

凯莱英(002821)

报告日期: 2025 年 04 月 11 日

CDMO 稳健, 看好新兴业务发力

——凯莱英 2024 年报业绩点评

投资要点

□ 根据在手订单预计 2025 年新兴业务 PPQ 项目达 13 个, 24 年化学大分子业务在手订单同比增长超 130%, 看好新兴业务发力。

□ 业绩: 新签 YOY20%, Q4 环比有改善

2024 年实现收入 58.05 亿元 (YOY-25.82%)。归母净利润 9.49 亿元 (YOY-58.17%), 扣非净利润 8.50 亿 (YOY-59.63%)。其中 2024Q4 收入 16.64 亿元 (YOY+15.41%, 环比增长 15.35%), 归母净利润 2.39 亿 (YOY+306.48%), 扣非净利润 1.86 亿 (YOY+171.42%)。收入端和利润端下滑主要是 2023 年交付大订单基数导致。在境内外生物医药融资环境持续低迷的情况下, 2024 年公司营业收入剔除上年同期大订单影响后仍实现+7.40%同比增长。2024 年累计新签订单同比增长约 20%, 其中来自于欧美市场客户订单增速超过公司整体订单增速水平, 订单承接保持向好趋势。截至年报披露日, 公司在手订单总额 10.52 亿美元, 较同期增幅超过 20%, 为 2025 年稳健增长奠定基础。

□ 业务拆分: 2024 新增商业化 CDMO 项目 8 个, 化学大分子进入业绩兑现期
 小分子 CDMO: 商业化在手订单强劲, 未来确定性强。2024 年实现收入 45.71 亿元, 剔除大订单影响后同比增长 8.85%。从业务端看, 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%, 支撑未来 CDMO 业务快速增长。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%。公司披露根据在手订单预计 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, 我们认为存量商业化订单以及 PPQ 项目有望支撑公司业绩实现长期稳健增长。

新兴业务: 化学大分子订单&业绩望共振, 2025 年确定性高。2024 年新兴业务板块实现收入 12.26 亿元, 同比增长 2.25%。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。分业务看: 化学大分子 CDMO 业务板块, 收入同比增长 13.26%, 其中第四季度收入环比增长超 200%。截至年报披露日, 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。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, 为 2025 年实现首个多肽项目商业化供货奠定基础。**产能加快建设:** 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, 期待多肽订单交付对公司业绩拉动。

制剂 CDMO 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。截止年报披露日在手订单同比增长 30%。临床研究服务板块: 受行业环境因素影响, 收入同比小幅下降。生物大分子 CDMO 业务: 收入同比增加 13.91%, 新增 15 个 ADC IND 项目和 3 个 BLA 项目。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%, 公司在 ADC 领域获单能力持续提升, 看好 ADC 驱动持续放量。

□ 盈利能力: 大订单基数和新兴业务产能建设下短期承压, 恢复可期

2024 年整体毛利率 42.36% (同比下降 8.8pct), 从业务拆分看主要是小分子 CDMO 业务毛利率下降 7.72pct (其中商业化 CDMO 毛利率下降 6.75pct, 临床 CDMO 下降 1.32pct, 商业化 CDMO 毛利率同比下降更为显著, 我们认为主要是受到 23 年大订单下高产能利用率基数影响), 新兴业务毛利率下降 4.81pct (我们认为主要是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)。

净利率看: 2024 年净利率 16.12% (同比下降 12.64pct), 费用率拆分看, 销售费用率 4.19% (同比提升 1.68pct), 管理费用率 14.22% (同比提升 4.14pct), 研发

投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜

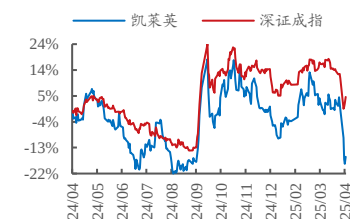
执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 64.69
总市值(百万元)	23,326.92
总股本(百万股)	360.60

股票走势图



相关报告

- 1 《新签强劲, M 放量可期》 2024.09.10
- 2 《商业化强支撑, 新兴业务蓄势待发》 2024.04.18
- 3 《主业较稳健, 大药企强劲》 2023.11.08

费用率 10.59% (同比提升 1.54pct)，财务费用率-5.7% (同比下降 3.80pct)。我们认为伴随着以上对小分子 CDMO 订单和新兴业务板块产能利用率提升，公司盈利能力有望逐渐回升。

□ 盈利预测与估值

考虑到公司国内和海外产能摊销、爬坡节奏对利润端影响略微超出我们先前预期，我们对 25-26 年预测进行调整。我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 2.90、3.45 和 4.19 元 (前次预测 25-26 年 EPS 分别为 3.39 和 4.39 元)，2025 年 4 月 10 日收盘价对应 2025 年 PE 为 22 倍。考虑到公司小分子 CDMO 不错的在手 PPQ 项目，我们认为仍具有较强的成长性。新兴业务板块多肽 CDMO、制剂 CDMO、技术输出等仍有较大的成长空间和业绩弹性，因此我们维持“买入”评级。

□ 风险提示

新业务拓展不及预期风险、汇兑风险、业绩不达预期风险、新产能投放不及预期风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5804.66	6629.24	7689.16	8907.32
(+/-) (%)	-25.82%	14.21%	15.99%	15.84%
归母净利润	948.95	1045.39	1244.63	1509.81
(+/-) (%)	-58.17%	10.16%	19.06%	21.31%
每股收益(元)	2.63	2.90	3.45	4.19
P/E	24.58	22.31	18.74	15.45

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,050	12,379	12,920	13,909
现金	5,789	6,832	6,986	7,412
交易性金融资产	1,540	1,300	1,100	1,000
应收账款	1,837	2,098	2,373	2,683
其它应收款	27	33	40	49
预付账款	89	103	120	140
存货	1,193	1,412	1,661	1,945
其他	574	600	640	680
非流动资产	8,238	9,373	10,448	11,380
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	537	600	700	800
固定资产	3,974	4,959	5,823	6,560
无形资产	430	397	354	313
在建工程	1,867	1,911	1,941	1,961
其他	1,431	1,506	1,630	1,746
资产总计	19,289	21,751	23,368	25,289
流动负债	1,709	2,018	2,370	2,764
短期借款	0	0	0	0
应付款项	451	534	634	748
预收账款	0	199	231	267
其他	1,258	1,284	1,506	1,748
非流动负债	717	753	773	793
长期借款	0	0	0	0
其他	717	753	773	793
负债合计	2,426	2,771	3,144	3,557
少数股东权益	17	14	13	11
归属母公司股东权益	16,845	18,966	20,211	21,721
负债和股东权益	19,289	21,751	23,368	25,289

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,254	768	1,164	1,633
净利润	936	1,042	1,243	1,508
折旧摊销	480	504	643	782
财务费用	(331)	(457)	(321)	(229)
投资损失	(83)	(83)	(83)	(83)
营运资金变动	91	(18)	(26)	(41)
其它	160	(222)	(293)	(305)
投资活动现金流	(1,184)	(1,258)	(1,332)	(1,435)
资本支出	(597)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
长期投资	(276)	(63)	(100)	(100)
其他	(311)	306	268	165
筹资活动现金流	(1,928)	1,432	221	129
短期借款	(12)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1,916)	1,432	221	129
现金净增加额	(1,858)	943	54	326

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,805	6,629	7,689	8,907
营业成本	3,346	3,816	4,371	4,988
营业税金及附加	113	133	85	80
营业费用	243	278	292	321
管理费用	825	994	1,000	980
研发费用	614	729	884	1,069
财务费用	(331)	(457)	(321)	(229)
资产减值损失	77	86	100	116
公允价值变动损益	40	30	30	30
投资净收益	83	83	83	83
其他经营收益	39	39	39	39
营业利润	1,079	1,201	1,431	1,735
营业外收支	(6)	(6)	(6)	(6)
利润总额	1,072	1,194	1,425	1,729
所得税	137	152	182	220
净利润	936	1,042	1,243	1,508
少数股东损益	(13)	(3)	(1)	(2)
归属母公司净利润	949	1,045	1,245	1,510
EBITDA	1,408	1,542	1,897	2,332
EPS（最新摊薄）	2.63	2.90	3.45	4.19

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-25.82%	14.21%	15.99%	15.84%
营业利润	-58.04%	11.32%	19.20%	21.21%
归属母公司净利润	-58.17%	10.16%	19.06%	21.31%
获利能力				
毛利率	42.36%	42.43%	43.16%	44.00%
净利率	16.12%	15.72%	16.17%	16.93%
ROE	5.52%	5.83%	6.35%	7.20%
ROIC	4.71%	4.69%	5.33%	6.13%
偿债能力				
资产负债率	12.58%	12.74%	13.45%	14.07%
净负债比率	1.74%	1.52%	1.34%	1.19%
流动比率	6.46	6.14	5.45	5.03
速动比率	5.77	5.44	4.75	4.33
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.32	0.34	0.37
应收账款周转率	3.05	3.37	3.36	3.35
应付账款周转率	7.40	7.75	7.48	7.22
每股指标(元)				
每股收益	2.63	2.90	3.45	4.19
每股经营现金	3.48	2.13	3.23	4.53
每股净资产	45.81	52.60	56.05	60.24
估值比率				
P/E	24.58	22.31	18.74	15.45
P/B	1.41	1.23	1.15	1.07
EV/EBITDA	14.35	10.07	8.21	6.54

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>