

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

凯莱英(002821)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@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

四季度业绩增速显著转正，传统业务强化优势，新兴业务有望改善

2025年03月30日

事件: 2025年3月28日，公司发布2024年年度报告。2024年公司实现营业收入58.05亿元，同比下滑25.82%；如果剔除上年同期大订单影响后营业收入同比增长7.40%；2024年公司实现归母净利润9.49亿元，同比下滑58.17%；公司实现扣非归母净利润8.50亿元，同比下滑59.63%；实现经营活动现金流净额12.54亿元，同比下滑64.66%。

点评:

➤ **四季度业绩增速显著转正，基本消化大订单退潮影响。**

1) 从季度业绩趋势来看：2024年Q1-Q4公司实现营业收入分别为14.00亿元、12.98亿元、14.43亿元、16.64亿元，公司实现归母净利润分别为2.82亿元、2.17亿元、2.11亿元、2.39亿元；其中2024年Q4单季度营业收入同比增长15.41%，环比增长15.35%，归母净利润同比增长306.48%，环比增长12.99%。

2) 按照业务类型划分：2024年公司小分子CDMO业务实现营业收入45.71亿元，剔除大订单影响后同比增长8.55%；其中临床阶段CDMO解决方案收入17.67亿元，同比增长17.23%；商业化阶段CDMO解决方案收入28.04亿元，剔除大订单影响后同比增长4.16%。2024年公司新兴业务实现营业收入12.26亿元，同比增长2.25%。

3) 按照区域分布划分：2024年公司来自美国市场客户实现收入33.71亿元，剔除大订单影响后同比增长18.41%；来自境内市场客户实现收入15.20亿元，同比增长2.63%；来自欧洲市场客户实现收入7.35亿元，同比增长101.33%。

4) 按照客户类型划分：2024年公司来自大制药公司收入26.91亿元，剔除大订单影响后同比增长4.78%；来自中小制药公司收入31.14亿元，同比增长9.78%。

我们认为，2024年Q4单季度公司业绩增速显著转正，基本已经消化大订单退潮的影响，如果剔除大订单影响，公司各项细分业务经营稳健。2024年公司累计新签订单同比增长约20%，截至2024年末公司在手订单总额10.52亿美元，同比增长超过20%，有望带动公司2025年业绩实现稳定增长。

➤ **小分子CDMO业务：持续稳健发展的压舱石，商业化潜力较大。**

小分子CDMO业务是公司传统优势业务，根据项目阶段不同分为商业化阶段CDMO和临床阶段CDMO。2024年公司交付商业化项目48个，新增商业化项目8个，实现收入28.04亿元，剔除大订单影响后同比增长4.16%。2024年交付临床阶段项目456个，其中临床III期项目73

个，实现收入 17.67 亿元，同比增长 17.23%。公司根据在手订单预计 2025 年小分子验证批阶段（PPQ）项目达 12 个。2024 年商业化阶段毛利率 53.32%，临床阶段毛利率 39.42%。我们认为，小分子 CDMO 业务是公司持续稳健发展的压舱石，目前项目储备丰富，尤其是 PPQ 项目数量有望大幅增加，随着更多项目从临床阶段陆续进入到商业化阶段，我们预计商业化阶段 CDMO 收入有望加速增长，带动公司小分子 CDMO 业务盈利能力显著提升。

➤ **新兴业务：化学大分子和生物大分子表现亮眼，盈利能力有望改善。**

新兴业务是公司正在培育的业务板块，包括化学大分子 CDMO 业务、制剂 CDMO 业务、临床 CRO 业务、生物大分子 CDMO 业务、技术输出业务、合成生物技术业务，2024 年整体实现收入 12.26 亿元，同比增长 2.25%，新兴业务毛利率 21.67%，目前还处于爬坡期，随着产能利用率的持续提升，2024 年下半年毛利率已呈现向好趋势。公司预计 2025 年新兴业务验证批阶段（PPQ）项目达 13 个。具体来看，化学大分子 CDMO 业务和生物大分子 CDMO 业务表现亮眼。

1) 化学大分子 CDMO：化学大分子包括多肽、寡核苷酸、毒素连接体及脂质 Lipid 业务等，2024 年收入同比增长 13.26%，其中 Q4 单季度收入环比增长超 200%，全年共完成项目 227 个，2024 年新开发客户 61 个，在手订单同比增长超 130%，其中海外订单同比增长超 260%，公司预计 2025 年该板块收入将实现翻倍以上增长。在减重领域公司参与全球范围内多个从早期到中后期多肽项目，公司预计 2025 年验证批阶段（PPQ）项目超过 10 个，2024 年末多肽固相合成产能约 21,000L，公司预计 2025 年下半年多肽固相合成总产能将达 30,000L。

2) 生物大分子 CDMO：公司持续聚焦偶联药物业务，2024 年收入同比增加 13.91%，新增 15 个 ADC IND 项目和 3 个 BLA 项目，助力国内多家头部客户多个项目成功出海。截止年报披露日，生物大分子业务有包含 IND、临床以及 BLA 阶段项目的在手订单接近 60 个，其中 ADC 项目占比订单数量超 60%，订单同比增长 56%。公司积极推进偶联药物商业化产能建设，位于上海奉贤的生物药 CDMO 研发及商业化生产基地已启用。

我们认为，公司新兴业务主要增长驱动来自于化学大分子 CDMO 和生物大分子 CDMO，订单丰富且产能充足，增长预期强劲，其他细分业务板块也有不同程度的贡献，随着产能利用率不断提升，新兴业务板块的盈利能力有望大幅改善。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 66.21 亿元、75.54 亿元、86.19 亿元，归母净利润分别为 10.98 亿元、12.69 亿元、14.72 亿元，EPS（摊薄）分别为 3.04 元、3.52 元、4.08 元，对应 PE 估值分别为 26.17 倍、22.64 倍、19.52 倍。
- **风险因素：**行业投融资不及预期；新签订单不及预期；地缘政治风险；关税变化风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,825	5,805	6,621	7,554	8,619
增长率 YoY %	-23.7%	-25.8%	14.1%	14.1%	14.1%
归属母公司净利润 (百万元)	2,269	949	1,098	1,269	1,472
增长率 YoY%	-31.3%	-58.2%	15.7%	15.6%	16.0%
毛利率%	51.2%	42.4%	43.5%	44.1%	44.7%
净资产收益率ROE (%)	13.0%	5.6%	6.2%	6.8%	7.5%
EPS(摊薄)(元)	6.29	2.63	3.04	3.52	4.08
市盈率 P/E(倍)	12.66	30.27	26.17	22.64	19.52
市净率 P/B(倍)	1.64	1.71	1.62	1.55	1.46

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,352	11,050	11,747	12,629	13,793
货币资金	7,110	5,789	6,038	6,399	6,975
应收票据	12	26	30	34	39
应收账款	1,999	1,811	2,056	2,337	2,659
预付账款	90	89	100	113	127
存货	945	1,193	1,314	1,466	1,640
其他	2,196	2,141	2,209	2,280	2,354
非流动资产	7,415	8,238	8,589	8,824	8,948
长期股权投资	260	537	537	537	537
固定资产(合计)	3,913	3,974	4,602	5,057	5,364
无形资产	466	430	421	411	401
其他	2,776	3,298	3,030	2,819	2,647
资产总计	19,767	19,289	20,336	21,453	22,741
流动负债	1,801	1,709	1,915	2,161	2,440
短期借款	12	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	454	451	504	569	642
其他	1,335	1,258	1,411	1,592	1,798
非流动负债	456	717	717	717	717
长期借款	0	0	0	0	0
其他	456	717	717	717	717
负债合计	2,257	2,426	2,631	2,878	3,157
少数股东权益	30	17	2	-16	-36
归属母公司股东权益	17,480	16,845	17,702	18,591	19,621
负债和股东权益	19,767	19,289	20,336	21,453	22,741

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	7,825	5,805	6,621	7,554	8,619	
同比 (%)	-23.7%	-25.8%	14.1%	14.1%	14.1%	
归属母公司净利润	2,269	949	1,098	1,269	1,472	
同比 (%)	-31.3%	-58.2%	15.7%	15.6%	16.0%	
毛利率 (%)	51.2%	42.4%	43.5%	44.1%	44.7%	
ROE%	13.0%	5.6%	6.2%	6.8%	7.5%	
EPS (摊薄)(元)	6.29	2.63	3.04	3.52	4.08	
P/E	12.66	30.27	26.17	22.64	19.52	
P/B	1.64	1.71	1.62	1.55	1.46	
EV/EBITDA	13.01	19.16	13.36	11.18	9.36	

利润表	单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,825	5,805	6,621	7,554	8,619
营业成本	3,822	3,346	3,741	4,222	4,766
营业税金及附加	74	113	129	147	167
销售费用	196	243	265	302	345
管理费用	788	825	927	1,058	1,207
研发费用	708	614	682	778	888
财务费用	-148	-331	-207	-212	-220
减值损失合计	-21	-70	-20	-20	-20
投资净收益	138	83	94	107	123
其他	69	73	85	91	98
营业利润	2,571	1,079	1,244	1,438	1,667
营业外收支	-14	-6	-4	-4	-4
利润总额	2,557	1,072	1,240	1,434	1,663
所得税	306	137	158	183	212
净利润	2,251	936	1,082	1,251	1,451
少数股东损益	-18	-13	-15	-18	-20
归属母公司净利润	2,269	949	1,098	1,269	1,472
EBITDA	2,764	1,175	1,722	2,026	2,360
EPS (当年)(元)	6.26	2.69	3.04	3.52	4.08

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,550	1,254	1,447	1,687	1,947
净利润	2,251	936	1,082	1,251	1,451
折旧摊销	487	526	689	805	916
财务费用	-58	-224	8	8	8
投资损失	-44	-58	-138	-83	-94
营运资金变动	993	74	-223	-254	-290
其它	15	25	-16	-16	-16
投资活动现金流	-2,691	-1,184	-950	-936	-921
资本支出	-1,203	-1,129	-1,044	-1,044	-1,044
长期投资	-1,691	-204	0	0	0
其他	203	149	94	107	123
筹资活动现金流	-542	-1,928	-345	-389	-450
吸收投资	155	0	0	0	0
借款	12	-12	0	0	0
支付利息或股息	-665	-642	-338	-389	-450
现金流净增加额	353	-1,762	249	361	575

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。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 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，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 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，医药分析师，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理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。