

# 新兴业务势头强劲，小分子 CDMO 保持稳健

凯莱英 (002821.SZ)

## 核心观点

2025 公司营收同比增长 14.9%，实现归母净利润 11.33 亿元，同比增长 19.3%，业绩符合预期。利润端受新兴业务板块加速增长利润率显著提升影响增长更快。公司小分子业务稳步增长，海外市场持续拓展；新兴业务中化学大分子和生物大分子营收、订单均增长迅猛，为后续业绩持续释放奠定坚实基础。至 2026 年 3 月，公司在手订单 13.85 亿美元，同比增长 31.7%，同时新签订单保持良好态势。展望 2026 年，我们看好公司小分子 CDMO 继续稳固基本盘，新兴业务保持高速增长，推动公司收入利润加速增长。

## 事件

### 公司发布 2025 年年度报告

公司发布 2025 年年度报告，实现营业收入 66.70 亿元，同比增长 14.9%，实现归母净利润 11.33 亿元，同比增长 19.3%，实现经调整净利润 12.53 亿元，同比增长 56.1%，实现经调整净利率 18.8%，同比增长 5.0 个百分点，实现毛利率 42.0%。截至 2026 年 3 月 31 日，在手订单 13.85 亿美元，同比增长 31.7%。

## 简评

### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,805	6,670	8,026	9,810	11,468
YoY	-25.4%	14.9%	20.3%	22.2%	16.9%
净利润(百万元)	949	1,133	1,259	1,761	2,111
经调整净利润(百万元)	758	1,215	1,491	1,853	2,148
YoY	-67.1%	60.4%	22.7%	24.3%	15.9%
毛利率	41.0%	41.6%	41.4%	41.9%	42.5%
净利率	16.3%	17.0%	15.7%	17.9%	18.4%
EPS(摊薄/元)	2.7	3.2	3.6	5.0	6.0
P/E(倍)	45.42	38.05	34.23	24.48	20.42
P/B(倍)	2.56	2.44	2.31	2.15	1.9

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

成雨佳

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期: 2026 年 04 月 08 日

当前股价: 100.70 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
3.28/9.04	5.78/6.84	26.41/9.34
12 月最高/最低价 (元)		122.89/61.89
总股本 (万股)		36,087.50
流通 A 股 (万股)		31,704.39
总市值 (亿元)		355.09
流通市值 (亿元)		319.26
近 3 月日均成交量 (万)		419.48

主要股东

ASYMCHEM

LABORATORIES, INCORPORA 31.93%

TED

### 股价表现



### 相关研究报告

### 营收利润符合预期，在手订单加速增长

公司 2025 年实现营收 66.70 亿元，同比增长 14.9%，归母净利润 11.33 亿元，同比增长 19.3%，实现经调整净利润 12.53 亿元，同比增长 56.1%，毛利率 42.0%，营收利润符合预期。公司净利润增速超过营收增速主要得益于降本增效措施显现、新业务交付规模扩大及产能利用率爬坡提升等因素。单 Q4 公司实现营收 20.4 亿元，同比增长 22.6%，实现归母净利润 3.32 亿元，同比增长 39.3%。截止 2026 年 3 月 31 日，公司在手订单达 13.85 亿美元，同比增长 31.7%，新签订单保持良好态势。

以客户类型来看，25 年公司实现跨国大制药公司收入 29.16 亿元，同比增长 8.4%，实现中小制药公司收入 37.55 亿元，同比增长 20.6%；2025 年实现海外收入 49.21 亿元，同比增长 14.9%，其中来自境外的新兴业务收入 8.52 亿元，同比增长超 240%，主要由于海外市场需求和整体订单价格水平均呈现积极态势。实现国内收入 17.49 亿元，同比增长 15.1%。25 年持续开拓全球市场，新增客户超 300 家。

### 小分子业务保持稳健，新兴业务驱动公司加速增长

小分子业务 2025 年实现营收 47.35 亿元，同比增长 3.6%，毛利率 46.8% 维持较高水平。25 年公司交付商业化项目 59 个、临床及临床前项目 515 个，其中包含 70 个临床三期项目。根据在手订单预计 2026 年小分子 PPQ 项目达 16 个，持续推进的 PPQ 项目有望为小分子 CDMO 稳健增长打下坚实基础。

新兴业务 2025 年实现营收 19.29 亿元，同比增长 57.3%，实现毛利率 30.1%，同比增长 8.4 个百分点，盈利能力持续改善，其中境外收入 8.52 亿元，同比增长超 240%。新兴业务中：1) 化学大分子表现亮眼，实现营收 10.28 亿元，同比增长 123.7%，在手订单金额同比增长 127.6%，其中境外占比 58.4%。服务处于临床阶段的多肽药物 52 个，其中减重项目 19 个，有 8 个处于临床后期，25 年公司首个多肽项目实现商业化供货，26 年预计 4 个项目进入 PPQ 阶段。截至 26 年 3 月，多肽固相反应合成总产能为 45,000L，预计 2026 年底将进一步增至 69,000L。25 年 6 个 ADC 项目处于 PPQ 阶段，预计 26 年有 4 个项目有望进入商业化阶段：

2) 生物药 CDMO 实现营收 2.94 亿元，同比增长 95.8%，在手订单金额同比增长 55.6%，其中境外占比 39.9%，2025 年公司共计执行 130 个项目，其中 5 个 BLA 项目，46 个 IND 项目，且顺利完成首个 PPQ 生产。此外，新建设的奉贤一期商业化抗体车间实现投产，商业化 ADC 车间预计 2026 年第二季度交付，将进一步扩充 ADC 商业化产能：

3) 制剂业务实现营收 2.84 亿元，在手订单增长 49.1%。25 年新增 7 个制剂商业化项目，累计已有 9 个制剂商业化项目，其中有 2 个项目供应海外市场，国际化步伐持续加快。在产能建设方面，β-内酰胺固体制剂车间与预充针制剂车间顺利投入 GMP 使用并实现多个项目交付，商业化 BFS 车间及卡式瓶制剂车间建设按计划推进，预计 26Q2 投入使用，PSD-3 喷雾干燥车间启动建设，预计 2026 年年底投入使用。

**26 年展望：**2025 年公司重新进入业绩增长通道，营收利润均实现双位数增长，新签订单保持良好态势，在手订单加速增长。在小分子业务领域，公司不断提升效率，保持较高毛利率水平，稳步推进海外产能建设，做好业绩增长的基本盘。在新兴业务领域，公司持续加深在热门领域如多肽、小核酸、XDC 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，26 年有望维持这一趋势，同时随着公司产能爬坡以及海外订单陆续交付，新兴业务板块毛利率有望进一步提高。26 年公司预计经营业绩有望加速增长，全年实现营收 19%-22%。

### 财务分析：期间费用率有所下降，资本开支持续增加

25 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 3.2%、12.0% 及 8.9%，同比-1.0pp、-2.6pp 及 -1.7pp，

期间费用率下降明显，主要由于公司持续落实降本增效措施，同时营业收入持续增长。2025 年资本开支 12.70 亿元，占营收比重 19.0%，全年资本开支较 24 年小幅上升，主要用于国内各业务领域的产能建设。随着业务持续向好，公司将积极推进产能建设，预计 2026 年 Capex 约为 21 亿元。

**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 2026-2028 年收入分别为 80.3 亿元、98.1 亿元、114.7 亿元，同比增速分别为 20.3%、22.2%、16.9%；归母净利润分别为 12.6 亿元、17.6 亿元和 21.1 亿元，经调整归母净利润分别为 14.9 亿元、18.5 亿元和 21.5 亿元，同比增速分别为 22.7%、24.3% 和 15.9%，对应当前股价的 PE 为 34、24、20 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

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。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。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

### 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。

### 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。

**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