

小分子 CDMO 保持稳健，新兴业务势头强劲

凯莱英 (002821.SZ)

核心观点

2025H1 公司实现营收 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%，利润端受降本增效策略与新业务交付规模扩大等原因高速增长。至 2025H1，公司在手订单 10.88 亿美元，同比增长 12.2%，新签订单保持良好态势。小分子业务的营收与毛利率稳步提升，海外产能建设将成为未来的业绩增长点；新兴业务的营收与在手订单快速增长，带来可观的业绩贡献，未来有望继续加速。展望 2025 年，在 CDMO 行业回暖及公司业务持续推进的背景下，公司的营收及利润率将继续稳步向上。

事件

公司发布 2025H1 报告

公司发布 2025H1 报告，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%，实现经调整净利率 21.4%，同比增长 5.4 个百分点，实现毛利率 43.5%，同比增长 1.3 个百分点。至 2025H1，在手订单 10.88 亿美元，同比增长 12.2%。

简评

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,825.19	5,804.66	6,661.02	7,717.96	9,064.67
YoY(%)	-23.70	-25.82	14.75	15.87	17.45
净利润(百万元)	2,268.81	948.95	1,128.34	1,340.58	1,608.75
YoY(%)	-31.28	-58.17	18.90	18.81	20.00
毛利率(%)	51.16	42.36	43.14	43.71	44.07
净利率(%)	28.99	16.35	16.94	17.37	17.75
ROE(%)	12.98	5.63	6.39	7.20	8.13
EPS(摊薄/元)	6.29	2.63	3.13	3.72	4.46
P/E(倍)	16.45	39.33	33.08	27.84	23.20
P/B(倍)	2.14	2.22	2.11	2.00	1.89

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期: 2025 年 08 月 31 日

当前股价: 103.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-9.59/-16.55	16.29/1.24	71.64/36.72
12 月最高/最低价 (元)			122.89/60.70
总股本 (万股)			36,059.37
流通 A 股 (万股)			31,701.69
总市值 (亿元)			368.74
流通市值 (亿元)			328.11
近 3 月日均成交量 (万)			793.72

主要股东

ASYMCEM

LABORATORIES, INCORPORA 31.93%

TED

股价表现



营收超过此前预期，客户群体不断扩大

25Q1 起公司营收恢复增长，25H1 实现营收 31.88 亿元，同比增长 18.2%，超过此前公司预期。得益于公司降本增效措施显现、新业务交付规模扩大及产能利用率爬坡提升等因素，公司净利润同样高速增长，盈利增速超过营收增速，25H1 实现归母净利润 6.17 亿元，同比增长 23.7%，实现经调整净利率 21.4%，同比增长 5.4 个百分点，实现毛利率 43.5%，同比增长 1.3 个百分点。至 2025H1，公司在手订单达 10.88 亿美元，同比增长 12.2%，新签订单保持良好态势。

25H1 公司实现跨国大制药公司收入 15.08 亿元，同比增长 14.7%，实现中小制药公司收入 16.80 亿元，同比增长 21.6%，各占比接近 50%，收入来源更分散；实现海外收入 24.75 亿元，同比增长 23.3%，其中欧洲市场客户收入同比增长超 200%，原因在于与欧洲大客户的合作深化、新业务开拓及商业化项目落地，实现国内收入 7.13 亿元，同比增长 3.4%。25H1 公司新增 CDMO 业务订单客户超 150 家，持续开拓全球市场。

小分子业务稳步推进，新兴业务带来增长亮点

小分子业务 25H1 实现营收 24.29 亿元，同比增长 10.6%，实现毛利率 47.8%，同比增长 0.6 个百分点，毛利率增长原因在于公司运营效率的提升与运营成本的控制。交付商业化项目 44 个、临床阶段项目 285 个，预计 25H2 的 PPQ 项目达 11 个，为业绩稳健增长夯实基础。此外，公司正在积极推进海外产能建设，加速技术平台布局，目前 Sandwich Site 已进入稳定运营状态，25H1 交付研发项目 4 个，完成了首个生产订单，该基地是公司重要的海外支点，将为小分子业务的发展带来长期增量。

新兴业务 25H1 实现营收 7.56 亿元，同比增长 51.2%，实现毛利率 29.8%，同比增长 9.5 个百分点。化学大分子业务与生物药 CDMO 业务是新兴业务板块高速增长的主要驱动因素：化学大分子业务实现营收 3.79 亿元，同比增长超 130%，新开发客户 38 个，在手订单金额同比增长超 90%，其中境外占比超 40%，预计 25H2 的 PPQ 项目达 5 个，预计全年收入保持翻倍以上增长；生物药 CDMO 业务营收 0.90 亿元，同比增长 70.7%，在手订单金额同比增长超 60%，其中境外占比超 35%，25H1 开启首个 PPQ 生产并顺利交付，预计全年收入实现翻倍以上增长。

期间费用率有所下降，全年资本开支将上升

25H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 2.85%、11.88% 及 8.96%，同比-0.94pp、-1.55pp 及-3.22pp，期间费用率下降明显，费用率降低的原因在于公司持续落实降本增效及营业收入的提高，预计全年公司仍将控制费用端增长。25H1 资本开支 4.86 亿元，占营收比重 15.2%，预计全年资本开支较 24 年将小幅上升，主要用于国内各业务领域的产能建设。

25 年展望：2025 年 CDMO 行业出现回暖趋势，公司业绩稳步恢复，25H1 营收与归母净利润均实现双位数增长，新签订单与在手订单充足，有利于公司保持增长态势。在小分子业务领域，公司不断降本增效，改善毛利率，稳步推进海外产能建设，寻找业绩增长的新突破。在新兴业务领域，公司持续加深在热门领域如多肽、小核酸、生物偶联药物等方面的布局，开拓新客户，在化学大分子和生物药 CDMO 业务上实现在手订单与营收高速增长，未来有望继续加速。基于市场环境改善与业务进展，公司上调全年营收指引由实现双位数增长至 13%-15%。

盈利预测及投资评级：考虑到小分子 CDMO 行业的高景气度和公司在技术、响应度和客户方面的优势，以及公司不断打造自身能力平台、拓展服务能力，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 66.6 亿元、77.2 亿元、90.6 亿元，同比增速分别为 15%、16%、17%；归母净利润分别为 11.3 亿元、13.4 亿元和 16.1 亿元，同比增速分别为 19%、19% 和 20%，对应当前股价的 PE 为 33、28、23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：后续订单增长及商业化业务增长不及预期：公司客户为创新药公司及跨国药企，订单增长依靠客户创新立项，以及产品研发进展，存在不确定性；**业务拓展不及预期：**公司积极拓展新兴业务，持续进行投资及能力建设，新业务的拓展进度、收入发展存在不确定性；**核心技术人员流失的风险：**医药外包服务行业是高素质技术人才密集型行业，公司通过建立各种人才激励机制，稳定自身技术人员团队，未曾发生大规模技术人员流失情况。若发生大规模流失，将对其正常经营带来负面影响。**产能拓展及利用不及预期：**公司多肽及生物大分子板块产能仍在扩建，可能存在扩建进度或者产能利用率不及预期情况。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk