



凯莱英 (002821.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

技术壁垒高筑行业护城河，新兴业务加速爆发

投资逻辑：

技术壁垒高筑行业护城河，龙头 CDMO 公司领跑景气赛道。国内外生物医药投融资环境持续回暖，2025 年全球生物医药投融资总额达 1981 亿美元，同比大幅提升 57%，下游创新药研发需求回暖，带动 CXO 行业迈入景气上行周期。凯莱英依托长期高强度研发投入沉淀形成的深厚技术储备，工艺平台与工业化能力持续迭代，有望在本轮行业景气上行过程中实现快速发展，巩固行业领先地位。新兴业务加速爆发，构筑第二增长曲线。公司多点发力布局第二增长曲线，全面开拓六大新兴业务板块，覆盖化学大分子、生物大分子、制剂服务、临床 CRO、合成生物技术与技术授权输出。2025 年公司新分子业务营收达 19.3 亿元，相较 2020 年 2.4 亿元的营收规模实现 8 倍扩容，新兴业务已成长为驱动公司中长期增长的核心第二曲线。

多肽业务：Amylin 临床数据优异，GLP-1 口服新剂型驱动产业链扩容。GLP-1 市场空间广阔。根据 Evaluate Pharma 预测，GLP-1 类药物全球销售额在 2030 年将达到 1,450 亿美元。除成熟的 GLP-1 靶点外，多款新型代谢调控靶点正加速崛起，其中 Amylin 通路已成为行业高度关注的前沿研发方向。口服产品快速放量，供应链市场空间有望扩容。

ADC 及小核酸业务：商业化进程稳步推进，有望持续拉动上游供应链需求。在 ADC 和小核酸领域中，仍有大量管线待落地。行业管线储备持续丰富、临床开发进度不断提速，将持续释放生产外包需求。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2026-2028 年实现营业总收入 80.75 亿元/99.51 亿元/123.99 亿元，同比+21.06%/+23.23%/+24.61%，归母净利润 13.93 亿元/17.46 亿元/22.12 亿元，同比+22.96%/25.39%/26.70%，对应 EPS 为 3.86/4.84/6.13 元。我们认为，公司目前所处 CDMO 赛道正处于景气度加速上行阶段且公司新兴业务处于快速放量期，参考 CXO 行业 2026 年 48 倍平均 PE 估值，考虑到公司现阶段业绩加速增长，给予 2026 年 50X PE，目标价 193 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

地缘政治风险；汇兑损失风险；产品上市审评进展不及预期风险；大客户集中风险。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：方程嫣 (执业 S1130525110002)

fangchengyan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：176.00 元

目标价 (人民币)：193.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,805	6,670	8,075	9,951	12,399
营业收入增长率	-25.82%	14.91%	21.06%	23.23%	24.61%
归母净利润(百万元)	949	1,133	1,393	1,746	2,212
归母净利润增长率	-58.17%	19.35%	22.96%	25.39%	26.70%
摊薄每股收益(元)	2.581	3.141	3.860	4.840	6.132
每股经营性现金流净额	3.41	3.90	3.70	5.01	6.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.63%	6.42%	7.21%	8.58%	10.20%
P/E	29.48	29.59	45.60	36.36	28.70
P/B	1.66	1.90	3.29	3.12	2.93

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

技术壁垒高筑行业护城河，龙头 CDMO 公司领跑景气赛道	4
技术壁垒高筑行业护城河	4
CXO 行业景气度上行，公司领跑景气赛道	7
新兴业务加速爆发，构筑第二增长曲线	9
多肽业务：Amylin 临床数据优异，GLP-1 口服新剂型驱动产业链扩容	10
ADC 业务：商业化放量叠加新型 ADC 迭代，行业景气持续	12
小核酸业务：商业化进程稳步推进，有望持续拉动上游供应链需求	14
公司投资建议与盈利预测	16
盈利预测	16
投资建议及估值	17
风险提示	18

图表目录

图表 1： 公司收入及增速	4
图表 2： 公司归母净利润及增速	4
图表 3： 公司连续化生产具备优势	4
图表 4： 公司核心技术及技术优势	5
图表 5： 主要 CXO 公司小分子 CDMO 业务毛利率情况对比	6
图表 6： 公司研发费用及研发费用率	6
图表 7： 公司 2026 年股权激励方案	6
图表 8： 海外投融资月度数据	7
图表 9： 全球 TOP 15 药企研发支出情况	7
图表 10： 公司在手订单情况	8
图表 11： 公司资本开支情况	8
图表 12： 不同领域各国企业在研数量占比	9
图表 13： 公司新兴业务布局	9
图表 14： 新兴业务与传统小分子业务营收情况	10
图表 15： GLP-1 产品销售额（单位：亿美元）	10
图表 16： 主要 Amylin 产品临床数据对比（非头对头）	11
图表 17： 原研减重产品上市后处方量变化	11
图表 18： 公司固相合成产能情况	11
图表 19： 全球 ADC 市场规模	12



图表 20: 全球已获批 ADC 产品	12
图表 21: 全球核心 ADC 产品销售额 (单位: 亿美元)	13
图表 22: 新型 ADC 产品	13
图表 23: 公司针对双载荷 ADC 构建技术平台	14
图表 24: 公司在工艺放大技术引入计算流体力学模型	14
图表 25: 全球小核酸药物市场规模 (单位: 亿美元)	14
图表 26: 全球小核酸交易情况	14
图表 27: 主要小核酸公司及研发情况	15
图表 28: 公司收入及毛利率拆分	16
图表 29: 可比公司估值情况	17

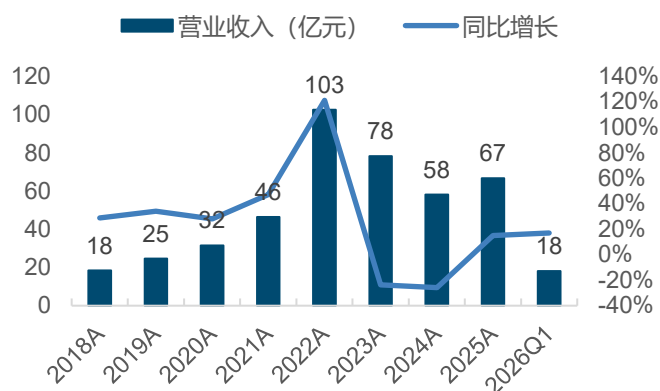


技术壁垒高筑行业护城河，龙头 CDMO 公司领跑景气赛道

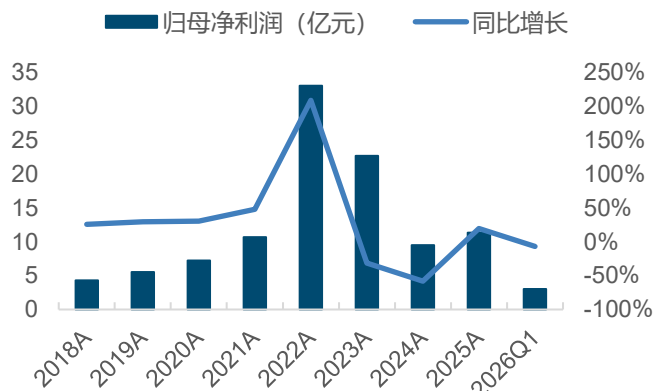
凯莱英是全球技术驱动型龙头 CDMO，可提供覆盖药物全生命周期的一站式综合开发生产服务，服务全球客户超 1300 家。公司布局全球化研发与生产基地，在中国天津、吉林、辽宁、上海、江苏，美国 Boston，英国 Sandwich 等多个国家和地区建有研发生产基地，业务版图覆盖化学小分子药、TIDES、生物药、制剂、技术输出及合成生物等。目前，公司已与全球 TOP 20 跨国药企中的 16 家建立了紧密合作关系。

公司核心主业保持稳定增长，2025 年公司实现收入 66.7 亿元，同比增长 14.9%。2023-2024 年公司表现业绩有所下滑，主要系大订单阶段性扰动基数所致。在剔除大订单影响后，公司 2023-2024 年收入分别同比增长 24.4%、7.4%。公司 2025 年实现归母净利润 11.3 亿元，同比增长 19.4%。

图表1：公司收入及增速



图表2：公司归母净利润及增速



来源：ifind，公司财报，国金证券研究所

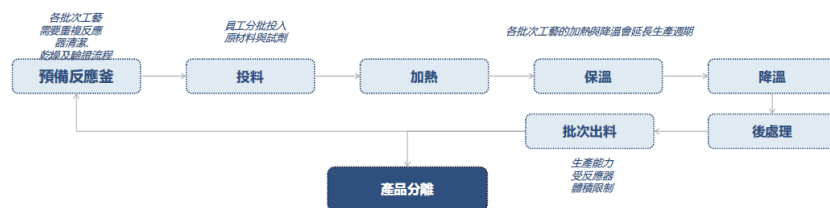
来源：ifind，公司财报，国金证券研究所

技术壁垒高筑行业护城河

公司在连续化生产具备优势。公司 2008 年起前瞻布局连续反应技术，已将连续反应技术延伸应用在大规模生产制造，具备连续工艺验证及申报能力，以及商业化百吨级放大的经验。公司拥有 8,200 m²连续生产面积，日产能超 2,000m³，可实现从工艺开发到设备设计、加工、放大生产的全流程一站式综合服务。

图表3：公司连续化生产具备优势

批次生产：劳动密集型工艺且等待时间长



連續生产 所需人力較少效率較高



来源：公司港股招股说明书，国金证券研究所



公司将连续化生产持续应用于臭氧反应、重氮甲烷反应、催化氢化反应和光化学反应，对比传统批次工艺优势明显。例如在臭氧反应中，连续生产技术可有效杜绝臭氧积聚，大幅提升工艺安全性；在重氮甲烷反应中无需耗高价正丁基锂，可大幅节约成本；在光化学反应中仅通过一步简易光化学反应即可合成产物，可大幅提升收率。

图表4：公司核心技术及技术优势

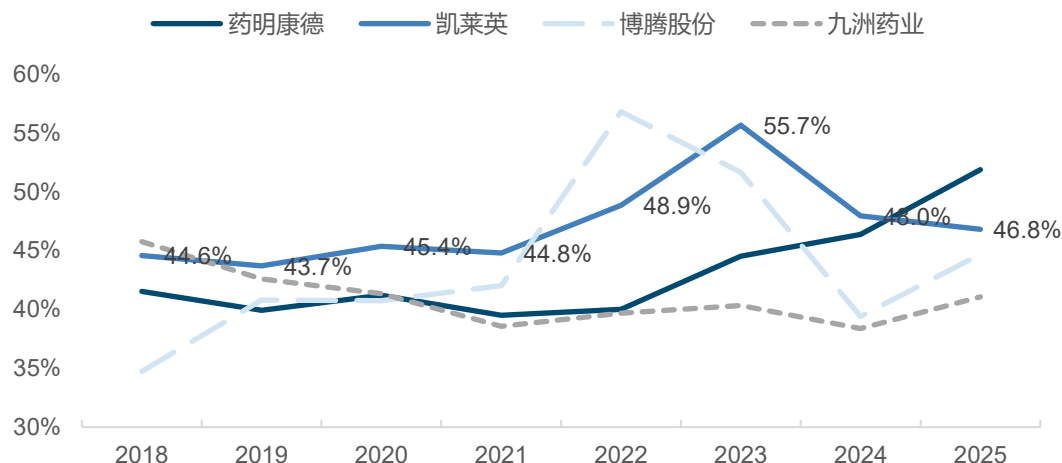
我们的技术	应用领域	传统批次工艺	我们连续生产技术的优势
连续臭氧反应	4-乙酰基氮杂环丁烷（4-AA）的大规模生产，它是生产碳青霉烯的关键中间体，碳青霉烯是一类高效抗生素，通常用于治疗严重或高风险细菌感染	批次工艺使用贵金属催化剂（如铑）、高毒性金属（如钨）或高污染金属（如镉），并使用化学药品（如碘和锰）进行氧化。平均收率低，催化剂成本很高，而且重金属有毒，可能造成严重污染。	采用连续生产技术，使用臭氧作为氧化剂代替有毒试剂。传统批次工艺处理臭氧极易引发爆炸，而连续生产模式可彻底消除臭氧爆炸风险；反应器内仅留存数升液体，臭氧与原料持续进料的同时，废气与产物同步排出反应器，避免臭氧积聚，大幅提升工艺安全性。连续臭氧处理可显著提升收率，实现反应物近乎定量转化，更加绿色环保。
连续重氮甲烷反应	新一代抗艾滋病蛋白酶抑制剂的关键中间体的生产	传统的批次工艺使用昂贵的正丁基锂作为试剂，且需要在低温下执行极其严格的操作流程。由于重氮甲烷存在爆炸风险，无法在批次模式下开展该反应的大规模生产。	一台容积仅 20 升的连续重氮甲烷反应器，每年可产出八吨氯乙醇产品，无需消耗超 20 吨高价正丁基锂。连续生产工艺安全可控，同时规避丁烷这类易燃气体的排放问题。
连续催化氢化反应	2-甲基四氢呋喃的生产，该溶剂源自非石油资源，可回收利用	传统批次工艺制备的四氢呋喃来源于不可再生石油资源，回收难度大；过去十年间，四氢呋喃市场价格大幅上涨。	连续催化氢化反应制备 2-甲基四氢呋喃，该物质不溶于水，便于回收，污染更低；原料糠醛属于可再生、高性价比资源。综合来看，2-甲基四氢呋喃有望在工业场景中成为四氢呋喃优质替代品。据弗若斯特沙利文公开资料，仅有少数厂商可量产 2-甲基四氢呋喃，依托连续生产技术，公司能够帮助客户大幅压缩生产成本。
连续光化学	从 [2+2] 光环加成反应中大规模生产高附加值的医药中间体	传统工艺分六步合成产品，总收率仅 10.6%；过程需使用溴、二氯亚砷、氰化钾等剧毒化合物，且必须在高压高温条件下操作。	流动光化学工艺采用两种速效烯烃底物，仅通过一步简易光化学反应即可合成产物，可高效适配 [2+2] 光环加成反应。该工艺收率高，能够实现多公斤级高附加值医药中间体的量产，也是业内率先实现 [2+2] 光环加成工业化的技术方案之一。

来源：公司港股招股说明书，国金证券研究所

公司依托连续化反应、高效催化等特色工艺构筑较强的生产技术壁垒，叠加精细化的全流程生产管理体系，成本管控能力长期处于行业领先水平，盈利端表现持续亮眼。2025 年公司小分子 CDMO 业务毛利率达 46.8%，充分验证工艺创新带来的降本增效，彰显公司在工业化制造层面的核心技术壁垒。



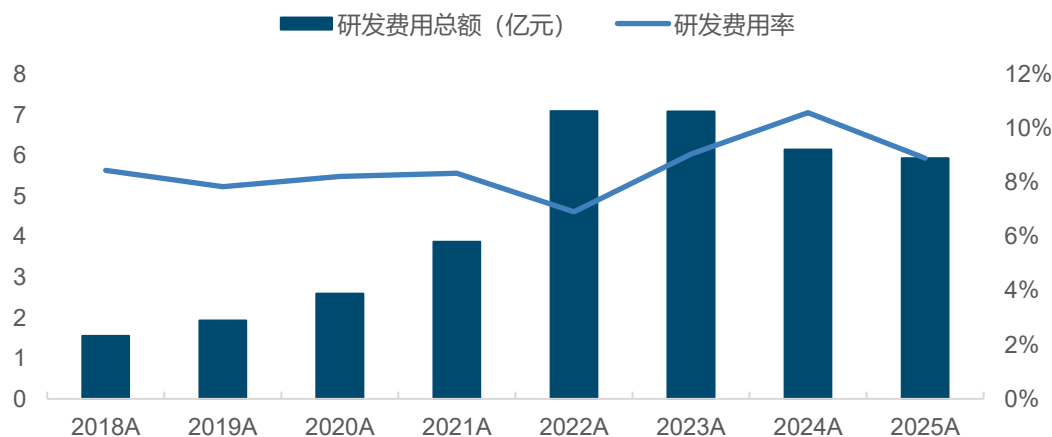
图表5：主要 CXO 公司小分子 CDMO 业务毛利率情况对比



来源：ifind，各公司财报，国金证券研究所（注：凯莱英为小分子业务毛利率，药明康德 2018-2020 年为 CDMO/CMO 业务毛利率，2021-2025 年为化学业务毛利率，九洲药业为专利药原料药及中间体毛利率，博腾股份为临床后期及商业化业务毛利率）

公司重视研发投入，研发费用率常年处于高位。2025 年公司研发费用总额达 5.9 亿元，研发费用率达 8.9%。2020-2025 年，公司平均研发费用率同样高达 8.7%。

图表6：公司研发费用及研发费用率



来源：ifind，公司财报，国金证券研究所

公司建立完善的中长期激励机制，持续对核心技术人员及管理人员实施激励，充分绑定核心团队与公司长远发展利益，有效调动管理层、研发及生产技术骨干的主观能动性与创新积极性。

图表7：公司 2026 年股权激励方案

限制性股票数量	授予人数/职务	授予价格	摊销费用	业绩考核目标（以 2025 年为基数）		
				时间	营收增长率	净利润增长率
338.80 万股，占公司 A 股股本总额的 1.02%；其中首次授予 271.10 万股（占授予总额 80.02%），预留 67.70 万股（占 19.98%）	622 人 核心技术（业务）人员（98.87%）、子公司任职的董事、监事、总经理	76.70 元/股	2026-2029 年分别摊销 2160.45/5345.62/2563.07/ 1234.26 万元	2026 年	10%-15%	10%-15%
				2027 年	20%-30%	20%-30%
				2028 年	30%-40%	30%-40%
				2029 年	40%-50%	40%-50%

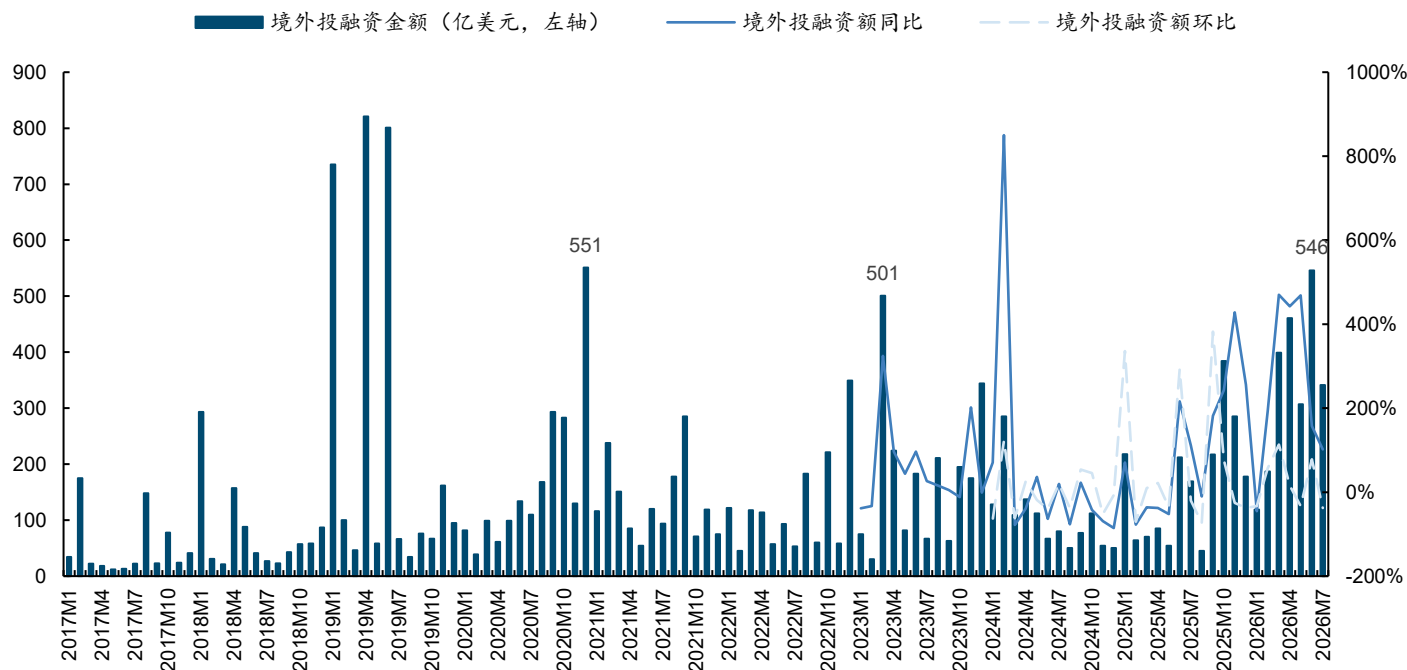
来源：公司公告，国金证券研究所



CXO 行业景气度上行，公司领跑景气赛道

流动性宽松的背景下，海外投融资持续回暖，行业景气度上行趋势明确。根据 insight 数据库统计，2025 年全球生物医药投融资总额达 1981 亿美元，相较 2024 年的 1261 亿美元同比大幅提升 57%，投融资回暖幅度显著。2026 年 6 月海外融资金额 546 亿美元，同比+158%，环比+78%，这也是 2021 年以来海外投融资单月最高值。

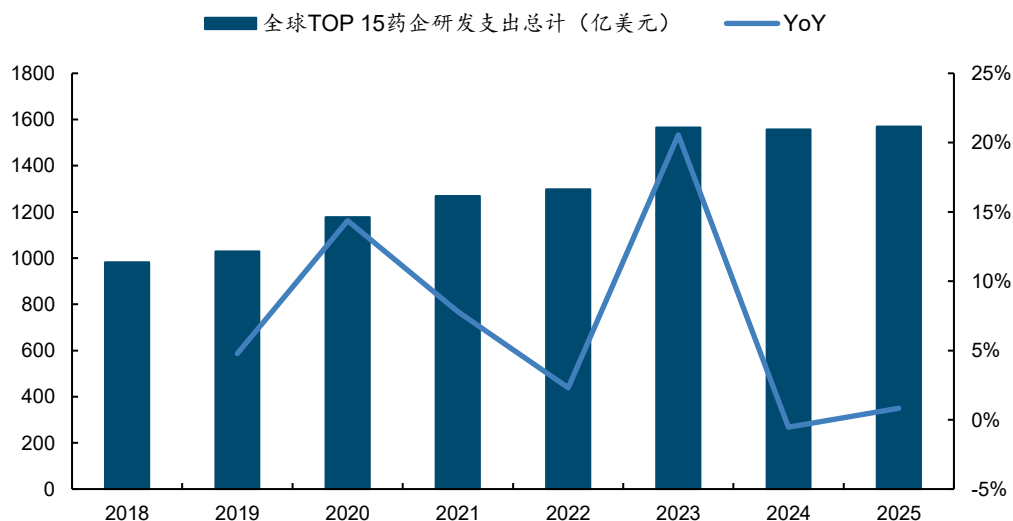
图表8：海外投融资月度数据



来源：insight 数据库，国金证券研究所

从中长期视角看，全球跨国药企（MNC）正面临严峻的创新分子专利悬崖压力。2026 年起，MNC 旗下核心创新分子的专利到期数量将进入加速攀升通道，对应的累计销售规模也将快速放大，专利到期带来的市场份额流失与营收下滑风险持续凸显。在此背景下，持续加大研发投入及通过 BD 合作引进潜力品种、补充管线缺口，已成为 MNC 抵御专利悬崖冲击的核心战略选择，我们预计未来全球 MNC 的研发热情将持续高位延续。

图表9：全球 TOP 15 药企研发支出情况



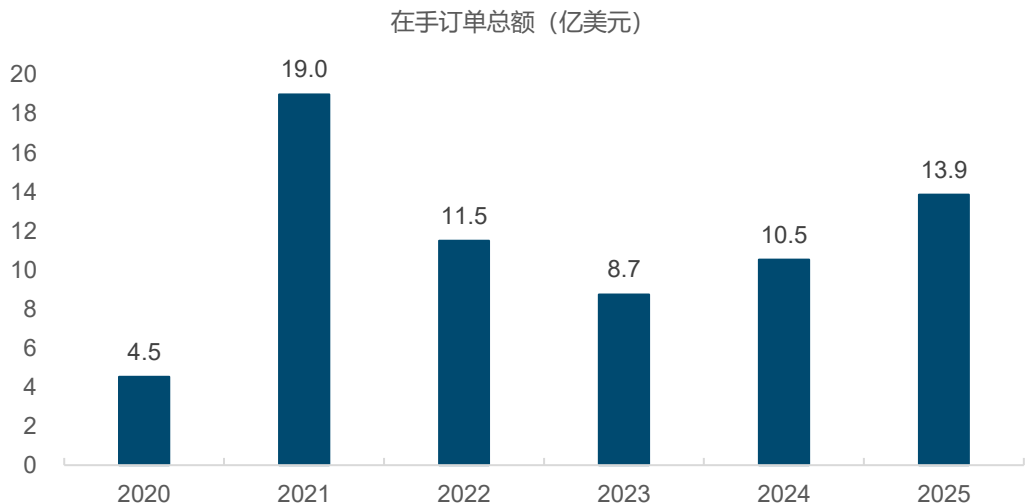
来源：各公司财报，Bloomberg，国金证券研究所



行业高景气周期下，公司精准把握全球创新药产业链扩张红利，下游客户需求持续释放，业务订单实现大幅扩容。截至 2025 年末，公司在手订单规模达 13.9 亿美元，同比大幅增长 31.7%。公司传统小分子业务管线依旧充裕。截至 2025 年底，公司在手订单预计 2026 年小分子验证批阶段（PPQ）项目有 16 个。

充裕且高速增长的手订单，为公司未来 2-3 年产能释放、业绩持续兑现筑牢坚实基础。

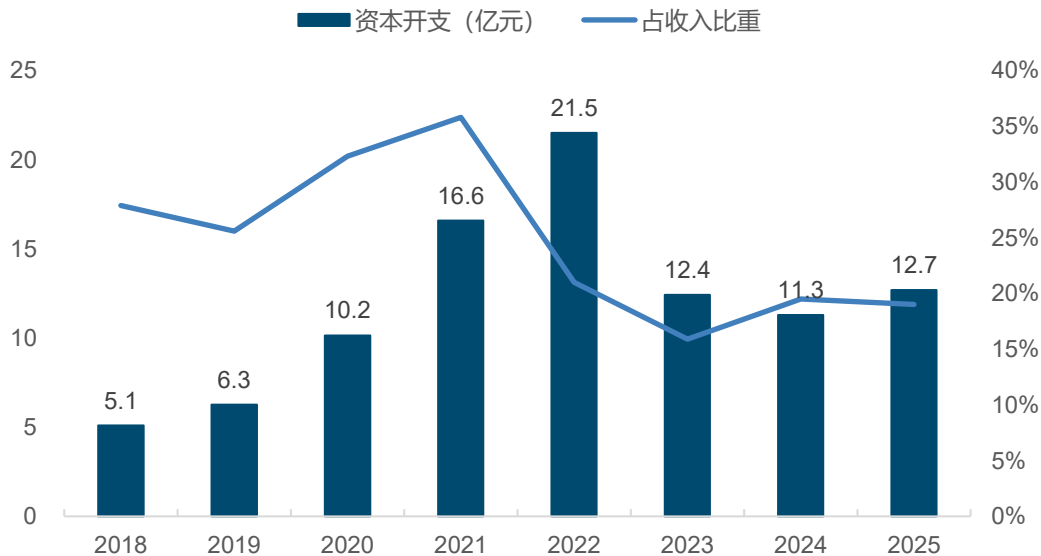
图表10：公司在手订单情况



来源：公司财报，国金证券研究所

公司维持高强度资本投入节奏，持续扩充先进制造产能，为承接充沛在手订单、兑现长期增长提供有力支撑。2025 年公司资本开支达 12.7 亿元，占全年营业收入比重 19%。展望 2026 年，公司规划资本开支提升至 21 亿元，资金将同步投向传统小分子产能扩容与多肽、ADC 等新兴技术平台建设，双线完善业务布局，持续拓宽长期成长空间。

图表11：公司资本开支情况



来源：公司财报，国金证券研究所

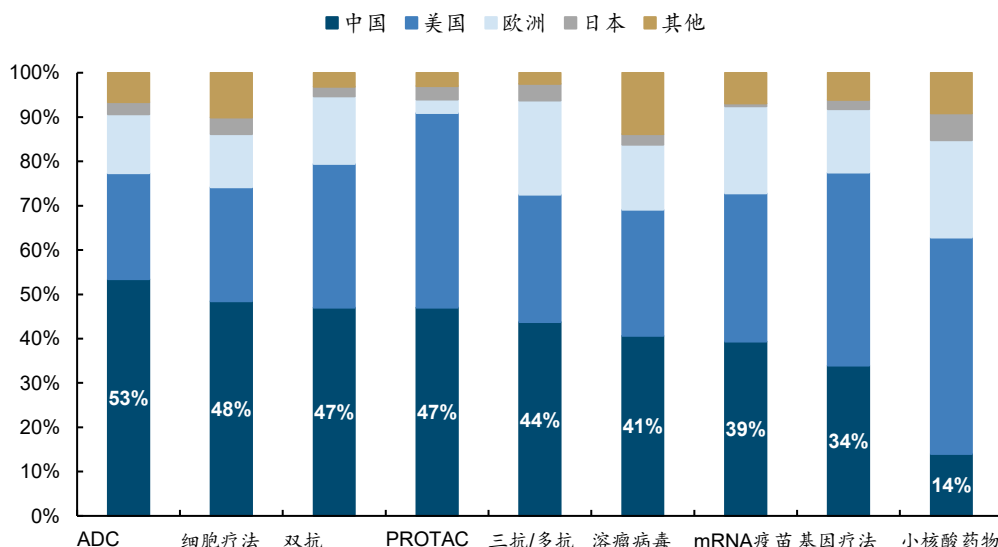


新兴业务加速爆发，构筑第二增长曲线

全球创新药研发热情持续回升，叠加 GLP-1、ADC、多肽、小核酸等新兴赛道研发需求集中释放，为国内 CDMO 企业带来充足的海外订单增量，行业基本面复苏动能坚实、向上趋势明确。

中国创新药在新分子新技术领域具备技术。历经多年发展，中国创新药已在多个领域具备局部技术优势。新兴领域中，中国企业新药在研数量已占据全球第一的赛道包括：ADC 占比 53%、细胞疗法占比 48%、双抗占比 47%、PROTAC 占比 47%、多抗占比 44%、溶瘤病毒占比 41%等；中国企业在研数量仍具有上升空间的赛道包括：mRNA 疫苗（占比 39%）、基因疗法（占比 34%）、小核酸药物（占比 14%）等。

图表12：不同领域各国企业在研数量占比



来源：医药魔方数据库，国金证券研究所（注：数据截至 2026 年 2 月 27 日）

公司多点发力布局第二增长曲线，全面开拓六大新兴业务板块，覆盖化学大分子、生物大分子、制剂服务、临床 CRO、合成生物技术及授权输出。其中化学大分子业务聚焦多肽、ADC（Payload-Linker 部分）、寡核苷酸等高景气赛道，精准把握行业快速扩容机遇。

图表13：公司新兴业务布局

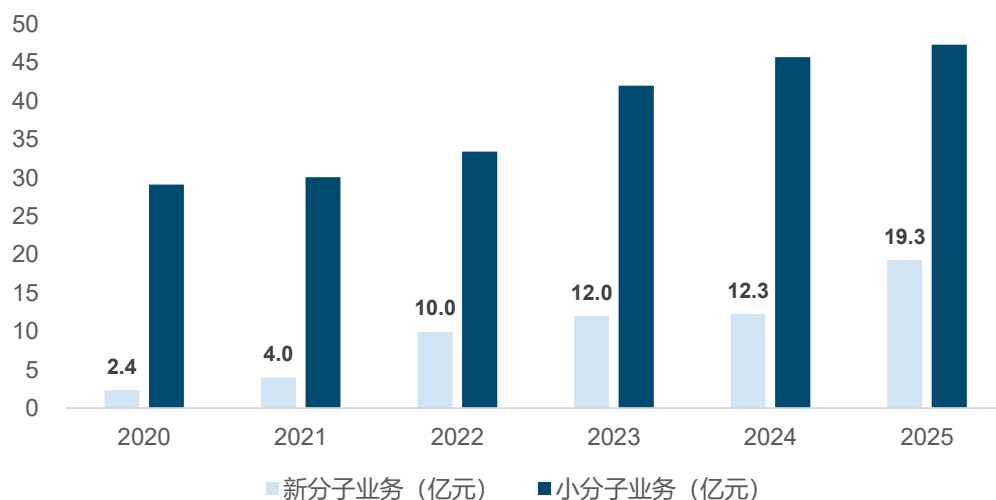


来源：公司财报，国金证券研究所



受益于多肽、ADC 等前沿创新药赛道持续维持高景气度,公司新兴分子业务迎来高速放量,收入规模实现跨越式增长。2025 年公司新分子业务营收达 19.3 亿元,相较 2020 年 2.4 亿元的营收规模实现 8 倍扩容,新兴业务已成长为驱动公司中长期增长的核心第二曲线。

图表14: 新兴业务与传统小分子业务营收情况

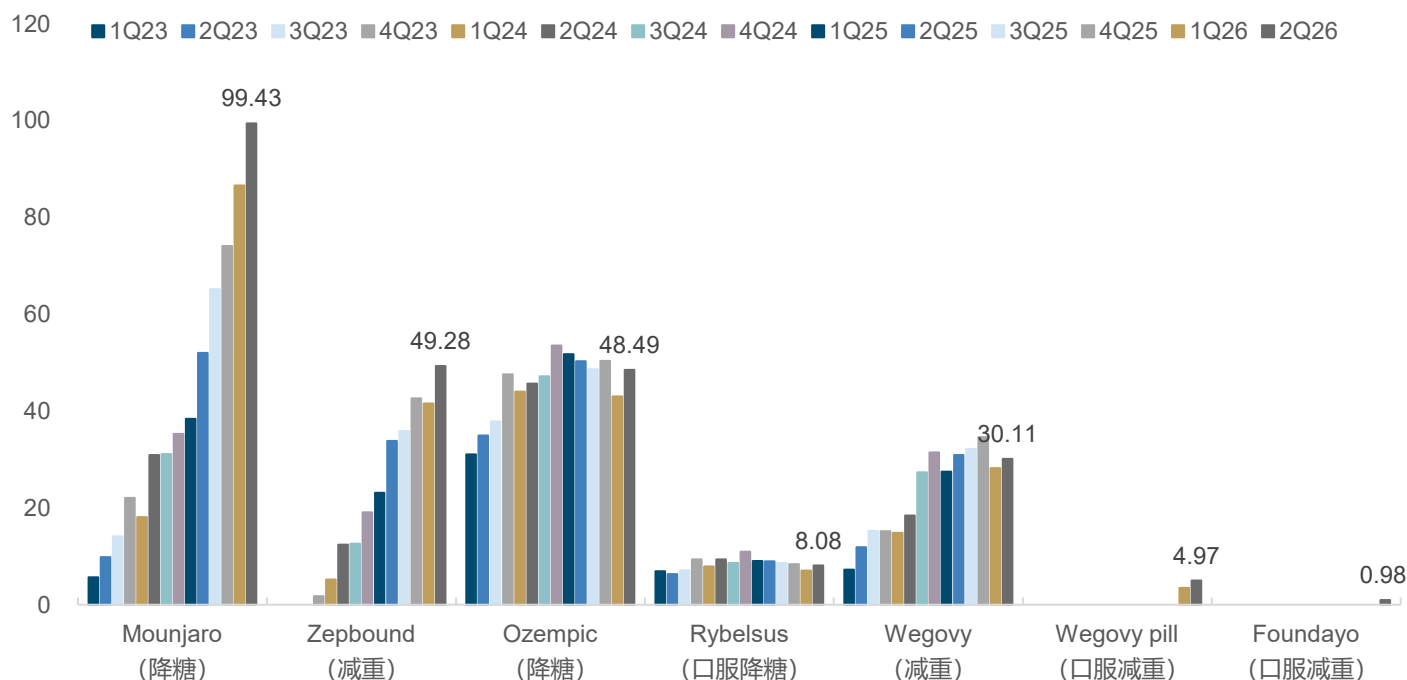


来源: 公司财报, ifind, 国金证券研究所

多肽业务: Amylin 临床数据优异, GLP-1 口服新剂型驱动产业链扩容

GLP-1 市场空间广阔。根据 Evaluate Pharma 预测, GLP-1 类药物全球销售额在 2030 年将达到 1,450 亿美元, 接近 2024 年的三倍。GLP-1 领域领域代表性产品替尔泊肽已成为全球“药王”, 2025 年全球销售额为 365 亿美元, 其中降糖版 (Mounjaro) 收入 230 亿美元, 同比增长 99%; 减重版 (Zepbound) 收入 135 亿美元, 同比增长 175%。

图表15: GLP-1 产品销售额 (单位: 亿美元)



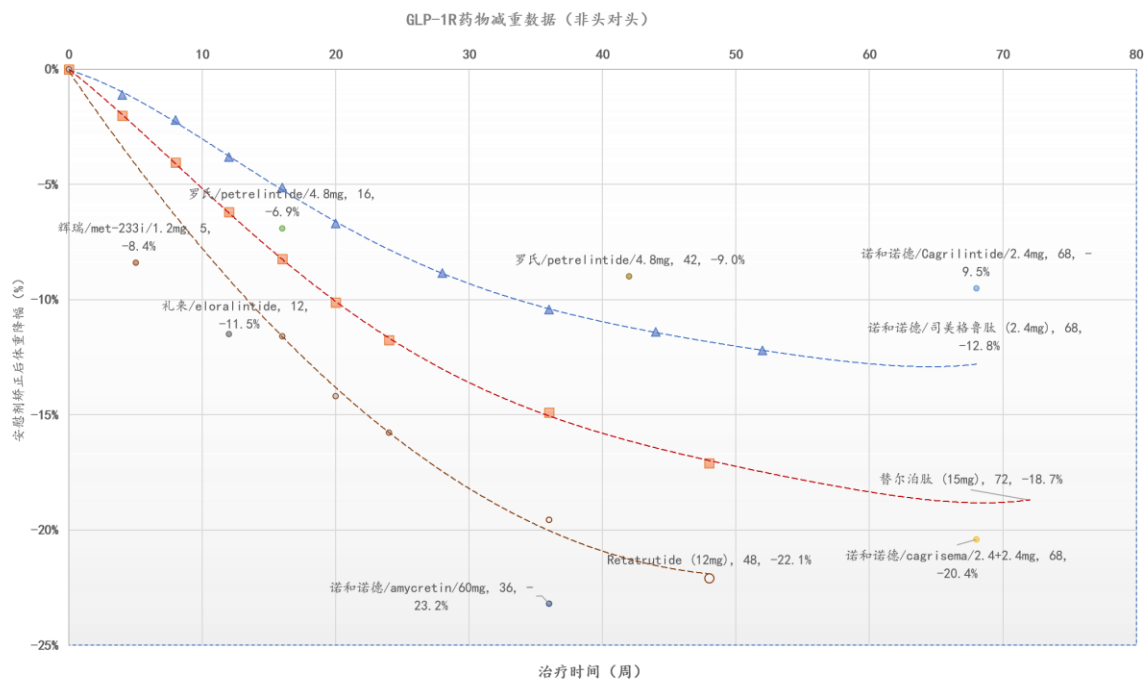
来源: 礼来, 诺和诺德, 国金证券研究所 (注: 全球销售额数据)

截至 2025 年底, 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。



除成熟的 GLP-1 靶点外，多款新型代谢调控靶点正加速崛起，其中 Amylin 通路已成为行业高度关注的前沿研发方向。Amylin 类药物一方面可为 GLP-1 制剂不耐受、应答效果有限的患者提供全新治疗替代方案；另一方面可与 GLP-1 药物联用产生显著协同效应，进一步放大减重降糖疗效。以诺和诺德管线为例，旗下长效 Amylin 类似物 Cagrilintide 与司美格鲁肽搭配组成复方制剂 CagriSema，依托两条独立代谢通路的协同调控机制，临床试验中受试者平均减重幅度约 20%，临床获益优势突出。

图表16：主要 Amylin 产品临床数据对比（非头对头）



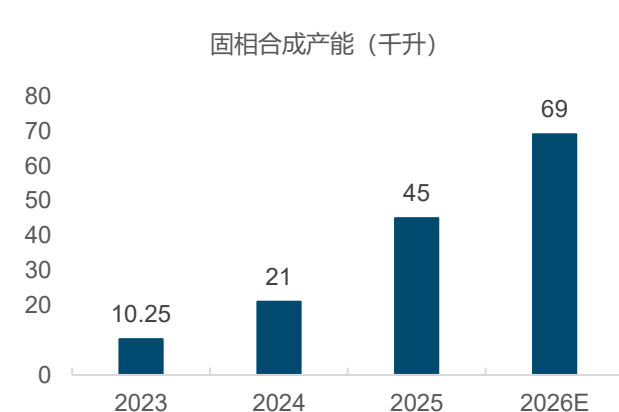
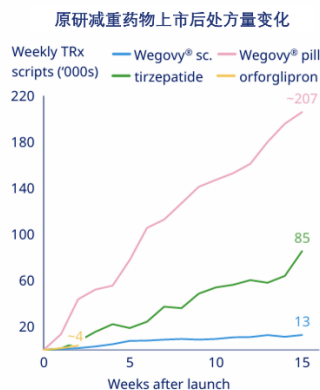
来源：各公司公告，国金证券研究所

口服产品快速放量，供应链市场空间有望扩容。2025 年 12 月底，美国 FDA 批准诺和诺德的 Wegovy 口服片剂（25 mg 司美格鲁肽），用于减少多余体重并长期维持体重下降，同时降低发生主要不良心血管事件的风险。根据诺和诺德 2026 年一季报，Wegovy 口服片剂上市以来累计处方量已超过 200 万张。

相较于注射司美格鲁肽，口服司美格鲁肽原料药单疗程消耗量大幅提升，将直接拉动上游多肽原料药供应链规模显著扩容。为匹配持续高速增长的市场需求，公司持续加码固相合成产线建设，2025 年固相合成产能已达 4.5 万升，规划 2026 年进一步提升至 6.9 万升，产能快速释放能够充分承接下游持续扩张的订单需求。

图表17：原研减重产品上市后处方量变化

图表18：公司固相合成产能情况



来源：诺和诺德财报，国金证券研究所

来源：公司财报，公司官网，国金证券研究所

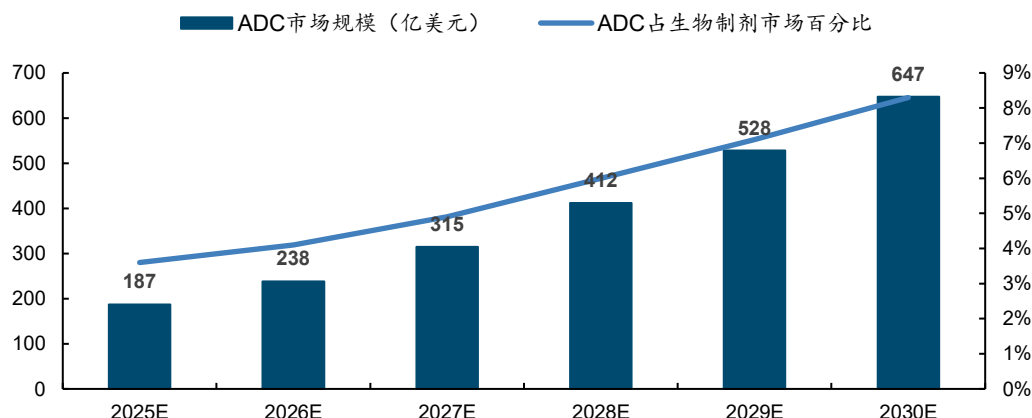


ADC 业务：商业化放量叠加新型 ADC 迭代，行业景气持续

ADC 药物凭借独特治疗优势迎来高速发展期。近年来，随着新型偶联技术迭代、药物抗体比率优化、连接子设计升级，行业技术壁垒持续突破，赛道范畴也从传统 ADC 逐步向 XDC、AXC 等拓展。根据药明合联招股说明书和弗若斯特沙利文数据，预计 2030 年全球 ADC 市场规模将增至 647 亿美元，2023-2030 年复合增速约 30%；同时 ADC 在生物制剂市场的份额，将由 2022 年的 2.2% 提升至 2030 年的 8.3%，成长空间广阔。

ADC 技术壁垒高、行业外包率突出，带动 CRDMO 赛道持续扩容。ADC 研发生产横跨生物制剂与小分子两大领域，在分子设计、偶联工艺、高活原料药管控、多品类中间体及成品 CMC、制剂工艺开发与供应链管理等环节难度显著较高。高专业门槛推升行业外包意愿，根据 2025 年药明合联演示稿，ADC 领域外包率约为 60%。

图表19：全球 ADC 市场规模



来源：弗若斯特沙利文，药明合联招股书，国金证券研究所

全球已有 21 款 ADC 药物成功获批上市，其中 5 款在中国获批。这些上市药物中，多数采用 IgG 抗体、可裂解连接子与 MMAE 载荷的经典组合，以半胱氨酸偶联为主要技术路径，DAR 集中在 2-4 之间，适应症覆盖白血病、淋巴瘤、乳腺癌、胃癌、肺癌等多个癌种，成为肿瘤治疗领域的重要突破方向。

图表20：全球已获批 ADC 产品

21 ADCs have been licensed										
Drug Name	Trade Name	Target	Antibody	Linker	Payload	DAR	Approved Indications	Research Institute ¹	Approval Date	
Gemtuzumab ozogamicin	Mylotarg	CD33	IgG4	humanized	cleavable	calicheamicin	2-3	AML	UCB/Pfizer	2000-05-17 ²
Brentuximab vedotin	Adcetris	CD30	IgG1	chimeric	cleavable	MMAE	4	HL, sALCL	Pfizer/Takeda	2011-08-19
Trastuzumab emtansine	Kadcyla	HER2	IgG1	humanized	non-cleavable	DM1	3-4	HER2+BC	Roche	2013-02-22
Inotuzumab ozogamicin	Besponsa	CD22	IgG4	humanized	cleavable	calicheamicin	6	All	UCB/Pfizer	2017-06-28
Polatuzumab vedotin	Polivy	CD79b	IgG1	humanized	cleavable	MMAE	4	DLBCL	Roche	2019-06-10
Enfortumab vedotin	Padcev	Nectin-4	IgG1	fully human	cleavable	MMAE	4	UCC	Pfizer/Astellas	2019-12-18
Trastuzumab deruxtecan	Enhertu	HER2	IgG1	humanized	cleavable	Dxd	8	HER2+BC GC NSCLC	Daiichi Sankyo/AZ	2019-12-20
Sacituzumab govitecan	Trodely	TROP2	IgG1	humanized	cleavable	SN38	8	TNBC UCC	Gilead	2020-04-22
Belantamab mafodotin ²	Blenrep	BCMA	IgG1	humanized	non-cleavable	MMAF	4	MM	GSK	2020-08-05
Cetuximab saratololan	Akalux	EGFR	IgG1	chimeric	cleavable	IRDye700DX	2-3	SCCHN GC	Rakuten Medical	2020-09-25
loncastuximab tesirine	Zynlonta	CD19	IgG1	chimeric	cleavable	PBD	2-3	DLBCL	ADC Therapeutics	2021-04-23
Disitamab vedotin	RC48	HER2	IgG1	humanized	cleavable	MMAE	4	UCC GC	Remegen	2021-06-08
Tisotumab vedotin	Tivdak	TF	IgG1	fully human	cleavable	MMAE	4	CC	Genmab/Pfizer	2021-09-20
Mirvetuximab soravtansine	Elahere	FRα	IgG1	humanized	cleavable	DM4	3.4	OVC FTC PC	AbbVie	2022-11-14
Sacituzumab tirumotecan	sac-TMT	TROP2	IgG1	humanized	cleavable	KL610023	8	TNBC	Kelun-Biotech/MSD	2024-11-22
Datopotamab deruxtecan	Datroway	TROP2	IgG1	humanized	cleavable	Dxd	4	HR+BC	Daiichi Sankyo/AZ	2024-12-27
Telisotumab vedotin	Emrelis	c-Met	IgG1	humanized	cleavable	MMAE	3.1	NSCLC	AbbVie	2025-05-14
Trastuzumab rezatecan	SHR-A1811	HER2	IgG1	humanized	cleavable	SHR9265	5.7	NSCLC	Jiangsu Hengrui	2025-05-29
Trastuzumab botidotin	A166	HER2	IgG1	humanized	cleavable	Duo-5	2	HER2+BC	Kelun-Biotech	2025-10-17
Becotatug Vedotin	MRG003	EGFR	IgG1	humanized	cleavable	MMAE	4	NPC	Lepu Bio	2025-10-30

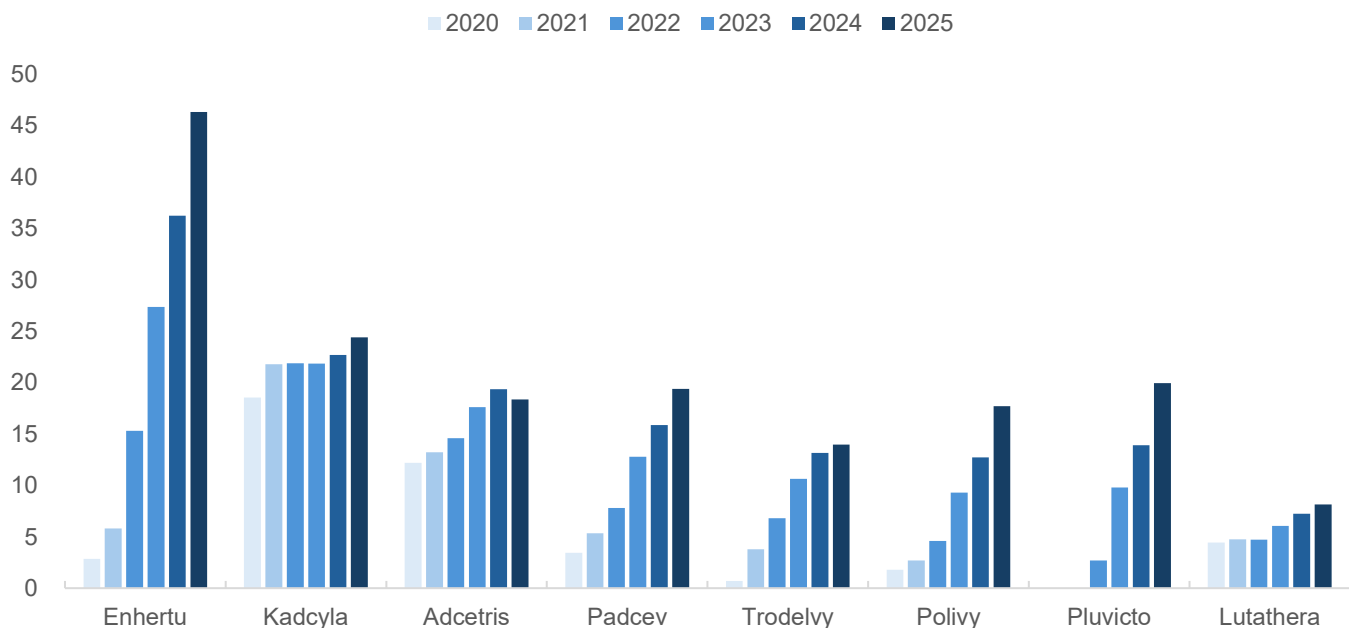
Data source: PharmCube, NextPharma® database
Data note: 1. Only institutions that hold (or originally held) development rights are listed. 2. GSK re-filed in the U.S. after withdrawal. 3. Mylotarg was re-approved in 2017 following its 2010 withdrawal.

来源：凯莱英生物 16th World ADC SAN DIEGO 大会主题报告，国金证券研究所

已上市的 21 个 ADC 产品中有 7 个产品成为年销售额超过 10 亿美元“重磅炸弹”级别产品，其中销售额最高的 Enhertu 产品 2025 年销售额接近 50 亿美元。



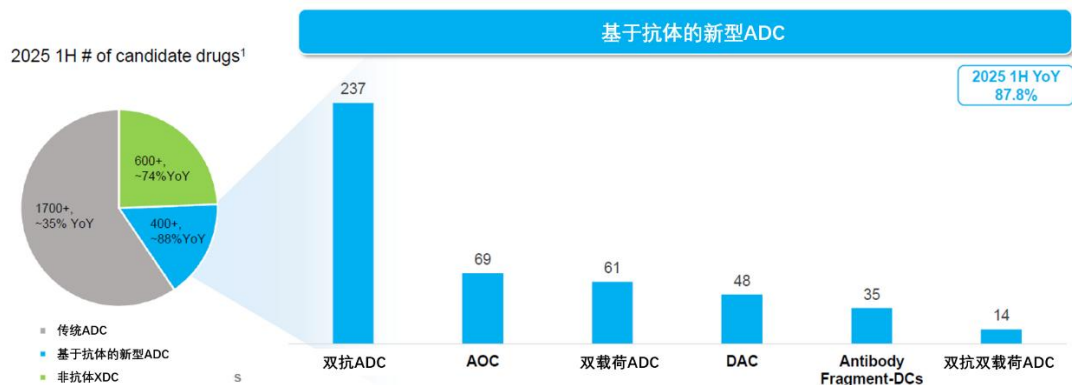
图表21：全球核心 ADC 产品销售额（单位：亿美元）



来源：各公司年报，国金证券研究所（注：全球销售额）

ADC 产品的商业化放量仍在继续。根据 Frost & Sullivan 2024 年报告，Beacon2025 年中期 ADC 报告，在传统 ADC 中，只有 1% 处于商业化阶段，另外还有不到 20% 处于临床阶段，赛道尚有大量管线待落地，长期商业化成长空间广阔。与此同时，双抗 ADC、AOC、双载荷 ADC 等新一代差异化技术平台加速突破、蓬勃发展，持续丰富 ADC 技术路线矩阵，进一步打开行业发展天花板。

图表22：新型 ADC 产品



来源：药明合联 2026 年 JPM 展示材料，国金证券研究所

针对新型 ADC 分子，公司持续迭代研发，积极探索更高效、适配工业化生产的合成技术路线。例如在双载荷 ADC 中，针对 linker 设计导致的 payload-linker 疏水性增强，易引发偶联过程中出现沉淀聚集，显著降低偶联效率这一行业痛点，公司通过创新的分子设计与偶联策略，形成了两套成熟的解决方案：1) 从分子设计角度，可对 linker 进行亲水性修饰改造，从分子层面改善其溶解性与亲水性；2) 通过加入助溶剂来提高 Payload-linker 水溶性。凯莱英生物目前有正在申请 IP 的平台“solubilizing enhancer”，可有效提升多种 payload-linker 的水溶性和偶联效率，同时保障偶联效率与产品均一性。

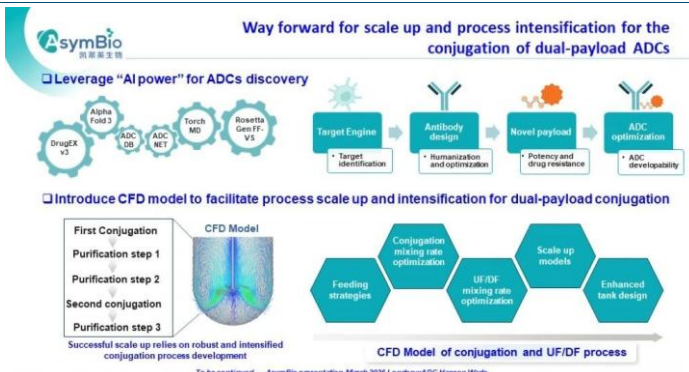
公司也在工艺放大技术引入计算流体力学（CFD）模型，来进一步实现双载荷 ADC 的工艺设计强化和工艺放大，以加快推进新型 ADC 分子的工艺开发流程。



图表23：公司针对双载荷ADC构建技术平台



图表24：公司在工艺放大技术引入计算流体力学模型



来源：凯莱英生物 16th World ADC SAN DIEGO 大会主题报告，国金证券研究所

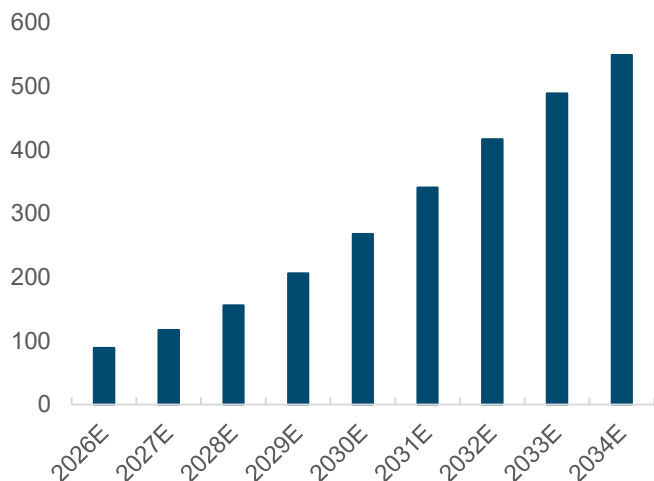
来源：凯莱英生物 16th World ADC SAN DIEGO 大会主题报告，国金证券研究所

小核酸业务：商业化进程稳步推进，有望持续拉动上游供应链需求

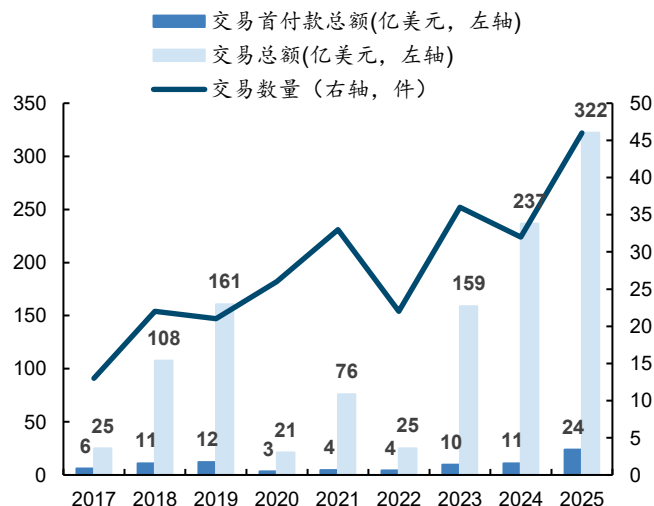
小核酸药物具备多重差异化核心优势，靶点覆盖范围广泛、靶向特异性突出、临床研发周期更短，且长效制剂可大幅拉长给药间隔，在实现精准治疗的同时有效改善慢性病患者用药依从性，持续释放庞大未被满足的临床需求。根据弗若斯特沙利文，2024 年全球小核酸药物市场规模达 57 亿美元，至 2033 年预计将达 549 亿美元，行业正处于高速发展阶段。

大型跨国药企积极布局，小核酸赛道开发价值日益凸显。除了 Sanofi、Novartis 这两家 MNC 的前瞻布局，目前辉瑞（Pfizer）、礼来（Lilly）、默沙东（MSD）、诺和诺德（Novo）、武田（Takeda）等 MNC 近些年也都通过外部合作的方式加码小核酸赛道。根据 insight 数据库统计，2025 年全球小核酸交易首付款总额达 24 亿美元，交易总额达 322 亿美元。

图表25：全球小核酸药物市场规模（单位：亿美元）



图表26：全球小核酸交易情况



来源：弗若斯特沙利文，瑞博生物招股说明书，国金证券研究所

来源：insight 数据库，国金证券研究所

小核酸药物赛道景气度持续提升，海内外药企管线研发节奏加快，产品商业化落地稳步推进，上游产业链有望长期充分受益。从全球头部小核酸企业研发布局来看，多款候选药物已经推进至临床 II 期及以后关键阶段。随着小核酸药物在慢性病、罕见病等领域的临床价值不断得到验证，行业管线储备持续扩容，临床开发进度持续提速，将持续释放 CDMO 等生产外包需求，带动上游供应链景气向上。



图表27：主要小核酸公司及研发情况

公司	临床中产品数量 (2期及以上数量)	上市药物 数量	适应症覆盖范围
Alnylam Pharms	15 (8)	6	肝病、神经系统疾病、高血压、肾脏疾病
Arrowhead	18 (5)	1	脂质紊乱、心血管疾病、肝病、罕见病
诺和诺德	9 (3)	1	罕见病、肝病
柏里制药	7 (5)	/	肝病、脂质紊乱、罕见病、高血压
瑞博生物	7 (4)	/	血栓性疾病、高脂血症、肾脏疾病、肝病
Sanogene	4 (2)	/	心脏代谢性疾病、高血压、补体介导性疾病
Sarepta Therapeutic	4 (1)	/	罕见病
诺华	3 (0)	1	心血管疾病、脂质紊乱
靖因药业	3 (2)	/	血栓 / 凝血障碍、心血管 / 脂质紊乱、肥胖症
Silence Therapeutic	3 (1)	/	罕见病、血脂异常
Arbutus Biopharma	3 (1)	/	乙型肝炎
Wave Life Science	1 (0)	/	超重或肥胖

来源：瑞博生物招股说明书，国金证券研究所



公司投资建议与盈利预测

盈利预测

预计公司 2026-2028 年实现营业总收入 80.75 亿元/99.51 亿元/123.99 亿元，同比 +21.06%/+23.23%/+24.61%。

分业务板块来看，我们预计公司小分子 CDMO 业务 2026-2028 年实现收入 48.77 亿/50.23 亿/51.74 亿元，同比增长 3.0%/3.0%/3.0%，主要基于公司在手订单情况进行预测。公司毛利率基本维持稳定，2026-2028 年分别为 47.3%、47.3%、47.3%。

预计公司新兴业务 2026-2028 年实现收入 31.98 亿/49.27 亿/72.25 亿元，同比增长 65.79%/54.07%/46.64%。新兴业务快速增长主要得益于包括化学大分子在内的业务需求持续增长。新兴业务发展初期考虑到人员成本、固定资产成本等因素，往往毛利率较低，但随着业务收入体量的提升，固定资产等成本快速被摊薄，规模效应显现，我们预计板块毛利率有望持续提升，预计板块毛利率 2026-2028 年分别为 33%、35%、37%。

图表28：公司收入及毛利率拆分

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	78.25	58.05	66.70	80.75	99.51	123.99
YoY	-23.70%	-25.82%	14.90%	21.07%	23.23%	24.61%
毛利率	51.16%	42.36%	41.93%	41.65%	41.22%	41.31%
小分子 CDMO	66.20	45.71	47.35	48.77	50.23	51.74
YoY	-28.46%	-30.95%	3.59%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	55.7%	47.90%	46.8%	47.3%	47.3%	47.3%
新兴业务	11.99	12.26	19.29	31.98	49.27	72.25
YoY	20.41%	2.25%	57.29%	65.79%	54.07%	46.64%
毛利率	26.48%	21.67%	30.10%	33.0%	35.0%	37.0%
化学大分子	4.06	4.59	10.28	19.02	32.33	50.11
YoY	8.8%	13.3%	123.7%	85%	70%	55%
生物大分子	1.33	1.50	2.94	5.59	8.94	13.41
YoY	31.29%	13.91%	95.8%	90%	60%	50%
制剂	2.71	2.40	2.84	3.12	3.59	4.13
YoY	18.36%	-11.50%	18.4%	10%	15%	15%
临床研究	2.44	2.23	2.82	3.10	3.41	3.75
YoY 14%		-8.77%	26.5%	10%	10%	10%
其他新兴业务	1.46	1.54	0.41	1.15	1.00	0.85
其他	0.06	0.08	0.06			

来源：ifind，公司财报，国金证券研究所预测

期间费用率：预计 26-28 年销售费用率为 2.7%/2.7%/2.7%，研发费用率为 9.0%/9.0%/9.0%，考虑到股权激励费用，预计 26-28 年管理费用率为 10.0%/10.5%/10.5%。



投资建议及估值

预计公司 2026-2028 年实现营业总收入 80.75 亿元/99.51 亿元/123.99 亿元，同比 +21.06%/+23.23%/+24.61%，归母净利润 13.93 亿元/17.46 亿元/22.12 亿元，同比 +22.96%/25.39%/26.70%，对应 EPS 为 3.86/4.84/6.13 元。

我们选取 5 家可比公司对凯莱英进行估值，分别为康龙化成、皓元医药、泰格医药、昭衍新药、药明康德，5 家公司均为 CXO 行业头部公司。我们认为，公司目前所处 CDMO 赛道正处于景气度加速上行阶段且公司新兴业务处于快速放量期，参考 CXO 行业 2026 年 48 倍平均 PE 估值，考虑到公司现阶段业绩加速增长，给予 2026 年 50X PE，目标价 193 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表29：可比公司估值情况

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(ifind 一致预测均值)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300759	康龙化成	47.03	1.10	1.38	1.69	42.86	34.22	27.81
688131	皓元医药	97.73	1.57	2.2	3.04	62.36	44.55	32.20
300347	泰格医药	54.97	1.27	1.58	2.03	43.35	34.82	27.14
603127	昭衍新药	52.80	0.75	0.79	1.13	70.83	66.83	46.65
603259	药明康德	161.34	7.02	8.53	10.36	22.99	18.92	15.58
平均值						48.48	39.87	29.88
002821	凯莱英	176.00	3.86	4.84	6.13	45.60	36.36	28.70

来源：ifind，国金证券研究所（注：数据截至日期 2026/8/10，药明康德盈利预测来自国金证券分析师预测，其余盈利预测均来自 ifind 一致预期）



风险提示

地缘政治风险：目前 CXO 行业相关公司被列入国防部 1260H 名单的认定，但该公司已向国防部提起诉讼，并向美国哥伦比亚特区联邦地区法院提出了初步禁令动议。目前该事件正在积极处理中并获得初步积极反馈。

汇兑损失风险：目前人民币升值已经对各公司产生汇兑损失，若人民币持续升值，虽然公司可通过套期保值等手段对冲风险，但仍将承担汇兑损失带来的风险。

产品上市审评进展不及预期风险：若公司客户的终端产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司订单和业绩受到影响。

大客户集中风险：截至 2025 年，公司前五大客户销售额占比为 35.87%，一旦大客户需求受到影响，可能对公司的业绩产生较大扰动。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	7,825	5,805	6,670	8,075	9,951	12,399
增长率		-25.8%	14.9%	21.1%	23.2%	24.6%
主营业务成本	-3,822	-3,346	-3,869	-4,682	-5,757	-7,111
%销售收入	48.8%	57.6%	58.0%	58.0%	57.9%	57.3%
毛利	4,003	2,459	2,801	3,393	4,193	5,289
%销售收入	51.2%	42.4%	42.0%	42.0%	42.1%	42.7%
营业税金及附加	-74	-113	-63	-73	-90	-112
%销售收入	1.0%	1.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-196	-243	-210	-218	-269	-335
%销售收入	2.5%	4.2%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-788	-825	-765	-808	-1,045	-1,302
%销售收入	10.1%	14.2%	11.5%	10.0%	10.5%	10.5%
研发费用	-708	-614	-593	-727	-896	-1,116
%销售收入	9.0%	10.6%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	2,236	663	1,169	1,568	1,895	2,424
%销售收入	28.6%	11.4%	17.5%	19.4%	19.0%	19.6%
财务费用	148	331	66	-50	0	0
%销售收入	-1.9%	-5.7%	-1.0%	0.6%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-28	-77	-131	-32	-7	-9
公允价值变动收益	17	40	22	0	0	0
投资收益	138	83	89	90	90	90
%税前利润	5.4%	7.7%	6.9%	5.7%	4.6%	3.6%
营业利润	2,571	1,079	1,297	1,576	1,977	2,505
营业利润率	32.9%	18.6%	19.5%	19.5%	19.9%	20.2%
营业外收支	-14	-6	-11	0	0	0
税前利润	2,557	1,072	1,286	1,576	1,977	2,505
利润率	32.7%	18.5%	19.3%	19.5%	19.9%	20.2%
所得税	-306	-137	-160	-189	-237	-301
所得税率	12.0%	12.7%	12.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	2,251	936	1,127	1,387	1,740	2,204
少数股东损益	-18	-13	-6	-6	-6	-8
归属于母公司的净利润	2,269	949	1,133	1,393	1,746	2,212
净利率	29.0%	16.3%	17.0%	17.2%	17.5%	17.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,251	936	1,127	1,387	1,740	2,204
少数股东损益	-18	-13	-6	-6	-6	-8
非现金支出	515	603	706	611	663	720
非经营收益	-208	-358	-131	-176	-90	-90
营运资金变动	993	74	-294	-487	-508	-665
经营活动现金净流	3,550	1,254	1,408	1,334	1,805	2,169
资本开支	-1,203	-1,129	-1,270	-2,020		
投资	-1,691	-204	430	-150	-150	-150
其他	203	149	207	90	90	90
投资活动现金净流	-2,691	-1,184	-633	-2,080	-1,120	-1,170
股权募资	155	0	176	838	0	0
债权募资	12	0	0	-347	0	0
其他	-709	-1,928	-521	-558	-698	-885
筹资活动现金净流	-542	-1,928	-345	-67	-698	-885
现金净流量	353	-1,762	394	-813	-13	115

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,110	5,789	6,321	5,432	5,365	5,442
应收款项	2,038	1,865	2,002	2,320	2,859	3,562
存货	945	1,193	1,471	1,580	1,942	2,399
其他流动资产	2,258	2,203	1,712	1,574	1,629	1,699
流动资产	12,352	11,050	11,506	10,905	11,795	13,102
%总资产	62.5%	57.3%	56.7%	50.9%	51.6%	53.0%
长期投资	421	694	767	917	1,067	1,217
固定资产	5,244	5,841	6,323	7,879	8,261	8,640
%总资产	26.5%	30.3%	31.2%	36.8%	36.1%	34.9%
无形资产	734	675	686	726	761	794
非流动资产	7,415	8,238	8,771	10,531	11,085	11,635
%总资产	37.5%	42.7%	43.3%	49.1%	48.4%	47.0%
资产总计	19,767	19,289	20,277	21,436	22,880	24,737
短期借款	41	42	53	0	0	0
应付款项	1,165	965	1,152	1,221	1,506	1,863
其他流动负债	595	702	764	723	893	1,111
流动负债	1,801	1,709	1,968	1,943	2,399	2,974
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	456	717	663	180	126	89
负债	2,257	2,426	2,631	2,123	2,525	3,062
普通股股东权益	17,480	16,845	17,635	19,308	20,356	21,683
其中：股本	369	368	361	361	361	361
未分配利润	7,760	8,078	8,816	9,651	10,699	12,026
少数股东权益	30	17	11	5	-1	-9
负债股东权益合计	19,767	19,289	20,277	21,436	22,880	24,737

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	6.138	2.581	3.141	3.860	4.840	6.132
每股净资产	47.287	45.811	48.906	53.518	56.422	60.101
每股经营现金净流	9.603	3.411	3.904	3.701	5.007	6.017
每股股利	1.800	1.100	1.300	1.545	1.937	2.454
回报率						
净资产收益率	12.98%	5.63%	6.42%	7.21%	8.58%	10.20%
总资产收益率	11.48%	4.92%	5.59%	6.50%	7.63%	8.94%
投入资本收益率	11.14%	3.40%	5.75%	7.14%	8.19%	9.84%
增长率						
主营业务收入增长率	-23.70%	-25.82%	14.91%	21.06%	23.23%	24.61%
EBIT 增长率	-28.70%	-70.35%	76.32%	34.12%	20.85%	27.94%
净利润增长率	-31.28%	-58.17%	19.35%	22.96%	25.39%	26.70%
总资产增长率	8.38%	-2.42%	5.13%	5.72%	6.74%	8.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	103.8	119.8	102.8	103.0	103.0	103.0
存货周转天数	117.3	116.7	125.7	125.7	125.7	125.7
应付账款周转天数	48.8	49.3	49.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	182.5	249.9	246.0	219.3	171.8	132.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.26%	-43.21%	-41.85%	-33.91%	-31.84%	-30.26%
EBIT 利息保障倍数	-15.1	-2.0	-17.8	31.4	#DIV/0!	#DIV/0!
资产负债率	11.42%	12.58%	12.98%	9.90%	11.04%	12.38%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	11	16	54
增持	1	2	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.29	1.31	1.36	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究