

毛利率持续改善，新签订单保持良好态势

2024 年 10 月 30 日

► **事件：**2024 年 10 月 30 日，凯莱英发布 2024 年三季度报业绩。前三季度公司实现营业收入 41.40 亿元，同比下降 35.14%，剔除大订单后同比增长 4.48%；归母净利润 7.10 亿元，同比下降 67.86%；扣非净利润 6.63 亿元，同比下降 67.41%。单季度看，公司 Q3 实现收入 14.43 亿元，同比下降 18.09%；归母净利润 2.11 亿元，同比下降 59.68%；扣非净利润 2.15 亿元，同比下降 54.02%。

► **小分子 CDMO 毛利率持续改善，多个产能利用率稳健增长。**公司前三季度小分子业务收入 33.87 亿元，剔除大订单影响后同比增长 7.71%，毛利率 48.89%，剔除大订单影响后同比提升 1.19pp；公司通过多项成本管控措施来提高运营效率，同时临床后期项目和商业化项目不断增加，小分子 CDMO 业务已基本消化因大订单增加的产能、人员等各项资源。分客户类型看，前三季度大药企收入为 20.13 亿元，剔除大订单影响后同比增长 11.10%，新签订单增长良好；中小药企收入有所下降，其中海外中小药企收入与去年同期基本持平。在全球化布局方面，公司欧洲首个研发及中试基地 Sandwich Site 已投入运营，并且已开始承接订单，未来公司也将继续推进海外商业化产能布局。

► **新兴业务多个项目进入集中交付阶段，Q4 将重新恢复增长态势。**新兴业务前三季度收入 7.45 亿元，同比下降 8.37%，以国内业务收入为主的新业务板块主要受到国内生物医药融资复苏缓慢影响，并且市场竞争保持激烈；Q3 实现收入 2.45 亿元，同比下降 13.26%，根据在手订单和执行情况，公司预计第四季度新兴业务将重新恢复增长态势。新兴业务前三季度毛利率为 19.97%，同比下降 12.99pp，主要系国内市场持续低迷、部分业务仍处于产能爬坡阶段，Q4 随着项目集中交付增加尤其是海外项目的增长，毛利率将有所改善。全球多肽行业持续高景气，公司已获得多个跨国制药公司的多肽临床中后期项目，与国内重要客户签订 GLP-1 多肽商业化订单；在产能建设方面，截至三季度末多肽固相合成产能超 20000L，满足全球客户的多肽商业化需求。

► **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 59.48/67.80/77.30 亿元，同比增长-24.0%/14.0%/14.0%，归母净利润分别为 10.28/11.84/13.97 亿元，对应 PE 分别为 31/27/23 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。

推荐

维持评级

当前价格：

85.82 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) 2024 年半年报点评：新签订单强劲增长，加速海外基地及多肽产能布局-2024/08/29

2.凯莱英 (002821.SZ) 2024 年一季报点评：海外客户收入快速提升，盈利能力保持稳健-2024/04/26

3.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

4.凯莱英 (002821.SZ) 2023 年三季度报点评：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

5.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

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	5,948	6,780	7,730
增长率 (%)	-23.7	-24.0	14.0	14.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,269	1,028	1,184	1,397
增长率 (%)	-31.3	-54.7	15.2	18.0
每股收益 (元)	6.17	2.80	3.22	3.80
PE	14	31	27	23
PB	1.8	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

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	5,948	6,780	7,730
营业成本	3,822	3,392	3,818	4,291
营业税金及附加	74	101	108	116
销售费用	196	238	237	263
管理费用	788	744	814	928
研发费用	708	625	678	773
EBIT	2,277	885	1,166	1,406
财务费用	-148	-200	-145	-138
资产减值损失	-21	-20	-23	-26
投资收益	138	42	0	0
营业利润	2,571	1,107	1,287	1,519
营业外收支	-14	0	0	0
利润总额	2,557	1,107	1,287	1,519
所得税	306	89	103	121
净利润	2,251	1,018	1,184	1,397
归属于母公司净利润	2,269	1,028	1,184	1,397
EBITDA	2,764	1,416	1,806	2,163

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,110	6,665	6,983	7,457
应收账款及票据	2,011	1,461	1,665	1,898
预付款项	90	81	88	99
存货	945	1,002	1,128	1,267
其他流动资产	2,196	2,464	2,350	2,385
流动资产合计	12,352	11,673	12,213	13,106
长期股权投资	260	530	530	530
固定资产	3,913	4,383	4,834	5,228
无形资产	466	493	509	524
非流动资产合计	7,415	8,686	9,442	10,090
资产合计	19,767	20,359	21,656	23,197
短期借款	12	0	0	0
应付账款及票据	454	650	732	823
其他流动负债	1,335	1,315	1,474	1,656
流动负债合计	1,801	1,966	2,206	2,479
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	456	510	504	516
非流动负债合计	456	510	504	516
负债合计	2,257	2,475	2,710	2,995
股本	369	368	368	368
少数股东权益	30	20	20	20
股东权益合计	17,510	17,883	18,945	20,202
负债和股东权益合计	19,767	20,359	21,656	23,197

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	-23.98	13.98	14.01
EBIT 增长率	-27.69	-61.13	31.68	20.64
净利润增长率	-31.28	-54.68	15.18	17.97
盈利能力 (%)				
毛利率	51.16	42.98	43.69	44.49
净利润率	28.99	17.29	17.47	18.08
总资产收益率 ROA	11.48	5.05	5.47	6.02
净资产收益率 ROE	12.98	5.76	6.26	6.92
偿债能力				
流动比率	6.86	5.94	5.54	5.29
速动比率	6.14	5.15	4.83	4.58
现金比率	3.95	3.39	3.16	3.01
资产负债率 (%)	11.42	12.16	12.51	12.91
经营效率				
应收账款周转天数	93.23	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	90.29	110.00	110.00	110.00
总资产周转率	0.41	0.30	0.32	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	6.17	2.80	3.22	3.80
每股净资产	47.54	48.58	51.47	54.88
每股经营现金流	9.65	5.80	4.54	5.43
每股股利	1.80	0.34	0.39	0.46
估值分析				
PE	14	31	27	23
PB	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.58	18.70	14.66	12.24
股息收益率 (%)	2.10	0.39	0.45	0.53

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,251	1,018	1,184	1,397
折旧和摊销	487	531	640	757
营运资金变动	993	584	-158	-180
经营活动现金流	3,550	2,131	1,669	1,998
资本开支	-1,203	-1,524	-1,350	-1,359
投资	-1,691	-290	0	0
投资活动现金流	-2,691	-1,939	-1,222	-1,376
股权募资	155	0	0	0
债务募资	12	-15	0	0
筹资活动现金流	-542	-637	-129	-149
现金净流量	353	-445	318	473

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