

2025年08月27日

# 小分子主业维持稳健增长，新业务有望在25H2 维持高速增长

## 凯莱英(002821)

### 事件概述

公司发布2025年中报：25H1实现营业收入31.88亿元，同比增长18.2%、实现归母净利润6.17亿元，同比增长23.7%、实现扣非净利润5.66亿元，同比增长26.3%。

### 分析判断：

#### ► 小分子主业维持稳健增长，新业务有望在25H2 维持高速增长

公司24H1实现收入31.88亿元，同比增长18.2%，其中25Q2单季度实现收入16.47亿元，同比增长26.9%，业绩呈现边际改善。分业务来看，小分子原料药业务25H1实现收入24.3亿元，同比增长10.6%，呈现相对稳健增长、另外新兴业务25H1实现收入7.56亿元，同比增长51.2%，其中合成大分子、生物大分子等贡献核心业绩弹性。截至25H1披露日，不含本报告期已确认的营业收入，公司在手订单总额10.88亿美元，其中新兴业务在手订单同比增速超40%，为未来业绩增长奠定基础。展望未来，新业务能力持续建设（包括25年底多肽固相产能达到4.4万升、24年化学大分子业务在手订单同比增长超90%），我们判断后续伴随小分子CDMO业务呈现相对稳健增长和新业务逐渐恢复良好增长态势，业绩有望逐渐恢复快速增长。

- **小分子CDMO业务呈现相对稳健增长：**公司25H1小分子CDMO业务实现收入24.3亿元，同比增长10.6%，对应毛利率为47.79%，维持在较高水平。公司25H1交付商业化项目44个、临床III期项目52个，另外截止25H1报告披露日，公司根据在手订单预计25H2 PPQ项目有11个，后未来储备增量商业化订单、为未来业绩增长奠定基础。
- **化学大分子业务贡献业绩弹性：**公司化学大分子CDMO板块25H1实现收入3.79亿元，同比增长超过130%。公司持续加强产能建设，24年底多肽固相合成产能约21000L，预计25年下半年多肽固相合成产能将达44000L，另外新建一栋0EB5厂房和研发楼并投入使用，以满足持续增长的后期毒素连接体业务。公司25H1新开发客户38个，截止25H1披露日，在手订单同比增长超90%，其中海外订单占比超40%，公司预计25H2该板块收入将实现翻倍以上增长、为25年业绩增长贡献业绩弹性。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	102.69
股票代码：	002821
52周最高价/最低价：	125.5/59.81
总市值(亿)	370.29
自由流通市值(亿)	325.54
自由流通股数(百万)	317.02



#### 分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

#### 分析师：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522020001

联系电话：010-59775376

#### 相关研究

- 【华西医药】凯莱英(002821.SZ)：业绩符合市场预期，新兴业务收入同比增长超80%  
2025.04.24
- 【华西医药】凯莱英(002821.SZ)：业绩符合市场预期，化学大分子业务将为25年贡献业绩弹性  
2025.03.31
- 【华西医药】凯莱英(002821)：收入端呈现环比改善，主业盈利能力恢复历史较高水平  
2024.10.31

- **ADC 业务处于战略培育期，将为未来业绩增长奠定基础。**公司生物大分子 CDMO 业务 25H1 实现收入 0.90 亿元，同比增长 70.74%，助力国内多家头部客户多个项目成功出海。截止 25H1 报告披露日，生物大分子在手订单同比增长超 60%，其中境外占比超 35%，为未来业绩增长奠定基础。

### 投资建议

公司作为国内领先的小分子 CDMO 供应商，展望未来持续深耕小分子“中间体+API+制剂”一体化服务能力，另外在合成大分子和生物大分子领域持续强化布局，为公司的中长期业绩增长保驾护航。考虑到新兴业务伴随收入端增长毛利率端边际改善，调整前期盈利预测，即 25-27 年营业收入从 66.48/76.15/88.09 亿元调整为 66.59/77.53/88.88 亿元，EPS 从 3.17/3.66/4.21 元调整为 3.36/3.82/4.27 元，对应 2025 年 08 月 27 日 102.69 元/股收盘价，PE 分别为 31/27/24 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、核心技术人才流失风险、汇率波动风险、中美关税对公司业务和盈利能力或有影响。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,825	5,805	6,659	7,753	8,888
YoY (%)	-23.7%	-25.8%	14.7%	16.4%	14.6%
归母净利润(百万元)	2,269	949	1,210	1,377	1,541
YoY (%)	-31.3%	-58.2%	27.5%	13.8%	11.9%
毛利率 (%)	51.2%	42.4%	42.8%	42.4%	42.5%
每股收益 (元)	6.26	2.69	3.36	3.82	4.27
ROE	13.0%	5.6%	6.9%	7.5%	8.0%
市盈率	16.40	38.17	30.60	26.90	24.03

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,805	6,659	7,753	8,888	净利润	936	1,204	1,370	1,533
YoY (%)	-25.8%	14.7%	16.4%	14.6%	折旧和摊销	526	540	558	581
营业成本	3,346	3,810	4,465	5,114	营运资金变动	74	112	-442	-164
营业税金及附加	113	96	131	140	经营活动现金流	1,254	1,806	1,493	1,966
销售费用	243	200	233	267	资本开支	-1,129	-1,001	-1,201	-1,101
管理费用	825	799	930	1,067	投资	-204	0	0	0
财务费用	-331	-153	-212	-204	投资活动现金流	-1,184	-1,010	-1,163	-1,066
研发费用	614	599	698	800	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-70	-32	-37	-42	债务募资	0	8	0	0
投资收益	83	40	39	36	筹资活动现金流	-1,928	-516	-573	-641
营业利润	1,079	1,375	1,568	1,753	现金净流量	-1,762	279	-243	259
营业外收支	-6	-2	-2	-2	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
利润总额	1,072	1,374	1,566	1,751	<b>成长能力</b>				
所得税	137	170	197	218	营业收入增长率	-25.8%	14.7%	16.4%	14.6%
净利润	936	1,204	1,370	1,533	净利润增长率	-58.2%	27.5%	13.8%	11.9%
归属于母公司净利润	949	1,210	1,377	1,541	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	-58.2%	27.5%	13.8%	11.9%	毛利率	42.4%	42.8%	42.4%	42.5%
每股收益	2.69	3.36	3.82	4.27	净利率	16.3%	18.2%	17.8%	17.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	4.8%	6.1%	6.6%	7.0%
货币资金	5,789	6,069	5,826	6,084	净资产收益率 ROE	5.6%	6.9%	7.5%	8.0%
预付款项	89	95	115	130	<b>偿债能力</b>				
存货	1,193	1,121	1,406	1,509	流动比率	6.46	6.19	5.41	5.06
其他流动资产	3,978	4,216	4,673	4,952	速动比率	<b>5.38</b>	<b>5.14</b>	<b>4.38</b>	<b>4.10</b>
流动资产合计	11,050	11,501	12,019	12,676	现金比率	3.39	3.27	2.62	2.43
长期股权投资	537	537	537	537	资产负债率	12.6%	12.6%	13.6%	14.2%
固定资产	3,974	3,578	3,216	2,876	<b>经营效率</b>				
无形资产	430	430	430	430	总资产周转率	0.30	0.34	0.37	0.41
非流动资产合计	8,238	8,603	9,245	9,764	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	19,289	20,104	21,265	22,440	每股收益	2.69	3.36	3.82	4.27
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	45.81	48.68	50.91	53.40
应付账款及票据	451	483	584	658	每股经营现金流	3.41	5.01	4.14	5.45
其他流动负债	1,258	1,374	1,636	1,846	每股股利	1.10	1.40	1.59	1.78
流动负债合计	1,709	1,857	2,220	2,504	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	38.17	30.60	26.90	24.03
其他长期负债	717	682	682	682	PB	1.66	2.11	2.02	1.92
非流动负债合计	717	682	682	682					
负债合计	2,426	2,539	2,902	3,186					
股本	368	361	361	361					
少数股东权益	17	11	4	-3					
股东权益合计	16,863	17,566	18,362	19,254					
负债和股东权益合计	19,289	20,104	21,265	22,440					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。