

小分子业务稳步向上，部分新兴业务将起量

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报，2024 年全年公司实现营收 58.0 亿元，同比下降 25.8%，剔除上年同期大订单影响后同比增长 7.4%；实现归母净利润 9.5 亿元，同比下降 58.2%。
- **小分子 CDMO 服务稳步向上。**公司 2024 年小分子 CDMO 实现收入 45.7 亿元，剔除大订单后同比+8.9%。其中商业化阶段项目实现收入 28.0 亿元，剔除大订单影响后+4.2%，实现毛利率 48.0%。临床阶段项目实现收入 17.7 亿元，剔除大订单影响后同比+17.2%，交付临床 III 期项目 73 个、临床阶段项目 456 个。预计 2025 年公司小分子验证批阶段 (PPQ) 项目达 12 个，已形成了充足的商业化订单储备。
- **新兴业务: 化学大分子加速起量; 生物大分子订单增长迅速; 临床 CRO 短期承压; 制剂持续拓展。**公司新兴业务 2024 年实现收入 12.3 亿元 (+2.3%)。分业务来看，**1) 化学大分子业务:** 全年收入增长 13.3%，四季度单季收入环比增长超 200%，在手订单同比增长 130%+，预计 2025 年收入将实现翻倍增长。2025 年验证批阶段 (PPQ) 项目超过 10 个，助力国内重要客户 GLP-1 多肽项目动态核查顺利通过。产能方面，2024 年末多肽固相合成产能 21000L，预计 2025 年下半年多肽固相合成总产能将达 30000L。**2) 生物大分子业务:** 2024 年收入同比增加 13.9%，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%，持续聚焦偶联药物，订单同比增长 56%。**3) 临床 CRO 业务:** 截至 2024 年，公司正在进行的临床研究项目 269 个，其中 II 期及以后项目 94 个，受板块行业环境因素影响，收入同比小幅下降；**4) 制剂业务:** 受国内投融资环境和市场竞争加剧影响，收入略有下降，2025 年公司预充式注射器、卡式瓶等产能将陆续投产；**5) CFCT:** 新承接项目超 20 个，新客户占比超 80%。**6) CSBT:** 收入增长 33.2%，500LGMP 发酵车间和 5000LGMP 车间已于 2025 年第一季投入使用。盈利能力方面，新兴业务板块 2024 年毛利率 21.7%，未来或将随产能爬坡快速回升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 3.06 元、3.58 元、4.14 元，对应 PE 分别为 26 倍、23 倍、20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 需求不及预期、产能投运不及预期、业务拓展不及预期、关税政策不符合预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,805	6,671	7,552	8,519
增长率	-25.82%	14.92%	13.21%	12.80%
归属母公司净利润 (百万元)	949	1,105	1,292	1,492
增长率	-58.17%	16.41%	16.91%	15.49%
每股收益 EPS (元)	2.69	3.06	3.58	4.14
净资产收益率 ROE	5.63%	6.25%	6.95%	7.62%
PE	30	26	23	20
PB	1.66	1.65	1.57	1.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 伍云道
电话: 15910951252
邮箱: wuyxiao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.61
流通 A 股(亿股)	3.21
52 周内股价区间(元)	60.13-91.55
总市值(亿元)	292.26
总资产(亿元)	192.89
每股净资产(元)	45.81

相关研究

1. 凯莱英 (002821): 常规业务稳健增长, 新兴板块加速布局 (2024-04-02)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司小分子 CDMO 业务在全球范围内具有极强的竞争力，行业复苏+产能稀缺的情况下该板块营业收入有望实现持续增长，考虑到公司商业化阶段项目与临床阶段项目储备情况、产能利用率情况，预计 2025-2027 年公司小分子 CDMO 收入增速分别为 10.7%、10.4%及 10.0%，毛利率分别为 48.5%、48.9%、49.2%。

假设 2：考虑到公司化学大分子业务在多肽、寡核苷酸类市场需求刺激下在手订单同比增长超 130%、生物大分子业务随 ADC 行业发展加速成长、制剂及技术输出业务持续拓展、临床 CRO 业务行业竞争负面影响逐步触底，同时考虑到公司新兴业务产能的爬坡，预计 2025-2027 年公司新兴业务收入增速分别为 31.4%、22.1%、20.9%，毛利率分别为 26.7%、29.7%、31.7%。

假设 3：其它收入保持稳定，预计 2025-2027 年收入维持在 7.6 亿元，毛利率维持在 21.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分类收入及毛利率预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
小分子 CDMO	收入	4570.7	5058.7	5583.9	6140.4
	增速	-31.0%	10.7%	10.4%	10.0%
	毛利率	48.0%	48.5%	48.9%	49.2%
新兴业务	收入	1226.4	1611.9	1968.0	2378.3
	增速	2.3%	31.4%	22.1%	20.9%
	毛利率	21.7%	26.7%	29.7%	31.7%
其它	收入	7.6	7.6	7.6	7.6
	增速	20.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
合计	收入	5804.7	6670.7	7551.9	8518.7
	增速	-25.8%	14.9%	13.2%	12.8%
	毛利率	42.3%	43.2%	43.9%	44.3%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 66.7 亿元（+14.9%）、75.5 亿元（+13.2%）和 85.2 亿元（+12.8%），归母净利润分别为 11.1 亿元（+16.4%）、12.9 亿元（+16.9%）、14.9 亿元（+15.5%），EPS 分别为 3.06 元、3.58 元、4.14 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、23 倍、20 倍。

我们选取了行业中与凯莱英业务相近的药明康德、康龙化成、诺泰生物三家公司作为可比公司，2025 年三家公司平均 PE 为 23 倍，略低于公司水平。凯莱英是全球范围内的小分子 CDMO 龙头，其化药产能缺乏替代性，同时新兴业务成长潜力可观，给予一定估值溢价。给予其 2025 年 32 倍动态估值，对应目标价 97.92 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（数据截至 2025.4.1）

公司	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
药明康德	68.23	3.26	3.88	4.44	21	18	15
康龙化成	28.56	1.01	1.05	1.23	28	27	23
诺泰生物	60.83	1.82	2.59	3.45	33	23	18
可比公司平均					28	23	19
凯莱英	81.05	2.69	3.06	3.58	30	26	23

数据来源：Wind，西南证券整理

风险提示

需求不及预期、产能投运不及预期、业务拓展不及预期、关税政策不符合预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,805	6,671	7,552	8,519	净利润	936	1,089	1,274	1,471
营业成本	3,346	3,789	4,238	4,743	折旧与摊销	526	541	582	623
营业税金及附加	113	129	147	165	财务费用	-224	12	12	12
销售费用	243	273	301	331	资产减值损失	77	25	25	25
管理费用	825	861	959	1,065	经营营运资本变动	74	-236	-240	-263
财务费用	-331	-227	-225	-225	其他	-134	-88	-101	-115
资产减值损失	-70	-20	-20	-20	经营活动现金流净额	1,254	1,343	1,552	1,753
投资收益	83	95	107	121	资本支出	-1,129	-1,220	-1,220	-1,220
公允价值变动损益	40	0	0	0	其他	-55	95	107	121
其他经营损益	39	45	51	58	投资活动现金流净额	-1,184	-1,125	-1,113	-1,099
营业利润	1,079	1,255	1,466	1,692	短期借款	-12	0	0	0
其他非经营损益	-6	-6	-6	-6	长期借款	0	0	0	0
利润总额	1,072	1,248	1,460	1,686	股权融资	0	-7	0	0
所得税	137	159	186	215	支付股利	-642	-362	-422	-492
净利润	936	1,089	1,274	1,471	其他	-1,274	0	0	0
少数股东损益	-13	-15	-18	-21	筹资活动现金流净额	-1,928	-369	-422	-492
归属母公司股东净利润	949	1,105	1,292	1,492	现金流量净额	-1,762	-56	17	162
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,789	5,733	5,750	5,912	成长能力				
应收和预付款项	1,926	2,207	2,493	2,807	销售收入增长率	-25.82%	14.92%	13.21%	12.80%
存货	1,193	1,331	1,472	1,632	营业利润增长率	-58.04%	16.32%	16.83%	15.42%
其他流动资产	218	218	218	218	净利润增长率	-58.17%	16.41%	16.91%	15.49%
长期股权投资	537	537	537	537	EBITDA 增长率	-57.49%	32.94%	16.28%	14.69%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	5,841	6,449	7,016	7,542	毛利率	42.36%	43.20%	43.88%	44.33%
无形资产和开发支出	430	413	396	379	三费率	12.71%	13.59%	13.71%	13.75%
其他非流动资产	482	482	482	482	净利率	16.12%	16.33%	16.86%	17.27%
资产总计	19,289	20,344	21,438	22,686	ROE	5.63%	6.25%	6.95%	7.62%
短期借款	0	0	0	0	ROA	4.92%	5.43%	6.02%	6.57%
应付和预收款项	451	511	571	639	ROIC	3.30%	4.95%	5.71%	6.41%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	20.25%	23.42%	24.06%	24.46%
其他负债	1,975	2,143	2,313	2,502	营运能力				
负债合计	2,426	2,653	2,884	3,141	总资产周转率	0.30	0.34	0.36	0.39
股本	368	361	361	361	固定资产周转率	1.47	1.67	1.87	2.11
资本公积	9,396	9,396	9,396	9,396	应收账款周转率	3.05	3.43	3.42	3.42
留存收益	8,287	9,137	10,019	11,031	存货周转率	3.13	3.00	3.02	3.06
归属母公司股东权益	16,845	17,689	18,570	19,582	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	17	2	-16	-37	资本结构				
股东权益合计	16,863	17,691	18,554	19,545	资产负债率	12.58%	13.04%	13.45%	13.85%
负债和股东权益合计	19,289	20,344	21,438	22,686	带息债务/总负债	13.39%	12.24%	11.26%	10.34%
					流动比率	6.46	5.90	5.49	5.18
					速动比率	5.38	4.86	4.48	4.20
					股利支付率	41.14%	31.68%	31.74%	32.18%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1,175	1,562	1,817	2,084	每股收益	2.69	3.06	3.58	4.14
PE	28	26	23	20	每股净资产	45.81	49.05	51.50	54.30
PB	2	2	2	1	每股经营现金	3.41	3.72	4.30	4.86
PS	5	4	4	3	每股股利	1.10	1.09	1.28	1.49
EV/EBITDA	19	15	13	11					
股息率	1.45%	1.34%	1.57%	1.84%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn