

凯莱英 (002821.SZ) ——2025 年年报点评

在手订单充沛，新兴业务强势增长

优于大市

核心观点

2025 年收入、利润稳健增长，在手订单充沛。2025 年公司实现营收 66.70 亿元 (+14.91%)，归母净利润 11.33 亿元 (+19.35%)，扣非归母净利润 10.37 亿元 (+22.01%)。客户群体持续扩大，来自跨国大制药公司收入 29.16 亿元 (+8.36%)，来自中小制药公司收入 37.55 亿元 (+20.57%)。境内外收入同步增长，海外收入 49.21 亿元 (+14.85%)，国内收入 17.49 亿元 (+15.09%)。2026 年一季度末公司在手订单 13.85 亿美元 (+31.65%)，为后续业绩进一步增长奠定了坚实的基础。

新兴业务：收入及订单快速增长。公司 2025 年新兴业务实现收入 19.29 亿元 (+57.30%)，毛利率 30.12% (+8.45pp)。其中：1) 化学大分子：收入 10.28 亿元 (+123.72%)，在手订单金额同比增长 127.59%。公司服务临床阶段多肽药物 52 个，其中 8 个处于临床后期，并实现首个多肽项目的商业化供货，公司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。公司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，寡核苷酸产能达 120mol，预计 2026 年 6 月底将增至 180mol。毒素连接体业务服务临床项目 36 个，其中 PPQ 项目 6 个，首个 ADC 药物进入商业化阶段；2) 生物大分子：收入 2.94 亿元 (+95.76%)，在手订单金额同比增长 55.56%。公司共计执行 130 个项目，其中 5 个 BLA 项目，46 个 IND 项目，以及研发服务项目近 70 个，并顺利完成第一个 PPQ 生产；3) 制剂：收入 2.84 亿元 (+18.44%)，在手订单金额同比增长 49.13%；4) 临床 CRO：收入 2.82 亿元 (+26.53%)。

小分子 CDMO 业务：稳健增长。小分子 CDMO 作为公司的基石业务，2025 年实现营业收入 47.35 亿元 (+3.59%)，毛利率 46.83% (-1.12pp)。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。公司在高通量筛选、连续化学、光电化学等核心技术取得突破，持续赋能公司服务的临床和商业化项目，夯实竞争壁垒。

风险提示：市场竞争加剧；地缘政治风险；汇兑风险；价格风险。

投资建议：公司小分子业务基本盘保持稳定，新兴业务已进入加速发展期，维持“优于大市”评级。考虑公司新兴业务增长势头强劲，且毛利率呈现边际改善，上调 2026/2027 年盈利预测、新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 13.65/16.75/20.00 亿元(原 2026/2027 年 12.89/14.64 亿元)、同比增速 20.52%/22.75%/19.40%，当前股价对应 PE=30.2/24.6/20.6x。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,805	6,670	8,055	9,475	10,972
(+/-%)	-25.8%	14.9%	20.8%	17.6%	15.8%
归母净利润(百万元)	949	1133	1365	1675	2000
(+/-%)	-58.2%	19.3%	20.5%	22.7%	19.4%
每股收益(元)	2.58	3.14	3.78	4.64	5.54
EBIT Margin	11.4%	17.5%	18.1%	18.4%	19.1%
净资产收益率 (ROE)	5.6%	6.4%	7.4%	8.7%	9.8%
市盈率 (PE)	44.3	36.4	30.2	24.6	20.6
EV/EBITDA	39.7	26.4	22.2	18.9	16.3
市净率 (PB)	2.50	2.34	2.24	2.13	2.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

医药生物 · 医疗服务

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	117.08 元
总市值/流通市值	42251/40373 百万元
52 周最高价/最低价	129.80/72.06 元
近 3 个月日均成交额	719.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

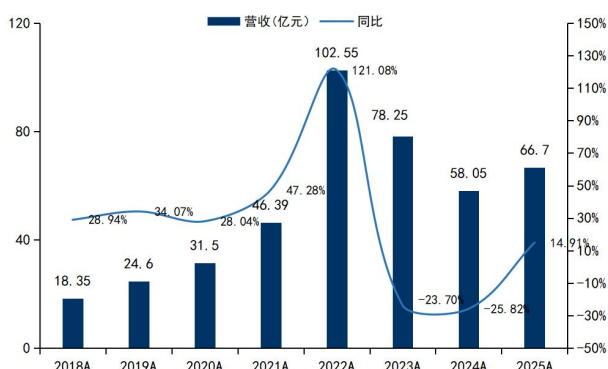
相关研究报告

《凯莱英 (002821.SZ) ——2025 年三季度点评-单三季度整体营收保持平稳，新兴业务提质放量》——2025-11-06

《凯莱英 (002821.SZ) -小分子 CDMO 行业引领，新兴业务扬帆起航》——2025-09-11

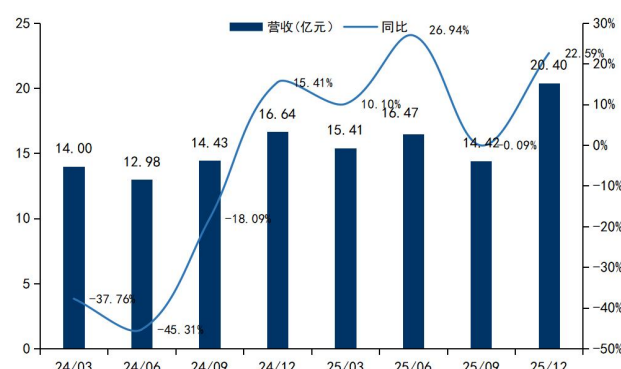
2025 年收入、利润稳健增长，在手订单充沛。2025 年公司实现营收 66.70 亿元 (+14.91%)，归母净利润 11.33 亿元 (+19.35%)，扣非归母净利润 10.37 亿元 (+22.01%)。客户群体持续扩大，来自跨国大制药公司收入 29.16 亿元 (+8.36%)，来自中小制药公司收入 37.55 亿元 (+20.57%)。境内外收入同步增长，海外收入 49.21 亿元 (+14.85%)，国内收入 17.49 亿元 (+15.09%)。2026 年一季度末公司在手订单 13.85 亿美元 (+31.65%)，为后续业绩进一步增长奠定了坚实的基础。

图1: 凯莱英营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



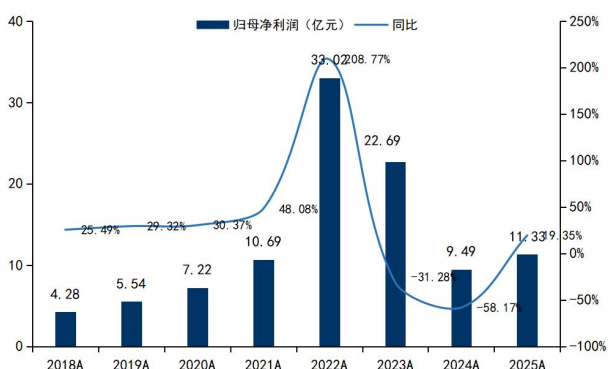
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 凯莱英单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



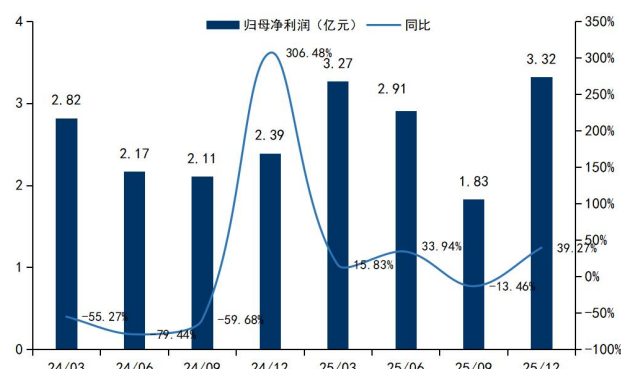
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 凯莱英归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

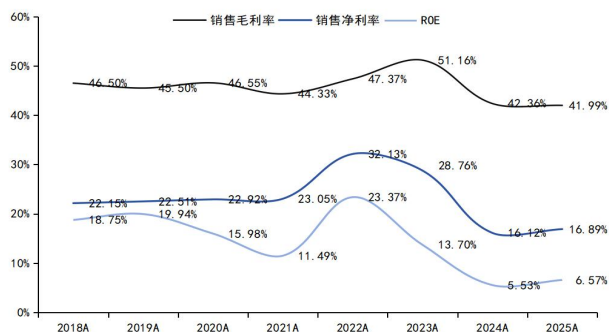
图4: 凯莱英单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

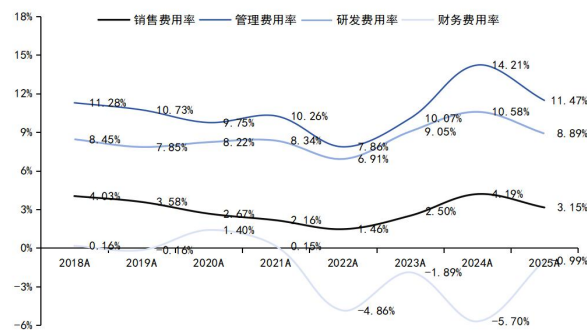
费用控制良好。2025 年公司整体毛利率 41.99% (-0.37pp)，净利率 16.89% (+0.77pp)。费用方面，2025 年公司销售费用率 3.15% (-1.04pp)；管理费用率 11.47% (-2.74pp)；研发费用率 8.89% (-1.69pp)；财务费用率 -0.99% (+4.71pp)。

图5: 凯莱英毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 凯莱英费用率变化情况 (单位: %)

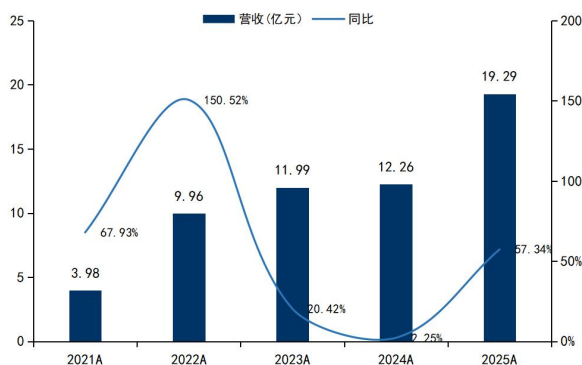


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

新兴业务: 收入及订单快速增长。公司 2025 年新兴业务实现收入 19.29 亿元(+57.30%), 毛利率 30.12% (+8.45pp)。其中:

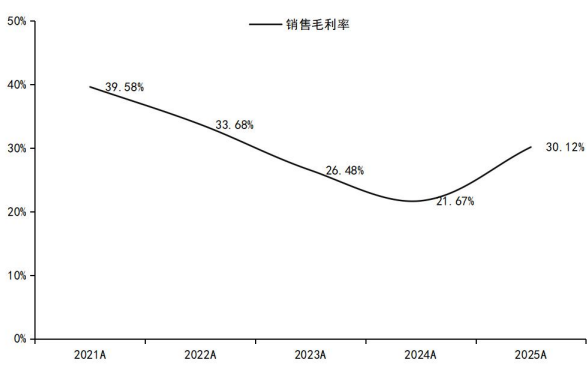
- 1) 化学大分子: 收入 10.28 亿元 (+123.72%), 在手订单金额同比增长 127.59%。公司服务临床阶段多肽药物 52 个, 其中 8 个处于临床后期, 并实现首个多肽项目的商业化供货, 公司多肽固相反应合成总产能为 45,000L, 预计 2026 年底将进一步增至 69,000L。公司持续加大寡核苷酸项目开拓力度, 服务临床阶段项目 69 个, 其中有 20 个处于临床后期, 寡核苷酸产能达 120mol, 预计 2026 年 6 月底将增至 180mol。毒素连接体业务服务临床项目 36 个, 其中 PPQ 项目 6 个, 首个 ADC 药物进入商业化阶段;
- 2) 生物大分子: 收入 2.94 亿元 (+95.76%), 在手订单金额同比增长 55.56%。公司共计执行 130 个项目, 其中 5 个 BLA 项目, 46 个 IND 项目, 以及研发服务项目近 70 个, 并顺利完成第一个 PPQ 生产;
- 3) 制剂: 收入 2.84 亿元 (+18.44%), 在手订单金额同比增长 49.13%;
- 4) 临床 CRO: 收入 2.82 亿元 (+26.53%)。

图7: 凯莱英新兴业务收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

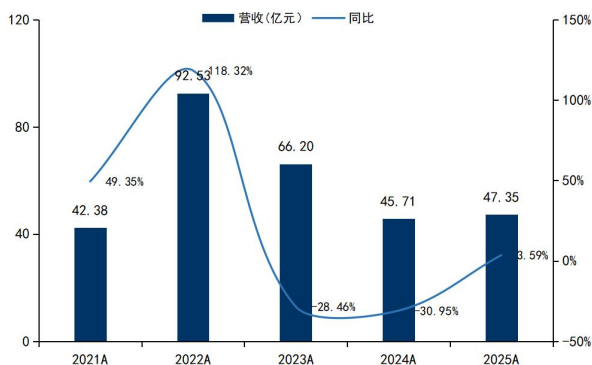
图8: 凯莱英新兴业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

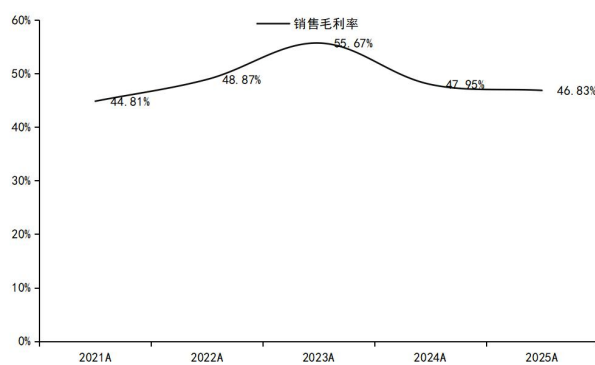
小分子 CDMO 业务: 稳健增长。小分子 CDMO 作为公司的基石业务, 2025 年实现营业收入 47.35 亿元 (+3.59%), 毛利率 46.83% (-1.12pp)。公司交付商业化项目 59 个, 临床及临床前项目 515 个, 其中临床 III 期项目 70 个。公司在高通量筛选、连续化学、光电化学等核心技术取得突破, 持续赋能公司服务的临床和商业化项目, 夯实竞争壁垒。

图9: 凯莱英小分子 CDMO 业务收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 凯莱英小分子 CDMO 业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 凯莱英小分子 CDMO 各阶段项目数

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
临床前及临床早期	147	235	297	317	383	445
临床 III 期	42	55	62	69	73	70
商业化	32	38	40	40	48	59

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

风险提示: 市场竞争加剧; 地缘政治风险; 汇兑风险; 价格风险。

投资建议: 公司小分子业务基本盘保持稳定, 新兴业务已进入加速发展期, 维持“优于大市”评级。考虑公司新兴业务增长势头强劲, 且毛利率呈现边际改善, 上调2026/2027年盈利预测、新增2028年盈利预测, 预计2026-2028年归母净利润13.65/16.75/20.00亿元(原2026/2027年12.89/14.64亿元)、同比增速20.52%/22.75%/19.40%, 当前股价对应PE=30.2/24.6/20.6x。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2026/4/17	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE				ROE	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	
002821.SZ	凯莱英	114.41	405	11.33	13.65	16.75	20.00	36.5	30.2	24.6	20.6	6.4	1.2	优于大市
603259.SH	药明康德	99.39	3,008	191.51	167.03	196.78	223.03	15.5	17.8	15.1	13.3	24.0	2.9	优于大市
300759.SZ	康龙化成	30.47	517	16.64	20.32	24.73	29.80	33.6	27.5	22.6	18.8	11.0	1.1	无评级
300363.SZ	博腾股份	21.79	118	0.96	2.63	4.58	4.97	122.9	45.0	25.9	23.8	1.8	0.4	无评级

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 康龙化成、博腾股份预测为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5789	6321	6953	7648	8413	营业收入	5805	6670	8055	9475	10972
应收款项	1865	2002	2368	2785	3225	营业成本	3346	3869	4699	5541	6404
存货净额	1193	1471	1541	1954	2266	营业税金及附加	113	63	77	90	104
其他流动资产	409	382	464	585	646	销售费用	243	210	234	265	296
流动资产合计	11050	11506	12656	14303	15881	管理费用	825	765	903	1031	1158
固定资产	5841	6323	7006	7531	7984	研发费用	614	593	700	805	910
无形资产及其他	430	422	405	388	371	财务费用	(331)	(66)	(79)	(95)	(110)
投资性房地产	1431	1453	1453	1453	1453	投资收益	83	89	89	89	89
长期股权投资	537	573	573	573	573	资产减值及公允价值变动	110	82	(38)	(78)	(38)
资产总计	19289	20277	22093	24248	26263	其他收入	(722)	(701)	(711)	(737)	(882)
短期借款及交易性金融负债	42	53	695	1404	1830	营业利润	1079	1297	1563	1917	2288
应付款项	451	589	635	775	913	营业外净收支	(6)	(11)	(11)	(11)	(11)
其他流动负债	1216	1327	1594	1862	2146	利润总额	1072	1286	1552	1906	2277
流动负债合计	1709	1968	2923	4040	4889	所得税费用	137	160	193	237	283
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(13)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他长期负债	717	663	761	863	912	归属于母公司净利润	949	1133	1365	1675	2000
长期负债合计	717	663	761	863	912	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2426	2631	3685	4904	5801	净利润	949	1133	1365	1675	2000
少数股东权益	17	11	8	5	1	资产减值准备	49	54	60	16	14
股东权益	16845	17635	18400	19340	20461	折旧摊销	457	492	570	705	793
负债和股东权益总计	19289	20277	22093	24248	26263	公允价值变动损失	(110)	(82)	38	78	38
关键财务与估值指标						财务费用	(331)	(66)	(79)	(95)	(110)
每股收益	2.58	3.14	3.78	4.64	5.54	营运资本变动	100	(161)	(46)	(427)	(328)
每股红利	1.75	1.10	1.66	2.04	2.44	其它	(53)	(58)	(64)	(19)	(17)
每股净资产	45.81	48.91	50.99	53.59	56.70	经营活动现金流	1392	1379	1924	2029	2500
ROIC	6%	7%	8%	9%	10%	资本开支	0	(1097)	(1334)	(1307)	(1281)
ROE	6%	6%	7%	9%	10%	其它投资现金流	112	464	0	0	0
毛利率	42%	42%	42%	42%	42%	投资活动现金流	(165)	(670)	(1334)	(1307)	(1281)
EBIT Margin	11%	18%	18%	18%	19%	权益性融资	96	176	0	0	0
EBITDA Margin	19%	25%	25%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-26%	15%	21%	18%	16%	支付股利、利息	(642)	(395)	(600)	(736)	(879)
净利润增长率	-58%	19%	21%	23%	19%	其它融资现金流	(1359)	437	642	710	425
资产负债率	13%	13%	17%	20%	22%	融资活动现金流	(2547)	(177)	42	(27)	(454)
息率	1.6%	1.0%	1.5%	1.8%	2.1%	现金净变动	(1321)	532	632	695	765
P/E	44.3	36.4	30.2	24.6	20.6	货币资金的期初余额	7110	5789	6321	6953	7648
P/B	2.5	2.3	2.2	2.1	2.0	货币资金的期末余额	5789	6321	6953	7648	8413
EV/EBITDA	39.7	26.4	22.2	18.9	16.3	企业自由现金流	0	259	469	498	1022
						权益自由现金流	0	696	1242	1326	1559

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

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

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

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中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 层
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