

海外客户收入快速提升，盈利能力保持稳健

2024 年 04 月 26 日

► **事件:** 2024 年 4 月 25 日，凯莱英发布 2024 年一季报。公司 2024 年 Q1 实现营业收入 14.00 亿元，同比下降 37.76%，剔除大订单影响后同比增长 15.21%；归母净利润 2.82 亿元，同比下降 55.27%；扣非净利润 2.54 亿元，同比下降 58.88%。

► **欧美市场收入快速增长，持续深化服务跨国药企和海外客户。** 2024 年 Q1 公司实现收入 14.00 亿元，毛利率为 43.52%，环比增长 5.49pts，来自欧美市场客户剔除去年同期大订单影响后同比增长 62.80%。公司持续加速海外业务布局推进，多个重点储备项目陆续进入生产服务阶段，为后续进入商业化项目供货、形成规模效应打下良好基础。从客户结构上看，来自跨国大药企收入 4.82 亿元，剔除上年同期大订单收入影响后同比增长 19.62%，来自中小制药公司收入 9.18 亿元，同比增长 13.02%，多元化客户均呈现复苏趋势。

► **小分子 CDMO 稳健成长，新兴业务加速平台布局和客户推进。** 24 年 Q1 公司小分子业务实现收入 12.23 亿元，剔除大订单影响后同比增长 26.58%，毛利率为 47.34%，通过优化管理和成本控制提升毛利率水平；Q1 有 30 个商业化项目、148 个临床项目确认收入，其中临床 III 期项目 41 个，储备多个热门或有前景的新靶点形成充足的商业化订单储备。新兴业务实现收入 1.76 亿元，同比下降 29.30%，主要系国内投融资阶段性遇冷，毛利率为 17.30%，客户在小核酸、ADC、多肽领域的询价持续活跃。公司稳步推进新兴业务能力建设和产能扩张：1) 化学大分子板块加速多肽商业化产能建设，预计 2024 年上半年底达到 14250L 固相合成产能，满足客户商业化需求，并且持续强化液相合成等新技术能力储备；2) 制剂业务新产能建设评估已完成，正在规划预充针等业务线，多个口服多肽制剂项目正在开发中；3) 生物药 CDMO 板块重点布局 XDC 领域，各类偶联药物订单在未来收入占比将持续提升，在金山、奉贤、张江等地布局大分子商业化产能；4) 连续反应技术方面，2023 年公司突破多个高危高难度工艺的技术壁垒，实现氧化、硝化、氢化等项目的中试放大验证，已完成多个千吨级以及万吨级项目的全连续工艺包落地，持续提升市场影响力。

► **投资建议:** 凯莱英小分子 CDMO 业务和新兴业务双轮驱动，未来将加快海外产能布局。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 64.62/78.87/96.04 亿元，同比增长-17.4%/22.1%/21.8%，归母净利润分别为 11.64/14.66/18.46 亿元，对应 PE 分别为 24/19/15 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 下游需求风险、项目运营风险、核心技术人员流失风险、政策变化风险、汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,825	6,462	7,887	9,604
增长率 (%)	-23.7	-17.4	22.1	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,269	1,164	1,466	1,846
增长率 (%)	-31.3	-48.7	25.9	25.9
每股收益 (元)	6.14	3.15	3.97	5.00
PE	13	24	19	15
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

76.86 元



分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

研究助理 乔波耀

执业证书: S0100123070005

邮箱: qiaoboyao@mszq.com

相关研究

1. 凯莱英 (002821.SZ) 2023 年年报点评:

小分子 CDMO 常规业绩稳健提升，新兴业务板块成果显著-2024/03/30

2. 凯莱英 (002821.SZ) 2023 年三季报点评:

小分子 CDMO、新兴业务双轮驱动，打造一站式新药服务平台-2023/10/31

3. 凯莱英 (002821.SZ) 2023 年半年报点评:

小分子业务稳健增长，盈利能力持续改善-2023/09/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,825	6,462	7,887	9,604
营业成本	3,822	3,852	4,675	5,658
营业税金及附加	74	129	158	192
销售费用	196	161	197	221
管理费用	788	678	789	932
研发费用	708	582	694	826
EBIT	2,277	1,098	1,424	1,835
财务费用	-148	-150	-149	-148
资产减值损失	-21	-19	-23	-28
投资收益	138	65	79	96
营业利润	2,571	1,294	1,629	2,051
营业外收支	-14	0	0	0
利润总额	2,557	1,294	1,629	2,051
所得税	306	129	163	205
净利润	2,251	1,164	1,466	1,846
归属于母公司净利润	2,269	1,164	1,466	1,846
EBITDA	2,764	1,632	2,069	2,600

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,110	7,501	7,894	8,596
应收账款及票据	2,011	1,658	2,023	2,464
预付款项	90	89	108	130
存货	945	931	1,130	1,367
其他流动资产	2,196	2,199	2,231	2,268
流动资产合计	12,352	12,377	13,386	14,825
长期股权投资	260	260	260	260
固定资产	3,913	4,383	4,786	5,183
无形资产	466	541	601	661
非流动资产合计	7,415	8,294	8,998	9,693
资产合计	19,767	20,671	22,383	24,517
短期借款	12	22	32	42
应付账款及票据	454	454	551	667
其他流动负债	1,335	1,314	1,587	1,913
流动负债合计	1,801	1,790	2,170	2,622
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	456	481	486	498
非流动负债合计	456	481	486	498
负债合计	2,257	2,271	2,657	3,120
股本	369	369	369	369
少数股东权益	30	30	30	30
股东权益合计	17,510	18,399	19,726	21,397
负债和股东权益合计	19,767	20,671	22,383	24,517

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-23.70	-17.43	22.07	21.77
EBIT 增长率	-27.69	-51.77	29.65	28.85
净利润增长率	-31.28	-48.67	25.88	25.92
盈利能力 (%)				
毛利率	51.16	40.39	40.73	41.09
净利润率	28.99	18.02	18.58	19.22
总资产收益率 ROA	11.48	5.63	6.55	7.53
净资产收益率 ROE	12.98	6.34	7.44	8.64
偿债能力				
流动比率	6.86	6.91	6.17	5.65
速动比率	6.14	6.20	5.47	4.97
现金比率	3.95	4.19	3.64	3.28
资产负债率 (%)	11.42	10.99	11.87	12.73
经营效率				
应收账款周转天数	93.23	93.00	93.00	93.00
存货周转天数	90.29	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	0.41	0.32	0.37	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	6.14	3.15	3.97	5.00
每股净资产	47.31	49.72	53.31	57.83
每股经营现金流	9.61	5.37	4.79	5.98
每股股利	1.80	0.38	0.48	0.60
估值分析				
PE	13	24	19	15
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.59	12.87	10.14	8.07
股息收益率 (%)	2.34	0.49	0.62	0.78

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,251	1,164	1,466	1,846
折旧和摊销	487	533	645	765
营运资金变动	993	322	-276	-333
经营活动现金流	3,550	1,984	1,771	2,211
资本开支	-1,203	-1,374	-1,303	-1,414
投资	-1,691	0	0	0
投资活动现金流	-2,691	-1,331	-1,242	-1,335
股权募资	155	0	0	0
债务募资	12	7	10	10
筹资活动现金流	-542	-263	-136	-174
现金净流量	353	391	393	702

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026