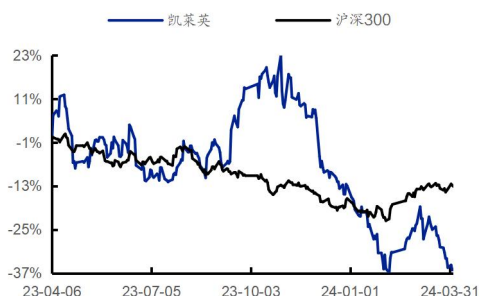


研究所：
 证券分析师：周小刚 S0350521090002
 zhouxg@ghzq.com.cn
 联系人：万鹏辉 S0350122020021
 wanph@ghzq.com.cn

小分子 CDMO 常规业务稳步增长，新业务产能加速落地

——凯莱英（002821）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现 2024/04/03

表现	1M	3M	12M
凯莱英	-16.8%	-23.5%	-35.4%
沪深 300	0.8%	5.6%	-12.8%

市场数据 2024/04/03

当前价格(元)	85.09
52 周价格区间(元)	80.71-165.27
总市值(百万)	31,438.33
流通市值(百万)	27,930.36
总股本(万股)	36,947.15
流通股本(万股)	32,824.50
日均成交额(百万)	386.46
近一月换手(%)	1.53

相关报告

《凯莱英（002821）2023 年三季度报点评报告：常规主业稳健增长，新兴业务继续推进（买入）*医疗服务*周小刚》——2023-11-02

《凯莱英（002821）2023 年中报点评：常规业务稳健增长，新兴业务持续发力（买入）*医疗服务*周小刚》——2023-08-31

《凯莱英（002821）点评报告：小分子业务高速增长，新兴业务快速发力（买入）*医疗服务*周小刚》——2023-05-08

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%，剔除大订单后收入同比增长 24.37%；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%。单季度看，公司 2023 年 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%；扣非归母净利润 0.69 亿元，同比下降 87.47%。

投资要点：

■ **小分子 CDMO 常规业务稳健增长，临床项目进一步充沛** 小分子 CDMO 业务全年收入 66.20 亿元，剔除大订单后同比增速达到 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，剔除特定抗病毒项目影响，同比基本持平，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 2023 年增加 40%，保障公司业绩长期稳健增长。

■ **新兴业务加速推进，实现多领域突破** 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 2023 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，公司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。

■ **新业务产能加速落地，2024 年业绩可期** 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，

《凯莱英(002821)2022年年报点评:常规业务高速增长,新兴业务表现强劲(买入)*医疗服务*周小刚》——2023-04-02

《凯莱英(002821)点评报告:受益大订单交付,盈利能力大幅提升(买入)*医疗服务*周小刚》——2022-10-28

预计 2024H1 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。

- **盈利预测和投资评级** 考虑到大订单交付后盈利能力阶段性有所减弱,我们适当下调盈利预测,预计 2024/2025/2026 年收入为 64.02 亿元/77.66 亿元/94.30 亿元,对应归母净利润 13.11 亿元/16.36 亿元/20.56 亿元,对应 PE 为 24/19/15x。我们持续看好公司在传统小分子 CDMO 领域的业务拓展,以及新业务板块的战略布局,维持“买入”评级。
- **风险提示** 竞争格局恶化;CDMO 产能释放不及预期;CDMO 订单承接不及预期;汇率波动;原材料价格波动。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7825	6402	7766	9430
增长率(%)	-24	-18	21	21
归母净利润(百万元)	2269	1311	1633	2053
增长率(%)	-31	-42	25	26
摊薄每股收益(元)	6.14	3.55	4.42	5.56
ROE(%)	13	7	8	9
P/E	18.55	23.98	19.25	15.31
P/B	2.46	1.69	1.55	1.41
P/S	5.48	4.91	4.05	3.33
EV/EBITDA	13.01	12.79	9.92	7.57

资料来源:Wind 资讯、国海证券研究所

附表：凯莱英盈利预测表

证券代码:	002821				股价:	85.09				投资评级:	买入				日期:	2024/04/03			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	13%	7%	8%	9%	EPS	6.26	3.55	4.42	5.56										
毛利率	51%	39%	40%	41%	BVPS	47.29	50.36	54.78	60.33										
期间费率	11%	9%	9%	9%	估值														
销售净利率	29%	20%	21%	22%	P/E	18.55	23.98	19.25	15.31										
成长能力					P/B	2.46	1.69	1.55	1.41										
收入增长率	-24%	-18%	21%	21%	P/S	5.48	4.91	4.05	3.33										
利润增长率	-31%	-42%	25%	26%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.41	0.32	0.36	0.39	营业收入	7825	6402	7766	9430										
应收账款周转率	3.52	3.52	4.62	4.94	营业成本	3822	3910	4689	5609										
存货周转率	3.11	4.31	5.27	5.60	营业税金及附加	74	61	74	90										
偿债能力					销售费用	196	161	195	237										
资产负债率	11%	11%	11%	12%	管理费用	788	576	699	849										
流动比	6.86	7.31	6.86	6.57	财务费用	-148	-142	-164	-192										
速动比	6.14	6.63	6.24	5.96	其他费用/(-收入)	708	512	621	754										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	2571	1477	1841	2314										
现金及现金等价物	9016	10128	11528	13033	营业外净收支	-14	0	0	0										
应收款项	2011	1645	1738	2110	利润总额	2557	1477	1841	2314										
存货净额	945	869	912	1091	所得税费用	306	177	220	277										
其他流动资产	380	379	434	495	净利润	2251	1301	1620	2037										
流动资产合计	12352	13021	14611	16729	少数股东损益	-18	-10	-13	-16										
固定资产	3913	4097	4237	4330	归属于母公司净利润	2269	1311	1633	2053										
在建工程	1331	1589	1847	2106	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1911	1894	1877	1859	经营活动现金流	3550	2109	2188	2263										
长期股权投资	260	260	260	260	净利润	2269	1311	1633	2053										
资产总计	19767	20862	22832	25284	少数股东损益	-18	-10	-13	-16										
短期借款	12	12	12	12	折旧摊销	487	491	537	582										
应付款项	454	464	557	666	公允价值变动	-17	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	993	422	160	-198										
其他流动负债	1335	1304	1561	1867	投资活动现金流	-2691	-812	-788	-758										
流动负债合计	1801	1780	2130	2545	资本支出	-1203	-924	-924	-924										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-1691	0	0	0										
其他长期负债	456	456	456	456	其他	203	113	137	166										
长期负债合计	456	456	456	456	筹资活动现金流	-542	-222	0	0										
负债合计	2257	2237	2587	3002	债务融资	12	0	0	0										
股本	369	369	369	369	权益融资	155	-222	0	0										
股东权益	17510	18625	20245	22282	其它	-709	0	0	0										
负债和股东权益总计	19767	20862	22832	25284	现金净增加额	353	1112	1400	1505										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。