 年美国市场常规收入为 28.47 亿元 (+47.5%), 国内客户收入 14.8 亿元 (-5.3%)。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到小分子 CDMO 行业压力, 新冠大订单交付完成等原因, 我们将公司 2024-2025 年归母净利润预期由 23.8/30.6 亿元下调至 12.6/15.3 亿元, 预计 2026 年归母净利润为 18.3 亿元, 2024-2026 年 P/E 估值分别为 25/21/18X, 基于公司常规业务总体稳定增长, 新业务持续放量, GLP1 提供业绩新增长; 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单交付不及预期, 新业务拓展不及预期, 汇兑损益风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	85.20
一年最低/最高价	80.71/165.27
市净率(倍)	1.80
流通 A 股市值(百万元)	27,966.47
总市值(百万元)	31,478.97

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	47.29
资产负债率(% ,LF)	11.42
总股本(百万股)	369.47
流通 A 股(百万股)	328.24

### 相关研究

《凯莱英(002821): 2022 年报点评: 业绩符合预期, 常规业务恢复高速增长》

2023-04-03

《凯莱英(002821): 2022 三季度报点评: 业绩符合预期, 盈利能力快速提升》

2022-10-28

凯莱英三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>12,352</b>	<b>13,146</b>	<b>14,315</b>	<b>16,460</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,825</b>	<b>6,433</b>	<b>7,850</b>	<b>9,445</b>
货币资金及交易性金融资产	9,016	9,530	10,513	11,786	营业成本(含金融类)	3,822	3,679	4,538	5,534
经营性应收款项	2,101	2,062	2,204	2,748	税金及附加	74	44	57	74
存货	945	1,310	1,336	1,656	销售费用	196	193	220	246
合同资产	81	36	58	73	管理费用	788	688	809	954
其他流动资产	210	208	204	197	研发费用	708	579	691	803
<b>非流动资产</b>	<b>7,415</b>	<b>8,053</b>	<b>8,605</b>	<b>8,866</b>	财务费用	(148)	(64)	(67)	(74)
长期股权投资	260	257	245	235	加:其他收益	59	51	63	94
固定资产及使用权资产	4,027	5,161	5,917	6,248	投资净收益	138	39	55	66
在建工程	1,331	705	413	283	公允价值变动	17	35	26	17
无形资产	466	526	576	610	减值损失	(28)	(2)	(3)	(4)
商誉	146	181	192	207	资产处置收益	0	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	122	161	199	220	<b>营业利润</b>	<b>2,571</b>	<b>1,436</b>	<b>1,742</b>	<b>2,080</b>
其他非流动资产	1,063	1,063	1,063	1,063	营业外净收支	(14)	(6)	(9)	(10)
<b>资产总计</b>	<b>19,767</b>	<b>21,199</b>	<b>22,920</b>	<b>25,326</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,557</b>	<b>1,429</b>	<b>1,733</b>	<b>2,071</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,801</b>	<b>1,944</b>	<b>2,110</b>	<b>2,675</b>	减:所得税	306	172	208	249
短期借款及一年内到期的非流动负债	41	41	41	41	<b>净利润</b>	<b>2,251</b>	<b>1,258</b>	<b>1,525</b>	<b>1,822</b>
经营性应付款项	454	537	560	716	减:少数股东损益	(18)	(4)	(7)	(10)
合同负债	221	196	246	305	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,269</b>	<b>1,262</b>	<b>1,532</b>	<b>1,832</b>
其他流动负债	1,085	1,171	1,264	1,613	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.14	3.42	4.15	4.96
非流动负债	456	487	517	536	EBIT	2,277	1,249	1,536	1,834
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,764	1,930	2,353	2,755
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	51.16	42.80	42.19	41.41
租赁负债	106	137	167	186	归母净利率(%)	28.99	19.62	19.51	19.40
其他非流动负债	350	350	350	350	收入增长率(%)	(23.70)	(17.79)	22.03	20.32
<b>负债合计</b>	<b>2,257</b>	<b>2,431</b>	<b>2,627</b>	<b>3,211</b>	归母净利润增长率(%)	(31.28)	(44.37)	21.37	19.60
归属母公司股东权益	17,480	18,742	20,274	22,106					
少数股东权益	30	26	19	10					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,510</b>	<b>18,768</b>	<b>20,293</b>	<b>22,115</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,767</b>	<b>21,199</b>	<b>22,920</b>	<b>25,326</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,550	1,745	2,261	2,377	每股净资产(元)	47.29	50.70	54.84	59.80
投资活动现金流	(2,691)	(1,390)	(1,447)	(1,251)	最新发行在外股份(百万股)	369	369	369	369
筹资活动现金流	(542)	24	22	10	ROIC(%)	11.97	6.01	6.85	7.54
现金净增加额	353	380	836	1,136	ROE-摊薄(%)	12.98	6.73	7.56	8.29
折旧和摊销	487	681	817	921	资产负债率(%)	11.42	11.47	11.46	12.68
资本开支	(1,203)	(1,293)	(1,355)	(1,186)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.17	25.47	20.98	17.55
营运资本变动	993	(136)	(21)	(307)	P/B (现价)	1.84	1.72	1.59	1.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>