

盈利能力稳步提升，新签订单持续向上

2025 年 04 月 01 日

► **事件：**2025 年 3 月 29 日，凯莱英发布 2024 年年报业绩。2024 年公司实现营业收入 58.05 亿元，同比下降 25.82%，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 9.48 亿元，同比下降 58.17%；扣非净利润 8.50 亿元，同比下降 59.63%。单季度看，公司 Q4 实现收入 16.64 亿元，同比上升 15.41%；归母净利润 2.39 亿元，同比上升 306.51%；扣非净利润 1.86 亿元，同比上升 171.45%。

► **盈利能力同比改善明显，环比略有波动。**单季度来看，公司 2024 年 Q4 毛利率 39.26%，同比 +1.23pcts，环比 -7.06pcts，净利率 14.34%，同比 +10.27pcts，环比 -0.30pcts，主要系费用率得到进一步优化。从费用端来看，研发费用率 7.83%，同比 -5.67pcts，环比 -2.94pcts，另外销售费用率 4.58%，同比 +0.59pcts，环比 +0.09pcts，管理费用率 17.43%，同比 +1.69pcts，环比 +5.44pcts。

► **小分子 CDMO 业务持续向上，商业化订单充足。**2024 年，公司小分子业务在行业持续面临挑战的情况下，依托研发平台和行业一流的运营管理及质量体系，以及良好的交付记录，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，已形成了充足的商业化订单储备，为业绩长期稳健增长提供有力保障。

► **新兴业务毛利率有所改善，收入趋势向上。**新兴业务板块实现收入 12.26 亿元，同比增长 2.25%。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，新兴业务毛利率为 21.67%，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的趋势。截至 2025 年 3 月 29 日，根据在手订单预计 2025 年新兴业务验证批阶段（PPQ）项目达 13 个，形成了充足的商业化订单储备，为业绩长期稳健增长提供有力保障。

► **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 2025-2027 年公司营业收入分别为 66.71/76.70/87.44 亿元，同比增长 14.9%/15.0%/14.0%，归母净利润分别为 10.03/12.98/15.01 亿元，对应 PE 分别为 28/22/19 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,805	6,671	7,670	8,744
增长率（%）	-25.8	14.9	15.0	14.0
归属母公司股东净利润（百万元）	949	1,003	1,298	1,501
增长率（%）	-58.2	5.7	29.5	15.6
每股收益（元）	2.63	2.78	3.60	4.16
PE	30	28	22	19
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

81.05 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 朱凤萍

执业证书：S0100524010001

邮箱：zhufengping@mszq.com

相关研究

1.凯莱英 (002821.SZ) 2024 年三季报点评：毛利率持续改善，新签订单保持良好态势-2024/10/30

2.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

3.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

4.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

5.凯莱英 (002821.SZ) 2023 年三季报点评：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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,805	6,671	7,670	8,744
营业成本	3,346	3,818	4,291	4,874
营业税金及附加	113	113	123	131
销售费用	243	267	307	350
管理费用	825	834	920	1,049
研发费用	614	700	767	874
EBIT	649	978	1,307	1,517
财务费用	-331	-57	-53	-57
资产减值损失	-70	-23	-26	-29
投资收益	83	67	77	87
营业利润	1,079	1,079	1,411	1,631
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	1,072	1,079	1,411	1,631
所得税	137	86	113	131
净利润	936	993	1,298	1,501
归属于母公司净利润	949	1,003	1,298	1,501
EBITDA	1,175	1,568	2,013	2,348

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,789	5,468	5,770	6,070
应收账款及票据	1,837	1,905	2,191	2,497
预付款项	89	96	107	122
存货	1,193	1,130	1,270	1,443
其他流动资产	2,141	2,202	1,976	2,006
流动资产合计	11,050	10,801	11,314	12,138
长期股权投资	537	537	537	537
固定资产	3,974	4,417	4,868	5,262
无形资产	430	475	489	505
非流动资产合计	8,238	9,396	10,146	10,787
资产合计	19,289	20,198	21,461	22,924
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	451	484	544	618
其他流动负债	1,258	1,383	1,549	1,755
流动负债合计	1,709	1,866	2,093	2,373
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	717	720	708	714
非流动负债合计	717	720	708	714
负债合计	2,426	2,587	2,801	3,087
股本	368	368	368	368
少数股东权益	17	7	7	7
股东权益合计	16,863	17,611	18,660	19,837
负债和股东权益合计	19,289	20,198	21,461	22,924

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-25.82	14.93	14.97	14.00
EBIT 增长率	-71.50	50.68	33.64	16.02
净利润增长率	-58.17	5.65	29.49	15.60
盈利能力 (%)				
毛利率	42.36	42.77	44.06	44.26
净利率	16.35	15.03	16.93	17.16
总资产收益率 ROA	4.92	4.96	6.05	6.55
净资产收益率 ROE	5.63	5.70	6.96	7.57
偿债能力				
流动比率	6.46	5.79	5.41	5.12
速动比率	5.38	4.82	4.58	4.30
现金比率	3.39	2.93	2.76	2.56
资产负债率 (%)	12.58	12.81	13.05	13.47
经营效率				
应收账款周转天数	113.88	103.55	103.55	103.55
存货周转天数	130.18	110.23	110.23	110.23
总资产周转率	0.30	0.34	0.37	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	2.63	2.78	3.60	4.16
每股净资产	46.72	48.82	51.73	54.99
每股经营现金流	3.48	4.69	4.62	5.54
每股股利	1.10	0.70	0.90	1.04
估值分析				
PE	30	28	22	19
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	19.51	14.62	11.39	9.77
股息收益率 (%)	1.40	0.88	1.14	1.32

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	936	993	1,298	1,501
折旧和摊销	526	590	706	831
营运资金变动	74	104	-273	-283
经营活动现金流	1,254	1,691	1,667	1,998
资本开支	-1,129	-1,521	-1,358	-1,368
投资	-204	-50	0	0
投资活动现金流	-1,184	-1,704	-1,045	-1,298
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,928	-308	-320	-400
现金净流量	-1,762	-321	302	300

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048