

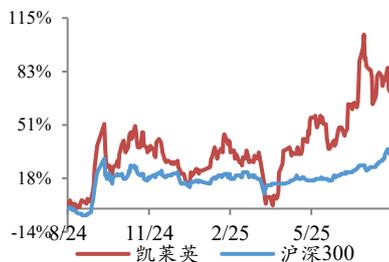
# 小分子商业化订单储备丰富，新兴业务高速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价(元)	102.69
近12个月最高/最低(元)	125.50/59.90
总股本(百万股)	361
流通股本(百万股)	317
流通股比例(%)	87.92
总市值(亿元)	370
流通市值(亿元)	326

## 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 25Q1 点评：一季报业绩表现亮眼，新兴业务快速增长 2025-04-26

2.【华安医药】凯莱英 24 年报点评：在手订单持续增长，25 年各业务稳中向好 2025-04-01

## 主要观点：

### 事件概述

2025 年 8 月，凯莱英发布 2025 年半年度报告：公司 2025 年上半年实现营业收入 31.88 亿元，同比增长 18.20%；实现归母净利润 6.17 亿元，同比增长 23.71%。利润增速显著快于收入增速。

### 事件点评

#### 小分子商业化订单储备丰富，毛利率进一步提升

2025 年上半年，公司小分子 CDMO 实现收入 24.29 亿元 (+10.6%)，毛利率 47.8% (+0.6pp)，得益于运营效率的持续提升及成本控制，毛利率进一步提升。上半年公司交付商业项目 44 个，截至 8 月 25 日，根据在手订单预计 2025 年下半年小分子 PPQ 项目有 11 个，持续的增量商业化订单储备，也为业绩长期稳健增长打下坚实基础。

#### 大分子业务快速发展，制剂、临床 CRO 等业务持续复苏

新兴业务延续高增长势头，25 年上半年实现收入 7.56 亿元 (+51.22%)，毛利率 29.79% (+9.5pp)。截至 8 月 25 日，在手订单金额同比增长超 40%，预计 2025 年下半年新兴业务板块 PPQ 项目达 9 个。其中 1) 化学大分子业务增速最快，上半年同比增长超 130%，预计下半年该业务板块收入仍将保持翻倍以上增速，PPQ 项目预计将达 5 个。产能方面，截至 25 年 6 月，多肽固相合成产能约 30,000L，预计 25 年底多肽固相合成总产能将达 44,000L。2) 生物大分子业务有望全年实现翻倍以上增长，上半年收入 0.90 亿元 (+70.74%)。进行中项目有 5 个处在 BLA 阶段，开启首个抗体的 PPQ 生产并顺利交付。3) 制剂业务上半年实现收入 1.18 亿元 (+7.8%)，在手订单同比增长超 35%。预充针和卡式瓶制剂车间建设按期推进，预计在 25Q4 将陆续投产。4) 临床 CRO 持续复苏，上半年实现收入 1.39 亿元 (+44.8%)，其中临床 II 期及以后的项目数量达 95 个。

#### 加速全球市场拓展，海外产能建设稳步推进

分地区看，上半年美国市场收入 17.89 亿元 (+0.45%)，欧洲市场收入 5.48 亿元 (+200%)，国内市场 7.13 亿元 (+3.44%)。持续推动 Sandwich Site 的客户开拓和运营体系建设，上半年交付 4 个研发项目及完成首个生产订单的交付。

#### 投资建议

考虑到公司 25 上半年经营业绩亮眼，小分子业务稳中有增，化学大分子、生物药 CDMO 等业务高速增长，下半年仍有望保持较高增速，制剂与临床 CRO 等业务运营良好，持续复苏，因此我们调整全年盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 66.83 亿元、76.23 亿元、87.58 亿元，同比增长 15.1%/14.1%/14.9% (此前为 65.65 亿元、74.64 亿元、85.45 亿元)；实现归母净利润 12.59 亿元、14.09 亿元、16.57 亿元，同比增长 32.7%/11.9%/17.7% (此前为 11.02 亿元、12.38 亿元、

14.18 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	6683	7623	8758
收入同比 (%)	-25.8%	15.1%	14.1%	14.9%
归属母公司净利润	949	1259	1409	1657
净利润同比 (%)	-58.2%	32.7%	11.9%	17.7%
毛利率 (%)	42.4%	43.8%	44.3%	45.1%
ROE (%)	5.6%	7.3%	7.7%	8.4%
每股收益 (元)	2.69	3.49	3.91	4.60
P/E	28.29	29.41	26.29	22.34
P/B	1.66	2.16	2.01	1.87
EV/EBITDA	19.16	16.69	14.90	12.68

资料来源: wind, 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。

**分析师:** 杨馥媛, 主要负责 CXO 等行业研究。复旦大学保险硕士, 医药+经济复合背景。

## 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。