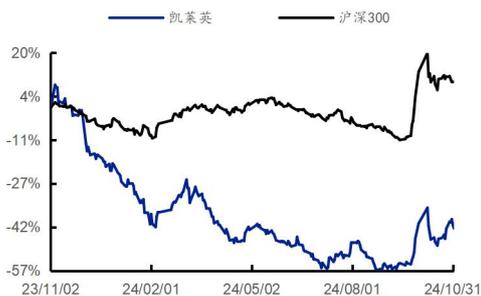


研究所：  
 证券分析师： 万鹏辉 S0350524050003  
 wanph@gzhq.com.cn

## 新签订单持续保持良好态势，期待 Q4 业务恢复

### ——凯莱英 (002821) 2024 年三季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/11/01

表现	1M	3M	12M
凯莱英	-3.0%	9.6%	-43.0%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

#### 市场数据

2024/11/01

当前价格 (元)	81.20
52 周价格区间 (元)	59.55-158.50
总市值 (百万)	29,858.71
流通市值 (百万)	26,686.63
总股本 (万股)	36,771.81
流通股本 (万股)	32,865.30
日均成交额 (百万)	305.56
近一月换手 (%)	1.99

#### 相关报告

《凯莱英 (002821) 2023 年年报点评报告：小分子 CDMO 常规业务稳步增长，新业务产能加速落地 (买入)\*医疗服务\*周小刚》——2024-04-06

《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

#### 事件：

2024 年 10 月 30 日，凯莱英发布 2024 年三季度报，公司 2024 年前三季度实现营业收入 41.40 亿元(同比-35.14%)，剔除大订单影响后同比增长 4.48%，归属于上市公司股东的净利润为 7.10 亿元(同比-67.86%)，扣非后归属于上市公司股东净利润为 6.63 亿元(同比-67.41%)。2024 年单 Q3 季度实现营业收入 14.43 亿元(同比-18.09%)，剔除大订单影响后同比增长 12.23%，环比上季度增长 11.21%，归属于上市公司股东的净利润为 2.11 亿元(同比-59.68%)。

#### 投资要点：

- **小分子业务毛利率水平有所改善，剔除大订单影响后营收环比增长** 2024 年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%；单 Q3 季度小分子业务实现收入 11.92 亿元，剔除大订单影响后同比增长 18.89%，环比增长 22.52%。2024 年前三季度小分子业务毛利率 48.89%，剔除大订单影响后同比提升 1.19 个百分点，随着公司各项成本管控措施的有效实施，以及临床后期项目和商业化项目增多，小分子业务已基本消化因大订单增加的各项资源。
- **新兴业务项目即将进入交付期，Q4 季度有望恢复增长态势** 2024 年前三季度新兴业务收入 7.45 亿元，同比下降 8.37%，主要受生物医药融资复苏缓慢影响所致；单 Q3 季度新兴业务实现收入 2.45 亿元，同比下降 13.26%，从在手订单和执行情况来看，Q4 季度新兴业务将重新恢复增长态势。2024 年前三季度新兴业务毛利率 19.97%，同比下降 12.99 个百分点，主要受国内市场持续低迷、部分业务仍处于产能爬坡期等因素影响，随着项目交付持续增加，特别是海外项目的增多，这一问题会逐渐得到缓解。
- **持续升级优化管理运营体系，全面加速全球化布局** 公司在欧洲的首个研发及中试基地 Sandwich Site 已投入运营，并已开始承接订单。公司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，截至 2024 年三季度报公司多肽固相合成产能超 20000L，以满足国内外客户固相多肽商业化生产需

长, 新兴业务快速发力 (买入)\*医疗服务\*周小刚》  
 ——2023-05-08

求。

- **盈利预测和投资评级** 预计 2024-2026 年公司营业收入为 59、70、83 亿元, 归母净利润为 10、13、15 亿元, 对应 PE 为 30、24、20x, 维持“买入”评级。
- **风险提示** 1、汇率风险; 2、政策变化风险; 3、临床项目运营风险; 4、行业政策变化风险; 5、核心人员流失风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7825	5894	6993	8294
增长率 (%)	-24	-25	19	19
归母净利润 (百万元)	2269	1009	1260	1514
增长率 (%)	-31	-56	25	20
摊薄每股收益 (元)	6.17	2.74	3.43	4.12
ROE (%)	13	6	7	7
P/E	18.55	29.58	23.69	19.72
P/B	2.46	1.65	1.56	1.47
P/S	5.48	5.07	4.27	3.60
EV/EBITDA	13.01	15.18	12.37	10.31

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：	81.20	投资评级：	买入	日期：	2024/11/01	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	13%	6%	7%	7%	EPS	6.26	2.74	3.43	4.12
毛利率	51%	44%	45%	45%	BVPS	47.29	49.20	51.93	55.18
期间费率	11%	14%	14%	15%	<b>估值</b>				
销售净利率	29%	17%	18%	18%	P/E	18.55	29.58	23.69	19.72
<b>成长能力</b>					P/B	2.46	1.65	1.56	1.47
收入增长率	-24%	-25%	19%	19%	P/S	5.48	5.07	4.27	3.60
利润增长率	-31%	-56%	25%	20%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.41	0.29	0.33	0.37	营业收入	7825	5894	6993	8294
应收账款周转率	3.52	3.36	4.25	4.25	营业成本	3822	3286	3877	4545
存货周转率	3.11	3.74	4.38	4.36	营业税金及附加	74	56	67	79
<b>偿债能力</b>					销售费用	196	236	294	373
资产负债率	11%	10%	11%	12%	管理费用	788	737	839	995
流动比	6.86	7.87	7.06	6.49	财务费用	-148	-139	-142	-144
速动比	6.14	7.05	6.27	5.73	其他费用/（-收入）	708	719	804	937
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	2571	1140	1423	1709
现金及现金等价物	9016	9565	10044	10725	营业外净收支	-14	-3	-3	-3
应收款项	2011	1515	1797	2131	利润总额	2557	1138	1421	1707
存货净额	945	813	959	1124	所得税费用	306	136	170	204
其他流动资产	380	504	550	601	净利润	2251	1001	1250	1502
<b>流动资产合计</b>	<b>12352</b>	<b>12396</b>	<b>13351</b>	<b>14582</b>	少数股东损益	-18	-8	-10	-12
固定资产	3913	4169	4383	4552	归属于母公司净利润	2269	1009	1260	1514
在建工程	1331	1510	1679	1841	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	1911	1900	1923	1945	经营活动现金流	3550	1734	1486	1731
长期股权投资	260	243	226	209	净利润	2269	1009	1260	1514
<b>资产总计</b>	<b>19767</b>	<b>20218</b>	<b>21562</b>	<b>23129</b>	少数股东损益	-18	-8	-10	-12
短期借款	12	62	112	162	折旧摊销	487	499	551	604
应付款项	454	390	460	540	公允价值变动	-17	0	0	0
合同负债	221	167	198	234	营运资金变动	993	373	-207	-245
其他流动负债	1114	955	1122	1311	投资活动现金流	-2691	-1194	-1127	-1104
<b>流动负债合计</b>	<b>1801</b>	<b>1574</b>	<b>1892</b>	<b>2247</b>	资本支出	-1203	-927	-927	-927
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-1691	-283	-283	-283
其他长期负债	456	530	560	590	其他	203	15	83	106
<b>长期负债合计</b>	<b>456</b>	<b>530</b>	<b>560</b>	<b>590</b>	筹资活动现金流	-542	-298	-180	-246
<b>负债合计</b>	<b>2257</b>	<b>2104</b>	<b>2452</b>	<b>2837</b>	债务融资	12	82	80	80
股本	369	368	368	368	权益融资	155	-202	0	0
股东权益	17510	18114	19109	20292	其它	-709	-177	-260	-326
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19767</b>	<b>20218</b>	<b>21562</b>	<b>23129</b>	现金净增加额	353	249	180	381

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

年庆功，分析师，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，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

林羽茜，分析师，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。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，4.5年医药股权投资经验，2.5年医药二级市场研究经验，主要覆盖创新药和CXO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。

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，主要覆盖中药和生命科学上游产业链等板块。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，浙江大学药学学士，4年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO、软镜、创新药等板块。

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。

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。

## 【分析师承诺】

万鹏辉，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。