

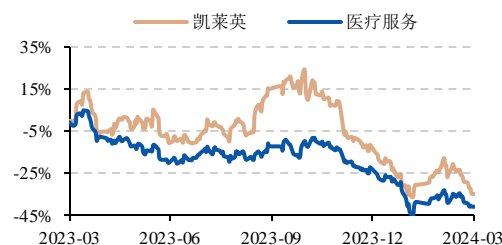
公司点评
凯莱英(002821.SZ)
医药生物 | 医疗服务
常规业务增长较快，商业化订单储备充足

2024年04月01日

评级 **买入**
 评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	86.04
52周价格区间(元)	84.05-164.00
总市值(百万)	30954.83
流通市值(百万)	28242.20
总股本(万股)	36947.20
流通股(万股)	35579.90

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
凯莱英	-13.57	-26.26	-37.07
医疗服务	-5.61	-24.15	-42.97

吴号 分析师

执业证书编号:S0530522050003
 wuhao58@hncasing.com

相关报告

- 凯莱英(002821.SZ)2023年半年报点评:小分子CDMO业务增长良好,新兴业务打开空间 2023-09-01
- 凯莱英(002821.SZ)2022年三季报点评:业绩符合预期,新兴业务增长迅速 2022-10-28

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	102.55	78.25	64.62	79.11	97.88
归母净利润(亿元)	33.02	22.69	12.15	15.18	19.06
每股收益(元)	8.94	6.14	3.29	4.11	5.16
每股净资产(元)	42.35	47.31	50.13	53.65	58.07
P/E	9.63	14.01	26.16	20.94	16.68
P/B	2.03	1.82	1.72	1.60	1.48

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 事件: 公司发布2023年年度报告。
- 剔除大订单后的常规业务增长迅速, 国外客户、大制药公司贡献主要增量。2023年, 公司实现营业收入78.25亿元, 同比-23.70%; 实现归母净利润22.69亿元, 同比-31.28%。单看2023Q4, 公司实现营业收入14.42亿元, 同比-40.99%; 实现归母净利润0.59亿元, 同比-89.89%。公司2023年及2023Q4经营业绩同比明显下降主要因为大订单收入减少。2023年, 公司大订单贡献的收入约为24.20亿元, 同比-59.05%; 剔除大订单后的收入为54.05亿元, 同比+24.37%。分区域来看, 美国客户剔除大订单后的收入为28.47亿元, 同比+47.47%; 国内客户、亚太(除中国大陆)客户、欧洲客户收入分别同比变动-5.31%、+15.03%、+57.11%, 国内客户收入同比下降主要因为国内医药生物行业融资低迷以及行业竞争加剧。分客户来看, 来自大制药公司(剔除大订单)的收入为25.68亿元, 同比+75.13%; 来自中小制药公司收入为28.37亿元, 同比-1.47%。
- 小分子CDMO服务的临床III期项目涵盖GLP-1等多个大药靶点, 商业化订单储备充足。2023年, 小分子CDMO业务收入为66.20亿元, 剔除大订单后的收入为42.00亿元, 同比+25.60%。其中, 临床阶段CDMO、商业化阶段CDMO业务收入(剔除大订单)分别为15.07、26.92亿元, 同比变动-0.40%、+47.13%; 临床阶段CDMO、商业化阶段CDMO业务毛利率分别为40.74%、60.07%, 同比变动-0.54pcts、+9.53pcts; 临床阶段CDMO业务收入及毛利率同比下降主要受医药行业投融资下降、行业竞争加剧等影响。报告期内, 公司确认收入的临床前及临床早期、临床III期、商业化阶段的项目分别为317、69、40个, 较上年同期增加20、7、0个。公司临床III期项目涉及GLP-1、KRAS、JAK、TYK2等热门靶点或大药靶点, 为持续获取重磅药商业化订单提供充足项目储备。此外, 公司根据在手订单预计2024年验证批阶段(PPQ)项目达28个, 较2023年增加40.00%, 形成了充足的商业化订单储备, 为公司业绩长期稳健增长提供有力保障。
- 寡核苷酸、多肽、ADC、连续反应技术输出等新兴业务增长亮眼, 打

开公司未来成长空间。2023年,新兴业务实现营业收入11.99亿元,同比+20.42%;毛利率为26.48%,同比下降7.20pcts,主要受境内外医药生物行业投融资低迷,中小制药公司研发需求不佳等影响。具体分业务看,化学大分子CDMO业务收入同比+8.76%,开发新客户约74家(上年同期为40家),承接新项目80项(包括寡核苷酸项目35个、多肽项目12个)。报告期内,寡核苷酸业务完成1项验证生产项目,1项验证生产项目进行;公司服务的首个GLP-1项目处于NDA申报准备阶段,固相合成总产能(用于多肽药物商业化生产)已达10250L,预计2024年6月底达到14250L;寡核苷酸、多肽等化学大分子业务发展可期。临床研究服务收入同比-7.44%,承接新项目347个(上年同期约为260个),助力20个1类创新药递交中国IND申报,助力客户成功申报FDAIND4项。截止2023年底,公司正在进行的临床研究项目达356个,其中II期及以后的项目123个。制剂CDMO业务收入同比+18.36%,其中海外收入同比+20.51%,正在进行的制剂项目订单达156个。生物大分子CDMO业务收入同比+31.29%。报告期内,公司交付首个双抗ADC订单、首个FDAIND项目,获得海外收入。截止2023年底,公司生物大分子CDMO业务在手项目71个,其中IND项目16个,ADC项目18个,AOC项目3个,BLA项目2个。连续反应技术对外技术输出业务确认收入突破亿元,新承接对外技术输出项目19个,金额超2.50亿元,其中商业化项目6个,进行了国内首个API连续化验证生产——盐酸二甲双胍连续生产验证。

- 公司力争2024年非新冠业务收入增长15.00%-25.00%。根据公司公告,截至报告披露日,公司在手订单总额达8.74亿美元。在行业仍处于调整期的背景下,公司力求保持2024年非新冠收入实现15.00%-25.00%增长。
- 盈利预测与投资建议:2024-2026年,预计公司实现归母净利润12.15/15.18/19.06亿元,EPS分别为3.29/4.11/5.16元,当前股价对应的PE分别为26.16/20.94/16.68倍。结合公司常规业务增速、同业公司估值等,给予公司2024年25-30倍PE,对应的目标价格为82.25-98.70元/股,维持公司“买入”评级。
- 风险提示:行业竞争加剧风险;行业政策风险;汇率变动风险;订单增长不及预期风险;人才流失风险;中美贸易摩擦风险等。

报表预测 (单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	主要指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10255.33	7825.19	6461.50	7911.11	9788.17	营业收入	10255.33	7825.19	6461.50	7911.11	9788.17
减: 营业成本	5397.60	3821.80	3784.38	4549.67	5526.73	增长率(%)	121.08%	-23.70%	-17.43%	22.43%	23.73%
营业税金及附加	56.65	74.45	61.48	75.27	93.13	归属母公司股东净利润	3301.64	2268.81	1215.40	1518.30	1906.05
营业费用	150.19	196.42	200.31	261.07	342.59	增长率(%)	208.77%	-31.28%	-46.43%	24.92%	25.54%
管理费用	805.52	788.47	659.07	814.84	1017.97	每股收益(EPS)	8.94	6.14	3.29	4.11	5.16
研发费用	708.89	707.86	581.54	731.78	929.88	每股股利(DPS)	0.00	1.80	0.47	0.59	0.74
财务费用	-498.18	-148.40	-130.00	-140.00	-150.00	每股经营现金流	8.90	9.61	3.29	2.95	4.23
减值损失	25.79	27.96	30.00	35.00	40.00	销售毛利率	47.37%	51.16%	41.43%	42.49%	43.54%
加: 投资收益	6.87	137.60	20.00	30.00	40.00	销售净利率	32.13%	28.76%	18.66%	19.04%	19.32%
公允价值变动损益	83.21	17.31	20.00	30.00	40.00	净资产收益率(ROE)	21.10%	12.98%	6.56%	7.66%	8.88%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	38.56%	20.30%	10.33%	11.99%	12.93%
营业利润	3698.94	2511.52	1364.73	1708.48	2147.88	市盈率(P/E)	9.63	14.01	26.16	20.94	16.68
加: 其他非经营损益	26.01	45.61	50.00	60.00	70.00	市净率(P/B)	2.03	1.82	1.72	1.60	1.48
利润总额	3724.94	2557.13	1414.73	1768.48	2217.88	股息率(分红/股价)	0.000%	2.088%	0.546%	0.683%	0.857%
减: 所得税	430.31	306.31	158.97	197.22	246.95	主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3294.63	2250.82	1255.76	1571.26	1970.93	收益率					
减: 少数股东损益	-7.00	-17.99	-9.64	-12.04	-15.11	毛利率	47.37%	51.16%	41.43%	42.49%	43.54%
归属母公司股东净利润	3301.64	2268.81	1215.40	1518.30	1906.05	三费/销售收入	16.30%	21.75%	22.44%	22.97%	23.50%
资产负债表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EBIT/销售收入	31.46%	30.78%	19.11%	19.76%	20.31%
货币资金	5289.59	7109.99	6949.61	6556.61	6505.68	EBITDA/销售收入	34.99%	37.00%	22.00%	24.09%	25.51%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	32.13%	28.76%	18.66%	19.04%	19.32%
应收和预付款项	2680.37	2128.04	1798.48	2142.30	2695.17	资产获利率					
其他应收款(合计)	118.55	27.47	93.10	54.52	128.13	ROE	21.10%	12.98%	6.56%	7.66%	8.88%
存货	1510.41	945.35	1186.67	1517.17	1722.72	ROA	17.69%	12.19%	6.03%	7.13%	8.38%
其他流动资产	229.02	262.91	262.91	262.91	262.91	ROIC	38.56%	20.30%	10.33%	11.99%	12.93%
长期股权投资	277.26	260.14	260.14	260.14	260.14	资本结构					
金融资产投资	113.00	130.00	130.00	130.00	130.00	资产负债率	13.95%	11.42%	10.04%	9.99%	9.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	55.88%	50.29%	52.95%	58.46%	62.65%
固定资产和在建工程	4694.86	5243.69	6497.84	7696.20	8827.65	带息债务/总负债	0.00%	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	743.18	726.18	699.41	672.65	645.88	流动比率	544.78%	685.92%	709.08%	673.09%	650.61%
其他非流动资产	550.52	1055.08	798.63	786.39	774.15	速动比率	464.89%	618.82%	624.16%	576.34%	551.94%
资产总计	18239.27	19767.16	20598.85	22021.19	23812.03	股利支付率	0.00%	29.26%	14.29%	14.29%	14.29%
短期借款	0.00	12.23	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	70.74%	85.71%	85.71%	85.71%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	2148.52	1759.85	1678.19	1811.26	1983.58	总资产周转率	0.56	0.40	0.32	0.36	0.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	2.83	2.00	1.27	1.28	1.35
其他负债	395.75	485.10	378.62	378.62	378.62	应收账款周转率	4.18	3.89	4.00	4.00	4.00
负债合计	2544.27	2257.18	2056.81	2189.88	2362.20	存货周转率	1.85	3.57	4.04	3.19	3.00
股本	369.92	369.47	369.47	369.47	369.47	估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	8896.97	9118.47	9118.47	9118.47	9118.47	EBIT	3226.77	2408.73	1234.73	1563.48	1987.88
留存收益	6380.54	7991.77	9033.47	10334.78	11968.43	EBITDA	3588.75	2895.59	1421.60	1905.90	2496.97
归属母公司股东权益	15647.43	17479.72	18521.42	19822.73	21456.37	NOPLAT	2765.87	2068.60	1027.36	1300.26	1657.33
少数股东权益	47.58	30.26	20.62	8.58	-6.53	净利润	3301.64	2268.81	1215.40	1518.30	1906.05
股东权益合计	15695.00	17509.98	18542.04	19831.31	21449.84	EPS	8.94	6.14	3.29	4.11	5.16
负债和股东权益合计	18239.27	19767.16	20598.85	22021.19	23812.03	BPS	42.35	47.31	50.13	53.65	58.07
现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	PE	9.63	14.01	26.16	20.94	16.68
经营性现金净流量	3286.91	3549.73	1215.21	1089.64	1562.31	PEG	-0.42	-2.48	-0.56	0.84	0.65
投资性现金净流量	-4671.42	-2691.23	-1316.00	-1387.20	-1458.40	PB	2.03	1.82	1.72	1.60	1.48
筹资性现金净流量	-742.53	-542.03	-59.59	-95.43	-154.84	PS	3.10	4.06	4.92	4.02	3.25
现金流量净额	-1813.86	353.43	-160.38	-393.00	-50.93	PCF	9.67	8.96	26.16	29.17	20.35

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438