

➤ **事件:** 2025 年 8 月 25 日，凯莱英发布 2025 年中报业绩。2025H1 公司实现营业收入 31.88 亿元，同比上升 18.20%；归母净利润 6.17 亿元，同比上升 23.71%。单季度看，公司 25Q2 实现收入 16.47 亿元，同比上升 26.94%；归母净利润 2.91 亿元，同比上升 33.94%。

➤ **盈利能力同比改善明显。** 2025H1 公司毛利率为 43.49% (yoy+1.34pp)，净利率为 19.37% (yoy+0.86pp)，期间费用率为 21.74% (yoy-0.68pp)。其中销售费用率为 2.85% (yoy-0.94pp)，管理费用率为 11.88% (yoy-1.55pp)，研发费用率为 8.96% (yoy-3.22pp)，财务费用率为 -1.95% (yoy+5.03pp)。2025H1 研发投入为 2.86 亿元(yoy-13.06%)。公司加速全球市场拓展,2025H1 新增 CDMO 业务订单客户超 150 家,分区域来看,来自美国市场客户收入 17.89 亿元,同比增长 0.45%；来自境内市场客户收入 7.13 亿元,同比增长 3.44%；来自欧洲市场客户收入 5.48 亿元,同比增长超 200%。

➤ **小分子 CDMO 业务持续向上，商业化订单充足。** 2025H1，小分子业务保持稳健增长，实现收入 24.29 亿元，同比增长 10.64%，毛利率 47.79%，同比提升 0.6pp。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。截至 2025 年 8 月 25 日，根据在手订单预计 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，也为业绩长期稳健增长打下坚实基础，且公司稳步推进海外产能建设，持续推动 SandwichSite 的客户开拓和运营体系建设。

➤ **新兴业务毛利率改善明显，收入趋势向上。** 公司依托小分子 CDMO 业务板块积累的行业资源和竞争优势，持续推动新兴业务的市场开拓和能力建设，2025H1，新兴业务取得快速发展，实现收入 7.56 亿元，同比增长 51.22%，毛利率 29.79%，同比提升 9.5pp。截至 2025 年 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，已形成了一定的商业化订单储备，为公司增量业务业绩快速增长提供有力保障。

➤ **投资建议:** 凯莱英小分子 CDMO 业务和新兴业务双轮驱动，未来将加快海外产能布局。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 66.71/76.70/87.44 亿元，同比增长 14.9%/15.0%/14.0%，归母净利润分别为 11.02/12.95/15.00 亿元，对应 PE 分别为 34/29/25 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求风险、项目运营风险、核心技术人员流失风险、政策变化风险、汇率风险等。

## 推荐

**维持评级**
**当前价格:**
**102.69 元**
**分析师 朱凤萍**

执业证书: S0100524010001

邮箱: zhufengping@mszq.com

## 相关研究

- 1.凯莱英 (002821.SZ) 2024 年年报点评: 盈利能力稳步提升, 新签订单持续向上-2025/04/01
- 2.凯莱英 (002821.SZ) 2024 年三季度点评: 毛利率持续改善, 新签订单保持良好态势-2024/10/30
- 3.凯莱英 (002821.SZ) 2024 年半年报点评: 新签订单强劲增长, 加速海外基地及多肽产能布局-2024/08/29
- 4.凯莱英 (002821.SZ) 2024 年一季报点评: 海外客户收入快速提升, 盈利能力保持稳健-2024/04/26
- 5.凯莱英 (002821.SZ) 2023 年年报点评: 小分子 CDMO 常规业绩稳健提升, 新兴业务板块成果显著-2024/03/30

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,805	6,671	7,670	8,744
增长率 (%)	-25.8	14.9	15.0	14.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	949	1,102	1,295	1,500
增长率 (%)	-58.2	16.1	17.6	15.8
每股收益 (元)	2.63	3.06	3.59	4.16
PE	39	34	29	25
PB	2.2	2.1	2.0	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价)

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,805	6,671	7,670	8,744
营业成本	3,346	3,818	4,291	4,874
营业税金及附加	113	107	123	131
销售费用	243	267	307	350
管理费用	825	801	920	1,049
研发费用	614	667	767	874
EBIT	649	1,051	1,307	1,517
财务费用	-331	-57	-50	-55
资产减值损失	-70	-23	-26	-29
投资收益	83	100	77	87
营业利润	1,079	1,186	1,408	1,630
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	1,072	1,186	1,408	1,630
所得税	137	95	113	130
净利润	936	1,091	1,295	1,500
归属于母公司净利润	949	1,102	1,295	1,500
EBITDA	1,175	1,642	2,013	2,348

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,789	5,187	5,659	5,959
应收账款及票据	1,837	1,905	2,191	2,497
预付款项	89	96	107	122
存货	1,193	1,130	1,270	1,443
其他流动资产	2,141	2,385	1,976	2,006
流动资产合计	11,050	10,704	11,203	12,026
长期股权投资	537	537	537	537
固定资产	3,974	4,417	4,868	5,262
无形资产	430	475	489	505
非流动资产合计	8,238	9,396	10,146	10,787
资产合计	19,289	20,100	21,349	22,813
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	451	484	544	618
其他流动负债	1,258	1,379	1,549	1,755
流动负债合计	1,709	1,862	2,093	2,373
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	717	686	684	690
非流动负债合计	717	686	684	690
负债合计	2,426	2,548	2,777	3,063
股本	368	368	368	368
少数股东权益	17	6	6	6
股东权益合计	16,863	17,552	18,573	19,749
负债和股东权益合计	19,289	20,100	21,349	22,813

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-25.82	14.93	14.97	14.00
EBIT 增长率	-71.50	61.99	24.31	16.02
净利润增长率	-58.17	16.10	17.55	15.78
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	42.36	42.77	44.06	44.26
净利润率	16.35	16.52	16.89	17.15
总资产收益率 ROA	4.92	5.48	6.07	6.57
净资产收益率 ROE	5.63	6.28	6.98	7.60
<b>偿债能力</b>				
流动比率	6.46	5.75	5.35	5.07
速动比率	5.38	4.68	4.52	4.25
现金比率	3.39	2.79	2.70	2.51
资产负债率 (%)	12.58	12.68	13.01	13.43
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	113.88	103.55	103.55	103.55
存货周转天数	130.18	110.23	110.23	110.23
总资产周转率	0.30	0.34	0.37	0.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.63	3.06	3.59	4.16
每股净资产	46.72	48.66	51.49	54.75
每股经营现金流	3.48	4.83	4.65	5.54
每股股利	1.10	0.76	0.90	1.04
<b>估值分析</b>				
PE	39	34	29	25
PB	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	26.01	18.62	15.18	13.02
股息收益率 (%)	1.07	0.74	0.87	1.01

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	936	1,091	1,295	1,500
折旧和摊销	526	590	706	831
营运资金变动	74	100	-269	-283
经营活动现金流	1,254	1,742	1,679	1,997
资本开支	-1,129	-1,521	-1,358	-1,368
投资	-204	-50	0	0
投资活动现金流	-1,184	-1,854	-862	-1,298
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,928	-490	-345	-400
现金净流量	-1,762	-602	472	300

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048