

2026年04月02日

证券研究报告·2025年年报点评

凯莱英(002821)医药生物

当前价: 126.65元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新兴业务成长兑现, 小分子 CDMO 稳健向上

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报, 2025 年全年公司实现营收 66.7 亿元, 同比增长 14.9%, 恒定汇率下同比增长 16.8%; 实现归母净利润 11.3 亿元, 同比增长 19.4%; 实现经调整净利润 12.5 亿元, 同比增长 56.1%。
- **小分子 CDMO 稳健向上。** 公司 2025 年小分子 CDMO 实现收入 47.4 亿元, 同比+3.6%, 毛利率 46.8%。全年交付商业化项目 59 个、临床及临床前项目 515 个(其中临床 III 期项目 70 个)。预计 2026 年公司小分子验证批阶段(PPQ)项目达 16 个。
- **新兴业务: 化学大分子与生物大分子高速增长; 临床 CRO 复苏; 制剂持续拓展。盈利能力显著提升。** 公司新兴业务 2025 年实现收入 19.3 亿元(57.3%)。分业务来看, 1) **化学大分子业务:** 全年实现收入 10.3 亿元, 同比增长 123.7%, 且截至年报披露日, 在手订单金额同比增长 127.6%。多肽临床阶段项目 52 个, 19 个减重相关临床阶段项目(8 个处于临床后期), 另有 1 个处于商业化阶段; 寡核酸服务临床阶段项目 69 个, 其中有 20 个处于临床后期。毒素连接体业务服务临床阶段项目 36 个。产能方面, 2025 年末多肽固相合成产能 45000L, 预计 2026 年底将达 69000L, 寡核苷酸产能 120mol, 预计 2026 年年中 180mol。2) **生物大分子业务:** 全年实现收入 2.9 亿元, 同比增长 95.8%, 截至年报日在手订单金额增长 55.6%, 全年共计执行 130 个项目。新增产能方面, 奉贤一期抗体车间已投产, ADC 车间预计 2026Q2 交付。3) **临床 CRO 业务:** 全年实现收入 2.8 亿元, 同比增长 26.5%, 已展现出复苏态势; 4) **制剂业务:** 全年实现收入 2.8 亿元, 同比增长 18.4%, 持续拓展新型制剂项目, 产能建设稳步推进; 5) **合成生物与新技术输出业务板块,** 公司 CSBT 新增合作客户 34 家。盈利能力方面, 新兴业务板块 2025 年毛利率 30.1% (+8.5pp), 未来或将随产能利用率提升、海外收入占比提高而进一步提升。
- **盈利预测:** 我们预计 2026-2028 年公司营业收入增速分别为 21%、22%、22%, 归母净利润增速分别为 25%、24%、25%。
- **风险提示:** 需求不及预期、汇率波动等风险。

| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,670 | 8,081 | 9,836 | 11,961 |
| 增长率 | 14.91% | 21.15% | 21.71% | 21.60% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,133 | 1,418 | 1,755 | 2,192 |
| 增长率 | 19.35% | 25.17% | 23.78% | 24.89% |
| 每股收益 EPS(元) | 3.16 | 3.93 | 4.86 | 6.07 |
| 净资产收益率 ROE | 6.42% | 7.72% | 9.08% | 10.63% |
| PE | 29 | 32 | 26 | 21 |
| PB | 1.90 | 2.49 | 2.37 | 2.22 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 3.61 |
| 流通 A 股(亿股) | 3.17 |
| 52 周内股价区间(元) | 61.89-126.65 |
| 总市值(亿元) | 457.05 |
| 总资产(亿元) | 202.77 |
| 每股净资产(元) | 48.91 |

相关研究

1. 凯莱英(002821): 小分子稳健向上, 生物大分子与化学大分子快速增长 (2025-08-29)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司小分子 CDMO 业务在全球范围内具有极强的竞争力，随着优质商业化项目的稳步推进，公司小分子 CDMO 有望保持稳健增长，预计 2026-2028 年公司小分子 CDMO 收入增速分别为 6%、6%及 6%，毛利率稳定在 46.8%、46.8%、46.8%。

假设 2：考虑到公司化学大分子业务在多肽、寡核苷酸新药研发与商业化需求刺激下的快速起量、生物大分子业务随 ADC 行业发展加速成长、制剂及技术输出业务持续拓展、临床 CRO 的复苏与触底，同时结合公司新兴业务产能的投放与爬坡、在手订单的快速增长，预计 2026-2028 年公司新兴业务收入增速分别为 58.4%、47.6%、40%，随产能利用率提升、海外收入占比提高，毛利率分别为 32%、35%、38%。

假设 3：其他收入保持稳定，预计 2026-2028 年收入维持在 6.4 亿元，毛利率维持在 39.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司分类收入及毛利率预测

| 单位：百万元 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|-----|--------|--------|--------|---------|
| 小分子 CDMO | 收入 | 4734.7 | 5018.7 | 5319.9 | 5639.0 |
| | 增速 | 3.6% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| | 毛利率 | 46.8% | 46.8% | 46.8% | 46.8% |
| 新兴业务 | 收入 | 1929.1 | 3056.1 | 4509.8 | 6315.5 |
| | 增速 | 57.3% | 58.4% | 47.6% | 40.0% |
| | 毛利率 | 30.1% | 32.0% | 35.0% | 38.0% |
| 其他 | 收入 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |
| | 增速 | -15.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利率 | 39.1% | 39.1% | 39.1% | 39.1% |
| 合计 | 收入 | 6670.2 | 8081.2 | 9836.1 | 11960.9 |
| | 增速 | 14.9% | 21.2% | 21.7% | 21.6% |
| | 毛利率 | 42.0% | 41.2% | 41.4% | 42.2% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 80.8 亿元（+21.2%）、98.4 亿元（+21.7%）和 119.6 亿元（+21.6%），归母净利润分别为 14.2 亿元（+25.2%）、17.6 亿元（+23.8%）、21.9 亿元（+24.9%），EPS 分别为 3.93 元、4.86 元、6.07 元，对应动态 PE 分别为 32 倍、26 倍、21 倍。

风险提示

需求不及预期、汇率波动等风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 现金流量表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 6,670 | 8,081 | 9,836 | 11,961 | 净利润 | 1,127 | 1,410 | 1,746 | 2,180 |
| 营业成本 | 3,869 | 4,750 | 5,764 | 6,918 | 折旧与摊销 | 575 | 625 | 695 | 765 |
| 营业税金及附加 | 63 | 77 | 93 | 114 | 财务费用 | 19 | 11 | 11 | 11 |
| 销售费用 | 210 | 255 | 310 | 377 | 资产减值损失 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| 管理费用 | 765 | 889 | 1,082 | 1,316 | 经营营运资本变动 | -294 | -377 | -467 | -122 |
| 财务费用 | -66 | -145 | -162 | -135 | 其他 | -150 | -102 | -125 | -160 |
| 资产减值损失 | -60 | -60 | -60 | -60 | 经营活动现金流净额 | 1,408 | 1,699 | 1,991 | 2,806 |
| 投资收益 | 89 | 108 | 131 | 160 | 资本支出 | -1,270 | -2,130 | -2,130 | -2,124 |
| 公允价值变动损益 | 22 | 0 | 0 | 0 | 其他 | 637 | 108 | 131 | 160 |
| 其他经营损益 | 85 | 103 | 125 | 153 | 投资活动现金流净额 | -633 | -2,022 | -1,999 | -1,964 |
| 营业利润 | 1,297 | 1,616 | 1,999 | 2,489 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营损益 | -11 | -6 | -6 | 0 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,286 | 1,610 | 1,993 | 2,489 | 股权融资 | 176 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税 | 160 | 200 | 248 | 309 | 支付股利 | -395 | -661 | -811 | -911 |
| 净利润 | 1,127 | 1,410 | 1,746 | 2,180 | 其他 | -126 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | -6 | -7 | -9 | -11 | 筹资活动现金流净额 | -345 | -661 | -811 | -911 |
| 归属母公司股东净利润 | 1,133 | 1,418 | 1,755 | 2,192 | 现金流量净额 | 394 | -1,019 | -819 | -69 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 财务分析指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 货币资金 | 6,321 | 5,302 | 4,483 | 4,414 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2,103 | 2,478 | 2,960 | 3,557 | 销售收入增长率 | 14.91% | 21.15% | 21.71% | 21.60% |
| 存货 | 1,471 | 1,746 | 2,071 | 2,450 | 营业利润增长率 | 20.27% | 24.60% | 23.69% | 24.49% |
| 其他流动资产 | 174 | 174 | 174 | 174 | 净利润增长率 | 19.35% | 25.17% | 23.78% | 24.89% |
| 长期股权投资 | 573 | 573 | 573 | 573 | EBITDA 增长率 | 44.62% | 22.99% | 20.87% | 23.46% |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 6,323 | 7,854 | 9,315 | 10,705 | 毛利率 | 41.99% | 41.22% | 41.40% | 42.17% |
| 无形资产和开发支出 | 422 | 413 | 405 | 397 | 三费率 | 13.64% | 12.36% | 12.51% | 13.03% |
| 其他非流动资产 | 446 | 446 | 446 | 446 | 净利率 | 16.89% | 17.45% | 17.75% | 18.23% |
| 资产总计 | 20,277 | 21,430 | 22,875 | 25,173 | ROE | 6.42% | 7.72% | 9.08% | 10.63% |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROA | 5.59% | 6.62% | 7.67% | 8.71% |
| 应付和预收款项 | 589 | 723 | 877 | 1,495 | ROIC | 5.49% | 6.87% | 8.17% | 9.86% |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA/销售收入 | 25.48% | 25.87% | 25.69% | 26.08% |
| 其他负债 | 2,042 | 2,336 | 2,681 | 3,082 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2,631 | 3,059 | 3,559 | 4,577 | 总资产周转率 | 0.34 | 0.39 | 0.44 | 0.50 |
| 股本 | 361 | 361 | 361 | 361 | 固定资产周转率 | 1.58 | 1.72 | 1.93 | 2.20 |
| 资本公积 | 9,067 | 9,067 | 9,067 | 9,067 | 应收账款周转率 | 3.55 | 3.82 | 3.92 | 3.98 |
| 留存收益 | 9,025 | 9,757 | 10,712 | 12,003 | 存货周转率 | 2.90 | 2.95 | 3.02 | 3.06 |
| 归属母公司股东权益 | 17,635 | 18,367 | 19,322 | 20,614 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | 11 | 4 | -6 | -17 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 17,646 | 18,371 | 19,317 | 20,597 | 资产负债率 | 12.98% | 14.27% | 15.56% | 18.18% |
| 负债和股东权益合计 | 20,277 | 21,430 | 22,875 | 25,173 | 带息债务/总负债 | 11.75% | 10.11% | 8.69% | 6.76% |
| | | | | | 流动比率 | 5.85 | 4.66 | 3.86 | 3.10 |
| | | | | | 速动比率 | 4.80 | 3.66 | 2.90 | 2.28 |
| | | | | | 股利支付率 | 41.29% | 45.85% | 45.59% | 41.07% |
| 业绩和估值指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 1,700 | 2,090 | 2,527 | 3,119 | 每股收益 | 3.16 | 3.93 | 4.86 | 6.07 |
| PE | 29 | 32 | 26 | 21 | 每股净资产 | 48.91 | 50.90 | 53.54 | 57.12 |
| PB | 2 | 2 | 2 | 2 | 每股经营现金 | 3.90 | 4.71 | 5.52 | 7.77 |
| PS | 5 | 6 | 5 | 4 | 每股股利 | 1.30 | 2.05 | 2.52 | 2.84 |
| EV/EBITDA | 16 | 19 | 16 | 13 | | | | | |
| 股息率 | 1.40% | 1.62% | 1.99% | 2.24% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 手机 | 邮箱 |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 崔露文 | 销售岗 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售岗 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售岗 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 销售岗 | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售岗 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售岗 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
| | 张嘉诚 | 销售岗 | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 北京销售主管兼销售岗 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售岗 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售岗 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |

| | | | | |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
| | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| | 高欣 | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lzs@swsc.com.cn |
| | 黄诗洁 | 销售岗 | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn |