

凯莱英 (002821)

证券研究报告
2026年04月15日

新兴业务加速放量，订单与产能共振支撑成长

事件：近日，公司发布 2025 年年度报告，公司实现营业总收入 66.70 亿元，同比增长 14.91%，恒定汇率下同比增长 16.78%，其中第四季度实现营业收入 20.40 亿元，环比第三季度增长 41.53%，同比增长 22.59%，恒定汇率下同比增长 30.84%。2025 年归母净利润为 11.33 亿元，同比增长 19.35%；扣非归母净利润 10.37 亿元，同比增长 22.01%。

降本增效，各费用率同比均下降

公司持续推进降本增效措施，2025 年全年利润端表现优于收入端，盈利能力持续提升。从费用端看，费用率整体呈下降趋势。2025 年销售费用为 2.10 亿元，销售费用率为 3.15%，同比下降约 1.04 pct；管理费用为 7.65 亿元，管理费用率为 11.47%，同比下降约 2.75 pct；研发费用为 5.93 亿元，研发费用率为 8.89%，同比下降约 1.70pct。公司费用结构优化，推动净利润增速高于收入增速，经营质量进一步提升。

小分子业务经营稳健，新兴业务进入加速放量阶段

分业务看，公司小分子 CDMO 业务 2025 年实现收入 47.35 亿元，同比增长 3.59%，毛利率 46.83%，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，仍是公司业绩与利润的核心基本盘。与此同时，新兴药物成为新的增量引擎，新兴业务实现收入 19.29 亿元，同比增长 57.30%，整体毛利率 30.12%，同比提升 8.45 个百分点，收入增速和盈利能力同步改善，已成为公司重要增长引擎。

其中，化学大分子 CDMO 业务实现收入 10.28 亿元，同比增长 123.72%，在手订单同比增长 127.59%；生物大分子 CDMO 业务实现收入 2.94 亿元，同比增长 95.76%，在手订单同比增长 55.56%；制剂 CDMO 业务实现收入 2.84 亿元，同比增长 18.44%，在手订单同比增长 49.13%；临床 CRO 业务实现收入 2.82 亿元，同比增长 26.53%。多肽、寡核苷酸、ADC 等方向持续发展，表明公司正从传统小分子优势平台向多技术平台加速升级。

在手订单充足，全球化与产能建设为后续增长提供支撑

截至 2026 年 3 月 30 日，不含 2025 年已确认收入，公司在手订单总额 13.85 亿美元，同比增长 31.65%，其中化学大分子和生物大分子业务订单增长迅猛，为后续业绩增长奠定较强基础。公司 2025 年新增客户超 300 家，来自大制药公司收入 29.16 亿元，同比增长 8.36%；来自中小制药公司收入 37.55 亿元，同比增长 20.57%，客户结构更趋多元。区域上，境外客户收入 49.21 亿元，同比增长 14.85%，境内客户收入 17.49 亿元，同比增长 15.09%，显示公司全球市场拓展成效持续显现。

产能方面，公司持续推进多肽、寡核苷酸及高活产能建设。2025 年一栋 OEB5 厂房和研发楼建成并投入使用；多肽固相反应合成总产能已达 45,000L，公司预计 2026 年底增至 69,000L；寡核苷酸产能达 120mol，预计 2026 年 6 月底增至 180mol。小分子方面，根据在手订单预计 2026 年小分子 PPQ 项目有 16 个；多肽业务预计 2026 年 PPQ 项目有 4 个，毒素连接体业务预计 2026 年有 4 个项目陆续进入商业化阶段。

盈利预测与投资评级

考虑到公司新兴业务增长迅猛，我们将公司 2026-2027 年收入从 76.17、87.82 亿元上调至 80.07、98.09 亿元，预计 2028 年收入为 119.21 亿元；公司降本增效，将 2026-2027 年归母净利润从 13.10 和 15.32 上调至 13.60、19.28 亿元，预计 2028 年归母净利润为 24.50 亿元。维持“增持”评级。

风险提示：政策变动风险，研发失败风险，经营风险，市场竞争加剧风险

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	117.85 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	333.04
流通 A 股股本(百万股)	317.00
A 股总市值(百万元)	39,248.82
流通 A 股市值(百万元)	37,358.44
每股净资产(元)	48.91
资产负债率(%)	12.98
一年内最高/最低(元)	129.80/61.53

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《凯莱英-季报点评:2025Q1 收入和利润率均稳健增长,新兴业务毛利率上升》2025-04-28
- 《凯莱英-年报点评报告:新签订单持续增长,化学大分子等新兴业务有望成为新增长点》2025-04-23
- 《凯莱英-季报点评:2023Q1 营收增长稳健,看好常规业务持续高增》2023-05-08

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,804.66	6,670.18	8,006.64	9,808.56	11,920.87
增长率(%)	(25.82)	14.91	20.04	22.51	21.54
EBITDA(百万元)	1,926.74	2,425.32	1,929.67	2,602.67	3,163.27
归属母公司净利润(百万元)	948.95	1,132.57	1,360.12	1,928.34	2,450.26
增长率(%)	(58.17)	19.35	20.09	41.78	27.07
EPS(元/股)	2.58	3.14	3.77	5.34	6.79
市盈率(P/E)	45.67	37.52	31.27	22.05	17.36
市净率(P/B)	2.57	2.41	2.27	2.11	1.90
市销率(P/S)	7.47	6.37	5.31	4.34	3.57
EV/EBITDA	9.95	10.15	16.94	12.06	9.24

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,789.41	6,320.95	7,272.20	8,480.53	10,597.72	营业收入	5,804.66	6,670.18	8,006.64	9,808.56	11,920.87
应收票据及应收账款	1,837.28	1,977.49	2,248.24	1,566.20	2,407.43	营业成本	3,345.83	3,869.30	4,748.07	5,834.99	6,939.79
预付账款	89.16	125.05	130.04	186.04	191.62	营业税金及附加	112.74	63.39	75.26	92.20	112.06
存货	1,193.35	1,470.88	1,430.72	1,486.78	1,597.57	销售费用	243.39	210.44	224.19	225.60	298.02
其他	2,140.99	1,611.96	1,575.09	1,676.01	1,739.47	管理费用	825.22	764.78	888.74	882.77	1,072.88
流动资产合计	11,050.18	11,506.34	12,656.29	13,395.56	16,533.81	研发费用	614.49	593.26	800.66	882.77	1,072.88
长期股权投资	536.59	573.47	614.04	658.67	707.76	财务费用	(330.75)	(65.63)	(227.82)	(264.01)	(319.75)
固定资产	3,973.95	4,496.05	4,541.45	4,742.59	4,643.35	资产/信用减值损失	(76.56)	(130.82)	(78.45)	(95.28)	(101.52)
在建工程	1,866.78	1,827.25	2,078.83	2,328.20	2,482.00	公允价值变动收益	39.57	21.96	55.83	58.62	61.55
无形资产	430.17	421.80	408.02	394.24	380.46	投资净收益	82.56	89.05	3.00	4.00	5.00
其他	1,430.90	1,452.56	1,381.52	1,312.99	1,237.86	其他	39.36	82.54	53.25	58.61	58.44
非流动资产合计	8,238.38	8,771.13	9,023.87	9,436.68	9,451.43	营业利润	1,078.67	1,297.37	1,531.18	2,180.19	2,768.47
资产总计	19,288.56	20,277.47	21,680.16	22,832.23	25,985.24	营业外收入	0.77	0.15	6.00	2.31	2.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	7.06	11.14	2.70	6.96	6.93
应付票据及应付账款	450.85	589.04	1,389.32	469.60	1,852.92	利润总额	1,072.38	1,286.39	1,534.48	2,175.53	2,764.36
其他	1,258.50	1,379.45	972.60	1,600.04	1,210.64	所得税	136.63	159.74	191.81	271.94	345.54
流动负债合计	1,709.35	1,968.49	2,361.92	2,069.64	3,063.56	净利润	935.76	1,126.64	1,342.67	1,903.59	2,418.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(13.19)	(5.93)	(17.45)	(24.75)	(31.44)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	948.95	1,132.57	1,360.12	1,928.34	2,450.26
其他	716.64	662.84	611.95	663.81	646.20	每股收益(元)	2.58	3.14	3.77	5.34	6.79
非流动负债合计	716.64	662.84	611.95	663.81	646.20						
负债合计	2,425.98	2,631.33	2,973.87	2,733.45	3,709.76	主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	17.19	11.04	(2.92)	(22.59)	(49.78)	成长能力					
股本	367.72	360.56	360.87	360.87	360.87	营业收入	-25.82%	14.91%	20.04%	22.51%	21.54%
资本公积	9,396.27	9,066.93	9,066.93	9,066.93	9,066.93	营业利润	-58.04%	20.27%	18.02%	42.39%	26.98%
留存收益	8,286.98	9,024.52	10,112.62	11,644.80	13,763.91	归属于母公司净利润	-58.17%	19.35%	20.09%	41.78%	27.07%
其他	(1,205.58)	(816.91)	(831.21)	(951.23)	(866.45)	获利能力					
股东权益合计	16,862.57	17,646.14	18,706.29	20,098.78	22,275.48	毛利率	42.36%	41.99%	40.70%	40.51%	41.78%
负债和股东权益总计	19,288.56	20,277.47	21,680.16	22,832.23	25,985.24	净利率	16.35%	16.98%	16.99%	19.66%	20.55%
						ROE	5.63%	6.42%	7.27%	9.58%	10.98%
						ROIC	9.02%	13.42%	13.05%	18.90%	23.88%
						偿债能力					
						资产负债率	12.58%	12.98%	13.72%	11.97%	14.28%
						净负债率	-34.08%	-35.52%	-38.66%	-41.97%	-47.37%
						流动比率	6.46	5.85	5.36	6.47	5.40
						速动比率	5.77	5.10	4.75	5.75	4.88
						营运能力					
						应收账款周转率	3.02	3.50	3.79	5.14	6.00
						存货周转率	5.43	5.01	5.52	6.72	7.73
						总资产周转率	0.30	0.34	0.38	0.44	0.49
						每股指标(元)					
						每股收益	2.58	3.14	3.77	5.34	6.79
						每股经营现金流	3.41	3.90	5.27	7.32	7.75
						每股净资产	45.81	48.91	51.84	55.76	61.86
						估值比率					
						市盈率	45.67	37.52	31.27	22.05	17.36
						市净率	2.57	2.41	2.27	2.11	1.90
						EV/EBITDA	9.95	10.15	16.94	12.06	9.24
						EV/EBIT	13.04	12.73	23.71	15.59	11.46

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	935.76	1,126.64	1,360.12	1,928.34	2,450.26
折旧摊销	480.31	516.29	550.83	589.68	614.77
财务费用	(224.31)	19.26	(227.82)	(264.01)	(319.75)
投资损失	(82.56)	(89.05)	(3.00)	(4.00)	(5.00)
营运资金变动	353.27	(191.68)	183.89	358.95	26.40
其它	(208.12)	26.13	38.37	33.87	30.11
经营活动现金流	1,254.34	1,407.59	1,902.40	2,642.83	2,796.79
资本支出	1,034.46	1,057.23	884.93	974.54	673.17
长期投资	276.44	36.88	40.57	44.63	49.09
其他	(2,495.24)	(1,727.31)	(1,810.38)	(2,210.79)	(1,480.54)
投资活动现金流	(1,184.33)	(633.20)	(884.89)	(1,191.63)	(758.28)
债权融资	332.21	76.11	216.26	268.22	320.79
股权融资	(1,347.48)	52.17	(282.52)	(511.10)	(242.11)
其他	(912.92)	(473.12)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(1,928.19)	(344.83)	(66.26)	(242.88)	78.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,858.18)	429.55	951.25	1,208.32	2,117.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com