

凯莱英 (002821.SZ)

海外产能建设稳步推进，看好化学大分子&生物大分子持续高速增长

公司发布 2025 年中报：2025 年上半年实现收入 31.9 亿元、同比+18.2%；实现归母净利润 6.2 亿元、同比+23.7%；实现扣非归母净利润 5.7 亿元、同比+26.3%。其中，Q2 单季度实现收入 16.5 亿元、同比+26.9%、环比+6.9%；归母净利润 2.9 亿元、同比+33.9%、环比-10.9%；扣非归母净利润 2.6 亿元、同比+34.3%、环比-14.5%。

□ 小分子 CDMO 业务：稳健增长，盈利水平持续提升。板块上半年实现收入 24.3 亿元、同比+10.6%；毛利率 47.8%、同比+0.6pct。项目端，上半年交付商业化项目 44 个，根据在手订单预计下半年 PPQ 项目 11 个，为后续业绩增长奠定基础。海外业务，公司持续推进 Sandwich 基地客户开拓和运营体系建设，上半年交付研发项目 4 个并完成首个生产订单。

□ 新兴业务：化学大分子和生物大分子实现高速增长。板块上半年收入 7.6 亿元、同比+51.2%；毛利率 29.8%、同比+9.5pct。

■ 化学大分子：上半年收入 3.8 亿元、同比+130%以上；在手订单同比+90%以上，预计下半年收入实现翻倍以上增长。

■ 制剂业务：上半年收入 1.2 亿元、同比+7.8%；在手订单同比+35%以上。

■ 临床 CRO：上半年收入 1.4 亿元、同比+44.8%。

■ 生物大分子：上半年收入 0.9 亿元、同比+70.7%；在手订单同比+60%以上，预计 2025 年实现翻倍以上增长。

□ 在手订单持续增长：截至 8 月 25 日，公司整体在手订单总额 10.88 亿美元，2024 年中报披露时在手订单 9.7 亿元，2024 年报披露时 10.52 亿元。

□ 上调投资评级至“强烈推荐”。公司对于全年业绩指引由前次的双位数增长调整至收入增长 13-15%，我们看好强劲的订单趋势为后续业绩增长提供强有力的引擎，化学大分子和生物大分子业务拓展第二三增长曲线。预计 2025-2027 年公司实现营业收入 67、78、93 亿元，实现归母净利润 11.3、13.7、16.7 亿元，对应 PE 分别是 35、29、24 倍。上调投资评级至“强烈推荐”。

□ 风险提示：地缘政治风险、汇率波动、产能利用率不足、产能建设不及预期、新兴业务需求不足、行业竞争加剧、客户项目失败或取消等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7825	5805	6672	7833	9275
同比增长	-24%	-26%	15%	17%	18%
营业利润(百万元)	2571	1079	1300	1580	1930
同比增长	-31%	-58%	21%	22%	22%
归母净利润(百万元)	2269	949	1133	1370	1668
同比增长	-31%	-58%	19%	21%	22%
每股收益(元)	6.29	2.63	3.14	3.80	4.63
PE	17.6	42.1	35.3	29.2	23.9
PB	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (上调)

消费品/生物医药

目标估值：NA

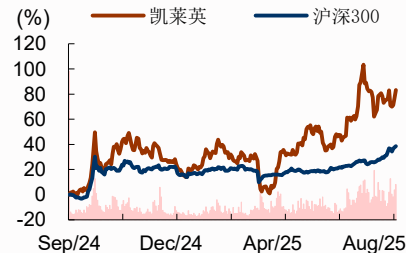
当前股价：110.78 元

基础数据

总股本(百万股)	361
已上市流通股(百万股)	317
总市值(十亿元)	39.9
流通市值(十亿元)	35.1
每股净资产(MRQ)	47.4
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	13.9%
主要股东	ASYMCHEM
主要股东持股比例	31.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	28	78
相对表现	-18	12	41



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《凯莱英 (002821) 一净利率水平改善，新兴业务高速增长》2025-04-24
- 2、《凯莱英 (002821) 一新签订单及在手订单趋势良好，新兴业务持续推进》2025-04-03
- 3、《凯莱英 (002821) 一新签订单持续增长，海外布局稳步推进》2024-11-08

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

肖笑园 S1090525050001

xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12352	11050	11821	13004	14502
现金	7110	5789	6038	6545	7165
交易性投资	1906	1540	1540	1540	1540
应收票据	12	26	30	35	42
应收款项	1999	1811	2081	2444	2894
其它应收款	27	27	32	37	44
存货	945	1193	1340	1514	1769
其他	352	663	760	887	1049
非流动资产	7415	8238	8240	8190	8100
长期股权投资	260	537	537	537	537
固定资产	3913	3974	4053	4071	4040
无形资产商誉	612	576	519	467	420
其他	2630	3151	3132	3116	3103
资产总计	19767	19289	20061	21194	22601
流动负债	1801	1709	1756	1861	2015
短期借款	12	0	0	0	0
应付账款	454	451	506	572	668
预收账款	221	270	303	343	400
其他	1114	989	946	946	946
长期负债	456	717	717	717	717
长期借款	0	0	0	0	0
其他	456	717	717	717	717
负债合计	2257	2426	2472	2578	2731
股本	369	368	361	361	361
资本公积金	9118	8164	8171	8171	8171
留存收益	7992	8314	9042	10073	11330
少数股东权益	30	17	15	12	9
归属于母公司所有者权益	17480	16845	17574	18604	19861
负债及权益合计	19767	19289	20061	21194	22601

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3550	1254	972	1118	1310
净利润	2251	936	1130	1367	1665
折旧摊销	487	480	522	522	515
财务费用	(58)	(224)	(46)	(50)	(55)
投资收益	(138)	(83)	(202)	(151)	(90)
营运资金变动	1015	163	(433)	(570)	(725)
其它	(7)	(18)	0	0	0
投资活动现金流	(2691)	(1184)	(323)	(321)	(334)
资本支出	(1242)	(1130)	(524)	(472)	(425)
其他投资	(1450)	(54)	202	151	90
筹资活动现金流	(542)	(1928)	(401)	(289)	(356)
借款变动	(307)	(880)	(42)	0	0
普通股增加	(0)	(2)	(7)	0	0
资本公积增加	221	(955)	7	0	0
股利分配	(666)	(665)	(404)	(340)	(411)
其他	210	574	46	50	55
现金净增加额	316	(1858)	249	507	619

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7825	5805	6672	7833	9275
营业成本	3822	3346	3757	4246	4959
营业税金及附加	74	113	130	152	180
营业费用	196	243	254	290	334
管理费用	788	825	807	956	1113
研发费用	708	614	640	768	853
财务费用	(148)	(331)	(46)	(50)	(55)
资产减值损失	(28)	(76)	(31)	(43)	(51)
公允价值变动收益	17	40	47	43	26
其他收益	59	39	55	39	23
投资收益	138	83	99	69	42
营业利润	2571	1079	1300	1580	1930
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	14	7	6	6	6
利润总额	2557	1072	1296	1575	1925
所得税	306	137	165	208	260
少数股东损益	(18)	(13)	(2)	(3)	(3)
归属于母公司净利润	2269	949	1133	1370	1668

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-24%	-26%	15%	17%	18%
营业利润	-31%	-58%	21%	22%	22%
归母净利润	-31%	-58%	19%	21%	22%
获利能力					
毛利率	51%	42%	44%	46%	47%
净利率	29%	16%	17%	17%	18%
ROE	14%	6%	7%	8%	9%
ROIC	13%	4%	6%	7%	8%
偿债能力					
资产负债率	11%	13%	12%	12%	12%
净负债比率	0%	0%	0%	0%	0%
流动比率	6.9	6.5	6.7	7.0	7.2
速动比率	6.3	5.8	6.0	6.2	6.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0
应收账款周转率	3.5	3.0	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	7.5	7.4	7.9	7.9	8.0
每股资料(元)					
EPS	6.29	2.63	3.14	3.80	4.63
每股经营净现金	9.84	3.48	2.70	3.10	3.63
每股净资产	48.47	46.72	48.74	51.59	55.08
每股股利	1.84	1.12	0.94	1.14	1.39
估值比率					
PE	17.6	42.1	35.3	29.2	23.9
PB	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.7	30.7	20.5	17.7	15.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。