

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

凯莱英(002821)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

业绩呈现边际加速趋势，新兴业务表现亮眼

2025年08月26日

事件: 2025年8月25日,公司发布《2025年半年度报告》。2025H1公司实现营业收入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%;实现扣非净利润5.66亿元,同比增长26.29%。单季度来看,2025Q2公司实现营业收入16.47亿,同比增长26.94%;实现归母净利润2.91亿元,同比增长33.94%;实现扣非净利润2.61亿元,同比增长34.33%。

点评:

➤ **业绩呈现边际加速趋势,在手订单储备充足。**

从经营趋势来看,2025年Q2收入和利润同比和环比均实现显著增长,业绩呈现边际加速趋势。截至中报披露日,公司在手订单总额10.88亿美元,为后续业绩增长夯实基础。

按照业务类型: 2025H1公司小分子CDMO解决方案实现营业收入24.29亿元,同比增长10.64%,占比76.19%;新兴业务实现营业收入7.56亿元,同比增长51.22%,占比23.71%。

按照区域市场: 2025H1来自境内市场客户收入7.13亿元,同比增长3.44%,占比约22.37%;来自境外市场客户收入24.75亿元,同比增长23.27%,占比约77.63%;其中来自美国客户收入17.89亿元,同比增长0.45%;来自欧洲客户收入5.48亿元,同比增长超200%。

按照客户类型: 2025H1来自大制药公司收入15.08亿元,同比增长14.68%;来自中小制药公司收入16.80亿元,同比增长21.55%。

总结:公司整体业绩呈现边际加速趋势,小分子CDMO业务保持稳健增长,新兴业务实现大幅增长,境外客户需求相对旺盛,其中欧洲市场增长亮眼,国内客户需求温和复苏。

➤ **传统优势业务小分子CDMO经营稳健。**

2025H1小分子CDMO业务实现收入24.29亿元,同比增长10.64%,毛利率47.79%,同比提升0.6个百分点。2025H1公司交付商业项目44个;临床前及临床项目285个,其中临床III期项目52个。根据在手订单公司预计2025年下半年小分子验证批阶段(PPQ)项目有11个,持续的增量商业化订单储备,为业绩长期稳健增长打下坚实基础。2025H1海外产能Sandwich Site交付研发项目4个,完成首个生产订单,完成首次MNC客户QA审计。

总结:小分子CDMO是公司传统优势业务,目前项目储备丰富,有望延续持续稳定增长趋势,盈利能力不断提升。

➤ **新兴业务表现亮眼,未来成长性突出。**

公司新兴业务板块包括化学大分子 CDMO、制剂 CDMO、临床 CRO、生物大分子 CDMO、技术输出业务、合成生物技术业务等细分板块。2025H1 新兴业务实现收入 7.56 亿元，同比增长 51.22%，毛利率 29.79%，同比提升 9.5 个百分点。截至中报披露日，新兴业务在手订单金额同比增长超 40%，公司预计 2025 年下半年新兴业务板块验证批阶段（PPQ）项目达 9 个。

1) 化学大分子 CDMO: 2025H1 化学大分子 CDMO 收入 3.79 亿元，同比增长超 130%，交付项目 88 个，新开发客户 38 个；截至中报披露日，在手订单金额同比增长超 90%，其中境外占比超 40%；公司预计 2025 年下半年化学大分子 CDMO 收入仍将保持翻倍以上增速。

2) 制剂 CDMO: 2025H1 制剂 CDMO 业务收入 1.18 亿元，同比增长 7.81%，交付项目 171 个，其中临床中后期项目 31 个；截至中报披露日，在手订单金额同比增长超 35%，其中境外占比超 3%。

3) 临床 CRO: 2025H1 临床 CRO 收入 1.39 亿元，同比增长 44.84%。2025H1 公司承接新项目 115 个，截至 2025H1 公司正在进行的临床研究项目 278 个，其中 II 期及以后的项目 95 个。

4) 生物大分子 CDMO: 2025H1 生物大分子 CDMO 收入 0.90 亿元，同比增长 70.74%，交付 53 个批次，完成 3 个 IND 申报，截至中报披露日，在手订单金额同比增长超 60%，其中境外占比超 35%；公司预计 2025 年生物大分子 CDMO 收入将实现翻倍以上增长。

总结：公司新兴业务目前正处于高速成长期，项目管线和在手订单储备充足，有望成为拉动业绩增长的新引擎，随着收入体量的增长，盈利能力还有进一步提升的空间。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 67.10 亿元、76.86 亿元、87.27 亿元，归母净利润分别为 11.08 亿元、12.94 亿元、15.16 亿元，EPS（摊薄）分别为 3.07 元、3.59 元、4.20 元，对应 PE 估值分别 33.61 倍、28.79 倍、24.58 倍。
- **风险因素：**地缘政治和关税不确定的风险；生物医药行业投融资不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	7,825	5,805	6,710	7,686	8,727
增长率 YoY %	-23.7%	-25.8%	15.6%	14.5%	13.5%
归属母公司净利润 (百万元)	2,269	949	1,108	1,294	1,516
增长率 YoY%	-31.3%	-58.2%	16.8%	16.7%	17.2%
毛利率%	51.2%	42.4%	44.2%	44.7%	45.1%
净资产收益率ROE%	13.0%	5.6%	6.6%	7.3%	8.0%
EPS(摊薄)(元)	6.29	2.63	3.07	3.59	4.20
市盈率 P/E(倍)	16.42	39.25	33.61	28.79	24.58
市净率 P/B(倍)	2.13	2.21	2.20	2.09	1.97

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	12,352	11,050	10,995	11,886	13,058	
货币资金	7,110	5,789	5,112	5,498	6,130	
应收票据	12	26	30	35	39	
应收账款	1,999	1,811	2,074	2,358	2,663	
预付账款	90	89	100	113	128	
存货	945	1,193	1,305	1,456	1,619	
其他	2,196	2,141	2,374	2,426	2,479	
非流动资产	7,415	8,238	8,514	8,769	8,914	
长期股权投资	260	537	537	537	537	
固定资产(合计)	3,913	3,974	4,602	5,057	5,364	
无形资产	466	430	421	411	401	
其他	2,776	3,298	2,955	2,765	2,613	
资产总计	19,767	19,289	19,509	20,656	21,971	
流动负债	1,801	1,709	1,930	2,189	2,465	
短期借款	12	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	454	451	504	573	645	
其他	1,335	1,258	1,425	1,616	1,819	
非流动负债	456	717	682	682	682	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	456	717	682	682	682	
负债合计	2,257	2,426	2,612	2,871	3,147	
少数股东权益	30	17	2	-16	-37	
归属母公司股东权益	17,480	16,845	16,895	17,801	18,862	
负债和股东权益	19,767	19,289	19,509	20,656	21,971	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	7,825	5,805	6,710	7,686	8,727	
同比(%)	-23.7%	-25.8%	15.6%	14.5%	13.5%	
归属母公司净利润	2,269	949	1,108	1,294	1,516	
同比(%)	-31.3%	-58.2%	16.8%	16.7%	17.2%	
毛利率(%)	51.2%	42.4%	44.2%	44.7%	45.1%	
ROE%	13.0%	5.6%	6.6%	7.3%	8.0%	
EPS(摊薄)(元)	6.29	2.63	3.07	3.59	4.20	
P/E	16.42	39.25	33.61	28.79	24.58	
P/B	2.13	2.21	2.20	2.09	1.97	
EV/EBITDA	13.01	19.16	18.40	15.26	12.80	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	7,825	5,805	6,710	7,686	8,727	
营业成本	3,822	3,346	3,743	4,250	4,790	
营业税金及附加	74	113	130	149	169	
销售费用	196	243	268	307	349	
管理费用	788	825	939	1,038	1,134	
研发费用	708	614	637	730	829	
财务费用	-148	-331	-157	-144	-151	
减值损失合计	-21	-70	-30	-30	-30	
投资净收益	138	83	81	85	87	
其他	69	73	57	56	54	
营业利润	2,571	1,079	1,257	1,466	1,717	
营业外收支	-14	-6	-4	-4	-4	
利润总额	2,557	1,072	1,253	1,462	1,713	
所得税	306	137	160	186	218	
净利润	2,251	936	1,093	1,276	1,495	
少数股东损益	-18	-13	-15	-18	-21	
归属母公司净利润	2,269	949	1,108	1,294	1,516	
EBITDA	2,764	1,175	1,764	2,103	2,457	
EPS(当年)(元)	6.26	2.69	3.07	3.59	4.20	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	3,550	1,254	1,418	1,742	2,052	
净利润	2,251	936	1,093	1,276	1,495	
折旧摊销	487	526	669	784	896	
财务费用	-58	-224	8	8	8	
投资损失	-138	-83	-81	-85	-87	
营运资金变动	993	74	-247	-266	-284	
其它	15	25	-25	24	24	
投资活动现金流	-2,691	-1,184	-1,012	-959	-957	
资本支出	-1,203	-1,129	-1,044	-1,044	-1,044	
长期投资	-1,691	-204	0	0	0	
其他	203	149	32	85	87	
筹资活动现金流	-542	-1,928	-1,082	-397	-463	
吸收投资	155	0	0	0	0	
借款	12	-12	0	0	0	
支付利息或股息	-665	-642	-341	-397	-463	
现金流净增加额	353	-1,762	-677	386	632	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准15%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。