

医药生物

2025 年 03 月 31 日

## 凯莱英 (002821)

——订单快速增长，预计 25 年恢复双位数增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 31 日

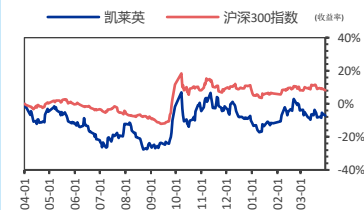
|                |                    |
|----------------|--------------------|
| 收盘价 (元)        | 78.75              |
| 一年内最高/最低 (元)   | 94.28/59.55        |
| 市净率            | 1.7                |
| 股息率% (分红/股价)   | 2.29               |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 25,307             |
| 上证指数/深证成指      | 3,335.75/10,504.33 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 每股净资产 (元)       | 45.81   |
| 资产负债率%          | 12.58   |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 361/321 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/28    |

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《凯莱英 (002821) 点评：小分子业务增速逐步恢复，看好未来发展》2024/10/29  
《凯莱英 (002821) 点评：公司持续回购彰显信心，未来有望逐渐恢复增长》2024/10/09

## 证券分析师

王道 A0230523080001  
wangdao@swsresearch.com

## 联系人

李敏杰  
(8621)23297818x  
limj2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- **公司发布 2024 年年度报告。**2024 年全年实现收入 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%，归母净利润 9.49 亿元，同比下滑 58.17%；单 Q4 收入 16.64 亿元，同比增长 15.41%，环比增长 15.35%，归母净利润 2.39 亿元，同比增长 306.48%，环比增长 12.99%。略低于市场预期。

## 投资要点：

- **核心业务小分子 CDMO 稳健增长,新兴业务增速收到市场需求影响。**根据公司年报，小分子 CDMO 实现收入 45.71 亿元，剔除大订单影响后同比增长 8.85%。通过持续提升运营效率和成本控制，小分子业务实现毛利率 47.95%。报告期交付商业化项目 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%；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%。根据在手订单预计 2025 年小分子验证批阶段 (PPQ) 项目达 12 个。化学大分子 CDMO 收入同比增长 13.26%，其中第四季度收入环比增长超 200%。生物大分子 CDMO 收入同比增加 13.91%，新增 15 个 ADC IND 项目和 3 个 BLA 项目。
- **在手订单恢复快速增长。**根据公司年报，2024 公司新签订单同比增长约 20%，截至年报披露日，不含本报告期已确认的营业收入，公司在手订单总额 10.52 亿美元，较同期增幅超过 20%；化学大分子在手订单同比增长超 130%，其中海外订单同比增长超 260%；制剂 CDMO 在手订单同比增长 30%。
- **盈利预测与投资评级。**公司核心业务小分子 CDMO 增速在逐渐恢复，考虑到行业需求仍在缓慢恢复中，我们下调 25-26 年归母净利润预测为 10.71 亿元、12.34 亿元 (原值 12.48 亿元、15.03 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 14.24 亿元，对应 PE 分别为 27、23、20 倍，我们通过可比公司相对估值法，可比公司对应 2025 年的平均估值为 30 倍，给予凯莱英可比公司平均估值，有约 14% 的上涨空间，因此维持“增持”评级。
- **风险提示：**药物研发投入大幅减少、下游产品销售不及预期、公司产能投入不及预期、汇率波动等

## 财务数据及盈利预测

|             | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 7,825 | 5,805 | 6,468 | 7,407 | 8,481 |
| 同比增长率 (%)   | -23.7 | -25.8 | 11.4  | 14.5  | 14.5  |
| 归母净利润 (百万元) | 2,269 | 949   | 1,071 | 1,234 | 1,424 |
| 同比增长率 (%)   | -31.3 | -58.2 | 12.9  | 15.2  | 15.5  |
| 每股收益 (元/股)  | 6.26  | 2.69  | 2.97  | 3.42  | 3.95  |
| 毛利率 (%)     | 51.2  | 42.4  | 43.2  | 43.7  | 44.7  |
| ROE (%)     | 13.0  | 5.6   | 6.0   | 6.4   | 6.9   |
| 市盈率         | 13    | 30    | 27    | 23    | 20    |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入                  | 7,825 | 5,805 | 6,468 | 7,407 | 8,481 |
| 其中: 营业收入               | 7,825 | 5,805 | 6,468 | 7,407 | 8,481 |
| 减: 营业成本                | 3,822 | 3,346 | 3,675 | 4,167 | 4,690 |
| 减: 税金及附加               | 74    | 113   | 126   | 144   | 165   |
| 主营业务利润                 | 3,929 | 2,346 | 2,667 | 3,096 | 3,626 |
| 减: 销售费用                | 196   | 243   | 246   | 267   | 288   |
| 减: 管理费用                | 788   | 825   | 841   | 926   | 1,018 |
| 减: 研发费用                | 708   | 614   | 647   | 704   | 763   |
| 减: 财务费用                | -148  | -331  | 0     | 9     | 17    |
| 经营性利润                  | 2,385 | 995   | 933   | 1,190 | 1,540 |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -7    | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | -21   | -70   | 0     | 0     | 0     |
| 加: 投资收益及其他             | 197   | 122   | 300   | 230   | 98    |
| 营业利润                   | 2,571 | 1,079 | 1,234 | 1,421 | 1,638 |
| 加: 营业外净收入              | -14   | -6    | -9    | -10   | -9    |
| 利润总额                   | 2,557 | 1,072 | 1,225 | 1,411 | 1,630 |
| 减: 所得税                 | 306   | 137   | 169   | 195   | 225   |
| 净利润                    | 2,251 | 936   | 1,056 | 1,216 | 1,405 |
| 少数股东损益                 | -18   | -13   | -15   | -17   | -20   |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 2,269 | 949   | 1,071 | 1,234 | 1,424 |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                               |
|--------|-----|--------------|-------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swsresearch.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swsresearch.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swsresearch.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swsresearch.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。