

2026年4月16日

凯莱英（6821.HK）：小分子 CDMO 稳步增长，新业务拓展顺利

民银国际研究团队

分析师： 赵则芬

电话： 37288029

Email: jennyzhao@cmbcint.com

评级

买入

凯莱英（6821.HK）

目标价（港元）	135.59
潜在升幅/降幅	+37.45%
目前股价（港元）	98.65
52 周内股价区间（港元）	116.60 / 39.31
总市值（亿港元）	476
近 3 月日均成交额（百万港元）	37.62

注：截至 2026 年 3 月 20 日收盘价

股价表现



资料来源：wind、民银国际

小分子 CDMO 奠定基础，口服减肥药带来新机遇：

凯莱英的基石业务为小分子 CDMO 服务，2018-2022 年营收占比约 90%。新冠期间，公司深度切入大药企核心供应链，2023 年大订单已全部交付，小分子 CDMO 业务受大订单退潮的影响削弱，根据在手订单预计 2026 年小分子 PPQ 项目达 16 个，为小分子 CDMO 业务稳步增长奠定基础；4 月 1 日礼来口服 GLP-1 小分子 Orforglipron 获批，2025 年全球 GLP-1 销售额实现 748 亿美元，O 药生产难度高，生产外包需求大，公司作为过往 MNC 公司制剂 CDMO 合作方，充分受益。

新兴业务多赛道突破，驱动业绩加速成长：

公司的新兴业务涵盖化学大分子 CDMO、生物大分子 CDMO、制剂 CDMO、临床 CRO、技术输出和合成生物技术六大新兴业务。新兴业务 2025 年实现营收 19.29 亿元，同比增长 57.3%。其中化学大分子 CDMO 业务实现营收 10.3 亿元，同比增长 123.7%，在手订单同比上升 127.6%，受益于全球 GLP-1 减重药物研发热潮，公司临床阶段的多肽药物达 52 个，其中减重相关项目 19 个，8 个处于临床后期；寡核苷酸业务处于快速发展期，公司服务临床阶段项目 69 个，其中 20 个处于临床后期；ADC 毒素连接子业务商业化进程加速，公司预计 2026 年将有 4 个项目进入商业化；2025 年生物大分子 CDMO 实现营收 2.9 亿元，同比跃升 95.8%，在手订单同比增长 55.6%，ADC 商业化车间将于 2026Q2 交付，扩充 ADC 商业化产能；制剂 CDMO 和临床 CRO 业务保持稳健增长，2025 年分别实现营收 2.84 亿元和 2.82 亿元，分别同比增长 18.44% 及 26.53%。

首次覆盖凯莱英并给予买入评级，目标价 135.59 港元：

我们预计公司 2026E-2028E 营收分别为 80.40/93.74/110.52 亿元，同比分别 +20.5%/+16.6%/+17.9%，毛利率分别为 42.80%/43.40%/44.10%，归母净利润为 14.19/17.13/21.52 亿元，同比+25.3%/+20.7%/25.6%。现价对应 26E PE 为 25.09 倍，目标价对应 26E PE 为 30 倍。

表：盈利预测和财务指标

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,805	6,670	8,040	9,374	11,052
收入同比增速	-25.4%	14.9%	20.5%	16.6%	17.9%
归母净利润	949	1,133	1,419	1,713	2,152
归母净利润同比增速	-58.2%	19.4%	25.3%	20.7%	25.6%
EPS（元）	2.69	3.16	3.93	4.75	5.96
PE@98.65HKD	19.13	22.53	25.09	20.78	16.54

目 录

第一部分：公司分析.....	5
一、凯莱英（6821.HK）：小分子 CDMO 奠定基础，新业务拓展成效渐显.....	5
（一）小分子 CDMO 业务奠定基础，快速拓展新业务.....	5
（二）全球拓展顺利，扩大日本和欧洲市场.....	6
二、小分子业务技术全球领先，战略切入口服小分子减肥药产业链.....	6
（一）小分子 CDMO 市场稳步增长，医药外包市场预计持续扩容.....	7
（二）大订单影响削弱，新签订单稳步提升.....	8
（三）不断完善技术工艺，持续赋能在研管线.....	9
（四）口服小分子减肥药产业链，受益于减重市场商业化潜力.....	11
三、新兴业务多点开花，化学大分子和生物大分子订单快速提升.....	12
（一）化学大分子 CDMO：业绩表现两眼，在手订单跃升.....	13
（二）生物大分子 CDMO：ADC 业务快速增长，收获丰富.....	15
（三）临床 CRO：一站式服务能力强，布局前沿领域.....	17
（四）制剂 CDMO：新产能落地，收入稳步增长.....	17
四、盈利能力及人效领先，持续驱动研发.....	18
第二部分、盈利预测和估值.....	19
一、盈利预测与关键假设.....	19
二、可比公司估值和投资评级.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图 1: 2020-2025 年营收及同比增速.....	5
图 2: 2021-2025 年营收划分	5
图 3: 2020-2025 年归母净利润及同比增速.....	6
图 4: 2020-2025 年公司毛利率	6
图 5: 2020-2025 年国内及海外收入占比.....	6
图 6: 2022-2025 年分地区收入构成.....	6
图 7: 全球小分子 CDMO 业务市场规模	7
图 8: 全球医药外包率	7
图 9: 各公司小分子 CDMO 业务板块营收.....	8
图 10: 各公司小分子 CDMO 业务板块毛利率.....	8
图 11: 公司小分子 CDMO 大订单收入	9
图 12: 公司在手订单	9
图 13: 公司小分子 CDMO 各阶段项目数.....	9
图 14: 公司小分子 CDMO 各阶段收入占比.....	9
图 15: 公司硝化连续反应设备.....	10
图 16: 公司生物酶催化技术平台.....	11
图 17: 主要 GLP-1 类产品年度销售额.....	12
图 18: 公司新兴业务概览	12
图 19: 2021-2025 年新兴业务收入.....	13
图 20: 2021-2025 年新兴业务毛利率.....	13
图 21: 全球多肽药物市场规模.....	14
图 22: 国内多肽药物市场占比（按是否 GLP-1 划分）	14
图 23: 全球寡核苷酸 CDMO 市场规模	15
图 24: 中国寡核苷酸 CDMO 市场规模	15
图 25: 全球 ADC 药物市场规模	17
图 26: 全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场规模.....	17
图 27: 公司研发费用及研发费用率.....	19
图 28: 公司研发人员及占比.....	19
图 29: 凯莱英收入拆分和盈利预测.....	20
图 30: 可比公司估值表	21
表 1: 公司临床前药理药效平台主要服务范围.....	10
表 2: 公司与其他多肽 CDMO 企业扩产情况.....	14
表 3: 全球部分获批的 ADC 药物及外包情况（截至 2023 年 10 月）	16
表 4: 公司制剂业务承接的项目类型.....	18
表 5: 公司制剂业务承接的项目类型.....	18

财务报表分析与预测 - 凯莱英 (6821.HK)

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	11,050	11,506	13,294	15,325	17,903
现金	3,009	6,321	7,719	9,368	11,062
应收账款及票据	1,837	1,977	2,390	2,797	3,297
存货	1,193	1,471	1,737	2,004	2,334
其他	5,011	1,737	1,448	1,156	1,210
非流动资产	8,238	8,771	8,790	8,845	8,883
固定资产	5,940	6,442	6,176	5,962	5,744
无形资产	471	841	1,105	1,354	1,590
其他	1,828	1,489	1,509	1,529	1,549
资产总计	19,289	20,277	22,084	24,169	26,786
流动负债	1,709	1,968	2,366	2,750	3,229
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	450	584	692	800	932
其他	1,260	1,384	1,674	1,950	2,298
非流动负债	717	663	663	663	663
长期债务	0	0	0	0	0
其他	717	663	663	663	663
负债合计	2,426	2,631	3,029	3,413	3,892
普通股股本	368	361	361	361	361
储备	17,684	18,113	19,532	21,245	23,397
归属母公司股东权益	16,845	17,635	19,054	20,767	22,919
少数股东权益	17	11	1	-11	-26
股东权益合计	16,863	17,646	19,055	20,756	22,893
负债和股东权益	19,289	20,277	22,084	24,169	26,786

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,254	1,410	1,527	1,752	1,983
净利润	949	1,133	1,419	1,713	2,152
少数股东权益	-13	-6	-10	-12	-15
折旧摊销	526	577	941	946	952
营运资金变动及其他	-208	-294	-822	-895	-1,106
投资活动现金流	-1,184	-633	-129	-102	-289
资本支出	-1,130	-1,022	-940	-980	-970
其他投资	-54	389	811	878	681
筹资活动现金流	-1,928	-345	0	0	0
借款增加	-38	0	0	0	0
普通股增加	-1,238	176	0	0	0
已付股利	0	0	0	0	0
其他	-651	-521	0	0	0
现金净增加额	-1,762	394	1,398	1,650	1,694

利润表(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,805	6,670	8,040	9,374	11,052
其他收入	0	0	0	0	0
营业成本	3,423	3,896	4,599	5,306	6,178
销售费用	243	210	253	281	321
管理费用	861	802	969	1,131	1,335
研发费用	614	593	772	900	1,061
财务费用	10	13	-63	-77	-94
除税前溢利	1,072	1,286	1,619	1,955	2,457
所得税	137	160	211	254	319
净利润	936	1,127	1,409	1,701	2,137
少数股东损益	-13	-6	-10	-12	-15
归属母公司净利润	949	1,133	1,419	1,713	2,152
EBIT	1,082	1,299	1,556	1,878	2,363
EBITDA	1,608	1,876	2,497	2,824	3,315
EPS (元)	2.69	3.16	3.93	4.75	5.96

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-25.40%	14.91%	20.53%	16.59%	17.90%
归属母公司净利润	-58.17%	19.35%	25.27%	20.74%	25.64%
获利能力					
毛利率	41.03%	41.59%	42.80%	43.40%	44.10%
销售净利率	16.35%	16.98%	17.65%	18.27%	19.47%
ROE	5.63%	6.42%	7.45%	8.25%	9.39%
ROIC	5.60%	6.45%	7.11%	7.87%	8.98%
偿债能力					
资产负债率	12.58%	12.98%	13.72%	14.12%	14.53%
净负债比率	-17.85%	-35.82%	-40.51%	-45.13%	-48.32%
流动比率	6.46	5.85	5.62	5.57	5.54
速动比率	5.33	4.79	4.56	4.52	4.49
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.34	0.38	0.41	0.43
应收账款周转率	3.02	3.50	3.68	3.61	3.63
应付账款周转率	7.59	7.54	7.20	7.11	7.13
每股指标(元)					
每股收益	2.69	3.16	3.93	4.75	5.96
每股经营现金流	3.41	3.91	4.23	4.85	5.49
每股净资产	45.81	48.91	52.80	57.55	63.51
估值比率					
P/E	19.13	22.53	25.09	20.78	16.54
P/B	1.12	1.46	1.87	1.71	1.55
EV/EBITDA	9.89	10.32	11.17	9.29	7.40

E = 民银国际预测

资料来源: 公司公告、Wind、民银国际预测

第一部分：公司分析

一、凯莱英(6821.HK)：小分子 CDMO 奠定基础，新业务拓展成效渐显

(一) 小分子 CDMO 业务奠定基础，快速拓展新业务

凯来英成立于 1998 年，总部位于天津经济技术开发区，是中国第二大化学药物 CDMO 企业，专注于为制药企业提供从临床早期到商业化阶段的药品全生命周期服务。公司凭借连续性反应、生物酶催化等核心因素在小分子 CDMO 业务形成技术壁垒，并逐步将业务拓展至化学大分子、制剂、临床研究服务、生物药大分子、技术输出及合成生物技术等业务，有望打开第二成长曲线。

从 2021 年起，受益于大订单交付，公司收入快速增长，2023-2024 年，大订单交付导致同期高基数及下游需求波动导致公司营收出现阶段性下滑；受新业务快速发展的拉动，叠加小分子业务持续稳健发展，2025 年公司实现营收 66.7 亿元，同比增长 14.9%。公司营收主要来自小分子 CDMO 业务，2025 年贡献收入 47 亿元，同时公司持续积极拓展与布局大分子 CDMO、制剂 CDMO、临床 CRO、生物大分子 CDMO、技术输出和合成生物技术等新兴业务板块，成为专业的全方位创新一站式定制服务平台。

2025 年公司整体业务毛利率 41.59%，其中小分子 CDMO 业务毛利率为 46.45%，新兴业务毛利率为 29.65%，主要源于新兴业务交付规模提升和产能利用率爬坡，预计随着公司各项成本管控措施的有效实施，及临床后期和商业化项目增多，公司毛利率将回归至合理水平。2025 年公司实现归母净利润 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%，经调整净利润 12.53 亿元，同比增长 56.09%。

图 1：2020-2025 年营收及同比增速

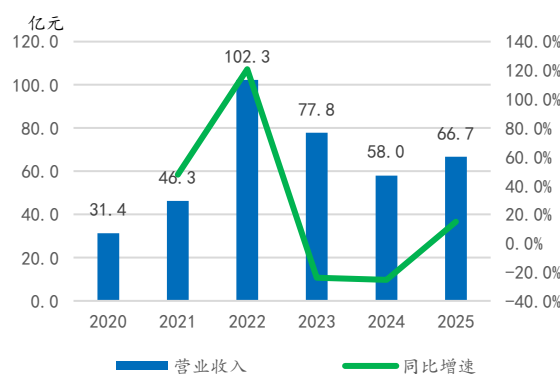
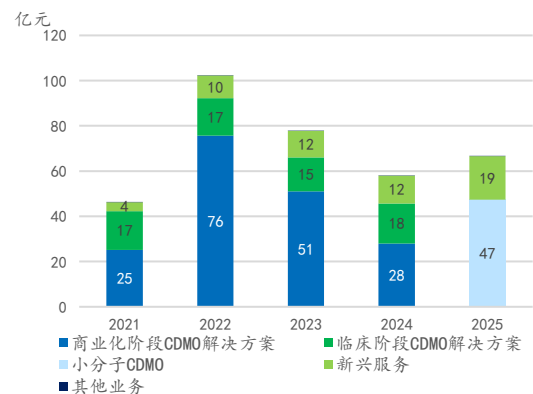


图 2：2021-2025 年营收划分



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理

图 3：2020-2025 年归母净利润及同比增速

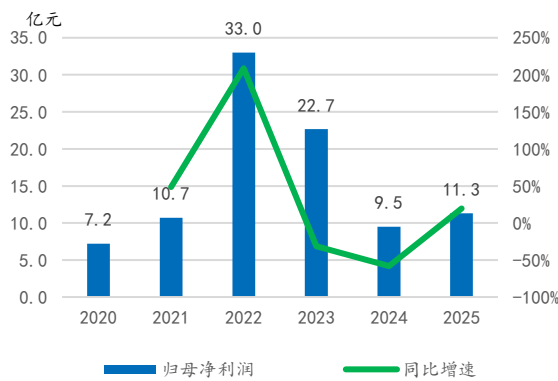
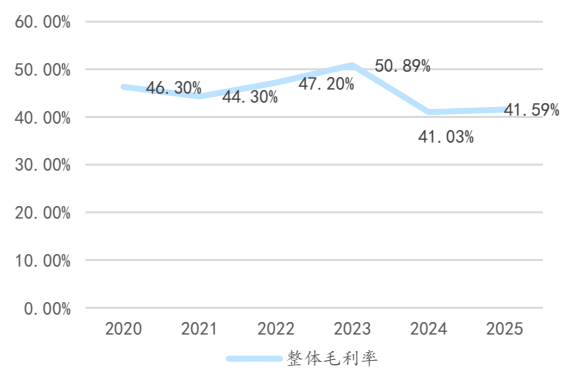


图 4：2020-2025 年公司毛利率



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理

（二）全球拓展顺利，扩大日本和欧洲市场

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。2025 年海外收入占比达 74%，其中美国市场收入占比达 51%，欧洲市场实现收入 11.98 亿元，同比增长 62.83%。2019 年中报公司提及，欧美大型制药公司的 API、制剂向亚洲转移的速度相对缓慢；2023 年年报公司展望 2024 年计划在欧洲通过自建或并购方式，获取化学小分子和化学大分子的 API 商业化产能，并建设实验室和中试生产基地，以深化与海外客户特别是跨国制药公司的合作深度。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，为全球扩张奠定基础，海外产能布局有助于公司进一步提升核心大型制药公司客户的全球管线渗透率，扩大日本及欧洲市场。

图 5：2020-2025 年国内及海外收入占比

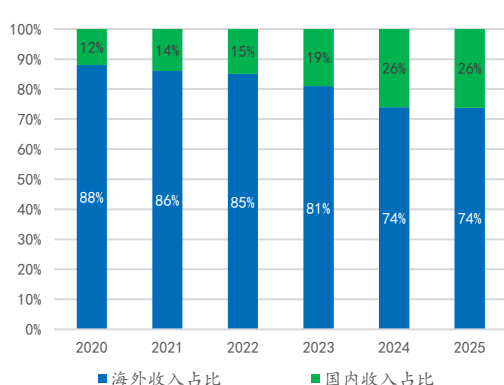
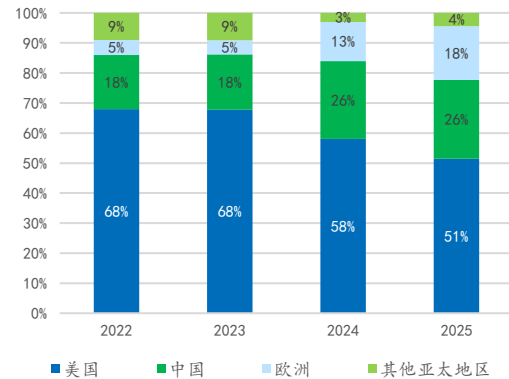


图 6：2022-2025 年分地区收入构成



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理

二、小分子业务技术全球领先，战略切入口服小分子减肥药产业链

公司小分子领域在高通量筛选、连续化学、光电化学核心技术纵深突破，将更多新技术应用到公司所服务的临床和商业化项目中，2025 年小分子 CDMO 业务实现收入 47.35 亿元，同比增长 3.59%，实现毛利率 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 79 个；参与减重相关小分子 GLP-1 临床阶段项目 5 个，其中 2 个处于临床后期，截至 2025 年，根据在手订单预计 2026 年小分子验证批（PPQ）项目有 16 个。

（一）小分子 CDMO 市场稳步增长，医药外包市场预计持续扩容

根据弗若斯特沙利文的分析，随着制药公司的研发投入增加以及外包渗透率持续提升，全球 CDMO 行业处于持续放量发展趋势，并预测小分子 CDMO 市场将由 2025 年的 550 亿美元增至 2034 年的 2,524 亿美元，2025-2034 年 CAGR 增速为 18.4%。

图 7：全球小分子 CDMO 业务市场规模

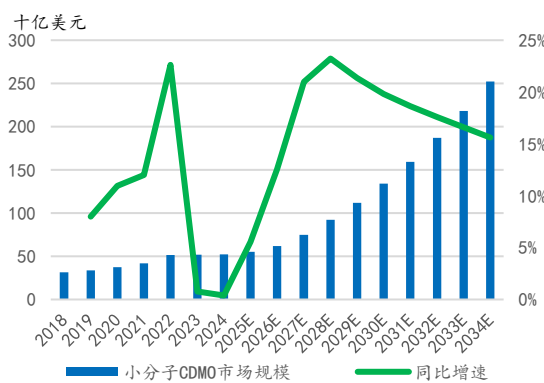
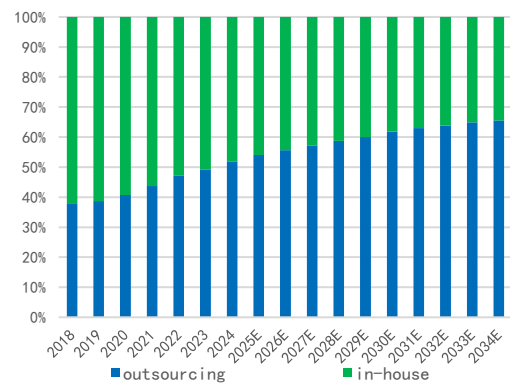


图 8：全球医药外包率



资料来源：药明康德官网、弗若斯特沙利文分析、民银国际整理

来源：药明康德官网、弗若斯特沙利文分析、民银国际整理

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低成本优势与技术升级红利快速发展，国内小分子 CDMO 市场呈现出“一级主导、梯队分化”的格局。药明康德为小分子 CDMO 领域的龙头，凯莱英、博腾股份、康龙化成则属于第二梯队。

在 CDMO 行业的定价模式上，公司通常采取“成本加成”的报价方式，但若项目涉及公司自主研发并具有差异化优势的新技术，报价中则会额外体现技术价值，形成溢价空间。近年来，公司的小分子 CDMO 业务毛利率相较于其他可比 CDMO 公司处于领先地位，侧面体现公司的技术溢价。具体来看，博腾股份（临床后期及商业化服务）、凯莱英（定制研发生产）及药明康德（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）毛利率近年来出现较大波动。

图 9：各公司小分子 CDMO 业务板块营收

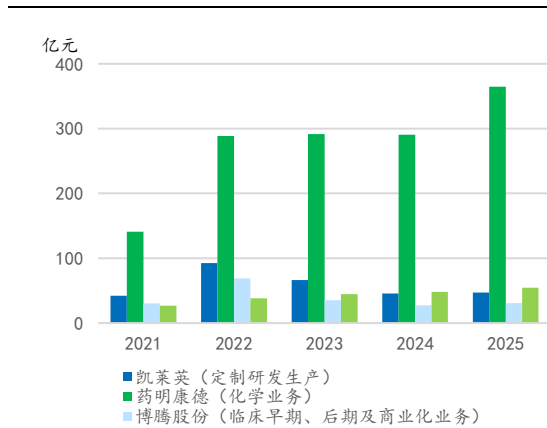
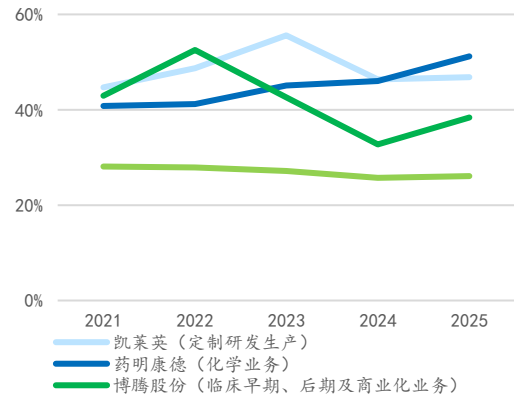


图 10：各公司小分子 CDMO 业务板块毛利率



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理

（二）大订单影响削弱，新签订单稳步提升

在新冠疫情期间，公司先后与美国一家 MNC 公司就某小分子创新药物累计签订三次 CDMO 供货合同，合同金额分别为 4.81 亿美元、27.20 亿元及 35.42 亿元，2023 年大订单已全部执行完毕，大订单对小分子 CDMO 业务的影响已消除，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(无新冠订单)，2025 年收入 47.35 亿元。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增长，从 2020 年 147 个增至 2025 年的 515 个，2020-2025 年 CAGR 增速为 28%，表明公司获客能力较强。临床 III 期项目由 2020 年的 42 个增至 2025 年的 70 个，为商业化阶段项目奠定基础；2025 年公司交付商业化项目 59 个，创历史新高。

受新冠疫情订单的影响，公司在手订单从 2021 年-2023 年逐年递减，2024 年开始企稳回升，2025 年在手订单达 13.85 亿美元。

图 11：公司小分子 CDMO 大订单收入

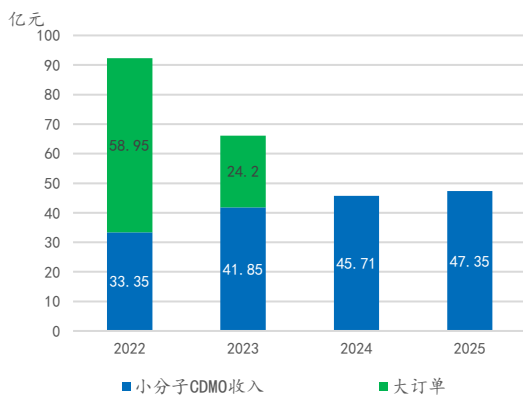
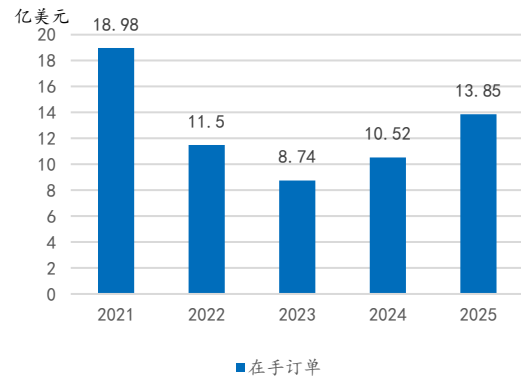


图 12：公司在手订单



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理

截至 2025 年，公司交付商业化项目 59 个，临床及临床前项目 515 个，其中临床 III 期项目 70 个。2021 年以来，商业化 CDMO 对整体小分子 CDMO 业务收入（剔除大订单）的贡献有所增加，管线向后期导流的重要性逐步凸显。2025 年，公司参与减重相关小分子 GLP-1 临床阶段项目 5 个，其中 2 个处于临床后期。公司预计 2025 年小分子验证批阶段（PPQ）项目达 16 个，随着这些项目逐步进入商业化阶段，公司业绩有望实现稳健增长。

图 13：公司小分子 CDMO 各阶段项目数

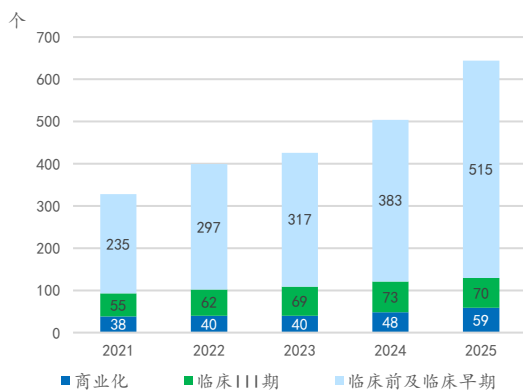
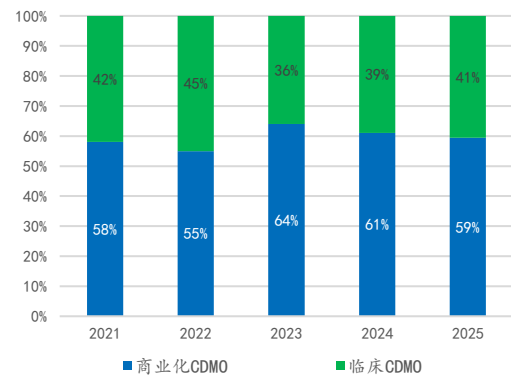


图 14：公司小分子 CDMO 各阶段收入占比



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理；附注：剔除大订单

（三）不断完善技术工艺，持续赋能在研管线

公司在连续性反应和酶催化技术上，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%；酶催化技术可显著提升收率，并降低有机溶剂排放。

（1）连续反应技术

连续性反应技术是指通过不断地将原料输入和产品输出，实现反应物质的持续流动和反应过程的技术。

表 1：公司连续反应技术优势

技术优势	具体项目	具体内容
连续氢化反应	反应器体积	减少 90%以上
	产能效率	单位体积产能提高 10 倍以上
硝化连续反应	持液量	降至传统釜的万分之一
	响应时间	从分钟级缩短至毫秒级

资料来源：凯莱英微信公众号、民银国际整理

自 2008 年布局连续化学反应技术以来，公司已经成为世界上为数不多的将连续反应技术延申应用在大规模生产制造的公司之一，可快速准确地进行连续化可行性评估、工艺优化、验证放大，同步实现从工艺开发到设备设计、加工、放大生产地全流程一站式综合服务，打通“端到端”全连续绿色生产。公司凭借本质安全、效率/收率提高、综合投资可控、三废能耗减少等诸多优势，将“连续工艺开发优化+核心设备制造”一站式、全流程服务模式应用于多个创新药关键中间体和原料药商业化项目中，为全球客户高效赋能。

图 15：公司硝化连续反应设备



资料来源：凯莱英微信公众号、民银国际整理

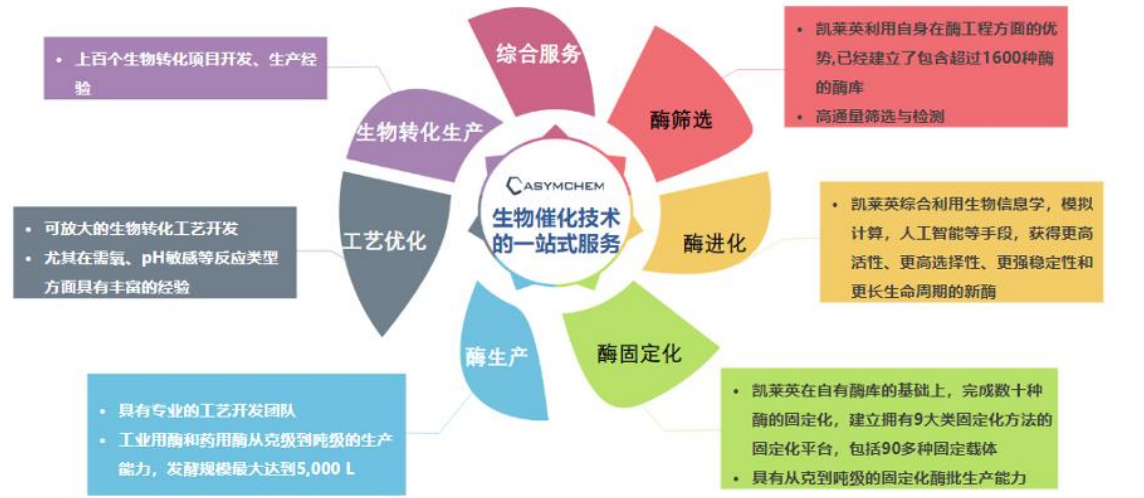
(2) 生物酶催化技术

生物酶催化技术利用天然催化剂如酶和细胞加速化学反应，是一种高选择性的绿色合成方法。与传统的化学合成方法依赖非环保试剂和高能耗工艺不同，生物催化通常在温和条件下进行，使用可生物降解的酶，从而大大减少了能耗和废弃物的产生。

公司在生物酶催化技术领域持续投入与深耕多年，不断研发效率更高更专一的生物酶催化剂，公司生物酶催化技术平台覆盖酶的筛选、进化、生产、底物合

成、生物转化以及原料药生产，开发出包括酮还原酶、转氨酶、氨基酸脱氢酶、腈水解酶、烯烃还原酶、单加氧酶、酯酶等在内的多种工程酶。

图 16：公司生物酶催化技术平台



资料来源：凯莱英微信公众号、民银国际整理

(四)口服小分子减肥药产业链,受益于减重市场商业化潜力

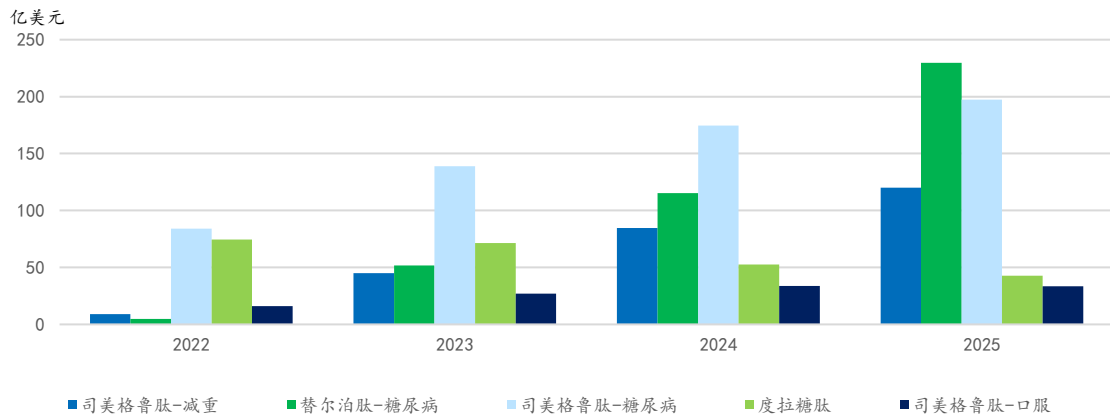
根据医药魔方的数据,2025年全球GLP-1销售额实现748亿美元,其中减肥适应症GLP-1类药物的销售额为255亿美元,同比增长超过77%。2026年4月1日,美国FDA批准礼来的小分子GLP-1R激动剂orforglipron上市,用于配合低热量饮食与增加体育锻炼的前提下,每日1次口服治疗成人肥胖症,或伴有体重并发症的超重成人患者,以减少多余体重并长期维持减重效果。Orforglipron为非肽类制剂,更容易被人体吸收,是全球首个也是唯一一个可每日一次口服、不受饮食限制(无需空腹或控制饮水)的GLP-1减肥药。

2026年2月26日,礼来公布了ACHIEVE-3研究的详细结果,ACHIEVE-3是该研究系列的首个头对头对照研究,旨在评估orforglipron与口服司美格鲁肽在经二甲双胍治疗血糖控制不佳的2型糖尿病成人患者中的安全性和有效性。Orforglipron是一种小分子口服GLP-1受体激动剂,服用时没有饮食或饮水限制。该研究为期52周,共纳入1,698名参与者,分为四个治疗活性组:orforglipron 12mg和36mg,以及口服司美司美格鲁肽7mg和14mg。在ACHIEVE-3研究中,orforglipron在主要终点及所有关键次要终点上均优于口服司美格鲁肽,在降低A1C和体重改善方面取得显著提升。

Orforglipron分子量为882.96,合成难度较大,较高的合成难度及复杂的工艺导致Orforglipron的原料药成本较高,同时对生产外包的黏性及需求较大。随着

口服减肥药商业化的持续推进，凯莱英作为礼来的核心生产合作方，有望充分受益于 GLP-1 口服制剂的商业化，进一步打开自身制剂 CDMO 业务成长空间。

图 17：主要 GLP-1 类产品年度销售额



资料来源：医药魔方微信公众号、民银国际整理

三、新兴业务多点开花，化学大分子和生物大分子订单快速提升

公司凭借在小分子 CDMO 领域积淀的品牌优势和技术优势，将业务拓展至新业务领域，涵盖化学大分子 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。公司的新兴业务目前仍处于扩张期，新产能建设、产能持续爬坡和部分领域收入不及预期导致新兴业务毛利率有所承压。公司 2025 年新兴业务服务实现收入 19.29 亿元，同比增长 57.30%，整体毛利率 30.12%。

图 18：公司新兴业务概览



资料来源：公司年报、民银国际整理

图 19：2021-2025 年新兴业务收入

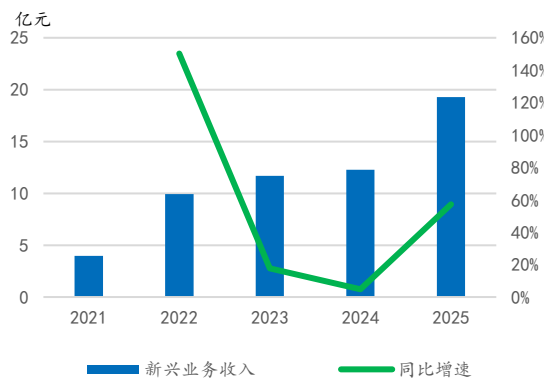
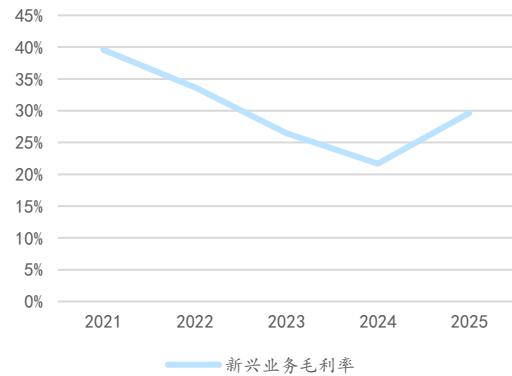


图 20：2021-2025 年新兴业务毛利率



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理

（一）化学大分子 CDMO：业绩表现两眼，在手订单跃升

公司在化学大分子 CDMO 业务主要包括为多肽、寡核苷酸、药物-偶联体、多糖/高分子、辅料/佐剂等提供从临床前到新药上市许可申请申报及商业化生产的一站式化学成分生产和控制（CMC）解决方案。

2025 年公司大分子 CDMO 业务实现营收 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，2025 年公司首个多肽项目实现商业化供货，2026 年预计有 4 个项目进入 PPQ 阶段，截至 2026 年 3 月，多肽固相反应合成总产能为 45,000L，预计 2026 年底进一步增至 69,000L，2025 年 6 个 ADC 项目处于 PPQ 阶段，预计 2026 年有 4 个项目进入商业化阶段。

(1) 多肽药物处于高景气阶段，公司技术储备丰厚

根据 Evaluate Pharma 预测，2025 年全球多肽疗法市场规模将达 796 亿美元，同比增长约 39%，并预测将于 2026 年提升至 988 亿美元，同比增长超 24%，受益于 GLP-1 多肽药物的持续高增、心血管/免疫/胃肠道领域多肽治疗方案的突破及多肽偶联疗法的快速增长，多肽疗法有望维持快速增长，并驱动上游 CDMO 供应链相关业务的高速增长。中国多肽 CDMO 行业虽处于起步阶段，但有望借助国内多肽创新、全球多肽原研专利悬崖及工程师红利带来产业转移等机遇，在未来 3-5 年迎来快速增长期。

图 21：全球多肽药物市场规模

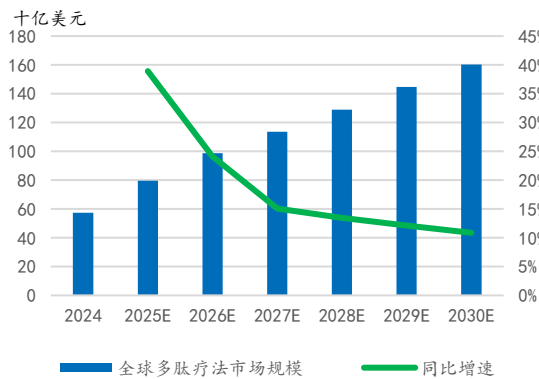
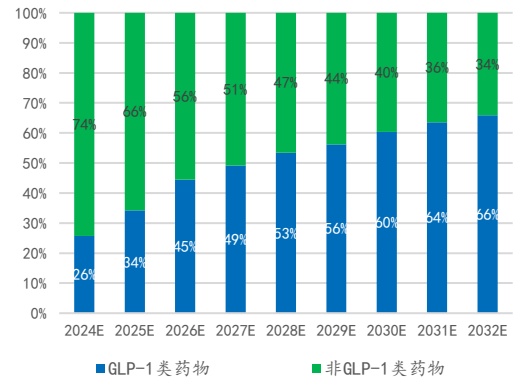


图 22：国内多肽药物市场占比（按是否 GLP-1 划分）



资料来源：药明康德公告、Evaluate Pharma、民银国际整理

来源：药明康德公告、Evaluate Pharma、民银国际整理

公司对多肽业务前瞻性的布局使得公司从早期就拥有存在早期研发需求的客户，随着分子逐渐向临床和商业化阶段进展，公司一体化服务模式也令其前瞻建设后期产能，从而进一步增加客户粘性，并吸引存在产能需求的更多客户。2025 年底，公司多肽固相合成产能达 45,000 升，并预计将于 2026 年底增至 69,000 升。公司目前已获得多个跨国公司的多肽临床中后期项目，并与国内重要客户签订 GLP-1 多肽商业化订单。

表 2：公司与其他多肽 CDMO 企业扩产情况

公司	现有产能	扩产计划
凯莱英	2025 年底多肽固相合成产能 45,000 升	预计 2026 年底增至 69,000 升
药明康德	2025 年 9 月多肽固相合成反应釜总体积已提升至 >100,000 升	
泰德医药	多肽 API 年产能 >1 公吨	美国园区：2025H2 投产，新增年产能 300 千克 中国园区：2025 年扩建接近竣工，2026Q1 投产新生产线，新增 1 公吨产能
诺泰生物		601 多肽车间预计 2024 年底投产，602 车间预计 2025H1 投产，合计新增年产能 10 吨
Corden Pharma		2025 年 3 月，公司宣布投资 5 亿欧元用于瑞士巴塞尔郊外的新工厂，该工厂预计 2025 年开始建设，2027 年进行设施认证，计划于 2028 年上半年开始商业化生产。 到 2028 年，Corden Pharma 的固相肽合成反应釜总体积将翻倍，达到 42000 升以上。
SK pharmteco		投资 2.6 亿美元在韩国建第五生产基地（2026 年底运营），设 8 条生产线，年产量达数十吨级，涵盖多肽与小分子

资料来源：各公司公告、民银国际整理

(2) 寡核苷酸药物市场快速增长，期待后续需求爆发

核酸药物可分为小核酸药物和 mRNA 类药物两类。与传统药物相比，寡核苷酸药物作用于表达蛋白的上游过程，不受靶点成药性的限制，可以通过递送系统进入胞内发挥作用，对细胞内和细胞外的蛋白表达都可以进行调控。寡核苷酸药物除了靶向编码 RNA 外，还可以设计为靶向非编码 RNA，相比小分子/抗体药物拥有更广阔的治疗前景。根据弗若斯特沙利文的数据，全球寡核苷酸市场规模由 2018 年的 20 亿美元增至 2023 年的 45 亿美元，2018-2023 年 CAGR 为 16.9%，并预计将于 2032 年增至 459 亿美元。中国寡核苷酸市场规模 2023 年为 18 亿元，并预计将于 2032 年增至 131 亿元。

图 23：全球寡核苷酸 CDMO 市场规模

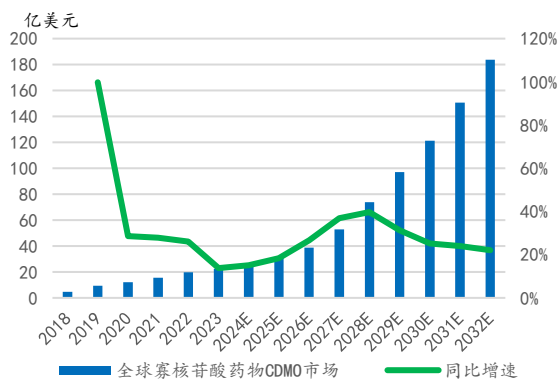
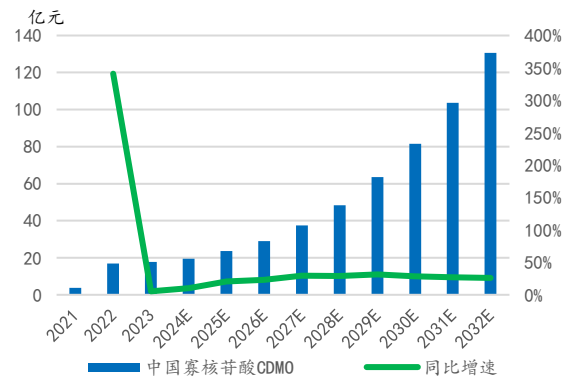


图 24：中国寡核苷酸 CDMO 市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文分析、民银国际整理

来源：弗若斯特沙利文分析、民银国际整理

公司的寡核苷酸技术平台可以为客户提供从临床前样品制备到符合国外法规要求的寡核苷酸原料药和制剂的 GMP 生产服务。截至 2025 年底，公司的寡核苷酸产能达 120mol，预计 2026 年 6 月底将增至 180mol。公司也持续加大寡核苷酸项目开拓力度，服务临床阶段项目 69 个，其中有 20 个处于临床后期；同时，广泛参与基于新递送技术的核酸偶联药物项目，包括 AOC、POC、ApDC、Oligo-lipid 等。

（二）生物大分子 CDMO：ADC 业务快速增长，收获丰富

公司自 2018 年正式进入生物药 CDMO 领域起快速发展，现已实现多项突破，公司生物大分子 CDMO 主要为 DNA 重组产品（包括单抗）、ADC 及质粒、mRNA 提供 CDMO 服务。

ADC 是一种新型的肿瘤疗法，相比传统的肿瘤疗法具有多方面优势，ADC 具备独特的靶向能力，并显示出更好的临床试验结果，使其成为癌症患者的有希望的治疗选择。ADC 综合了抗体疗法、化疗和小分子抑制剂疗法的主要优势，与传统的肿瘤治疗相比，表现出特异性、协同效应等优势。根据弗若斯特沙利文的分析，全球 ADC 药物市场规模已由 2018 年的 20 亿美元增至 2023 年的 104 亿美元，并预计将于 2030 年增至 662 亿美元。ADC 领域技术壁垒较高，

其发现、开发及制造过程需要生物制剂及小分子化合物两方面的跨学科专业知识，主要难点包括 ADC 设计及发现偶联场景，高活原料药的处理，载荷、载荷-连接子结合物、ADC 分子、抗体分子等在内的不同中间体和成品的 CMC，偶联优化和制剂制备工艺的复杂性及供应链管理等。弗若斯特沙利文分析，截至 2022 年底，ADC 领域的外包率约 70%，高于整体生物制剂的外包率 34%，且 ADC 外包服务市场也快速增长；2022 年全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场规模达 15 亿美元，并预计将于 2030 年增至 110 亿美元。随着 ADC 临床管线持续扩容，行业商业化拐点即将到来，截至 2025 年底全球获批的 ADC 药物达 21 款，AOC、PDC、RDC 等新型生物偶联药物也快速崛起，高质量产能紧缺已成为 XDC CDMO 行业发展的核心掣肘。

表 3：全球部分获批的 ADC 药物及外包情况（截至 2023 年 10 月）

药物名称	公司	是否外包	是否外包予多名供应商
Mylotarg	辉瑞	否	-
Adcetris	Seagen/Takeda	是	是
Kadcyla	罗氏	是	是
Besponsa	辉瑞	否	-
Lumoxiti	阿斯利康	是	是
Polivy	罗氏	是	否
Padcev	Seagen/Astellas	是	是
Enhertu	第一三共 / 阿斯利康	是	是
Trodelvy	吉利德	是	是
Blenrep	葛兰素史克	是	是
Akalux	Rakuten Medical	是	不适用
Zynlonta	ADC Therapeutics	是	是
Disitamab vedotin	荣昌生物	是	不适用
Tivdak	Genmab/Seagen	是	否
Elahere	ImmunoGen / 华东医药	是	不适用

资料来源：药明合联招股书、弗若斯特沙利文分析、欧洲药品管理局、民银国际整理

2025 年公司生物大分子 CDMO 实现营收 2.84 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。

图 25：全球 ADC 药物市场规模

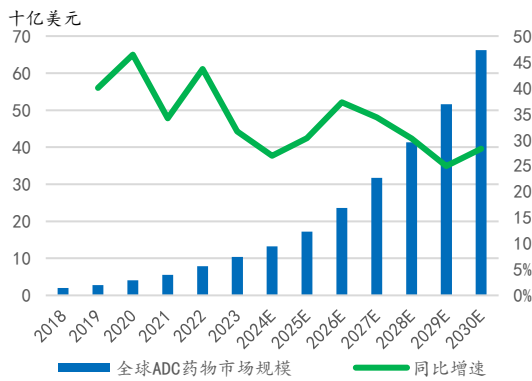
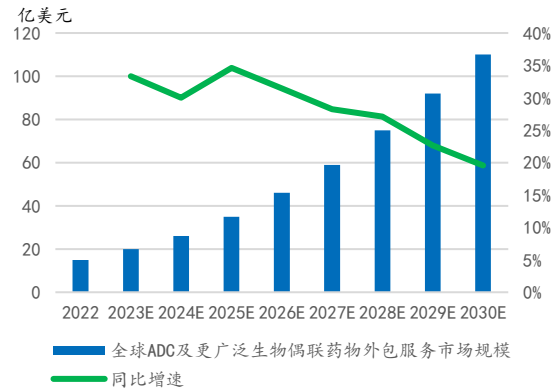


图 26：全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场规模



资料来源：药明合联招股说明书、弗若斯特沙利文分析、民银国际整理

来源：药明合联招股说明书、弗若斯特沙利文分析、民银国际整理

（三）临床 CRO：一站式服务能力强，布局前沿领域

公司临床 CRO 业务主要依托全资子公司凯诺医药进行，服务范围涵盖临床前研究及 I-IV 期临床研究，与公司 CDMO 主业形成协同。凯诺医药于 2020 年并购国内领先的 CRO 公司冠勤医药，强化临床服务整体运营能力；同年通过引入专业团队和产业投资人合资成立有济医药，拓展药理、毒理、药代评价服务；2021 年 10 月收购医普科诺，增长在数据管理和生物统计等方面的专业能力和服务能力，完善整个业务链条，实现不同优势的业务模块强强联合。2025 年公司临床 CRO 业务实现营收 2.82 亿元，同比增长 26.5%；公司正在进行的临床研究项目有 294 个，其中临床 II 期及之后的项目有 122 个，2025 年公司助力客户成功获得 FDA IND 默示许可 3 项，助力 23 个项目获中国临床试验默示许可；2025 年新承接项目 216 个，其中新承接 II/III 期临床研究项目数量增长超 50%；海外业务发展持续推动，新增海外申报及临床订单 15 个，其中承接的海外客户项目落地中国项目已进入执行阶段，海外市场渗透力显著提升。公司持续强化肿瘤、免疫、抗感染、骨科、呼吸、血液、妇科等传统优势领域，保持在罕见病领域的深耕，并在精神、麻醉、神经、内分泌及代谢、眼科、心血管、消化、皮肤、肾病等领域实现了新的突破。

（四）制剂 CDMO：新产能落地，收入稳步增长

公司制剂 CDMO 业务主要提供从晶型筛选、处方前研究、处方工艺开发、分析方法开发和验证、IND 和 NDA 注册批次、临床 I 期到 III 期以及商业化的 GMP 生产服务、稳定性研究等一站式制剂服务，涵盖普通片剂和胶囊、缓释控释片、颗粒剂、无菌溶液、无菌冻干粉滴眼液、复杂制剂等剂型。公司制剂业务 2025 年实现营收 2.84 亿元，在手订单同比增长 49.1%，2025 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 车间及卡式瓶剂车间建设按计划推进，预计 2026Q2 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。

表 4：公司制剂业务承接的项目类型

类型	剂型	包装形式
口服固体制剂	常规片剂、缓释片剂、肠溶包衣片、普通胶囊、微丸、颗粒剂、口服溶液或口服混悬液	铝塑泡罩、铝泡罩、瓶子、小袋
外用制剂	多种外用制剂，包括凝胶、乳膏、乳剂	铝管、铝塑管
无菌制剂	无菌溶液或冻干粉、新分子制剂（分子包括：siRNA、反义寡核苷酸、多肽、多肽偶联药物、适配体）、核素偶联药物冷药前体、吸入溶液和鼻喷剂、滴眼液	西林瓶、安瓿瓶、预充式注射器、卡式瓶、鼻喷剂包装、滴眼剂包装
复杂制剂	脂质体、LNP、悬浮液、胶束、乳液、纳米粒、微球、原位凝胶、缓释制剂	西林瓶、预充式注射器等
β-内酰胺制剂	片剂、胶囊剂、颗粒剂	瓶装，铝塑

资料来源：公司官网、民银国际整理

四、盈利能力及人效领先，持续驱动研发

公司的盈利能力和人效在行业内处于领先水平，从 2025 年毛利率看，凯莱英以 41.6% 位居四家公司第二，体现其技术溢价和成本管控能力；2025 年归母净利率为 17%，人均创收 62.8 万元，人均创利 10.7 万元，在行业内处于领先水平。

表 5：公司制剂业务承接的项目类型

	凯莱英	药明康德	康龙化成	博腾股份
毛利率	41.6%	47.0%	34.5%	29.3%
小分子 CDMO 业务板块毛利率	46.8%	52.3%	34.3%	38.4%
归母净利率	17.0%	42.2%	11.8%	2.8%
ROE	6.6%	27.7%	11.6%	1.8%
资本性支出（亿元）	12.7	55.4	20.0	5.0
海外收入占比	0.7	0.9	0.9	0.7
人均薪酬（万元）	25.2	31.9	27.8	27.7
人均创收（万元）	62.8	134.4	56.2	78.5
人均创利（万元）	10.7	56.7	6.6	2.2

资料来源：Wind、各公司年报、民银国际整理

2025 年公司研发投入约 5.9 亿元，基本保持稳定；同时，公司持续加强人才引进和培养，2025 年，公司共引进高级人才 201 人，其中博士约 100 人。截至 2025 年，公司共有研发人员 5,243 人，硕士博士类高级研究人员占研发人员比例 38.8%。

图 27：公司研发费用及研发费用率

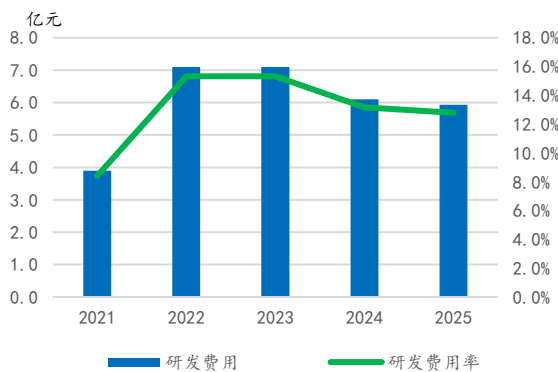
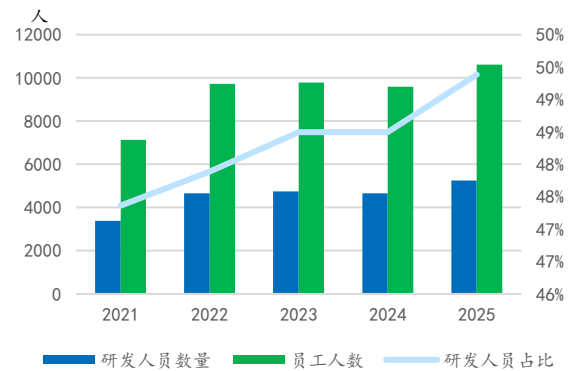


图 28：公司研发人员及占比



资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

来源：Wind、公司年报、民银国际整理

第二部分、盈利预测和估值

一、盈利预测与关键假设

(1) 小分子 CDMO 业务：预计板块收入在大订单的影响消除后，维持超行业平均增速，公司有望凭借在连续反应等方面的优势，及处于商业化阶段的项目占比稳定增长，小分子 CDMO 业务的盈利能力预计保持较高水平并逐步提升。我们预计 2026-2028 年小分子 CDMO 业务板块的收入增速分别为 11%、9.5% 和 11.6%，毛利率分别为 48.5%、49.2%、49.9%。

(2) 新兴业务：化学大分子 CDMO 业务是该业务板块增速最快的领域，全球以 GLP-1 药物为代表的多肽需求高增，公司前瞻布局的 45,000L 多肽产能进入集中释放期，商业化订单快速交付，寡核苷酸产能达 120mol，并有 20 个项目处于临床后期，将成为该板块增长的核心驱动因素。随着产能利用率和规模效应的提升，预计新兴业务毛利率将逐步改善。我们预计 2026-2028 年新兴业务板块的收入增速分别为 44%、30%和 28%，毛利率分别为 32%、34%、36%。

盈利预测：我们预计 2026-2028 年整体收入分别为 80.40 亿元、93.74 亿元和 110.52 亿元，对应增速分别为 20.5%、16.6%和 17.9%；归母净利润分别为 14.19 亿元、17.13 亿元和 21.52 亿元，对应增速分别为 25.27%、20.74%和 25.64%。

图 29：凯莱英收入拆分和盈利预测

人民币亿元		2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	小分子CDMO解决方案	92.30	66.05	45.71	47.35	52.55	57.56	64.23
	yoy	118.1%	-28.4%	-30.8%	3.6%	11.0%	9.5%	11.6%
	毛利	45.14	36.79	21.91	22.17	25.49	28.32	32.05
	毛利率	48.9%	55.7%	47.9%	46.8%	48.5%	49.2%	49.9%
新兴业务		9.93	11.70	12.26	19.29	27.78	36.11	46.23
	yoy	150.3%	17.8%	4.8%	57.3%	44.0%	30.0%	28.0%
	毛利	3.35	3.18	2.66	5.81	8.89	12.28	16.64
	毛利率	33.7%	26.5%	21.7%	30.1%	32.0%	34.0%	36.0%
其他业务		0.06	0.06	0.08	0.06	0.06	0.06	0.06
	yoy	109.8%	-2.7%	24.0%	-15.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利	0.00	0.00	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
	毛利率	1.0%	8.0%	20.8%	39.7%	39.7%	39.7%	39.7%
	总计	102.30	77.81	58.05	66.70	80.40	93.74	110.52
	yoy	120.9%	-23.9%	-25.4%	14.9%	20.5%	16.6%	17.9%
	毛利	48.58	40.03	24.59	28.01	34.40	40.62	48.72
	毛利率	47.5%	51.4%	42.4%	42.0%	42.8%	43.3%	44.1%

资料来源：Wind、公司年报、民银国际整理

二、可比公司估值和投资评级

我们预测公司收入 2026-2028 年分别为 80.40 亿元、93.74 亿元和 110.52 亿元，分别同比增长 20.5%、16.6 和 17.9%；归母净利润分别为 14.19 亿元、17.13 亿元和 21.52 亿元，分别同比增长 25.27%、20.74%和 25.64%。选取药明生物、药明康德、康龙化成、药明合联、泰格医药为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 23.8 倍，考虑到大订单对公司小分子 CDMO 业务的影响已完全消除，小分子 CDMO 业务恢复稳健增长，并受益于口服小分子减肥药获批上市；同时，公司化学大分子和生物大分子业务订单增长迅猛，并将用 20 亿资本开支用于化学大分子产能建设，专注于 TIDES（多肽和寡核苷酸），随着公司产能爬升，新兴业务板块业绩有望快速释放，可以给予相应的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 30：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE		
			2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
2269.HK	药明生物	1,531	186.75	217.90	252.68	298.13	33.56	49.08	54.23	67.16	23.9	24.7	20.0
2359.HK	药明康德	3,891	392.41	454.56	509.30	578.84	93.53	191.95	179.28	201.60	13.9	19.0	16.9
3759.HK	康龙化成	396	122.76	140.95	163.16	186.58	17.93	16.64	20.00	24.59	18.9	17.4	14.1
2268.HK	药明合联	807	40.52	59.44	81.61	109.36	10.70	14.80	20.85	28.81	46.5	33.9	24.5
3347.HK	泰格医药	385	66.03	68.33	82.39	93.61	4.05	8.88	13.86	16.27	37.3	24.3	20.7
平均											28.1	23.8	19.2
6821.HK	凯莱英	356	58.05	66.70	80.52	98.62	9.46	11.33	14.19	17.13	22.5	25.1	20.8

资料来源：wind、民银国际整理；附注：市值截至 2026 年 4 月 15 日；凯莱英数据来自民银国际预测

风险提示

临床阶段、商业化阶段项目运营风险；

产能落地不及预期；

地缘政治风险；

行业竞争加剧。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。