

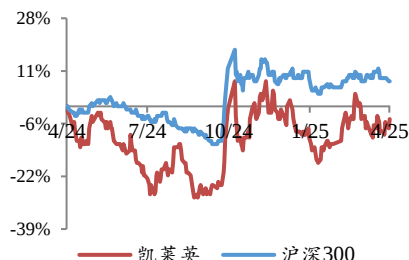
在手订单持续增长，25 年各业务稳中向好

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-01

收盘价（元）	81.05
近 12 个月最高/最低（元）	94.28/59.55
总股本（百万股）	361
流通股本（百万股）	321
流通股比例（%）	89.12
总市值（亿元）	292
流通市值（亿元）	260

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：杨馥媛

执业证书号：S0010524080001

邮箱：yangfuyuan@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】凯莱英深度报告：小分子重回稳健增长，新兴业务精彩纷呈
呈 2025-02-15

主要观点：

事件概述

2025 年 3 月，凯莱英发布 2024 年报：公司 2024 年实现营业收入 58.05 亿元，同比下降 25.82%；归母净利润 9.49 亿元，同比下降 58.17%。若剔除上年同期大订单影响后营业收入同比增长 7.40%。其中单四季度，公司实现营业收入 16.64 亿元，同比增长 15.4%，环比增长 15.3%。截至 25 年 3 月，公司在手订单 10.52 亿美元，同比增长 20%，后续业绩有望继续稳健增长。

事件点评

● 小分子业务已基本消化产能冗余，商业化项目储备充足

2024 年小分子业务实现 45.71 亿元，剔除大订单影响后同比增长 8.9%，毛利率 47.9%。公司小分子业务已基本消化大订单退潮带来的资源冗余，盈利水平也已恢复到历史上较好水平。其中 1) 商业化 CDMO 实现收入 28.04 亿元，剔除大订单后同比增长 4.2%。2024 年交付商业化项目 48 个（新增 8 个）。2) 临床 CDMO 实现收入 17.67 亿元，同比增长 17.2%。2024 年交付临床阶段项目 456 个，其中临床 III 期项目 73 个（新增 4 个）。充裕的商业化项目储备为公司后续业绩增长提供坚实保障。

● 新兴业务趋势向好，部分业务将逐步进入交付期

2024 年新兴业务收入 12.26 亿元，同比增长 2.3%，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，毛利率为 21.7%，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。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。

各细分板块均取得较好进展，1) 化学大分子业务在手订单同比增长超 130%，其中海外订单同比增长超 260%，预计 25 年板块收入将实现翻倍以上增长。产能建设快速推进，截至 24 年末多肽固相产能约 21000L，预计 2H25 将达到 30000L；2) 制剂业务在手订单同比增长 30%，24 年预充式注射器生产车间、卡式瓶生产车间、β 内酰胺固体制剂车间启动建设，预计将于 25 年开始陆续投产；3) 临床 CRO，24 年新承接项目 197 个，24 年末公司在执行临床研究项目 269 个。4) 生物大分子 CDMO，24 年新增 15 个 ADC 的 IND 项目和 3 个 BLA 项目。目前公司在手项目已接近 60 个，ADC 项目占比已超过 60%。

● 积极推动海外商业化产能拓展，海外布局初见成效

2024 年公司接管英国 Sandwich Site，并于 8 月初正式投入运营，中试工厂在 24Q4 承接生产订单，目前已有多个生产订单顺利推进中。后续公司将以此为依托，进一步推进海外商业化产能布局，加快新技术在海外的推广和应用。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 65.65 亿元、74.64 亿元、85.45 亿元，同比+13.1%/+13.7%/+14.5%（前次预测值为 25-26 年分别实现营业收入 67.61 亿元、78.07 亿元）；实现归母净利润 11.02 亿元、12.38 亿元、14.18 亿元，同比+16.1%/+12.3%/+14.6%（前次预测值为 25-26 年分别实现归母净利润 11.63 亿元、12.81 亿元）。维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险、回款不及预期风险、汇兑损益风险、地缘政治风险、客户需求恢复不及预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5805	6565	7464	8545
收入同比 (%)	-25.8%	13.1%	13.7%	14.5%
归属母公司净利润	949	1102	1238	1418
净利润同比 (%)	-58.2%	16.1%	12.3%	14.6%
毛利率 (%)	42.4%	42.9%	43.0%	42.9%
ROE (%)	5.6%	6.2%	6.6%	7.1%
每股收益 (元)	2.69	3.06	3.43	3.93
P/E	28.29	26.52	23.61	20.60
P/B	1.66	1.65	1.56	1.46
EV/EBITDA	19.16	13.51	12.14	10.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11050	11502	12412	13336	营业收入	5805	6565	7464	8545
现金	5789	5921	6315	6834	营业成本	3346	3750	4256	4884
应收账款	1811	1814	2063	2364	营业税金及附加	113	98	112	128
其他应收款	27	31	35	40	销售费用	243	263	299	342
预付账款	89	94	98	122	管理费用	825	919	970	1068
存货	1193	1198	1300	1357	财务费用	-331	-80	-113	-120
其他流动资产	2140	2445	2600	2619	资产减值损失	-70	-5	-5	-5
非流动资产	8238	8849	9107	9552	公允价值变动收益	40	202	20	0
长期投资	537	517	497	497	投资净收益	83	92	104	120
固定资产	3974	4243	4280	4287	营业利润	1079	1251	1403	1607
无形资产	430	416	406	396	营业外收入	1	1	0	0
其他非流动资产	3298	3673	3925	4373	营业外支出	7	5	3	3
资产总计	19289	20351	21519	22888	利润总额	1072	1246	1400	1604
流动负债	1709	1874	2011	2201	所得税	137	150	168	192
短期借款	0	5	8	9	净利润	936	1097	1232	1411
应付账款	451	469	496	556	少数股东损益	-13	-5	-6	-7
其他流动负债	1258	1400	1506	1636	归属母公司净利润	949	1102	1238	1418
非流动负债	717	717	717	717	EBITDA	1175	1750	1915	2153
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.69	3.06	3.43	3.93
其他非流动负债	717	717	717	717	主要财务比率				
负债合计	2426	2590	2727	2917	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	17	12	6	-2	成长能力				
股本	368	368	368	368	营业收入	-25.8%	13.1%	13.7%	14.5%
资本公积	9396	9426	9456	9456	营业利润	-58.0%	15.9%	12.1%	14.5%
留存收益	7081	7955	8963	10148	归属于母公司净利	-58.2%	16.1%	12.3%	14.6%
归属母公司股东权	16845	17749	18787	19972	获利能力				
负债和股东权益	19289	20351	21519	22888	毛利率 (%)	42.4%	42.9%	43.0%	42.9%
现金流量表					净利率 (%)	16.3%	16.8%	16.6%	16.6%
单位:百万元					ROE (%)	5.6%	6.2%	6.6%	7.1%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	3.3%	5.7%	5.9%	6.4%
经营活动现金流	1254	1543	1487	1760	偿债能力				
净利润	936	1097	1232	1411	资产负债率 (%)	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%
折旧摊销	526	584	627	670	净负债比率 (%)	14.4%	14.6%	14.5%	14.6%
财务费用	-224	6	6	6	流动比率	6.46	6.14	6.17	6.06
投资损失	-83	-92	-104	-120	速动比率	5.38	5.13	5.17	5.10
营运资金变动	74	131	-262	-215	营运能力				
其他经营现金流	887	783	1481	1634	总资产周转率	0.30	0.33	0.36	0.38
投资活动现金流	-1184	-1213	-888	-1003	应收账款周转率	3.05	3.62	3.85	3.86
资本支出	-1129	-1235	-923	-1123	应付账款周转率	7.40	8.16	8.82	9.28
长期投资	-204	-80	-80	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	149	102	114	120	每股收益	2.69	3.06	3.43	3.93
筹资活动现金流	-1928	-209	-211	-243	每股经营现金流薄)	3.48	4.28	4.12	4.88
短期借款	-12	5	3	1	每股净资产	45.81	49.22	52.10	55.39
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-2	0	0	0	P/E	28.29	26.52	23.61	20.60
资本公积增加	-216	30	30	0	P/B	1.66	1.65	1.56	1.46
其他筹资现金流	-1698	-244	-244	-244	EV/EBITDA	19.16	13.51	12.14	10.55
现金净增加额	-1762	131	395	519					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。