

凯莱英（002821.SZ）

小分子CDMO行业引领，新兴业务扬帆起航

公司研究 · 深度报告

医药生物 · 医药研发外包

投资评级：优于大市（首次覆盖）

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

联系人：凌珑
021-60375401
linglong@guosen.com.cn

■ 凯莱英：全球领先、技术驱动型的一站式CDMO综合服务商

凯莱英成立于1998年，是中国第二大化学药物CDMO企业。公司以化学小分子CDMO业务为基石，逐步拓展业务边界，技术创新能力行业领先，研发费用率长期居于行业领先水平，服务辉瑞、默沙东等全球超1100家客户。

■ 小分子业务：基石业务稳健

小分子CDMO作为公司的业务根基，依托连续流化学(CFCT)、酶催化等核心技术，持续攻克高难度分子合成壁垒，巩固在抗肿瘤、抗病毒等领域服务优势。公司通过工艺优化与生产体系升级，强化商业化阶段项目的成本控制能力，同时凭借稳定的交付记录与国际化质量体系，与全球头部药企形成深度战略合作。

■ 新兴业务：多元化布局迎来收获期

公司依托小分子领域积淀的品牌优势、技术优势与运营管理优势，成功将CDMO能力扩展至新业务领域，包括化学大分子CDMO（多肽、寡核苷酸、脂质体等）、制剂CDMO、临床CRO、生物大分子CDMO、技术输出和合成生物技术六大新兴业务。公司通过技术平台迭代快速切入前沿赛道：多肽固相合成、ADC毒素-连接体开发等技术的商业化落地，精准对接GLP-1药物、抗体偶联药等热点领域需求；制剂业务依托复杂注射剂的技术积累，实现与原料药板块的协同赋能，形成差异化竞争力。

■ 出海拓展：全球化产能深化布局

通过波士顿研发中心、英国生产基地等海外枢纽建设，公司构建了“中美欧”三角协同网络，欧洲原料药供应链的补充布局进一步强化全球供应韧性。本土化生产能力的落地可以有效规避地缘政治风险，并通过贴近客户缩短研发反馈周期，提升复杂项目的联合开发效率。

■ 盈利预测与估值

预计公司在2025-2027年营收66.8/75.3/82.9亿元，同比增速15%/13%/10%，毛利率为43%/43%/43%，归母净利润预计为11.4/12.9/14.6亿元，同比增速20%/14%/14%，当前股价对应PE为34/30/26倍。综合绝对估值和相对估值，公司价格区间为113.07-129.84元，对应市值区间为408-468亿元，较当前股价有4-20%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”的评级。

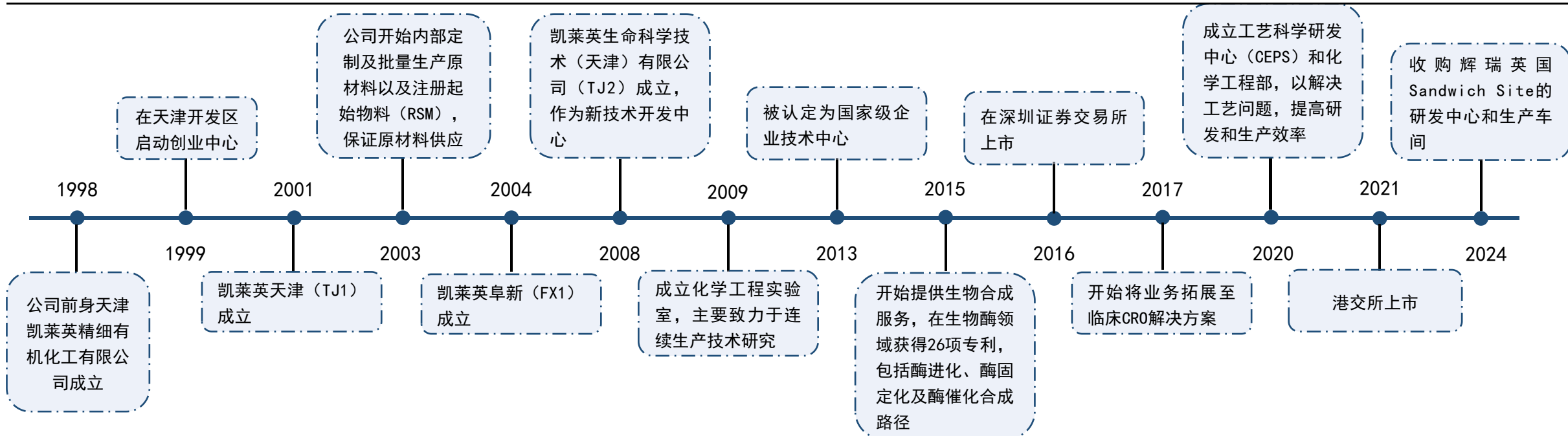
■ 风险提示：地缘政治风险；市场竞争加剧；海外产能不及预期。

- 【 01 】 国际领先的一站式CDMO服务商
- 【 02 】 小分子业务：基石业务稳健
- 【 03 】 新兴业务：多元化布局迎来收获期
- 【 04 】 出海拓展：全球化产能深化布局
- 【 05 】 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

1.1 发展历程：国际领先的一站式CDMO服务商

■ 国际领先的CDMO龙头，不断拓展业务线。1998年，HAO HONG博士成立了凯莱英；1999年，凯莱英筹建研发中心和中试车间；2001年，研发中心和中试车间正式启用，公司发展进入新的阶段；2004年，凯莱英阜新成立并承接了培南cGMP生产项目；2008年，凯莱英生命科学技术（天津）有限公司成立，进一步提升了公司的产能和研发能力；2009年，成立化学工程实验室，致力于连续生产技术研究；2015年，凯莱英开始提供生物合成(CSBT)服务；2016年，凯莱英挂牌上市，为公司的发展注入新的活力；2017年，将业务拓展至临床CRO解决方案；2020年，成立工艺科学研发中心和化学工程部，致力于解决工艺问题，提高研发和生产效率；2024年，凯莱英收购辉瑞英国Sandwich Site的研发中心和生产车间，为全球化扩张奠定基础。

图：凯莱英发展历程

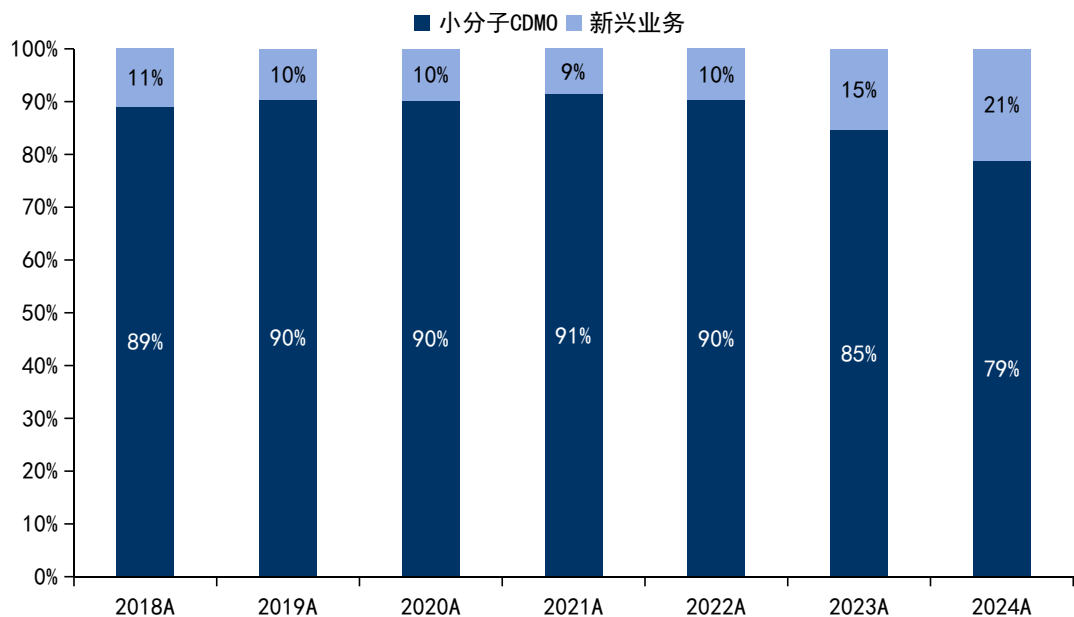


资料来源：公司招股说明书、公司年报，国信证券经济研究所整理

1.2 业务结构：小分子CDMO为基石，拓展六大新兴业务

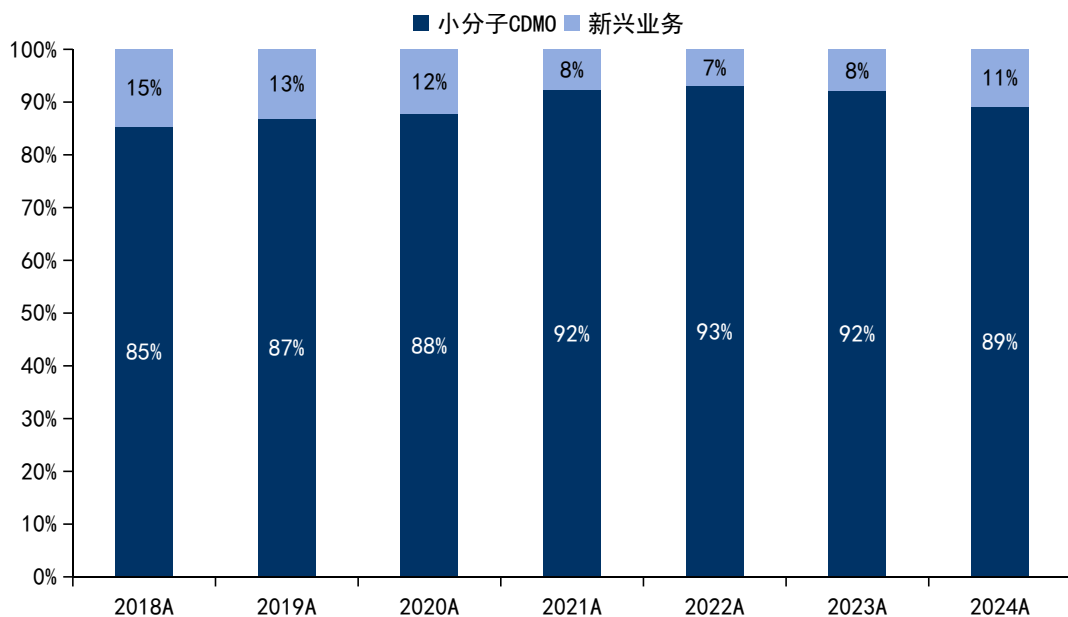
- 小分子CDMO为基石业务，新兴业务占比提升。公司的基石业务为小分子CDMO服务，在2018-2022年的收入占比稳定在90%左右。作为平台型企业，公司已拓展化学大分子CDMO、制剂CDMO、临床CRO、生物大分子CDMO、技术输出和合成生物技术六大新兴业务。新兴业务在2023年和2024年的收入占比分别提升至15%和21%，呈现出快速发展的态势。

图：凯莱英收入结构（分业务）



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英毛利结构（分业务）

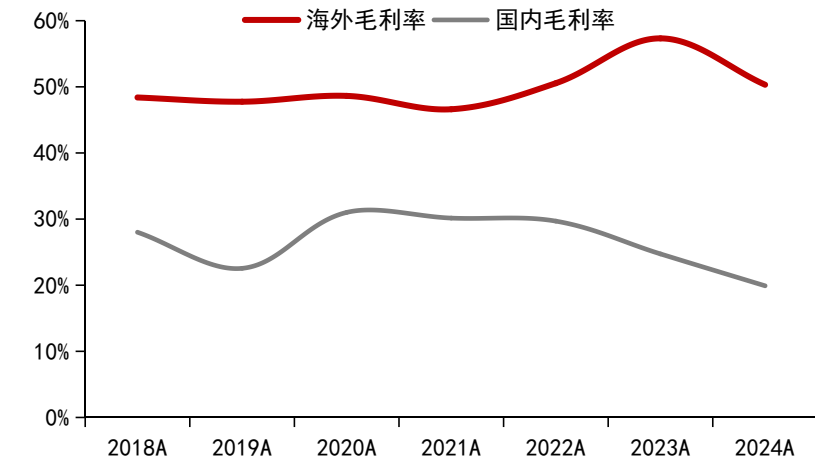
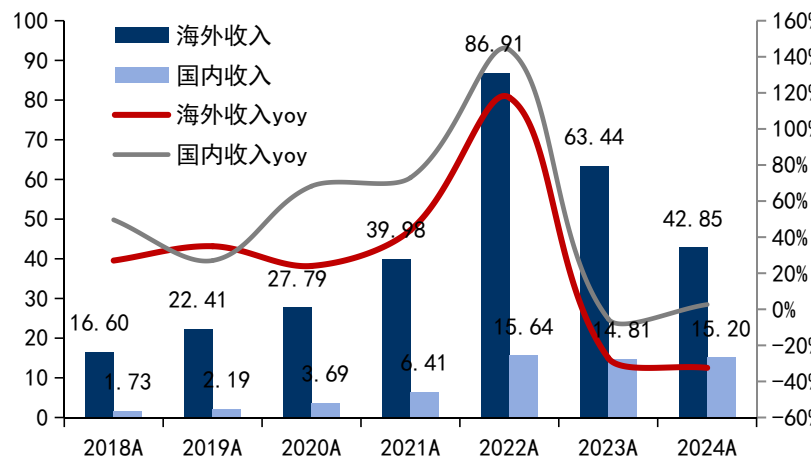
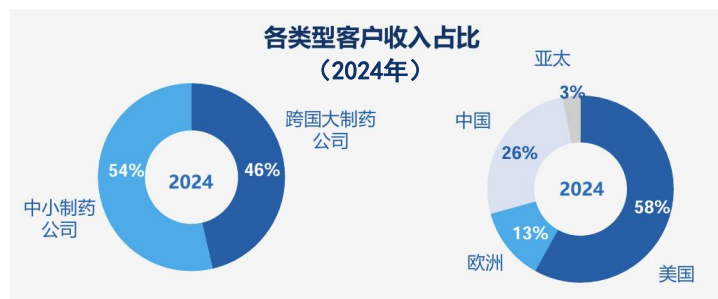
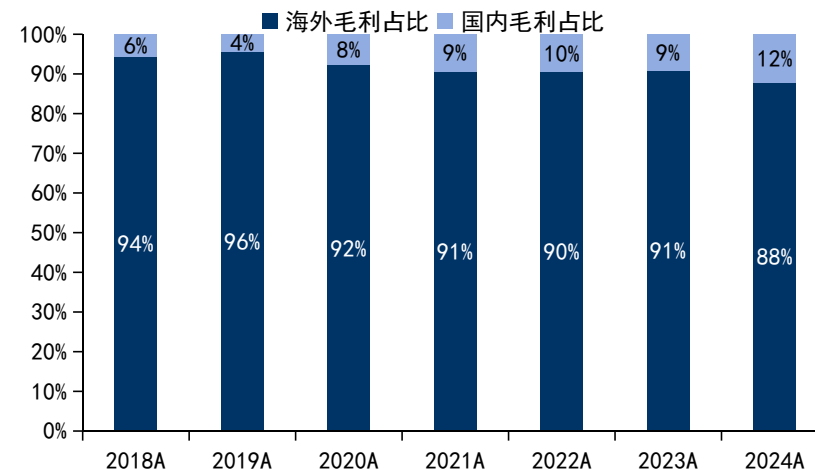
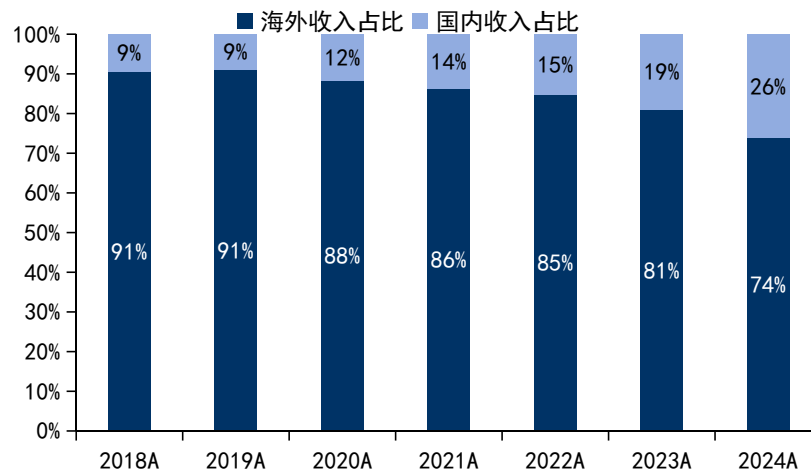


资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

1.3 业务结构：海外业务收入占比高

图：凯莱英国内外收入、增速及盈利能力情况（亿元，%）

■ 海外业务收入占比超7成。公司客户以海外客户为主，覆盖全球制药行业头部企业，与全球前20大跨国药企中的16家建立合作，并连续服务其中的8家公司已超过10年，形成深度嵌入式合作关系。2024年公司海外业务收入占比达73.82%，其中美国市场收入占比58.09%，欧洲市场收入同比增长101.33%。

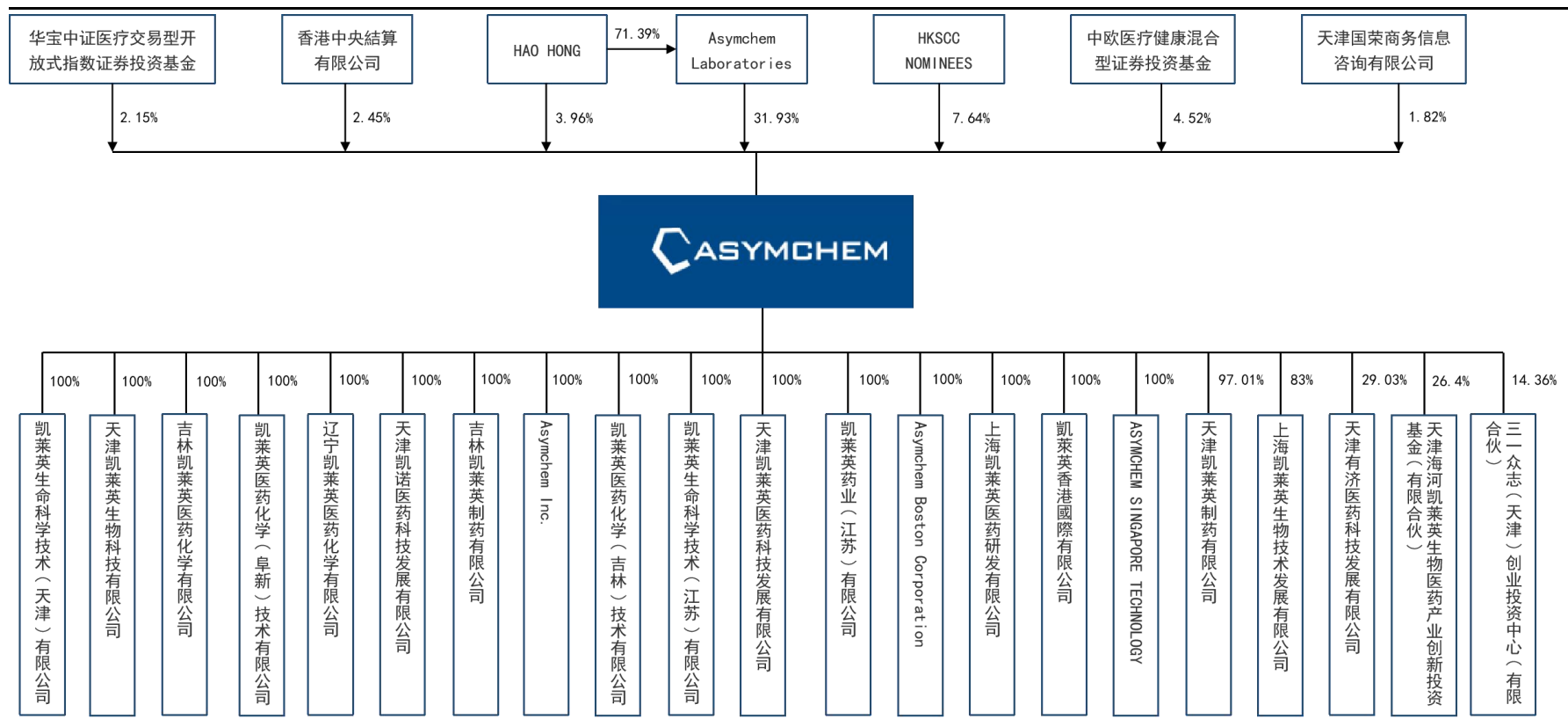


资料来源：Wind、公司年报、投资者演示材料，国信证券经济研究所整理

1.4 股权结构：创始人HAO HONG博士为实际控制人

- 公司创始人HAO HONG博士为实际控制人。HAO HONG博士1977年考入中国华西医科大学药学院，硕士和博士毕业于中国医学科学院，师从黄量院士。后在美国Georgia大学从事博士后研究，随后到北卡州立大学任助理研究教授。从1992年开始，HAO HONG博士在美国Gliatech制药公司历任高级研究员、项目主任、研发主管。1994年，HAO HONG博士在美国成功创办了自己的公司。1998年，国家号召海外学子回国创业，42岁的HAO HONG博士带着自己积攒下来的25万美元，在天津开发区注册成立了凯莱英。截至2025年3月31日，HAO HONG博士直接持有上市公司3.96%股权，通过Asymchem Laboratories间接持有公司31.93%股权，为公司的实际控制人。

图：凯莱英股权结构及参控股公司（截至2025年3月31日）



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

1.5 核心管理层：团队稳定，产业背景深厚

■ 核心管理层任职稳定，产业背景丰富。高管团队的其它成员均在公司长期任职，具备多年医药服务行业的相关经验。

表：凯莱英部分核心管理层简介		
姓名	职务	职业背景
HAO HONG	董事长，总经理，首席执行官	博士学历。曾任美国Georgia大学药物化学博士后、美国North Carolina State University（北卡州立大学）助理研究教授、美国美国Gliatech制药公司高级研究员/项目主任/研发主管。现兼任ALAB公司（Asymchem Laboratories，上市公司控股股东）董事长、AINC公司（Asymchem Inc.）董事长。
YE SONG	董事	博士学历。1995以来，历任ALAB副总经理、总经理。现兼任凯莱英生命科学董事、ALAB公司董事/总经理/财务总监、AINC公司董事、Ginkgo Investment Holdings Limited公司董事。
洪亮	董事，副总经理	大专学历。1998年加入公司，任职于生产部，历任凯莱英有限副总经理、阜新凯莱英常务副总经理、凯莱英生命科学董事长兼总经理、吉林凯莱英总经理。
杨蕊	董事，副总经理，联席首席执行官	硕士学历。入选首批“天津市新型企业家培养工程”，被评为“2020年天津市劳动模范”。1999年加入公司，先后在办公室、进出口部、财务部工作并担任管理职务，2003年起任凯莱英有限副总经理，2005年晋升为凯莱英有限常务副总经理，兼任凯莱英生命科学常务副总经理。
张达	董事，首席财务官，首席运营官	硕士学历。拥有超过15年资本市场发行上市、投资并购、财务管理、企业运营等方面经验。曾任职于中国证监会、北京友缘在线网络科技有限公司的董事/副总经理及董事会秘书、湖南南新制药股份有限公司的独立董事、海英创（天津）投资管理有限公司董事。2018年5月加入公司。
张婷	董事	本科学历。2008年加入凯莱英生命科学，历任凯莱英生命科学项目部文员/副主管、凯莱英生命科学常务副总助理、公司审计部负责人。
徐向科	副总经理，董事会秘书	上海高级金融学院EMBA在读。2003年加入凯莱英，历任秘书处主任、公共事业部主管，2010年担任凯莱英生命科学副总经理，兼任公共事业部主管。在凯莱英证券事务、政府事务、公共事业等方面积累了丰富的经验，助力凯莱英塑造了良好的资本市场和品牌形象。

资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

1.6 多项措施彰显发展信心

■ 股权激励计划等多项举措增强投资者信心。在最新一期股权激励方案中，公司向648名激励对象首次授予了489.60万股限制性股票，授予价格37.52元/股，该股权激励计划涉及的标的股票来源为公司从二级市场回购的人民币A股普通股股票。2025/2026/2027/2028年的营业收入增长率和净利润增长率的触发值均不低于10%/20%/30%/40%（以2024年营业收入和净利润为基数），2025/2026/2027/2028年的营业收入增长率和净利润增长率的目标值分别不低于13%/27%/40%/53%和14%/29%/42%/55%（以2024年营业收入和净利润为基数），公司核心骨干与公司股东利益深度绑定。

表：2025年凯莱英股权激励方案简介

归属安排		目标值 (以2024年营业收入和净利润为基数)	触发值 (以2024年营业收入和净利润为基数)
首次授予的限制性股票各年度业绩考核目标	第一个解除限售期 2025年	2025年营业收入增长率不低于13%，净利润增长率不低于14%	2025年营业收入增长率不低于10%，净利润增长率不低于10%
	第二个解除限售期 2026年	2026年营业收入增长率不低于27%，净利润增长率不低于29%	2026年营业收入增长率不低于20%，净利润增长率不低于20%
	第三个解除限售期 2027年	2027年营业收入增长率不低于40%，净利润增长率不低于42%	2027年营业收入增长率不低于30%，净利润增长率不低于30%
	第四个解除限售期 2028年	2028年营业收入增长率不低于53%，净利润增长率不低于55%	2028年营业收入增长率不低于40%，净利润增长率不低于40%

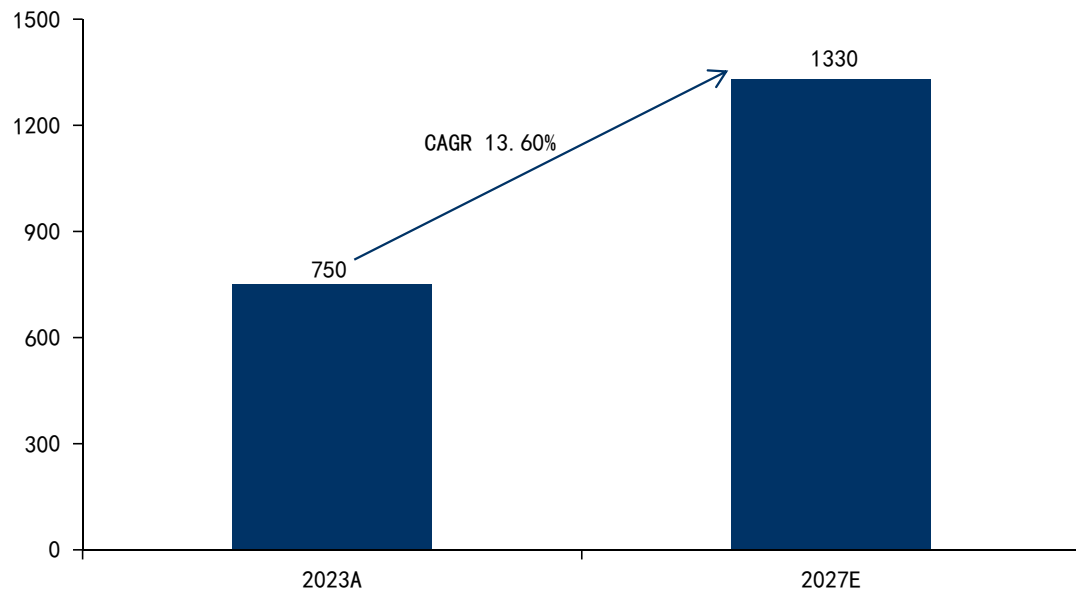
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 国际领先的一站式CDMO服务商
- 【 02 】 小分子业务：基石业务稳健
- 【 03 】 新兴业务：多元化布局迎来收获期
- 【 04 】 出海拓展：全球化产能深化布局
- 【 05 】 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

2.1 市场规模：小分子CDMO市场保持双位数增长

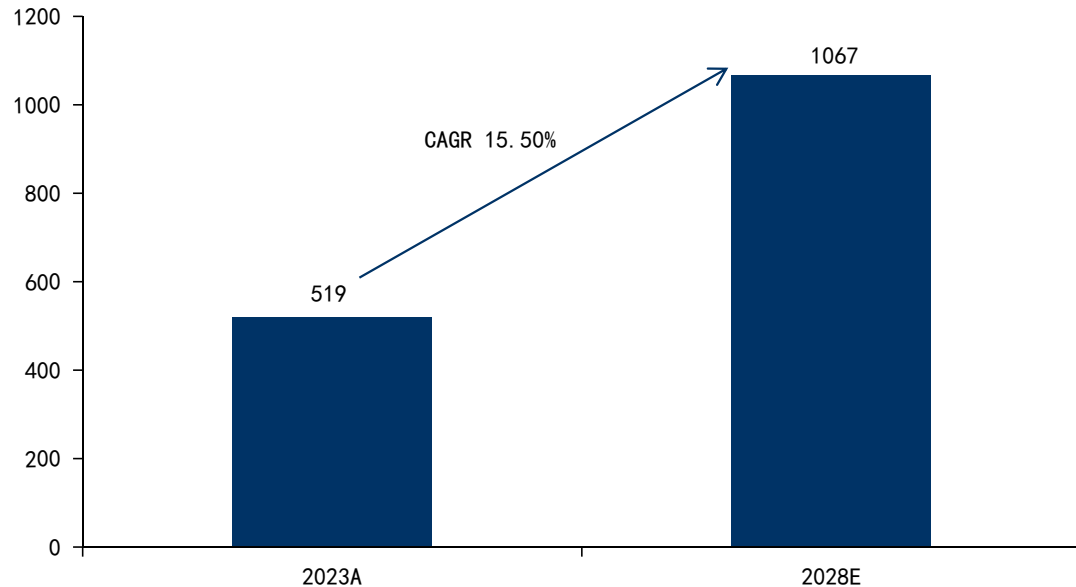
- CDMO市场、小分子CDMO市场均保持双位数增长。根据Frost&Sullivan的数据，2023年全球CDMO市场规模达到约750亿美元，预计到2027年将以年复合增长率(CAGR)约为13.60%的速度增长至1330亿美元；其中，2023年全球小分子CDMO市场规模达到约519亿美元，将以15.50%的CAGR增长至2028年的1067亿美元，市场增长的驱动力主要来自于大药企和生物科技公司的研发投入稳定增长、外包率持续提升和项目向商业化阶段稳步推进。

图：2023-2027E全球CDMO市场规模（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

图：2023-2028E全球小分子CDMO市场规模（亿美元）

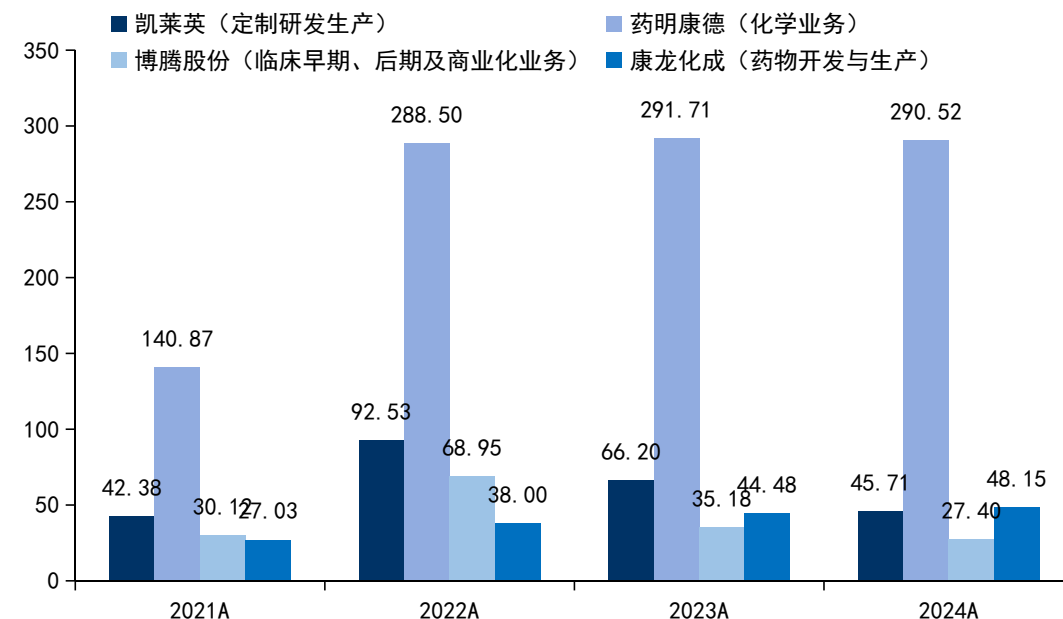


资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

2.2 竞争格局：欧美主导、亚洲崛起

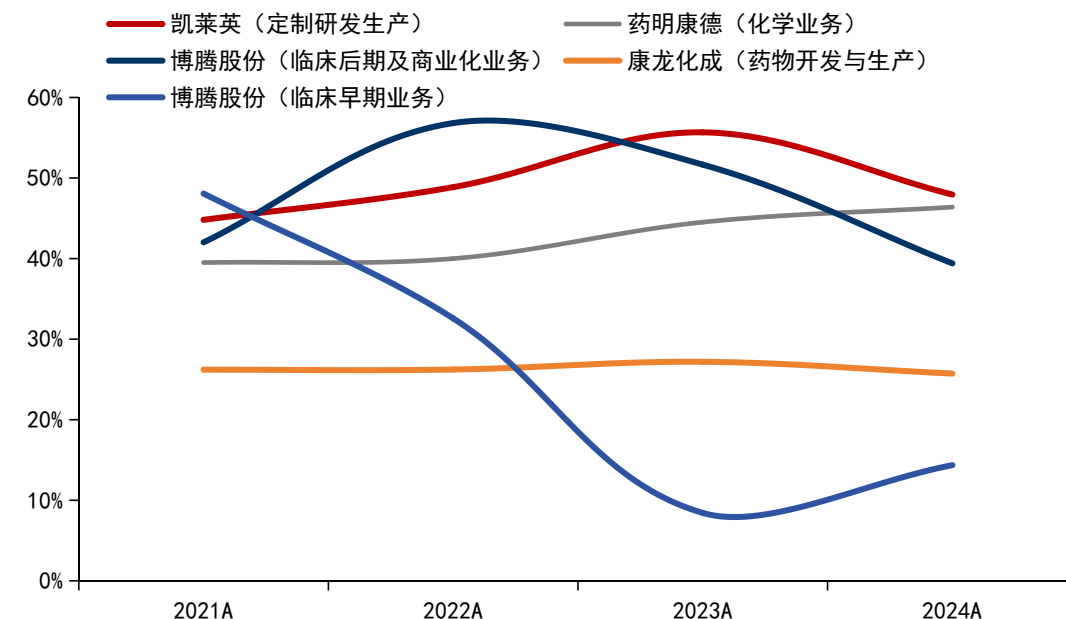
- **欧美主导、亚洲崛起。**北美和欧洲是小分子CDMO服务的主要市场，合计贡献全球70%的营收；亚太地区正以高速增长态势崛起。中国、印度等新兴市场凭借成本控制优势与技术升级红利快速发展，但在国际市场仍需提升品牌认知度和客户基础。
- **国内小分子CDMO市场呈现“一极主导、梯队分化”格局。**药明康德在该领域形成领先优势，2024年小分子CDMO所在板块（化学业务）收入为290.5亿元，第二梯队凯莱英（定制研发生产）、博腾股份（临床早期、后期及商业化服务）、康龙化成（药物开发与生产）的收入分别为45.7、27.4和48.15亿元。
- **毛利率方面，公司的毛利率位于第一梯队。**博腾股份（临床后期及商业化服务）、凯莱英（定制研发生产）和药明康德（化学业务）的毛利率维持在50%左右，康龙化成（药物开发与生产）的毛利率低于30%，博腾股份（临床早期业务）毛利率近年出现较大波动。

图：各公司小分子CDMO业务板块营业收入（亿元）



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：各公司小分子CDMO业务板块毛利率

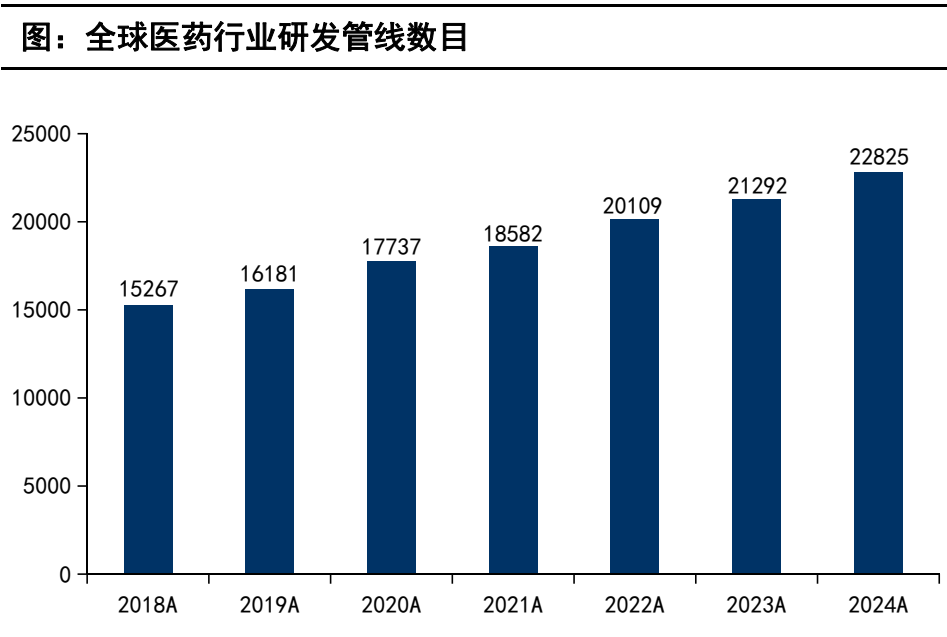


资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

2.3 产业转移+创新药爆发+政策红利，“三驾马车”驱动行业升级



- **全球产业转移：**欧美制药企业为应对研发成本攀升，促使将生产环节向中国等新兴市场转移。中国CDMO企业凭借人力成本优势和技术突破，承接的CDMO订单逐年上升。
- **创新药研发红利：**美国食品药品监督管理局（FDA）通过加速审批通道、突破性疗法认定等改革措施，缩短了创新药的上市周期。加快了全球创新药的研发进程，也增加了对CDMO企业在临床前研究、临床试验和商业化生产阶段的服务需求。根据Evaluate Pharma的数据，2023年全球创新药研发投入达到2040亿美元，同比增长6.50%。根据Frost&Sullivan数据，2024年医药行业研发管线已达到22825款。
- **政策支持：**“十四五”医药工业发展规划指出全行业研发投入年均增长10%以上，紧盯新靶点、新机制药物布局，为CDMO行业带来机遇。此外药品上市许可持有人制度（MAH）、新药审评审批制度改革等一系列支持创新药研发的政策进一步推动了CDMO行业的发展。



资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

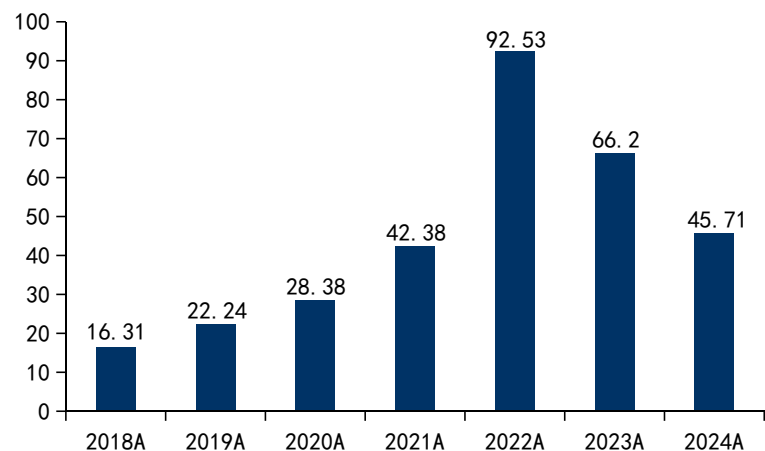
表：CDMO政策支持	
政策	相关内容
“十四五”医药工业发展规划	全行业研发投入年均增长10%以上，紧盯新靶点、新机制药物布局，为CDMO行业带来机遇。
药品管理法	药品上市许可与生产许可分离的管理模式，允许药品上市许可持有人自行生产药品，或者委托其他生产企业生产药品。其与此前管理制度最主要的区别在于，允许研发机构及科研人员持有药品批准文号，成为药品上市许可持有人，并对该药品的安全性、有效性和质量可控性负全面责任。
国务院办公厅关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见	完善审评审批机制全力支持重大创新。按照“提前介入、一企一策、全程指导、研审联动”要求，审评审批资源更多向临床急需的重点创新药和医疗器械倾斜，在临床试验、注册申报、核查检验、审评审批等全过程加强沟通交流，提供个性化指导。

资料来源：各政府网站，国信证券经济研究所整理

2.4 后疫情时代：小分子CDMO稳中提质

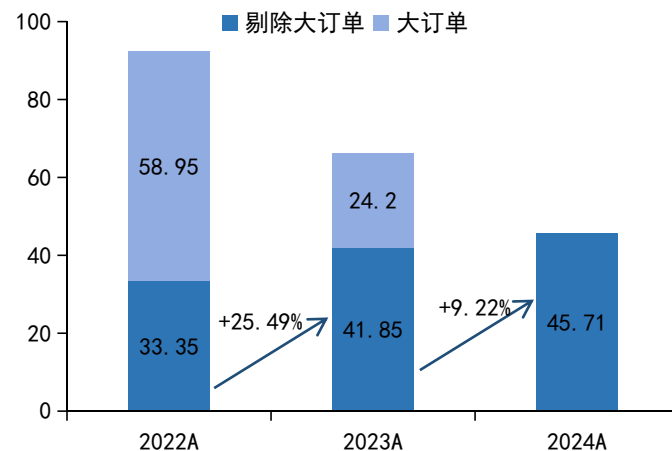
- **小分子CDMO稳中提质。**在新冠病毒大流行期间，凯莱英凭借良好的响应速度、卓越的质量体系和优秀的工艺水平承接了多笔新冠相关小分子大订单，深度切入大药企核心供应链。2021年11月至2022年2月期间，凯莱英先后与美国某大型制药公司就某小分子创新药物累计签订了三次CDMO供货合同，合同金额分别为4.81亿美元、27.20亿元人民币、35.42亿元人民币。2023年大订单已全部执行完毕，小分子业务已经基本消化了大订单退潮的影响，2022年剔除大订单收入33.35亿元，2023年剔除大订单收入41.85亿元，2024年收入45.71亿元（已无新冠单），盈利能力已恢复至历史水平。公司的毛利率经历三年大订单后实现平稳过渡，净利润率在2025年有望实现反弹并逐年修复，彰显公司经营韧性。

图：凯莱英小分子CDMO营业收入(亿元)



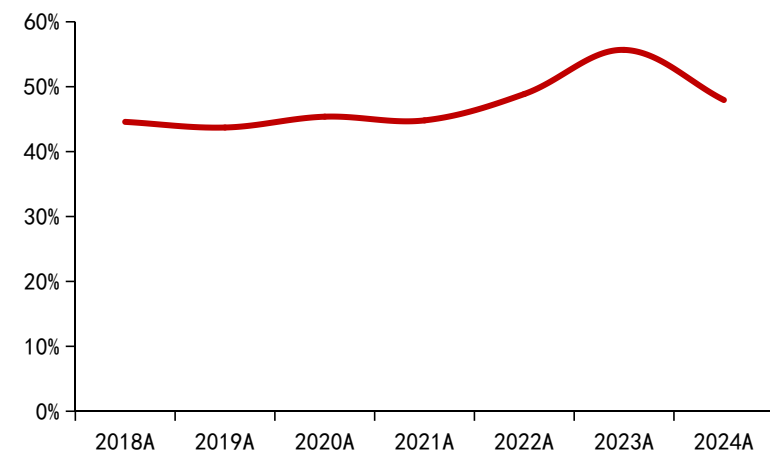
资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英小分子CDMO大订单营业收入(亿元)



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英小分子CDMO毛利率

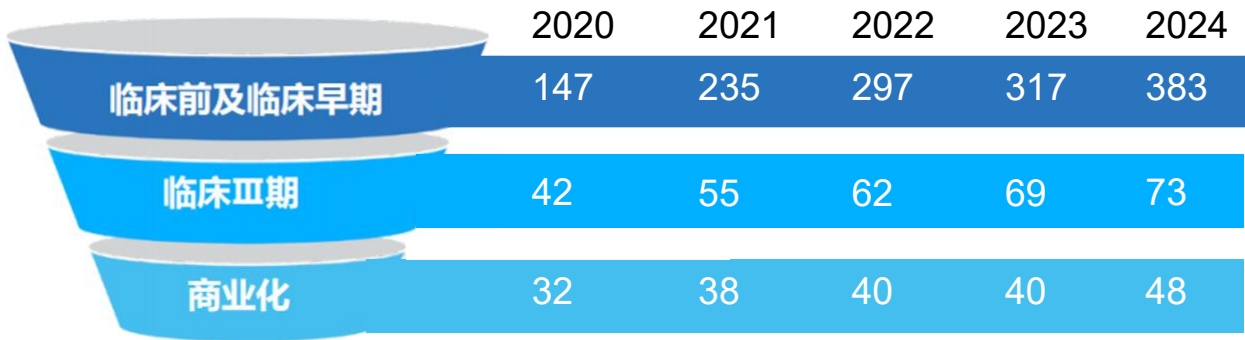


资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

2.4 后疫情时代：小分子CDMO稳中提质

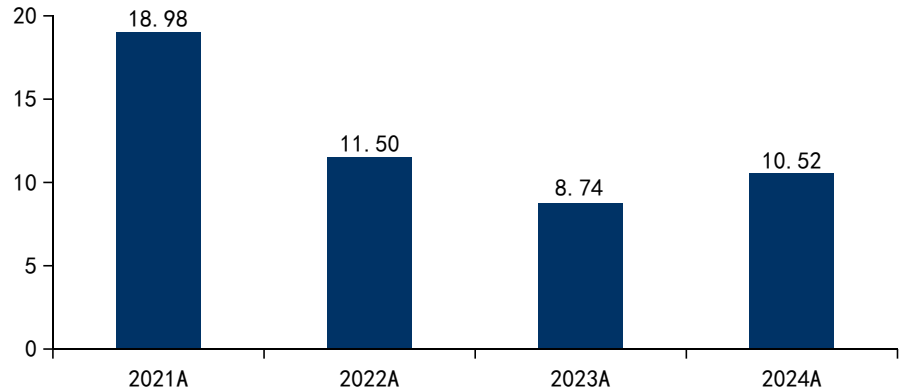
- **管线持续增长。**小分子CDMO各阶段项目数持续上升，临床前及临床早期项目快速扩容，从2020年147个增至2024年383个（CAGR 27.05%），反映公司技术平台获客能力强；临床III期项目稳步转化，从2020年42个增至2024年73个（累计增长73.81%），为商业化阶段项目储备动能；商业化项目突破性增长，2024年交付48个商业化项目（同比增长20%），创历史新高。
- **在手订单恢复正增长。**受大订单交付的影响，公司在手订单总量在2021末-2023年末呈逐年递减态势，2024年末实现同比企稳回升。从收入端来看，公司在临床阶段收入逐年上升（剔除大订单后），商业化收入2024年同比增长17.96%（剔除大订单）。

图：凯莱英小分子CDMO各阶段项目数



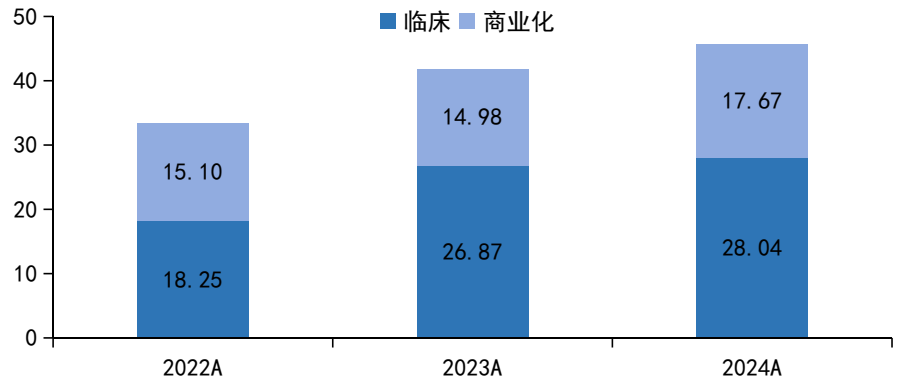
资料来源：Wind、公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英在手订单（亿美元）



资料来源：Wind、公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英小分子CDMO临床和商业收入（亿元，剔除大订单）



资料来源：Wind、公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

2.5 技术+质量+客户黏性+产能及能效，构建小分子CDMO护城河

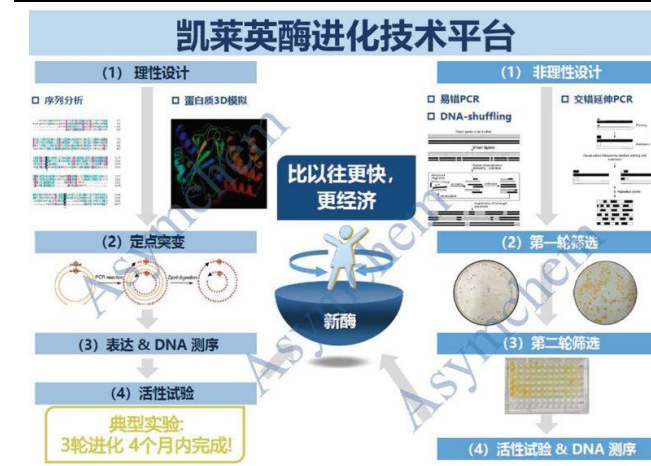
- **连续反应技术行业领先，酶工程技术平台沉淀深厚。**凯莱英为世界少数将连续反应技术应用于大规模生产的公司之一，提供从工艺开发到放大生产的全流程服务；酶工程技术平台沉淀十余年，具备酶路线设计、新酶发现、筛选、进化、发酵及催化工艺开发的全面能力；工艺科学中心及连续生产技术中心结合酶工程，确立了凯莱英在小分子CDMO业务的全球领先地位，带来巨大竞争优势。
- **凯莱英建立了完整的质量体系。**凭借多年为要求严格的跨国制药公司服务所积累的经验，凯莱英建立了符合全球最高行业标准的cGMP质量体系以及全面的EHS管理和QA体系。自2011年起通过FDA、NMPA、TGA、MFDS、PMDA、HC等主要监管机构百余次官方审计，通过率为100%。公司始终严格按照cGMP标准进行管理，具备随时接受监管机构与客户审计的能力。
- **多年合作经验打造强客户粘性。**公司是诸多跨国制药公司和领先的生物技术公司等客户的首选合作伙伴，在与辉瑞、百时美施贵宝、礼来、默沙东等全球制药巨头形成较强的合作粘性、不断提升核心大型制药公司客户的全球管线渗透率的同时，公司不断拓展高成长性客户的覆盖率，与众多国内外优秀新兴医药公司、生物技术公司达成多维度的协同合作。
- **全球化产能布局，交付能力卓越。**凯莱英通过全球化产能网络构建了强大的交付壁垒，覆盖国内天津、吉林、辽宁及英国Sandwich基地，目前拥有5-20000L多规格反应釜，超过5300m³的生产产能和8200m²的连续生产面积。
- **公司通过技术创新持续优化生产能效。**以连续流及酶催化为例，与传统批次工艺相比：规模化应用连续性反应技术可降低能源消耗30-50%，并减少三废排放10-30%；酶催化技术显著提升了收率，并降低有机溶剂排放。

图：凯莱英连续化学技术



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英连续化学技术



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

2.6 同业比较：盈利能力及人效领先

- 公司盈利能力及人效在行业内处于领先水平。从2024年毛利率看，凯莱英以42.36%位居四家公司第一，体现其技术溢价和成本管控能力；归母净利率16.35%、人均创收60.50万、人均创利9.89万元，在行业内处于领先水平。

表：2024年各公司核心指标对比

	凯莱英	药明康德	康龙化成	博腾股份
毛利率	42.36%	41.48%	34.24%	24.59%
小分子CDMO业务板块毛利率	定制研发生产 47.95%	化学服务 46.39%	药物开发与生产 25.73%	临床后期及商业化业务 39.41%
				临床早期业务 14.36%
归母净利率	16.35%	24.08%	14.61%	-9.55%
ROE（加权）	5.56%	16.78%	13.70%	-5.26%
资本性支出（亿元）	11.30	40.03	20.41	4.91
海外收入占比	73.82%	78.67%	84.95%	73.99%
人均薪酬（万元）	24.37	26.76	27.58	27.37
人均创收（万元）	60.50	99.56	57.44	71.48
人均创利（万元）	9.89	23.98	8.39	-6.83

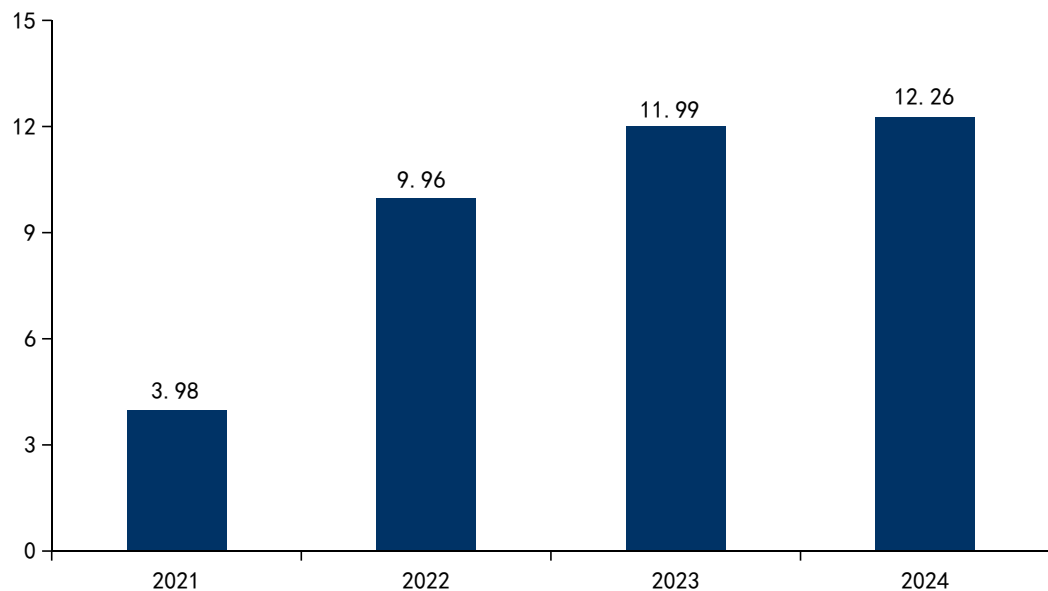
资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 国际领先的一站式CDMO服务商
- 【 02 】 小分子业务：基石业务稳健
- 【 03 】 新兴业务：多元化布局迎来收获期
- 【 04 】 出海拓展：全球化产能深化布局
- 【 05 】 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

3 新兴业务多赛道突破

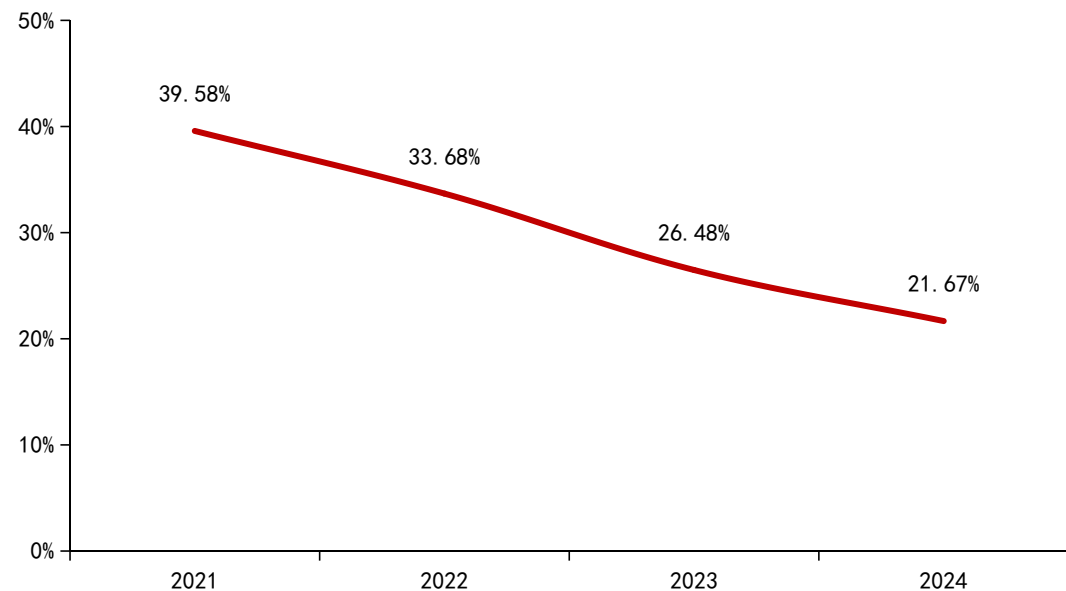
- **布局六大新兴业务。**公司依托小分子领域积淀的品牌优势、技术优势与运营管理优势，成功将CDMO能力扩展至新业务领域，包括化学大分子CDMO、制剂CDMO、临床CRO、生物大分子CDMO、技术输出和合成生物技术六大新兴业务。公司的新兴业务仍处在扩张阶段，新产能建设、产能爬坡和部分收入不及预期带来新兴业务毛利率承压。未来随着产能建设的完成和利用率提高，新兴业务的营业收入和毛利率有望迎来改善。预计2025年新兴业务验证批阶段（PPQ）项目将达到13个，有望形成充足的商业化订单储备，为业绩长期稳健增长提供有力保障。

图：凯莱英新兴业务营业收入(亿元)



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英新兴业务毛利率

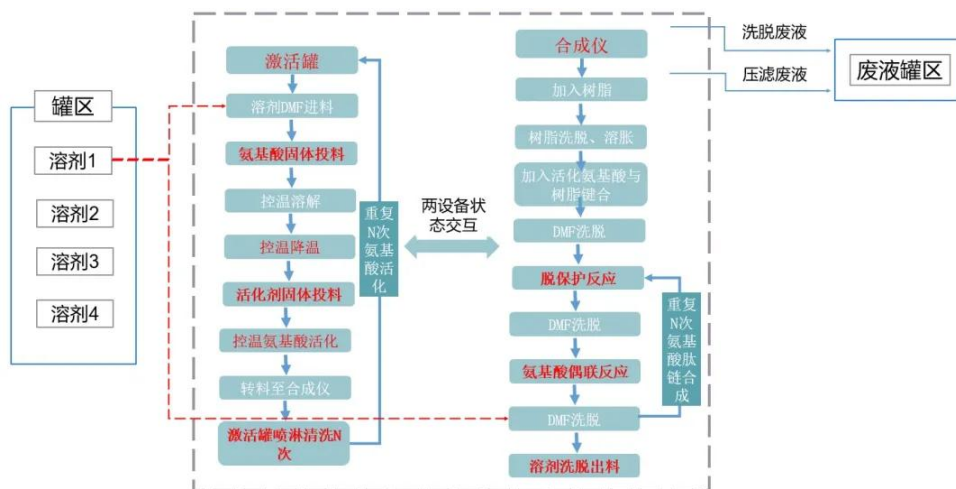


资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

3.1 化学大分子CDMO：多肽/寡核苷酸驱动业绩高增长

- **化学大分子CDMO业务。**化学大分子CDMO涵盖多肽、寡核苷酸、毒素连接体及脂质Lipid业务交付能力和技术储备。其中，多肽业务基于固相/液相合成及组合技术，提供克级到十公斤级多肽生产服务，服务项目覆盖GLP-1、抗病毒、抗菌、抗肿瘤、老年黄斑等治疗领域。
- **业务呈现爆发式增长。**2024年化学大分子CDMO业务收入同比增长13.26%，其中第四季度收入环比增长超200%，全年共完成项目227个。截至2025年3月28日，在手订单同比增长超130%，其中海外订单同比增长超260%，预计2025年该板块收入将实现翻倍以上增长。2024年新开发客户61个，预计2025年该板块收入将实现翻倍以上增长。在减重领域，公司参与全球范围内多个从早期到中后期多肽项目，助力多个小核酸、ADC客户海外授权交易，并延续至海外客户服务；持续加大各板块中后期项目开拓，预计2025年新兴业务验证批阶段（PPQ）项目将达到13个。公司全程深度参与并有力保障了全球首个GCG/GLP-1双受体激动减重药物玛仕度肽从研发到获批的关键进程，未来将持续为玛仕度肽的商业化生产提供高质量的API供应保障。
- **产能建设加快。**2024年末多肽固相合成产能约21000L，预计2025下半年多肽固相合成总产能将达30000L；持续推进高活产能建设，2025年将新增一栋0EB5厂房和研发楼，以满足持续增长的后期毒素连接体项目需求。

图：凯莱英多肽全自动化产线



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英多肽从实验室到GMP生产



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

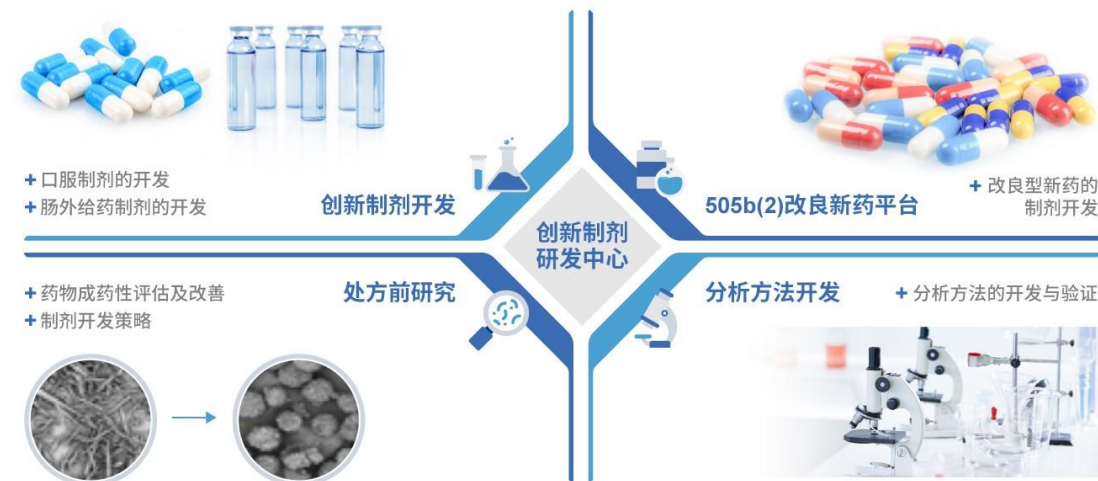
3.2 制剂CDMO：制剂技术积累，产能升级加速

■ **制剂技术持续积累。**制剂服务是公司GXP（GLP-GMP-GCP）一站式服务新引擎的重要一环，在深耕优化传统制剂生产工艺的同时，凯莱英也在不断探索、建设新型药物递送技术和高端制剂开发能力，并积极布局临床供应链管理服务，使公司GXP一站式服务体系更具竞争力。公司制剂团队已经具备全面的口服制剂、外用制剂和无菌制剂的开发与生产能力，涵盖的剂型包括片剂、胶囊、小丸、缓控释制剂、外用凝胶、外用乳剂、注射液、冻干粉针、滴眼液、鼻喷剂、吸入剂、脂质体及其他复杂制剂。

■ **产能升级加速。**2024年交付项目近200个，后期项目持续增加，2024年完成5个动态核查（PAI），新增6个NDA项目，目前共服务27个NDA阶段项目，新增1个商业化项目。2024年预充式注射器生产车间、卡式瓶生产车间、 β 内酰胺固体制剂车间启动建设，预计将于2025年开始陆续投产，进一步加大新分子类型制剂业务的拓展。

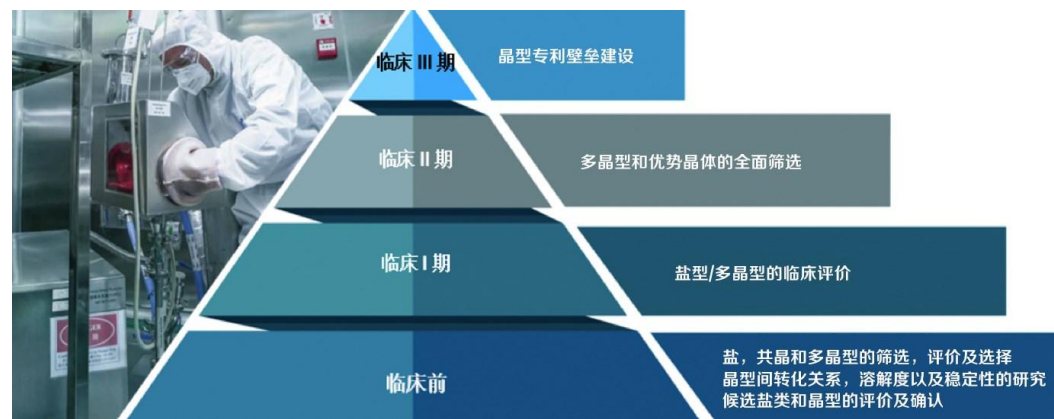
■ **短期承压，长期动能可期。**2024年受国内投融资环境和市场竞争加剧影响，业务收入略有下降。2024年交付项目近200个，后期项目持续增加，2024年完成5个动态核查，新增6个NDA项目，目前共服务27个NDA阶段项目，新增1个商业化项目。截至2025年3月28日，在手订单同比增长30%。除传统小分子药物制剂外，寡核苷酸类项目数量增加100%。

图：凯莱英创新制剂研发中心



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英制剂晶型研究

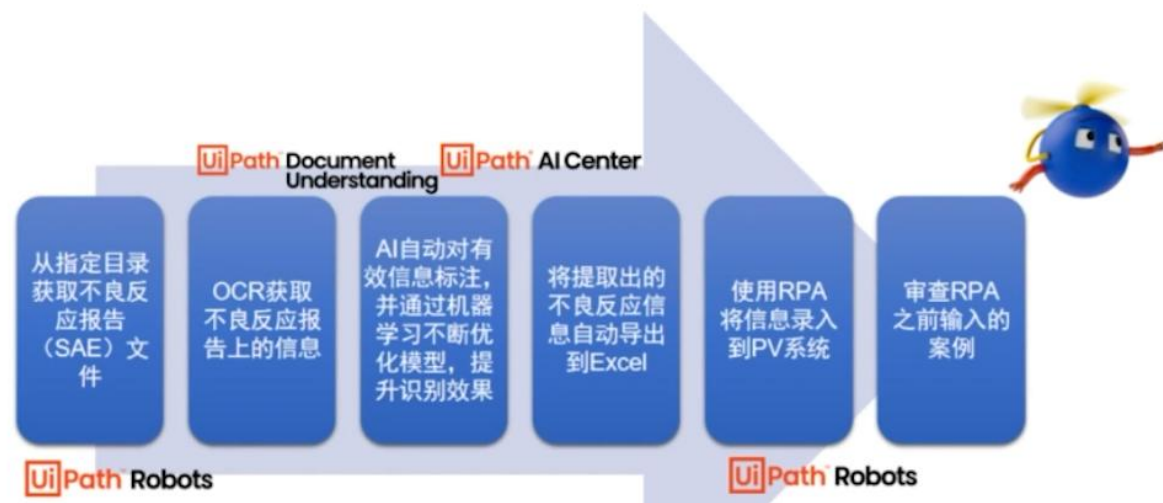


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3.3 临床CRO：多疾病领域突破，服务能力进一步完善

- **技术引领+模式创新，一站式CRO。**临床CRO业务依托凯莱英医药集团优势，建立新药研发临床前研究及I-IV期临床研究一站式服务平台。通过下设天津市药物临床研究技术创新中心（TICCR），搭建了创新性技术平台并整合行业优势资源，同时建立与生态圈内各业务协同服务模式。
- **临床CRO多领域持续突破。**强化了肿瘤、免疫、感染、骨科、呼吸、血液、妇科等传统优势领域，保持在罕见病领域的持续深耕，并在代谢、消化、皮肤、眼科、泌尿&生殖领域实现了新的突破。
- **智能化、信息化完善技术服务能力。**公司已建立全方位/全流程/标准化的质量管理体系，基于百余项SOP的支撑保障了项目有序开展，公司已将全流程智能化药物警戒平台应用到创新药项目中，搭建临床试验项目管理平台和实验室管理平台。

图：凯莱英智能化技术建设药物警戒体系



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3.4 生物大分子CDMO：质量管理卓越，全球化交付加速

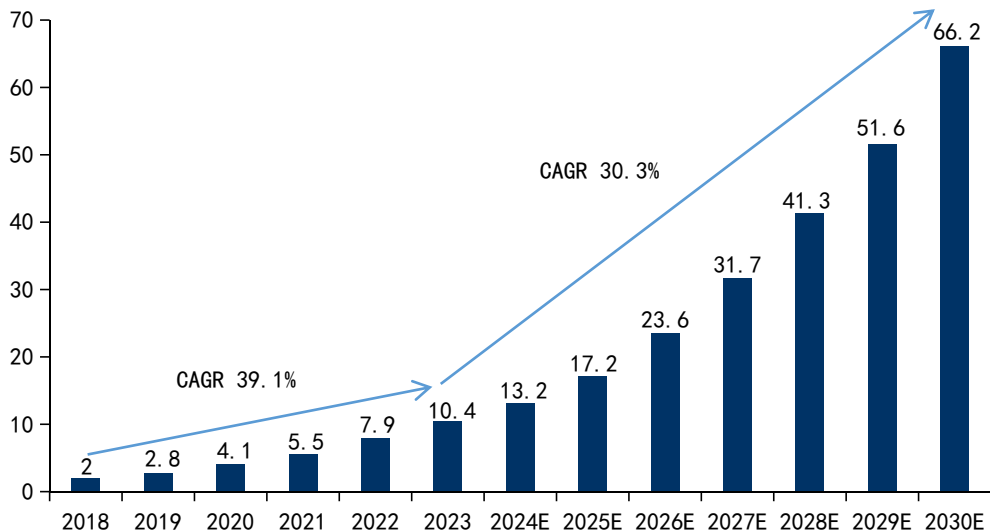
- **持续聚焦偶联药物。**近几年来，ADC药物市场规模逐年高速增长，年增长率保持在30%以上，2023年首次突破百亿美元规模。公司2024年收入同比增加13.91%，新增15个ADC IND项目和3个BLA项目。助力国内多家头部客户多个项目成功出海，彰显了国际化服务能力。截止2025年3月28日，生物大分子业务有包含IND、临床以及BLA阶段项目的在手订单接近60个，其中ADC项目占比订单数量超60%，订单同比增长56%，展现了公司在ADC领域的竞争力和全球化服务能力。
- **建立国际化的生物制药质量管理体系。**2024年2月通过欧盟QP审计并取得GMP符合性声明，进一步巩固了公司在质量管理领域的卓越声誉，为公司未来的持续发展奠定了坚实基础。
- **全球化交付。**上海奉贤的生物药CDMO研发及商业化生产基地可为全球合作伙伴提供包括抗体和偶联药物（NDC）在内的生物药CDMO研发与生产服务。

图：凯莱英生物药DNA到IND的一站式工艺开发平台



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：全球ADC药物市场规模及预测(十亿美元)



资料来源：Frost&Sullivan，国信证券经济研究所整理

3.5 技术输出：CFCT赋能工艺创新，服务+产品驱动客户拓展

- 客户来源广泛。客户来源涵盖医药、农药、材料等精细化工领域。
- CFCT赋能工艺创新。公司连续生产技术中心（CFCT）设备测试车间具备近千平方米测试面积和完备的配套设施，支持多套连续设备的设计验证与性能测试，进一步增强了工艺开发、项目承接、技术创新及交付能力。
- 可提供全维度解决方案。公司不断探索创新合作模式，持续升级优化管理运营体系，聚力增效提升服务能力，为客户提供“服务+产品”的全维度解决方案。一方面全产品线布局，与目标客户及其上下游企业建立合作关系，深入挖掘项目机会；另一方面，实施阶段也进一步提供创新服务模式，为客户提供“研发+设计+制造+安装”的全流程服务。

图：凯莱英CFCT设备测试车间



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

3.6 合成生物技术：产能落地助力业务升级

- 涵盖从分子生物学(重组表达)到产品应用的全流程。凭借深厚的基础学科研究和技术沉淀，生物技术研发中心在制药及生命科学领域奠定了坚实基础，并积极拓展至食品、化妆品、农业和工业制品等领域，进一步扩大了合成生物技术的应用范围。
- 产能充足，总生产规模超过20000L。500L GMP发酵车间和5000L GMP车间已于2025年第一季度正式投入使用，总生产规模大于20000L，可同时满足酶、重组蛋白、多肽、生物基小分子等多种生物制品的生产需求。

图：凯莱英合成生物技术研发中心酶试剂盒



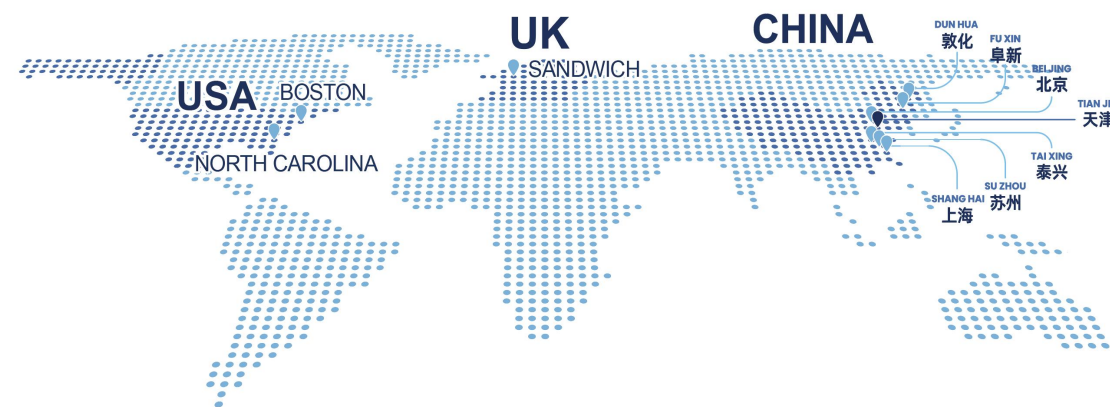
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 国际领先的一站式CDMO服务商
- 【 02 】 小分子业务：基石业务稳健
- 【 03 】 新兴业务：多元化布局迎来收获期
- 【 04 】 出海拓展：全球化产能深化布局
- 【 05 】 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

4.1 海外拓展加速：打造“中美欧”三角协同的全球化产能网络

- **全球化产能布局构建新护城河。**在地缘政治扰动加速、全球医药产业链重构背景下，凯莱英通过“技术输出+本土化交付”双引擎驱动，打造“中美欧”三角协同的全球化产能网络，构筑差异化竞争力。
- **北美：成立波士顿研发中心。**
 - ✓ **业务侧重：聚焦早期临床研发服务，加强早期绑定。**2023年3月公司在美国波士顿投资设立的创新药CDMO研发中心正式投入运营。该研发中心专注于提供早期临床研发服务，包括化学小分子药物，寡核苷酸和多肽等多种治疗手段(therapeutic modality)的化学工艺开发、处方前研究和制剂研发等，成为集团开展全球化战略的重要一环。波士顿研发中心与中试基地聚焦高价值临床阶段项目，依托当地生物医药创新生态，强化与Biotech的早期项目绑定能力。
 - ✓ **主要作用：缓解关键原料药的成本压力，提高响应速度。**通过美国本土供应链布局有效缓解部分关键原料的成本压力，借助波士顿地区生物医药产业集聚优势，公司与东海岸创新药企建立深度研发协同机制，推动本土化项目的交付效率提升和供应链响应速度优化。
- **欧洲：获取英国Sandwich Site，已投入运营。**
 - ✓ **业务侧重：承接成熟工艺放大需求。**Sandwich Site始建于1954年，是辉瑞历史最为悠久的研发中心之一，在药物合成路线快速设计和高通量筛选、成熟工艺及分析开发能力、生产和运营管理能力等方面处于国际一流水平。目前已有多家欧美重要客户来访并收到数个询价和订单，范围涵盖小分子、多肽、生物催化等多个领域。中试工厂在2024年4季度承接生产订单，并且多个生产订单已顺利推进中。
 - ✓ **主要作用：形成对跨国药企“近岸外包”。**2024年5月，公司通过接手辉瑞位于英国的Sandwich Site工厂，完成了首个欧洲研发生产基地布局，填补欧洲本土GMP中间体/原料药产能缺口，形成对跨国药企“近岸外包”战略的精准卡位。

图：凯莱英全球业务布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

4.2 多种形式加速全球市场开拓

- 多种形式加速全球市场开拓。2024年公司参与国际展会38场，国内展会26场，涵盖了欧洲、美国、日本、韩国等多个地区或国家。例如，先后举办或参与多肽与寡核苷酸药物开发峰会闭门会、易贸生物产业大会、CPHI、ADC药物的创新发展论坛、2024 酶工程发展论坛、ADC创新发展高峰论坛等，累计邀请100余位行业顶尖意见领袖参与，为加速拓展全球市场，同时采取多渠道多形式全力加速全球市场拓展。
- 海外收入占比超7成。海外拓展成效显著，2024年公司亚太区（不含中国）收入占比3%、欧洲收入占比13%、美国收入占比58%，海外收入占比合计74%。

图：凯莱英参与的部分会议图、凯莱英2024年收入分布



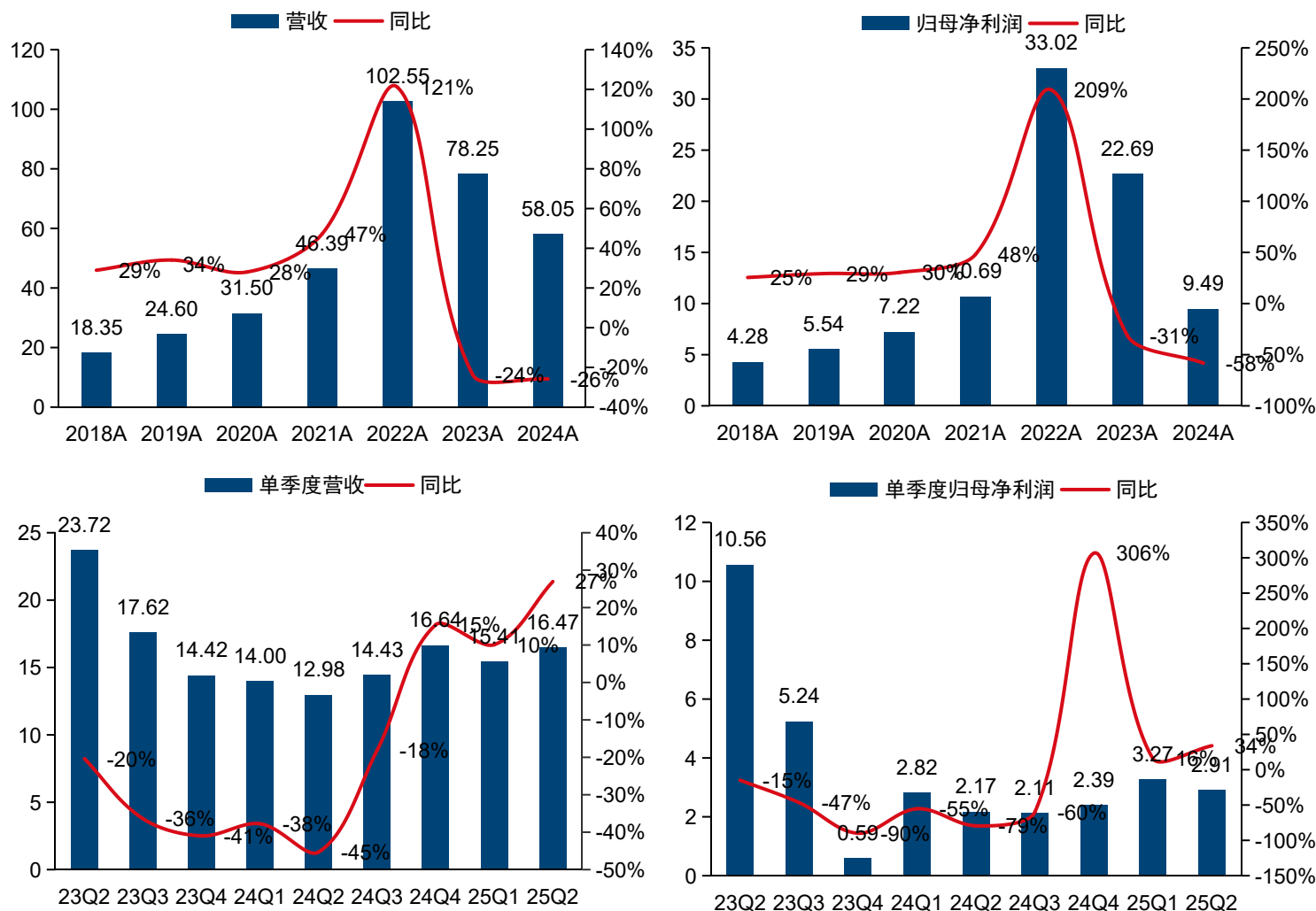
资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 国际领先的一站式CDMO服务商
- 【 02 】 小分子业务：基石业务稳健
- 【 03 】 新兴业务：多元化布局迎来收获期
- 【 04 】 出海拓展：全球化产能深化布局
- 【 05 】 财务分析、盈利预测、估值、投资建议及风险提示

5.1 财务分析：大订单高基数已消化，24Q4收入、利润重回正增长

- **大订单高基数已消化。**公司在2021-2023年受益于大订单带来的集中交付，营收与归母净利润实现跃升，2023年大订单已全部执行完毕，2024年营收已突破2021年水平，业务韧性凸显。
- **24Q4收入、利润重回正增长。**2024年第四季度公司实现营业收入16.64亿元（+15.41%），归母净利润2.39亿元（+306.48%），扣非归母净利润1.96亿元（+171.42%），在大订单退潮后首次实现了营收、利润同比双增。2025年上半年增长势头延续，公司实现营业收入31.88亿元（+18.20%），归母净利润6.17亿元（+23.71%）。

图：凯莱英年度和单季度营业收入（亿元）和归母净利润（亿元）情况

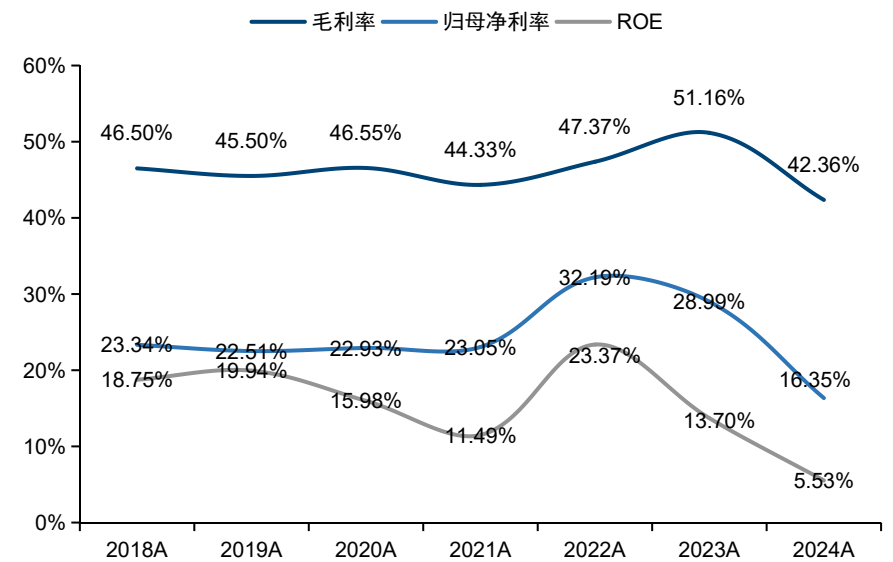


资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

5.1 财务分析：毛、净利率行业领先

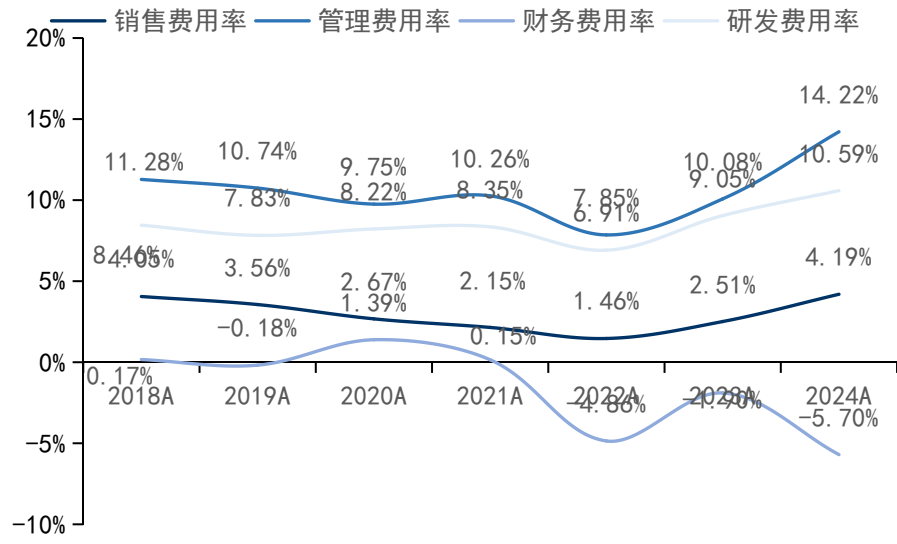
■ **毛、净利率行业领先。**受益于大订单，2022-2023年公司毛利率、归母净利率维持在较高的水平。2023年大订单已全部执行完毕，叠加国内市场竞争激烈、新业务处于爬坡期和Sandwich Site、波士顿研发中心尚未完全发挥产能效应，2024年公司毛、净利率明显下降，但仍处于行业领先水平。2024年公司销售、管理和研发费用率有所升高：销售费用率升高主要系公司加速全球市场拓展，增加了市场开拓相关费用；管理费用率升高主要系海外公司运营初期需投入较多的管理资源；研发费用率升高主要系公司在小分子CDMO持续投入确保技术领先，叠加公司的新兴业务处于爬坡期仍需要一定的研发投入。

图：凯莱英利润率情况



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英费用率情况

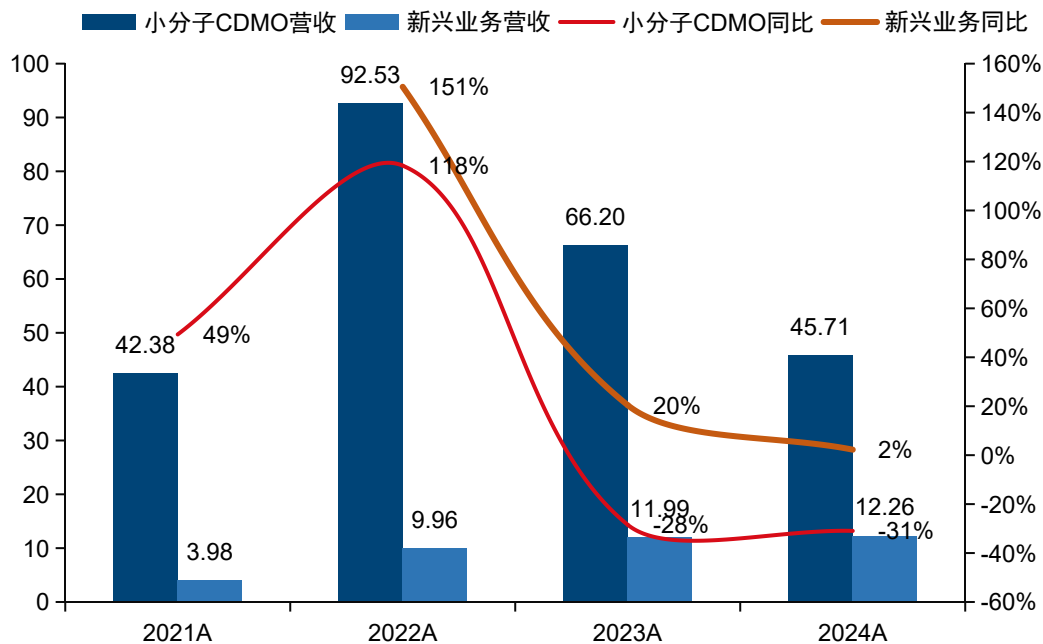


资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

5.1 财务分析：新兴业务有望为公司贡献第二增长曲线

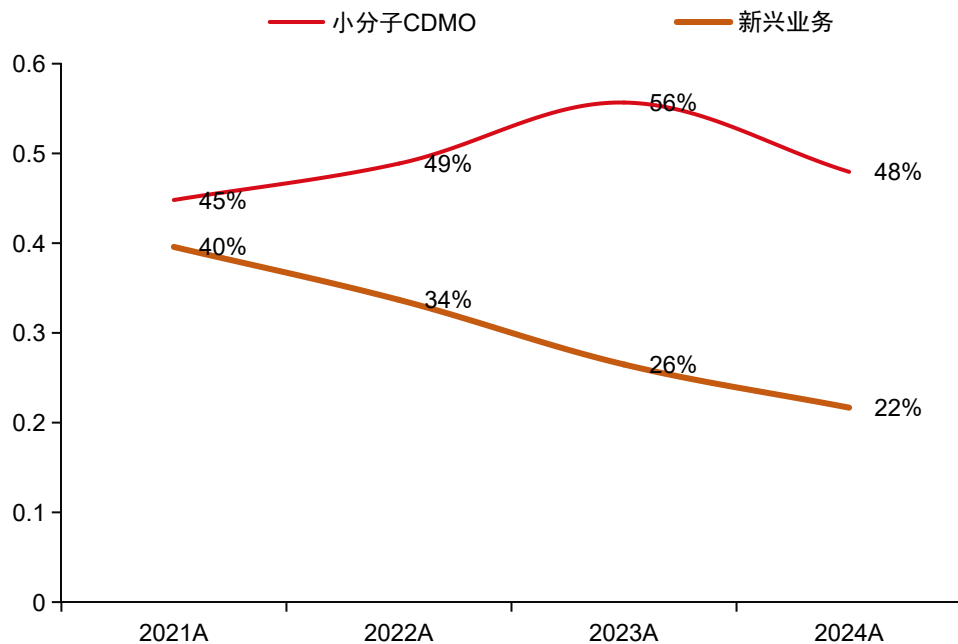
- **化学小分子CDMO业务：稳健发展。**2024年公司小分子CDMO业务营业收入和毛利率分别为45.71亿元和47.95%，均突破了2021年的水平，基石业务化学小分子CDMO稳步发展。
- **新兴业务：有望贡献第二增长曲线。**2022年营业收入9.96亿元（+150.52%），2023年营业收入11.99亿元（+20.42%），实现了较快增长；2024年新兴业务增速放缓，营业收入12.26亿元（+2.25%），主要系国内融资环境低迷，但细分板块化学大分子CDMO业务收入同比增长13.26%，生物大分子CDMO业务同比增长13.91%，合成生物技术业务同比增长33.22%；2021-2024年，新兴业务板块毛利率呈逐年下降的趋势，主要系新兴业务处于爬坡期，产能利用率相对较低，叠加国内市场竞争较为激烈。随着国内投融资的逐步回暖、多肽等新兴领域的高速增长及产能利用率的稳步提升，新兴业务板块有望为公司的营收和利润带来新的增长点。

图：凯莱英小分子CDMO和新兴业务的营业收入（亿元）



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

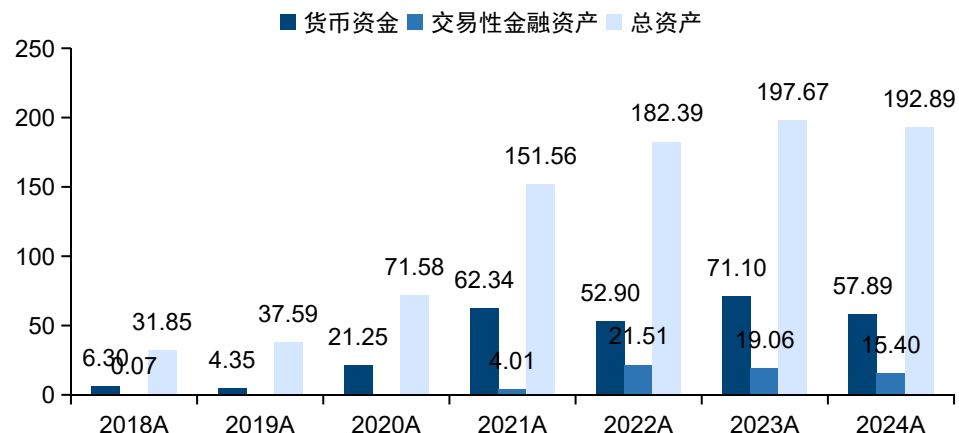
图：凯莱英小分子CDMO和新兴业务的毛利率



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

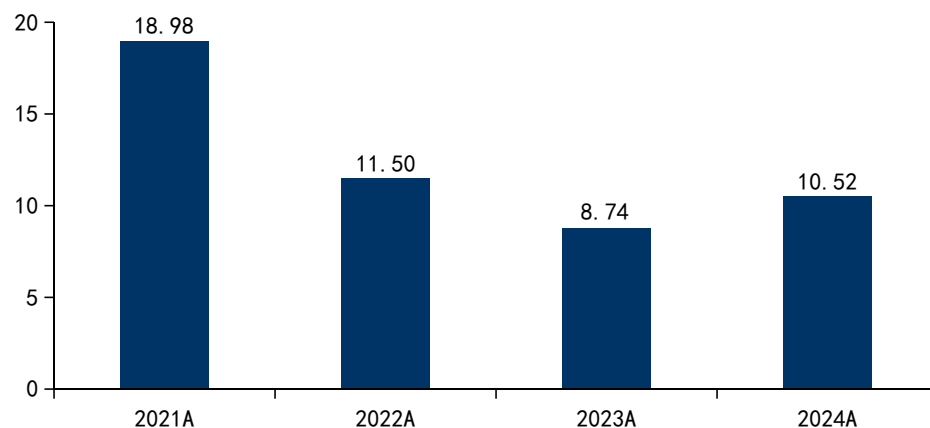
5.1 财务分析：货币资金充足，资产质量良好，在手订单恢复增长态势

图：凯莱英货币资金、交易性金融资产、总资产（亿元）



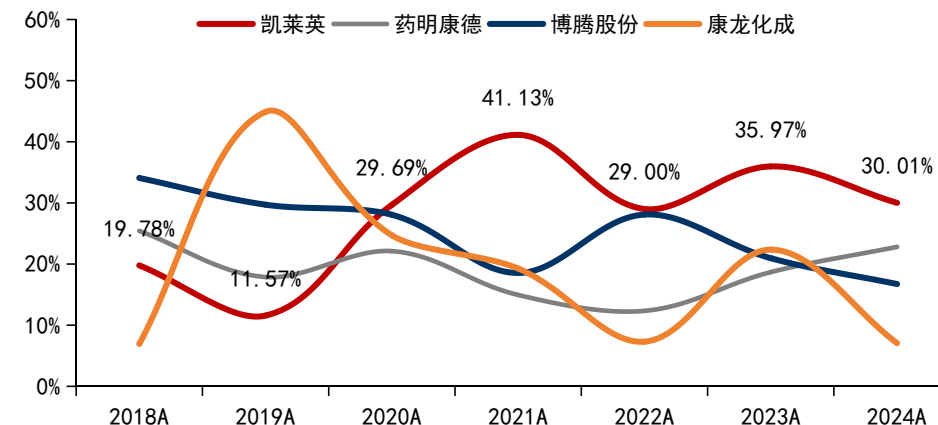
资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英在手订单（亿元）



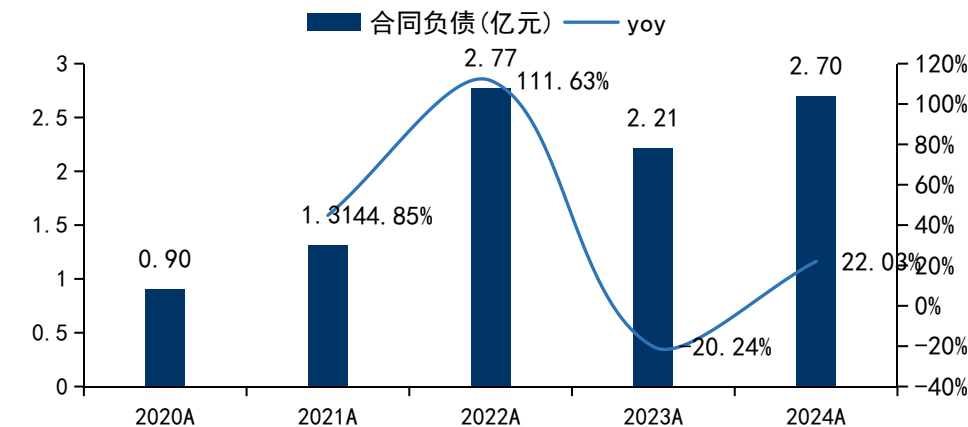
资料来源：Wind、公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

图：各公司货币资金在总资产中的占比



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图：凯莱英合同负债（亿元）



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

5.2 盈利预测

■ 我们的盈利预测基于以下假设条件：

- ✓ 小分子CDMO：占公司收入比重约7成，充足的商业化订单储备为业绩长期稳健增长提供有力保障，预计未来3年收入增速5-8%。
- ✓ 新兴业务：占公司收入比重约3成，新建产能的投产叠加业务放量驱动未来3年收入增速超20%，伴随着产能利用率的逐步提升，预计未来3年毛利率呈现稳步提升趋势。
- ✓ 其他业务：收入和毛利保持稳定。
- ✓ 销售费用率：公司目前销售费用率约为4%，海外拓展持续发力下预计保持平稳。
- ✓ 管理费用率：考虑海外公司运营初期仍需投入一定的管理资源，叠加股权激励股份支付费用的影响，管理费用预计保持增长，随着规模效应的体现，管理费用率预计略有下降。
- ✓ 研发费用率：公司将“技术驱动”作为企业核心竞争力，未来将持续加大研发投入，持续在连续性技术反应、合成生物等领域保持较高强度的研发投入，预计未来研发费用率将维持在10%左右水平。

5.2 盈利预测

■ 预计公司在2025-2027年营收66.8/75.3/82.9亿元，同比增速15%/13%/10%，毛利率为43%/43%/43%。归母净利润预计为11.4/12.9/14.6亿元，同比增速20%/14%/14%。

表：凯莱英业务拆分及盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
小分子CDMO					
收入	66.20	45.71	48.94	51.96	54.70
YOY	-28.46%	-30.95%	7.07%	6.19%	5.26%
毛利率	55.67%	47.95%	48.29%	48.59%	48.84%
新兴业务					
收入	11.99	12.26	17.77	23.21	28.13
YOY	20.42%	2.25%	44.89%	30.61%	21.23%
毛利率	26.48%	21.67%	29.00%	31.00%	33.00%
其他业务					
收入	0.063	0.076	0.080	0.080	0.080
YOY	0.08%	20.35%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.69%	21.57%	22.00%	23.00%	24.00%

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收合计	78.25	58.05	66.78	75.25	82.91
YOY	-23.70%	-25.82%	15.05%	12.68%	10.18%
毛利率	51.16%	42.36%	43.13%	43.14%	43.44%
税金及附加	0.74	1.13	1.30	1.46	1.61
税金及附加率	0.95%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%
销售费用	1.96	2.43	2.67	2.93	3.15
销售费用率	2.51%	4.19%	4.00%	3.90%	3.80%
管理费用	7.88	8.25	9.16	9.95	10.54
管理费用率	10.08%	14.22%	13.72%	13.22%	12.72%
研发费用	7.08	6.14	6.94	7.66	8.28
研发费用率	9.05%	10.59%	10.39%	10.19%	9.99%
财务费用	-1.48	-3.31	-3.34	-3.39	-3.40
财务费用率	-1.90%	-5.70%	-5.00%	-4.50%	-4.10%
其它损益	1.86	0.85	0.85	0.85	0.85
营业利润	25.71	10.79	12.92	14.69	16.68
利润总额	25.57	10.72	12.86	14.63	16.62
减：所得税	3.06	1.37	1.64	1.86	2.12
所得税率	11.98%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%
净利润	22.51	9.36	11.22	12.76	14.50
减：少数股东损益	-0.18	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13
归母净利润	22.69	9.49	11.35	12.89	14.64
YOY	-31.28%	-58.17%	19.65%	13.56%	13.50%
归母净利润率	28.99%	16.35%	17.00%	17.14%	17.65%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

5.2 盈利预测的敏感性分析

表：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	7,825	5,805	6,766	7,709	8,572
(+/-)	-23.7%	-25.8%	16.6%	13.9%	11.2%
净利润(百万元)	2,269	949	1,686	1,926	2,177
(+/-)	-31.3%	-58.2%	77.7%	14.2%	13.1%
每股收益(元)	6.14	2.58	4.68	5.34	6.04
中性预测					
营业收入(百万元)	7,825	5,805	6,678	7,525	8,291
(+/-)	-23.7%	-25.8%	15.0%	12.7%	10.2%
净利润(百万元)	2,269	949	1,135	1,289	1,464
(+/-)	-31.3%	-58.2%	19.7%	13.6%	13.5%
每股收益(元)	6.14	2.58	3.15	3.58	4.06
悲观预测					
营业收入(百万元)	7,825	5,805	6,591	7,343	8,016
(+/-)	-23.7%	-25.8%	13.5%	11.4%	9.2%
净利润(百万元)	2,269	949	613	698	811
(+/-)	-31.3%	-58.2%	-35.4%	13.9%	16.2%
每股收益(元)	6.14	2.58	1.70	1.94	2.25

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

5.3 绝对估值：100.19–117.97元

■ 根据以上主要假设条件，采用FCFF估值方法，公司价格区间为100.19–117.97元，对应市值区间为361–425亿元。

表：凯莱英盈利预测假设条件

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	-23.70%	-25.82%	15.05%	12.68%	10.18%	10.18%	10.18%	10.18%	10.18%	9.98%	9.78%	9.58%
营业成本/营业收入	48.84%	57.64%	56.87%	56.86%	56.56%	56.36%	56.16%	55.96%	55.76%	55.56%	55.36%	55.16%
管理费用/营业收入	9.84%	13.90%	13.72%	13.22%	12.72%	12.52%	12.32%	12.12%	11.92%	11.72%	11.52%	11.32%
研发费用/营业收入	9.05%	10.59%	10.39%	10.19%	9.99%	9.99%	9.99%	9.99%	9.99%	9.99%	9.99%	9.89%
销售费用/销售收入	2.51%	4.19%	4.00%	3.90%	3.80%	3.60%	3.40%	3.20%	3.00%	3.00%	3.00%	2.90%
营业税及附加/营业收入	0.95%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%	1.84%
所得税税率	11.98%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.74%	12.64%
股利分配比率	29.29%	67.65%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%	34.52%	34.42%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表：资本成本假设

指标	假设值	指标	假设值
无杠杆Beta	0.9	T	12.74%
无风险利率	1.68%	Ka	7.08%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆Beta	0.91
公司股价	86.45	Ke	7.16%
发行在外股数	361	E/(D+E)	98.42%
股票市值(E)	31173	D/(D+E)	1.58%
债务总额(D)	500	WACC	7.12%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化					
		108.31	6.7%	6.9%	7.1%	7.3%	7.5%
永续增长率变化	3.1%	135.41	127.70	120.76	114.49	108.80	
	2.9%	129.65	122.59	116.22	110.43	105.15	
	2.7%	124.46	117.97	112.09	106.72	101.81	
	2.5%	119.76	113.77	108.31	103.32	98.73	
	2.3%	115.49	109.94	104.85	100.19	95.89	
	2.1%	111.59	106.42	101.67	97.30	93.26	
	1.9%	108.01	103.18	98.73	94.62	90.81	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 *绝对估值分析时间 2025-09-05

5.4 相对估值：125.96–141.70元

■ 选择药明康德、康龙化成和博腾股份三家药物研发及生产外包企业作为可比公司，可比公司2025–2027年平均PE为86/35/24x，公司为34/30/26x。考虑到公司较高的预期利润增速（2024–2027 CAGR为15.5%）及良好的资产质量（截至2025年二季度末，公司“货币资金+交易性金融资产”合计超过74亿元），给予公司2025年PE 40–45x，合理价格区间为125.96–141.70元，对应市值区间为454–511亿元。

表：可比公司估值表

公司代码	公司名称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE				R0E	PEG	投资 评级
		25/09/05		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	
002821.SZ	凯莱英	108.27	385	2.63	3.15	3.58	4.06	40.53	33.87	29.83	26.28	5.63%	2.18	优于大市
603259.SH	药明康德	107.40	3151	3.17	3.78	4.31	4.91	33.69	28.23	24.75	21.72	16.12%	1.79	优于大市
300759.SZ	康龙化成	31.30	526	1.01	1.00	1.19	1.42	29.35	29.62	24.87	20.89	13.17%	2.47	无评级
300363.SZ	博腾股份	25.90	141	−0.53	0.13	0.46	0.86	−49.10	201.33	56.60	30.01	−5.54%	−0.92	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：康龙化成、博腾股份盈利预测为Wind一致预期

■ 凯莱英：全球领先、技术驱动型的一站式CDMO综合服务商

凯莱英成立于1998年，是中国第二大化学药物CDMO企业。公司以化学小分子CDMO业务为基石，逐步拓展业务边界，技术创新能力行业领先，研发费用率长期居于行业领先水平，服务辉瑞、默沙东等全球超1100家客户。

■ 小分子业务：基石业务稳健

小分子CDMO作为公司的业务根基，依托连续流化学(CFCT)、酶催化等核心技术，持续攻克高难度分子合成壁垒，巩固在抗肿瘤、抗病毒等领域服务优势。公司通过工艺优化与生产体系升级，强化商业化阶段项目的成本控制能力，同时凭借稳定的交付记录与国际化质量体系，与全球头部药企形成深度战略合作。

■ 新兴业务：多元化布局迎来收获期

公司依托小分子领域积淀的品牌优势、技术优势与运营管理优势，成功将CDMO能力扩展至新业务领域，包括化学大分子CDMO（多肽、寡核苷酸、脂质体等）、制剂CDMO、临床CRO、生物大分子CDMO、技术输出和合成生物技术六大新兴业务。公司通过技术平台迭代快速切入前沿赛道：多肽固相合成、ADC毒素-连接体开发等技术的商业化落地，精准对接GLP-1药物、抗体偶联药等热点领域需求；制剂业务依托复杂注射剂的技术积累，实现与原料药板块的协同赋能，形成差异化竞争力。

■ 出海拓展：全球化产能深化布局

通过波士顿研发中心、英国生产基地等海外枢纽建设，公司构建了“中美欧”三角协同网络，欧洲原料药供应链的补充布局进一步强化全球供应韧性。本土化生产能力的落地可以有效规避地缘政治风险，并通过贴近客户缩短研发反馈周期，提升复杂项目的联合开发效率。

■ 盈利预测与估值

预计公司在2025-2027年营收66.8/75.3/82.9亿元，同比增速15%/13%/10%，毛利率为43%/43%/43%，归母净利润预计为11.4/12.9/14.6亿元，同比增速20%/14%/14%，当前股价对应PE为34/30/26倍。综合绝对估值和相对估值，公司价格区间为113.07-129.84元，对应市值区间为408-468亿元，较当前股价有4-20%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”的评级。

■ 风险提示：地缘政治风险；市场竞争加剧；海外产能不及预期。

■ 估值风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在113.07-129.84元，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为1.68%、风险溢价6.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了可比公司2025年平均PE作为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，给予公司的PE估值倍数可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

■ 盈利预测的风险

我们假设公司未来3年收入增长15%/13%/10%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来3年毛利分别为43%/43%/43%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

其他影响盈利预测的风险包括但不限于：1）新兴业务拓展不及预期；2）全球医药行业景气度不及预期。

5.6 风险提示

■ 经营风险

客户集中度高的风险：2024年公司前5大客户占年度销售总额比例达39.3%，若某一主要客户因市场环境变化、战略调整或财务状况恶化而减少订单，将直接影响凯莱英的收入稳定性。

海外销售的风险：汇率波动可能导致汇兑净损失，削弱出口产品的成本优势。国际政治经济环境具有不确定性，若未来国际贸易摩擦加剧，或客户转移供应链，公司海外业务的稳定性将受到挑战。

小分子CDMO业务竞争加剧风险：如若国内及国际相关企业持续加大小分子CDMO产能投入，行业或将面临较为激烈的市场竞争，造成订单减少、价格下降。

新兴业务产品研发不及预期风险：药物研发面临较大不确定性，如若客户项目临床推进受阻或工艺研发失败，公司业绩或将受到影响。

■ 募集资金使用风险

公司的部分业务处于快速扩张阶段，投资的项目涉及业务结构的扩充与升级，包括海外产能建设、研发中心扩建等。然而，这些项目在实施过程中可能面临项目延期、投资超支、市场环境变化等风险。例如，2024年新兴业务毛利率仅为21.7%，远低于小分子CDMO的48.0%。若市场环境恶化，客户需求下降，可能导致项目无法如期产生预期效益。此外，项目投产后，还可能面临市场开拓与消化能力不足，进一步导致产能过剩、库存积压等问题。

■ 人员管理风险

核心人员流失风险：核心技术的研发与创新是公司生存与发展的关键，稳定、高效的研发队伍是公司保持技术领先的重要保障，核心人员的稳定性在一定程度上将影响公司业务稳定性和发展的持续性。

管理及人力资源风险：公司的海外业务正处于快速发展的阶段，海外扩张伴随的是管理人员和销售团队规模扩大，随着全球劳动力成本的上升，尤其是欧美等发达地区的薪资水平不断提高，公司的人力成本压力也将随之增加。随着海外员工数量的增加，公司需要投入更多的资源用于跨文化管理、合规培训以及本地化运营。若管理不当，可能导致效率下降、成本上升，甚至引发法律纠纷或声誉风险。

5.7 财务预测与估值（附表）

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7110	5789	6779	7005	7706	营业收入	7825	5805	6678	7525	8291
应收款项	2038	1865	1853	2088	2300	营业成本	3822	3346	3798	4279	4689
存货净额	945	1193	1103	1256	1448	营业税金及附加	74	113	130	146	161
其他流动资产	352	409	331	414	484	销售费用	196	243	267	293	315
流动资产合计	12352	11050	11859	12556	13731	管理费用	788	825	933	1012	1072
固定资产	5244	5841	6464	6965	7366	研发费用	708	614	694	766	828
无形资产及其他	466	430	413	396	379	财务费用	(148)	(331)	(334)	(339)	(340)
投资性房地产	1446	1431	1431	1431	1431	投资收益	138	83	83	83	83
长期股权投资	260	537	537	537	537	资产减值及公允价值变动	38	110	(31)	(31)	(31)
资产总计	19767	19289	20704	21885	23443	其他收入	(697)	(722)	(643)	(716)	(778)
短期借款及交易性金融负债	41	42	500	436	686	营业利润	2571	1079	1292	1469	1668
应付款项	454	451	448	522	577	营业外净收支	(14)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他流动负债	1306	1216	1316	1493	1614	利润总额	2557	1072	1286	1463	1662
流动负债合计	1801	1709	2264	2451	2876	所得税费用	306	137	164	186	212
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(18)	(13)	(13)	(13)	(13)
其他长期负债	456	717	842	1000	1181	归属于母公司净利润	2269	949	1135	1289	1464
长期负债合计	456	717	842	1000	1181	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	2257	2426	3106	3450	4057	净利润	2269	949	1135	1289	1464
少数股东权益	30	17	9	1	(6)	资产减值准备	2	49	40	10	8
股东权益	17480	16845	17589	18433	19392	折旧摊销	464	457	510	637	717
负债和股东权益总计	19767	19289	20704	21885	23443	公允价值变动损失	(38)	(110)	31	31	31
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(148)	(331)	(334)	(339)	(340)
每股收益	6.14	2.58	3.15	3.58	4.06	营运资本变动	274	100	442	(52)	(109)
每股红利	1.80	1.75	1.09	1.23	1.40	其它	(15)	(53)	(48)	(18)	(15)
每股净资产	47.31	45.81	48.78	51.12	53.78	经营活动现金流	2956	1392	2110	1899	2095
ROIC	14.75%	5.90%	7%	8%	8%	资本开支	0	(1194)	(1187)	(1163)	(1140)
ROE	12.98%	5.63%	6%	7%	8%	其它投资现金流	245	112	0	0	0
毛利率	51%	42%	43%	43%	43%	投资活动现金流	262	(1358)	(1187)	(1163)	(1140)
EBIT Margin	29%	11%	13%	14%	15%	权益性融资	37	0	0	0	0
EBITDA Margin	35%	19%	21%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-24%	-26%	15%	13%	10%	支付股利、利息	(665)	(642)	(392)	(445)	(505)
净利润增长率	-31%	-58%	20%	14%	14%	其它融资现金流	(106)	(70)	458	(64)	250
资产负债率	12%	13%	15%	16%	17%	融资活动现金流	(1398)	(1354)	66	(509)	(255)
股息率	2.1%	2.0%	1.2%	1.4%	1.6%	现金净变动	1820	(1321)	989	227	701
P/E	14.1	33.5	27.5	24.2	21.3	货币资金的期初余额	5290	7110	5789	6779	7005
P/B	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	7110	5789	6779	7005	7706
EV/EBITDA	12.7	30.6	24.8	20.8	18.1	企业自由现金流	0	(58)	528	320	538
						权益自由现金流	0	(128)	1112	388	927

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032