

凯莱英 (002821)

证券研究报告
2025年04月23日

新签订单持续增长, 化学大分子等新兴业务有望成为新增长点

事件

公司发布 2024 年年报, 2024 年营业收入为 58.05 亿元, 同比减少 25.82%, 主要系 2023 年交付大订单, 2024 年不再有相关订单所致, 如剔除同期大订单影响后营业收入同比增长 7.40%。2024 年归母净利润为 9.49 亿元, 同比减少 58.17%, 除受前述营业收入下降因素影响外, 还由于新兴业务尚处爬坡阶段且毛利率偏低, UK Sandwich site 在 2024 年下半年投产后仍在产能爬坡期等。2024 年第四季度的营业收入为 16.64 亿元, 同比增长 15.41%; 2024 年第四季度的归母净利润为 2.39 亿元, 同比增长 306.48%。

小分子业务稳步复苏中, 商业化和临床及临床前业务齐头并进

2024 年, 小分子 CDMO 业务实现收入 45.71 亿元, 剔除大订单影响后同比增长 8.85%, 毛利率为 47.95%。小分子商业化部分剔除大订单后收入为 28.04 亿元 (yoy+4.16%), 交付商业化项目 48 个, 新增商业化项目 8 个; 临床及临床前收入 17.67 亿元 (yoy+17.23%), 交付临床阶段项目 456 个, 其中临床 III 期项目 73 个。小分子业务已经基本消化了大订单退潮带来的资源冗余, 盈利水平已经恢复到历史上较好水平。根据在手订单预计 2025 年小分子验证批阶段 (PPQ) 项目达 12 个。

积极拓展新兴业务板块, 化学和生物大分子业务发展态势良好

2024 年, 新兴业务板块实现收入 12.26 亿元, 同比增长 2.25%, 业务毛利率为 21.67%, 2024 年下半年毛利率已呈现向好趋势; 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。其中化学大分子 CDMO 业务 2024 年收入同比增长 13.26%, 第四季度收入环比增长超 200%, 全年共完成项目 227 个。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%, 预计 2025 年该板块收入将实现翻倍以上增长。

此外, 生物大分子 CDMO 业务板块持续聚焦偶联药物业务, 2024 年收入同比增加 13.91%, 新增 15 个 ADC IND 项目和 3 个 BLA 项目。截止年报披露日, 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%。

持续推动海外产能扩张

公司持续加大业务开拓力度, 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。2024 年境外总收入为 42.85 亿元, 毛利率为 50.32%; 其中来自美国市场的客户收入 33.71 亿元 (剔除大订单影响后同比增长 18.41%); 在新兴业务中, 来源于境外客户的收入为 2.46 亿元 (yoy+15.41%)。

公司加速全球化布局, 欧洲首个研发及中试基地投入运营。公司在英国的 Sandwich Site 已经于 2024 年 8 月初正式投入运营, 陆续获取多个分析、工艺开发及 kilo 生产的订单, 同时中试工厂在 2024 年 4 季度承接生产订单, 多个生产订单在顺利推进中。公司在 Sandwich Site 一流的高通量筛选能力上, 成功将连续反应设备和技术平台开发能力引入实验室开发能力中, 合成生物技术和酶催化等绿色先进制造技术也在同步准备和筹划中。

盈利预测与投资评级

受到大订单不再持续和政策变动影响, 我们将公司 2025-2026 年营业收入从 77.28、96.26 亿元下调至 66.17、76.17 亿元, 预计 2027 年营业收入为 87.82 亿元; 将 2025-2026 年归母净利润从 13.60、18.31 亿元下调至 11.14、13.10 亿元, 预计 2027 年的归母净利润为 15.32 亿元。维持“增持”评级。

风险提示: 新产品推出不及预期风险、客户拓展不及预期风险、政策变动风险、产品质量控制风险

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	65.07 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	333.04
流通 A 股股本(百万股)	321.36
A 股总市值(百万元)	21,671.05
流通 A 股市值(百万元)	20,910.82
每股净资产(元)	45.81
资产负债率(%)	12.58
一年内最高/最低(元)	94.28/59.55

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《凯莱英-季报点评:2023Q1 营收增长稳健, 看好常规业务持续高增》
2023-05-08
- 《凯莱英-年报点评报告:22 年业绩增长强劲, 看好 23 年常规业务加速》
2023-04-02
- 《凯莱英-季报点评:2022Q3 营收增长强劲, Q4 常规业务有望加速》
2022-11-06

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,825.19	5,804.66	6,617.31	7,616.52	8,781.85
增长率(%)	(23.70)	(25.82)	14.00	15.10	15.30
EBITDA(百万元)	3,583.60	1,926.74	2,110.27	2,410.09	2,728.36
归属母公司净利润(百万元)	2,268.81	948.95	1,113.67	1,309.57	1,532.35
增长率(%)	(31.28)	(58.17)	17.36	17.59	17.01
EPS(元/股)	6.29	2.63	3.09	3.63	4.25
市盈率(P/E)	10.41	24.89	21.21	18.04	15.41
市净率(P/B)	1.35	1.40	1.31	1.23	1.16
市销率(P/S)	3.02	4.07	3.57	3.10	2.69
EV/EBITDA	9.11	9.95	6.32	5.58	3.80

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,109.99	5,789.41	7,515.72	7,202.36	10,240.26
应收票据及应收账款	2,010.99	1,837.28	1,287.56	2,139.87	1,519.23
预付账款	89.58	89.16	108.32	109.16	142.46
存货	945.35	1,193.35	968.93	1,273.71	1,168.86
其他	2,115.33	2,039.37	1,928.61	2,044.17	2,182.76
流动资产合计	12,271.23	10,948.56	11,809.15	12,769.27	15,253.58
长期股权投资	260.14	536.59	556.59	576.59	596.59
固定资产	3,912.95	3,973.95	4,080.30	3,967.81	3,646.49
在建工程	1,330.74	1,866.78	2,139.96	2,313.13	2,386.30
无形资产	465.61	430.17	430.08	330.00	129.92
其他	1,445.65	1,430.90	1,220.98	1,279.28	1,171.82
非流动资产合计	7,415.10	8,238.38	8,427.91	8,466.81	7,931.12
资产总计	19,767.16	19,288.56	20,237.06	21,236.08	23,184.70
短期借款	12.23	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	453.62	450.85	1,023.44	260.98	1,289.68
其他	1,113.75	988.56	728.60	1,269.64	960.55
流动负债合计	1,579.60	1,439.40	1,752.03	1,530.62	2,250.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	456.38	716.64	513.40	562.14	597.39
非流动负债合计	456.38	716.64	513.40	562.14	597.39
负债合计	2,257.18	2,425.98	2,265.43	2,092.75	2,847.62
少数股东权益	30.26	17.19	5.75	(8.35)	(25.64)
股本	369.47	367.72	360.60	360.60	360.60
资本公积	9,612.48	9,396.27	9,396.27	9,396.27	9,396.27
留存收益	7,968.89	8,286.98	9,177.91	10,276.67	11,624.64
其他	(471.13)	(1,205.58)	(968.90)	(881.87)	(1,018.79)
股东权益合计	17,509.98	16,862.57	17,971.63	19,143.32	20,337.08
负债和股东权益总计	19,767.16	19,288.56	20,237.06	21,236.08	23,184.70

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,250.82	935.76	1,113.67	1,309.57	1,532.35
折旧摊销	486.86	480.31	489.11	507.95	516.78
财务费用	(58.30)	(224.31)	389.21	444.04	509.08
投资损失	(137.60)	(82.56)	(3.00)	(4.00)	(5.00)
营运资金变动	410.52	353.27	913.42	(1,416.91)	1,516.42
其它	597.43	(208.12)	62.70	64.03	65.22
经营活动现金流	3,549.73	1,254.34	2,965.10	904.69	4,134.85
资本支出	898.87	1,034.46	1,071.79	419.81	33.30
长期投资	(17.11)	276.44	20.00	20.00	20.00
其他	(3,572.99)	(2,495.24)	(1,941.92)	(1,094.28)	(324.26)
投资活动现金流	(2,691.23)	(1,184.33)	(850.12)	(654.47)	(270.96)
债权融资	160.68	332.21	(398.35)	(442.51)	(507.06)
股权融资	(414.56)	(952.42)	9.68	(121.08)	(318.93)
其他	(288.14)	(1,307.98)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(542.03)	(1,928.19)	(388.67)	(563.59)	(825.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	316.47	(1,858.18)	1,726.31	(313.37)	3,037.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,825.19	5,804.66	6,617.31	7,616.52	8,781.85
营业成本	3,821.80	3,345.83	3,538.28	4,036.76	4,628.04
营业税金及附加	74.45	112.74	62.20	71.60	82.55
销售费用	196.42	243.39	185.28	205.65	237.11
管理费用	788.47	825.22	661.73	761.65	878.19
研发费用	707.86	614.49	628.64	723.57	834.28
财务费用	(148.40)	(330.75)	389.21	444.04	509.08
资产/信用减值损失	(27.96)	(76.56)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	17.31	39.57	76.99	80.84	84.88
投资净收益	137.60	82.56	3.00	4.00	5.00
其他	(313.15)	(130.51)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,570.79	1,078.67	1,231.95	1,458.10	1,702.49
营业外收入	0.13	0.77	6.00	2.30	3.02
营业外支出	13.79	7.06	2.70	7.85	5.87
利润总额	2,557.13	1,072.38	1,235.25	1,452.55	1,699.65
所得税	306.31	136.63	135.88	159.78	186.96
净利润	2,250.82	935.76	1,099.37	1,292.77	1,512.69
少数股东损益	(17.99)	(13.19)	(14.29)	(16.81)	(19.66)
归属于母公司净利润	2,268.81	948.95	1,113.67	1,309.57	1,532.35
每股收益(元)	6.29	2.63	3.09	3.63	4.25

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-23.70%	-25.82%	14.00%	15.10%	15.30%
营业利润	-31.09%	-58.04%	14.21%	18.36%	16.76%
归属于母公司净利润	-31.28%	-58.17%	17.36%	17.59%	17.01%
获利能力					
毛利率	51.16%	42.36%	46.53%	47.00%	47.30%
净利率	28.99%	16.35%	16.83%	17.19%	17.45%
ROE	12.98%	5.63%	6.20%	6.84%	7.53%
ROIC	28.45%	9.02%	17.95%	22.01%	21.89%
偿债能力					
资产负债率	11.42%	12.58%	11.19%	9.85%	12.28%
净负债率	-40.37%	-34.08%	-41.64%	-37.44%	-50.17%
流动比率	6.86	6.46	6.74	8.34	6.78
速动比率	6.33	5.77	6.19	7.51	6.26
营运能力					
应收账款周转率	3.51	3.02	4.24	4.44	4.80
存货周转率	6.37	5.43	6.12	6.79	7.19
总资产周转率	0.41	0.30	0.33	0.37	0.40
每股指标(元)					
每股收益	6.29	2.63	3.09	3.63	4.25
每股经营现金流	9.84	3.48	8.22	2.51	11.47
每股净资产	48.47	46.72	49.82	53.11	56.47
估值比率					
市盈率	10.41	24.89	21.21	18.04	15.41
市净率	1.35	1.40	1.31	1.23	1.16
EV/EBITDA	9.11	9.95	6.32	5.58	3.80
EV/EBIT	10.47	13.04	8.23	7.08	4.69

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com