

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

凯莱英 (002821)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

史慧颖 医药行业分析师

执业编号: S1500523080003

联系电话: 18217132561

邮箱: shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

常规业务稳健增长，在手订单保障发展

2024年08月29日

事件: 凯莱英发布 2024 年中报。公司 2024 H1 实现收入 26.97 亿元 (同比 -41.63%)，归母净利润 4.99 亿元 (同比 -70.40%)，扣非归母净利润 4.48 亿元 (同比 -71.41%)。2024 年 Q2 实现收入 12.98 亿元 (同比 -45.31%)，归母净利润 2.17 亿元 (同比 -79.44%)，扣非归母净利润 1.94 亿元 (同比 -79.55%)。

点评:

- **商业化 CDMO 服务毛利率降低影响利润表现，公司积极开拓全球市场。**
利润率方面，2024 H1 公司实现综合毛利率 42.15% (-10.92pp)，归母净利率 18.50% (-17.99pp)，扣非归母净利率 16.62% (-17.30pp)，公司收入占比最高的商业化 CDMO 业务毛利率降低，影响利润端表现；**费用率方面**，2024 H1 期间费用率为 22.42%(+9.34pp)，其中销售/管理 / 研发 / 财务费用率分别为 3.80%(+2.02pp)/13.42%(+6.17pp)/12.19%(+5.19pp)/-6.99%(-4.04pp)，公司积极投入销售费用，开拓全球市场。
- **去除大订单后小分子 CDMO 业务略有增长，新兴业务增速小幅降低。**
2024 H1，**小分子 CDMO 业务**实现收入 21.95 亿元 (同比 -46.28%)，剔除 2023Q1 大订单收入后同比增长 2.49%，其中**小分子商业化 CDMO**实现收入 13.96 亿元 (同比 -56.75%，剔除大订单后同比 +8.82%)，确认收入 43 个 (新增 9 个)；**小分子临床 CDMO**实现收入 7.99 亿元 (同比 -6.97%)，确认收入项目 310 个 (III 期项目 61 个)，公司依据在手订单预计 2024 年 PPQ 项目 28 个，形成充足商业化订单储备。**新兴业务**实现收入 5.00 亿元 (同比 -5.77%)，主要受国内市场持续低迷、部分业务处于产能爬坡期所致。
- **在手订单保障增长，新兴业务、海外布局驱动长远发展。**2024 年 8 月 28 日，不含上半年已确认的收入，公司在手订单总计 9.7 亿美元，对公司后续业绩形成一定支撑。公司持续推动化学大分子 CDMO、制剂 CDMO、临床 CRO、生物大分子 CDMO、技术输出、合成生物技术等新业务布局，2024H1 化学大分子 CDMO 在手订单同比增长 119%，多肽产能达 14250L；公司预计制剂新产能将于 2025 年内投产，单条生产线年产 4000 万支；技术输出获得突破，实现收入近 5000 万元。公司同时加快海外产能布局，英国 Sandwich Site 于 8 月初正式运营。
- **盈利预测:** 我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 **59.39/68.30/81.00 亿元**，同比增长 **-24.1%/15.0%/18.6%**；归母净利润分别为 **12.11/14.60/18.37 亿元**，同比增长 **-46.6%/20.6%/25.8%**，对应 2024-2026 年 PE 分别为 **18/15/12 倍**。
- **风险因素:** 行业竞争加剧、研发投入及外包需求下降、政策风险、新业务拓展不及预期等风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	10,255	7,825	5,939	6,830	8,100
增长率 YoY %	121.1%	-23.7%	-24.1%	15.0%	18.6%
归属母公司净利润 (百万元)	3,302	2,269	1,211	1,460	1,837
增长率 YoY%	208.8%	-31.3%	-46.6%	20.6%	25.8%
毛利率%	47.4%	51.2%	39.9%	41.1%	42.1%
净资产收益率ROE%	21.1%	13.0%	6.8%	7.7%	9.1%
EPS(摊薄)(元)	8.98	6.17	3.29	3.97	5.00
市盈率 P/E(倍)	6.76	9.84	18.43	15.29	12.15
市净率 P/B(倍)	1.43	1.28	1.25	1.18	1.11

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	11,860	12,352	12,219	13,481	15,139	
货币资金	5,290	7,110	7,877	8,930	10,675	
应收票据	0	12	33	19	0	
应收账款	2,451	1,999	1,322	1,522	1,356	
预付账款	111	90	75	85	98	
存货	1,510	945	892	839	846	
其他	2,499	2,196	2,021	2,087	2,163	
非流动资产	6,379	7,415	7,992	7,786	7,503	
长期股权投资	277	260	560	570	580	
固定资产	3,622	3,913	3,922	3,855	3,717	
无形资产	473	466	476	476	471	
其他	2,006	2,776	3,034	2,885	2,736	
资产总计	18,239	19,767	20,212	21,267	22,643	
流动负债	2,177	1,801	1,865	1,890	1,972	
短期借款	0	12	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	569	454	495	503	521	
其他	1,608	1,335	1,370	1,387	1,451	
非流动负债	367	456	491	496	501	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	367	456	491	496	501	
负债合计	2,544	2,257	2,356	2,386	2,473	
少数股东权益	48	30	30	30	30	
归属母公司	15,647	17,480	17,825	18,851	20,140	
负债和股东权益	18,239	19,767	20,212	21,267	22,643	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,255	7,825	5,939	6,830	8,100
同比 (%)	121.1%	-23.7%	-24.1%	15.0%	18.6%
归属母公司净利润	3,302	2,269	1,211	1,460	1,837
同比	208.8	-31.3%	-46.6%	20.6%	25.8%
毛利率 (%)	47.4%	51.2%	39.9%	41.1%	42.1%
ROE%	21.1%	13.0%	6.8%	7.7%	9.1%
EPS (摊薄)(元)	8.98	6.17	3.29	3.97	5.00
P/E	6.76	9.84	18.43	15.29	12.15
P/B	1.43	1.28	1.25	1.18	1.11
EV/EBITDA	14.13	13.01	8.57	6.77	4.85

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	10,255	7,825	5,939	6,830	8,100	
营业成本	5,398	3,822	3,567	4,026	4,687	
营业税金及附加	57	74	53	61	72	
销售费用	150	196	148	171	203	
管理费用	806	788	564	635	729	
研发费用	709	708	463	533	608	
财务费用	-498	-148	-172	-191	-217	
减值损失合计	-3	-21	-6	-5	-3	
投资净收益	7	138	30	27	24	
其他	93	69	42	40	47	
营业利润	3,731	2,571	1,381	1,658	2,087	
营业外收支	-6	-14	-5	1	1	
利润总额	3,725	2,557	1,376	1,659	2,088	
所得税	430	306	165	199	251	
净利润	3,295	2,251	1,211	1,460	1,837	
少数股东损益	-7	-18	0	0	0	
归属母公司净利润	3,302	2,269	1,211	1,460	1,837	
EBITDA	3,512	2,764	1,701	2,000	2,434	
EPS (当年)(元)	9.02	6.26	3.29	3.97	5.00	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,287	3,550	2,429	1,788	2,552
净利润	3,295	2,251	1,211	1,460	1,837
折旧摊销	362	487	497	532	564
财务费用	-277	-58	6	6	6
投资损失	-7	-138	-7	-138	-30
营运资金变动	-15	993	776	-180	173
其它	-70	15	-32	-2	-4
投资活动现金流	-4,671	-2,691	-803	-297	-255
资本支出	-2,081	-1,203	-755	-309	-264
长期投资	-2,622	-1,691	-100	-10	-10
其他	31	203	51	22	19
筹资活动现金流	-743	-542	-918	-439	-552
吸收投资	701	155	-295	0	0
借款	-375	12	-12	0	0
支付利息或股息	-219	-665	-648	-444	-557
现金流净增加额	-1,814	353	767	1,053	1,745

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PCC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，团队成员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。