

凯莱英 (002821.SZ)

小分子 CDMO 龙头，多肽与小核酸共筑新增长极

2026 年 01 月 28 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

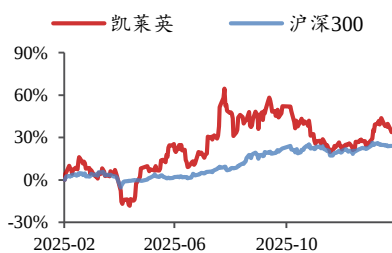
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2026/1/27
当前股价(元)	99.98
一年最高最低(元)	125.50/59.90
总市值(亿元)	360.80
流通市值(亿元)	316.94
总股本(亿股)	3.61
流通股本(亿股)	3.17
近 3 个月换手率(%)	87.67

股价走势图



数据来源：聚源

● 小分子基石稳固，常规业务韧性凸显，签单企稳回升

凯莱英是全球领先的小分子 CDMO 企业，深耕行业二十五年，正处于从单一小分子业务向“小分子+新兴业务”双轮驱动转型的关键期。随着公司新兴业务快速放量，业绩韧性凸显。短期看，大订单高基数影响逐渐出清，常规业务保持稳健增长，签单已呈企稳回升态势。随着生物医药融资环境回暖，新兴业务板块收入高增，营收占比提升，正成为业绩增长的重要支撑。中长期看，公司持续推进多肽产能建设，有望进一步打开成长空间。我们看好公司的长期发展，预计 2025-2027 年公司的归母净利润为 11.64/12.97/15.07 亿元，EPS 为 3.23/3.59/4.18 元，当前股价对应 PE 为 31.0/27.8/23.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 新兴业务强劲增长，多肽产能扩张卡位 GLP-1 风口，小核酸领域布局前沿

公司全力推进化学大分子、制剂、生物大分子等新兴业务，打造第二成长曲线。2025H1 新兴业务收入 7.56 亿元，同比增长 51.22%，营收占比提升至 23.71%。面对 GLP-1 药物强劲的下游需求，公司加速产能建设，截至 2025H1 多肽固相合成总产能已达约 30,000L，公司预计 2025 年底进一步扩容至 44,000L。公司已与国内重要客户签订 GLP-1 多肽商业化订单，并获得多个跨国药企临床中后期项目，充足的产能储备有望助力公司在这一高景气赛道占据领先地位。在小核酸领域，公司布局前沿，自 2020 年起通过与瑞博生物合作实现 CDMO 业务“热启动”，并持续完善寡核苷酸工艺、分析及质控平台，服务能力已覆盖多种技术路径。

● 行业投融资环境逐步回暖，全球化布局与技术平台构筑护城河

2025 年以来全球医疗健康产业投融资总额整体回暖，下游医药外包需求有望持续复苏。公司前瞻性推进全球化布局，欧洲 Sandwich Site 已投入运营并承接订单，进一步完善了全球供应链体系。同时，依托连续反应、合成生物学等八大研发平台及高素质人才团队，公司技术壁垒日渐深厚。在行业复苏周期中，公司有望凭借卓越的交付能力和全球化的服务网络，持续提升市场份额。

● 风险提示：行业竞争加剧、地缘政治风险、产能落地不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,825	5,805	6,658	7,685	8,936
YOY(%)	-23.7	-25.8	14.7	15.4	16.3
归母净利润(百万元)	2,269	949	1,164	1,297	1,507
YOY(%)	-31.3	-58.2	22.7	11.4	16.2
毛利率(%)	51.2	42.4	42.0	41.8	41.7
净利率(%)	29.0	16.3	17.5	16.9	16.9
ROE(%)	12.9	5.5	6.6	7.0	7.7
EPS(摊薄/元)	6.29	2.63	3.23	3.59	4.18
P/E(倍)	15.9	38.0	31.0	27.8	23.9
P/B(倍)	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 凯莱英：扎根小分子 CDMO 领域，新业务齐头并进.....	4
1.1、 股权结构清晰，核心高管团队背景雄厚.....	4
1.2、 营收利润恢复增长，签单整体企稳回升.....	6
1.3、 “做深”大客户+“做广”中小客户策略持续发力	8
2、 全球医药投融资逐渐回暖，医药外包市场持续扩容.....	9
2.1、 全球投融资回暖态势明显，国际大药企平均研发投入稳健增长.....	9
2.2、 国内投融资环比持续改善，中国管线 BD 交易火热	10
2.3、 全球医药外包市场预计持续扩容，行业稳健增长.....	11
3、 持续引进高素质人才，打造一流研发团队.....	13
3.1、 注重研发人才引进，多项技术行业领先.....	13
3.2、 产能布局持续推进，预计多肽产能将达 44000L	15
3.3、 双轮驱动战略成效初显，业绩高增长未来可期.....	17
3.3.1、 小分子竞争力持续增强，业绩增长稳健.....	18
3.3.2、 新兴业务持续深化发展，多板块业务稳中向好.....	19
4、 盈利预测与投资建议	23
4.1、 关键假设	23
4.2、 盈利预测与估值	23
5、 风险提示	24
附：财务预测摘要	25

图表目录

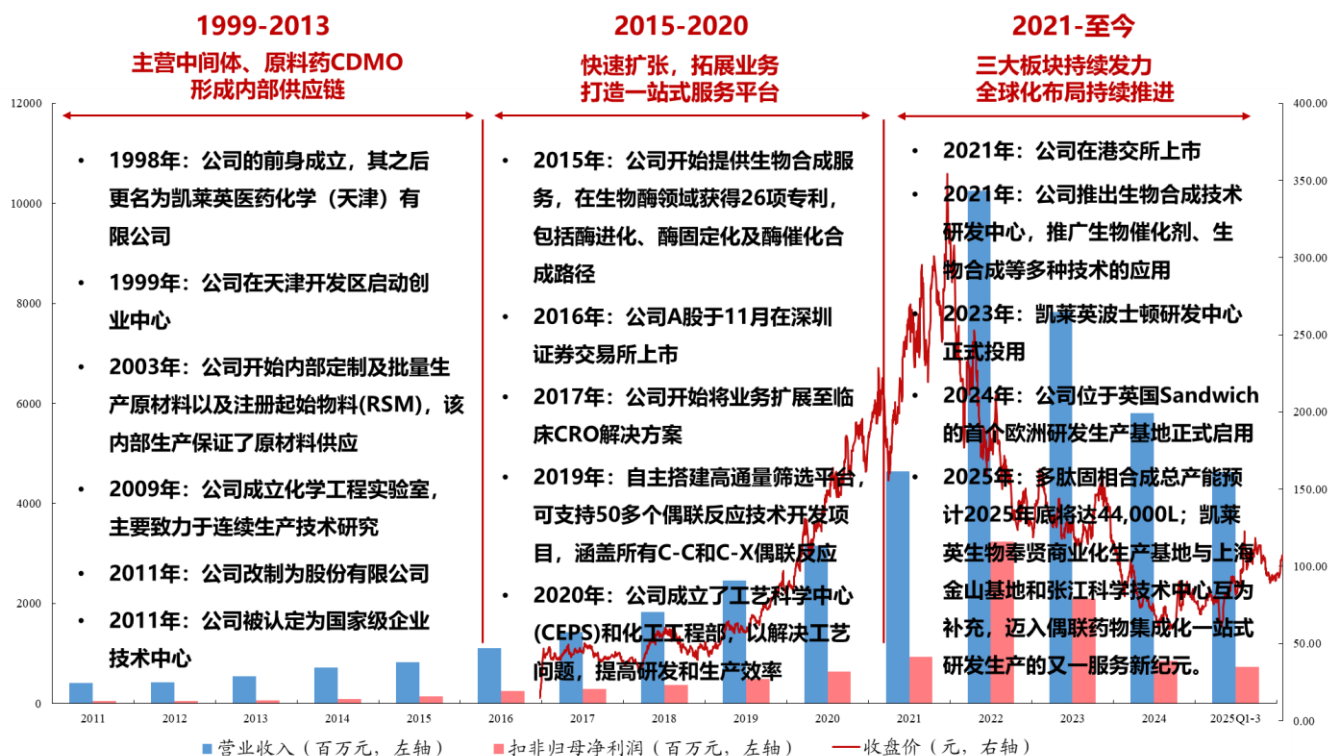
图 1： 公司深耕小分子 CDMO 领域超 25 年，并持续拓展新兴业务领域.....	4
图 2： 公司股权结构清晰，创始人洪浩博士合计控制公司约 26.75%股权.....	5
图 3： 核心高管团队背景雄厚，深耕医药行业多年.....	6
图 4： 研发人员占比约 46.68%，为公司长远发展提供充足的人才支撑.....	6
图 5： 2019 年至今公司非大订单业务增速稳健（百万元）	7
图 6： 2025 年前三季度公司利润端已触底反弹.....	7
图 7： 小分子 CDMO 占营收主体，新兴业务占比逐年提升（单位：百万元）	7
图 8： 大订单交付影响，2023 年起毛利率波动较大.....	8
图 9： 2023 年起公司各项费用率有所回升.....	8
图 10： 公司签单整体已企稳回升，为未来业绩增长提供保障.....	8
图 11： 2025 年，公司来自大/中小制药公司的收入保持稳健增长（单位：百万元）	9
图 12： 2025 年全球医疗健康产业投融资总额整体回暖.....	9
图 13： 全球 top30 药企平均研发投入整体稳健增长	9
图 14： 2025 年国内医疗健康领域一级市场融资回暖明显.....	10
图 15： 2025 年中国新药申报 IND 数量稳健增长	10
图 16： 中国管线 BD 交易首付款逐年增长.....	11
图 17： 中国管线 BD 交易数量逐年增长（个）	11
图 18： CDMO 公司聚焦于为药企提供从药物研发到商业化生产的全链条外包服务.....	11
图 19： 全球医药外包率持续提升助推行业稳健增长.....	12
图 20： 全球小分子 CDMO/CMO 市场预计持续扩容，多肽/小核酸领域快速放量.....	12
图 21： 公司研发人员占比较高	13

图 22: 八大研发平台迭代进化, 赋能创新突破.....	13
图 23: 2021-2022 年公司小分子产能建设持续推进	15
图 24: 2022 年起合理控制产能建设节奏	15
图 25: 全国多地建设研发/生产基地, 战略格局持续完善.....	16
图 26: 以小分子业务为着力点, 不断拓展新业务领域.....	18
图 27: 2021 年至今, 大订单影响下公司小分子业务营收略有起伏 (单位: 百万元)	18
图 28: 项目结构持续优化, 漏斗效益日益凸显.....	19
图 29: 新兴业务多线发展, 业务稳中向好.....	19
图 30: 化学大分子发展势头强劲, 营收整体稳健增长.....	20
图 31: 项目数量增长显著, 奠定未来成长基础.....	20
图 32: 制剂业务快速发展, 营收增长触底反弹.....	21
图 33: 制剂业务已实现商业化制剂产品市场稳定供应.....	21
图 34: 2025H1 临床 CRO 板块营收同比恢复增长	22
图 35: 公司新签项目数量支持长期发展	22
表 1: 公司员工激励到位, 彰显未来发展信心.....	5
表 2: 多项核心技术具有显著优势, 助力公司研发生产.....	14
表 3: 生产基地于国内多地布局, 扩建工程按计划有序推进, 职能明确.....	16
表 4: 公司持续推进多肽产能建设, 已经获得多个跨国制药公司的多肽临床中后期项目	17
表 5: 公司布局小核酸业务较早, 发展迅速, 小核酸业务中 2026 年有望有项目陆续进入临床后期阶段	20
表 6: 生物大分子 CDMO 业务蓬勃发展	21
表 7: 2025-2027 年凯莱英新兴业务营收预计快速增长 (单位: 百万元)	23
表 8: 公司作为多肽领域核心供应商, 新兴业务预计加速成长, 整体估值高于可比公司平均水平	24

1、凯莱英：扎根小分子 CDMO 领域，新业务齐头并进

凯莱英成立于 1998 年，总部位于天津经济技术开发区，是一家全球领先的合同研发生产组织（CDMO），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。公司在小分子 CDMO 领域拥有超过 25 年的服务经验与技术积淀，坚持“做深”大客户，“做广”中小客户的服务理念，凭借优质的服务质量已在全球范围内建立了品牌影响力；同时，公司聚焦 AI 制药、合成生物技术等前沿领域，化学大分子、临床研究服务、制剂、生物大分子 CDMO、技术输出和合成生物技术等新业务快速发展，有望打开第二成长曲线。

图1：公司深耕小分子 CDMO 领域超 25 年，并持续拓展新兴业务领域

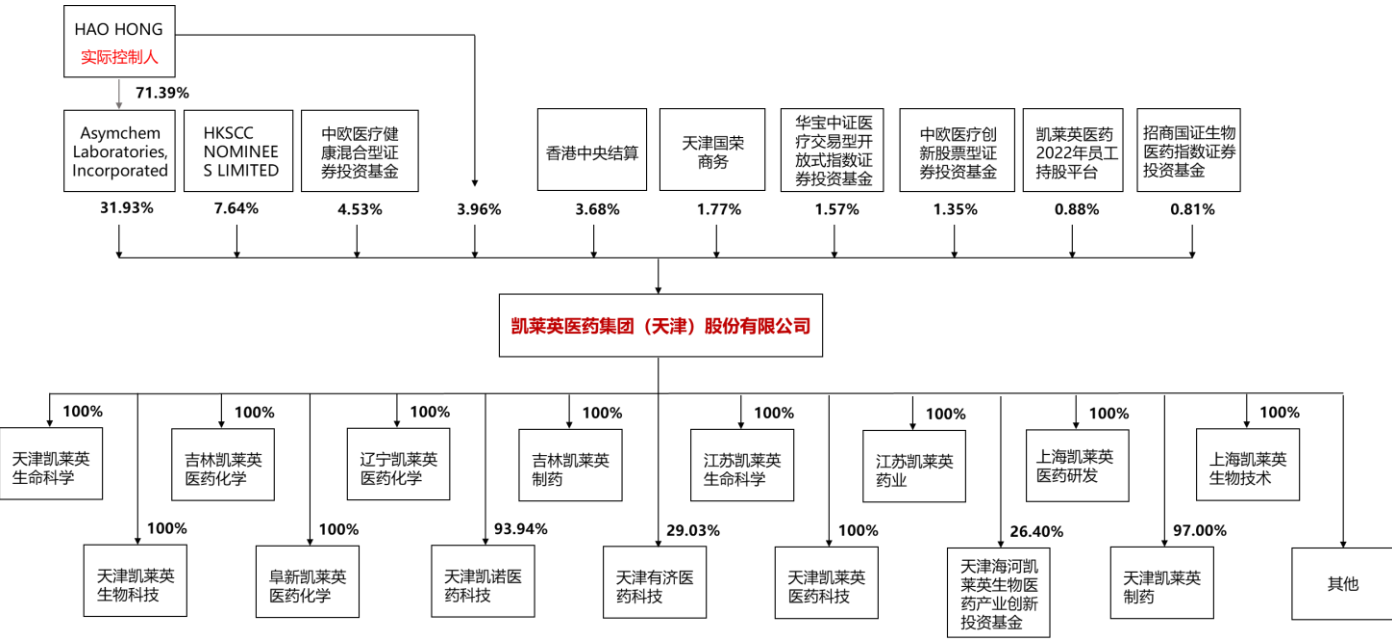


资料来源：公司招股说明书、公司公众号、Wind、开源证券研究所

1.1、股权结构清晰，核心高管团队背景雄厚

股权结构清晰，员工激励到位。截至 2025 年 9 月底，Asymchem 为公司控股股东，持股比例为 31.93%，创始人洪浩博士为公司实际控制人，通过 Asymchem 与直接持有合计控制公司约 26.75% 股权。公司于 2025 年 1 月发布 2025 年 A 股限制性股票激励计划，向 649 名激励对象授予限制性股票 521.60 万股，有助于公司调动核心技术骨干和核心业务人员的积极性，也彰显公司未来发展信心。

图2：公司股权结构清晰，创始人洪浩博士合计控制公司约 26.75%股权



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 注：数据截至 2025 年 9 月底

表1：公司员工激励到位，彰显未来发展信心

限制性股票数量	授予人数	授予价格	摊销费用	业绩考核目标（以 2024 年为基数）		
				时间	营收增长率	利润增长率
521.60 万股，约占公司 A 股股本总额的 1.53%；首次授予 491.60 万股	649 人	37.52 元/股	2025-2029 年分别摊销 3797.25/ 3410.56/ 1391.30/ 526.73/ 104.53 万元	2025 年	10%-13%	10%-14%
				2026 年	20%-27%	20%-29%
				2027 年	30%-40%	30%-42%
				2028 年	40%-53%	40%-55%
				2029 年	50%-66%	50%-68%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

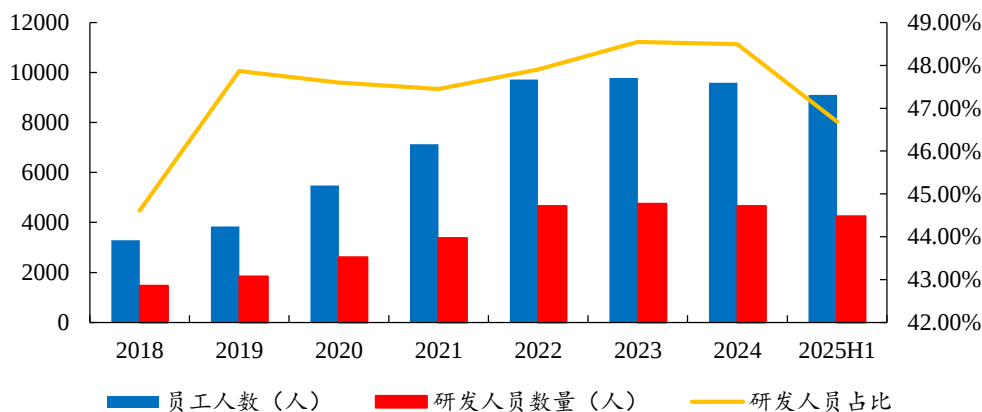
核心高管团队背景雄厚，深耕医药行业多年。公司董事长兼 CEO 洪浩博士毕业于中国医学科学院，曾在国际制药界最著名的化学权威杂志上发表数十篇学术论文。公司其余高管均深耕医药行业多年，拥有丰富的医药研发生产经验。公司人员规模扩张后整体趋于稳定，截至 2025H1 共有员工约 9106 人，其中研发人员占比约 46.68%，为公司长远发展提供充足的人才支撑。

图3：核心高管团队背景雄厚，深耕医药行业多年

 洪浩 董事长兼CEO - 中国医学科学院药物化学博士，曾于美国Georgia大学药物化学从事博士后研究 - 于1995年在美国北卡罗来纳州成立凯莱英公司，并于1999年成立国内第一家公司	 杨蕊 Co-CEO - 北京大学EMBA - 统筹领导生物大分子、临床CRO等战略新兴事业群发展，持续推动公司GXP一站式服务平台发展，并支持凯莱英整体运营工作，助力“双轮驱动”战略有效落地。
 张达 CFO&COO - 拥有人民银行研究生部（现清华五道口金融学院）金融学硕士学位 - 拥有超过十五年企业运营管理、投融资和财务管理等方面经验。全面领导和负责凯莱英运营管理相关战略实施，同时统筹财务管理、投融资、市值管理等	 陈诚义 CTO - 俄亥俄州立大学有机化学博士。 - 拥有丰富的制药研发，生产以及监管申报等经验。曾在默克、强生、Mirati Therapeutics 和百时美施贵宝等知名公司从事相关工作。
 周炎 高级副总裁 深谙药品研发到商业化生产的管理和法规需求，极富制药工厂质量管理经验。先后从事化学原料药的工艺开发与工艺转移研究，工艺验证以及持续的商业化生产。	 徐向科 高级副总裁兼董事会秘书 - 于上海高级金融学院获得EMBA学位。 - 拥有二十余年企业运营管理经验，在产业、人才、财税等政策实施与申报、资本市场及社会公众良好品牌形象中发挥重要作用。
 洪亮 执行副总裁 拥有二十余年的大型新建厂区、新型业务车间、相关设施的整体工程管理经验，并在公司外包供应链搭建及管理，以及连续反应技术中心综合运营管理等发挥重要作用。	 陈朝勇 执行副总裁 2003年加入凯莱英，拥有丰富的研发生产经验 - 拥有二十余年制药研发生产经验，在困难度制药开发项目和生产项目中发挥了重要的作用。

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

图4：研发人员占比约 46.68%，为公司长远发展提供充足的人才支撑

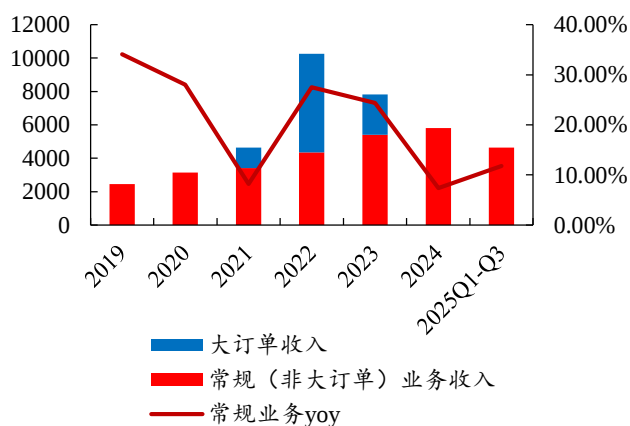


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、营收利润恢复增长，签单整体企稳回升

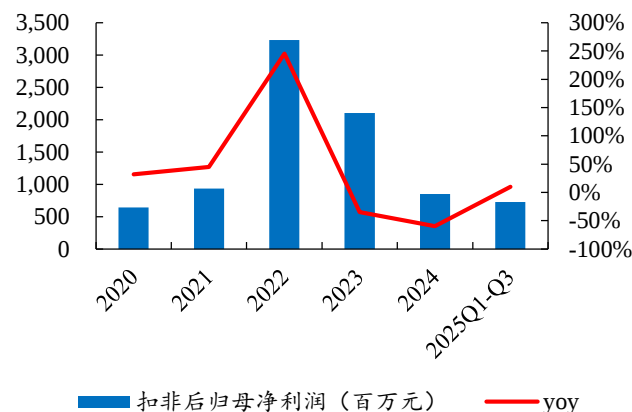
大订单交付影响表现业绩，常规业务增速稳健。自 2021 年起，受益于大订单交付，公司业绩快速增长。2023-2024 年，受大订单交付导致同期高基数以及下游需求波动影响，总营收与利润端阶段性下滑，但常规（非大订单）业务收入增长依旧稳健。2025Q1-3，公司常规（非大订单）业务实现营收 46.30 亿元，同比增长 11.82%，展现出了强劲的业绩韧性。

图5：2019 年至今公司非大订单业务增速稳健（百万元）



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

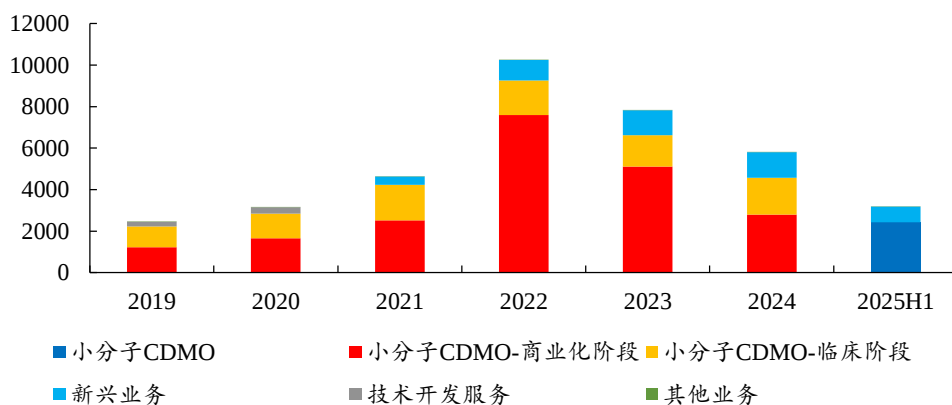
图6：2025 年前三季度公司利润端已触底反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

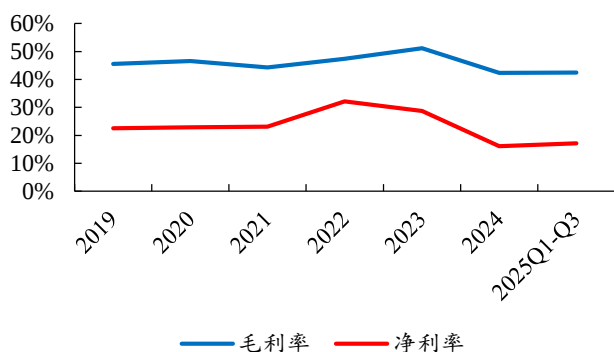
小分子 CDMO 占营收主体，新兴业务快速发展，营收占比逐年提升。小分子 CDMO 目前仍占营收主体,2025H1 贡献约 24.29 亿元收入, 占总收入比例约 76.19%；新兴业务正快速成长，2025H1 贡献约 7.56 亿元，占比从 2021 年的 8.57%快速提升至 2025H1 的 23.71%。

图7：小分子 CDMO 占营收主体，新兴业务占比逐年提升（单位：百万元）

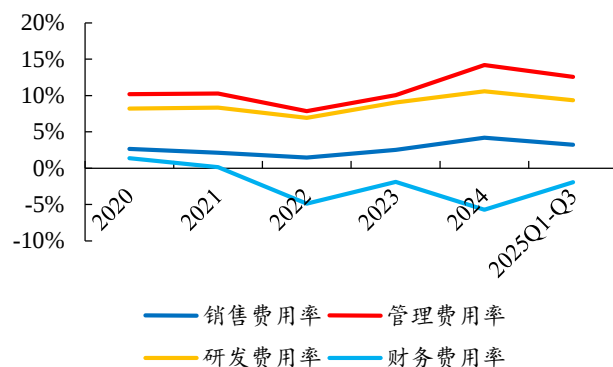


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2025Q1-3，公司整体业务毛利率 42.44%，其中小分子业务毛利率 46.99%，同比基本持平；新兴业务毛利率 30.55%，同比提升 10.57 个百分点，主要是新兴业务交付规模提升和产能利用率爬坡。我们预计随着公司各项成本管控措施的有效实施，以及临床后期项目和商业化项目增多，公司利润率将逐步回归正常水平。

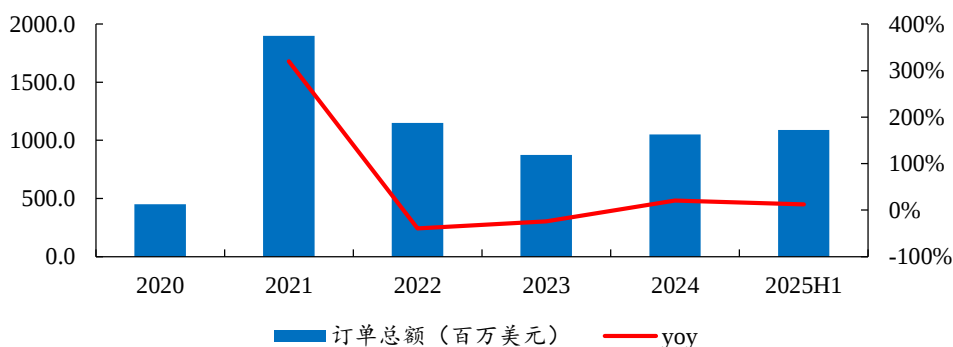
图8：大订单交付影响，2023 年起毛利率波动较大


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图9：2023 年起公司各项费用率有所回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司签单整体已企稳回升，为未来业绩增长提供保障。2025 年前三季度公司新签订单同比保持双位数增长。截至 2025H1，公司在手订单总额约 10.88 亿美元，较 2024H1 的 9.70 亿美元提升明显，为未来业绩稳健增长提供支撑。

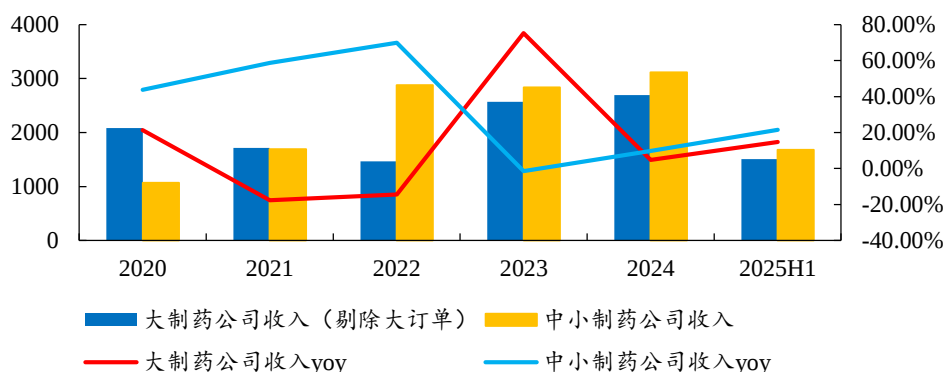
图10：公司签单整体已企稳回升，为未来业绩增长提供保障


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、“做深”大客户+“做广”中小客户策略持续发力

公司坚持“做深大客户”，“做广小客户”的发展战略，积极发展优质稳定客户群。截至 2025 年上半年，公司已与全球前 20 大跨国制药公司中的 16 家建立了合作，并连续服务其中的 8 家公司已超过 10 年。受益于大订单的出色执行效应，公司市场口碑得到显著提升，与大制药公司的深度合作持续推进，不断扩展商业化项目以及 API 合作机会。同时，公司不断拓展高成长性客户的覆盖率，与再鼎医药、贝达药业、和记黄埔、信达生物、加科思、Mersana Therapeutic、Mirati Therapeutic 等国内外优秀新兴医药公司、生物技术公司达成多维度的协同合作。

2025H1 来自大药企客户的收入约 15.08 亿元，同比增长 14.68%；来自中小制药公司收入 16.80 亿元，同比增长 21.55%。通过多年的合作及出色的业绩记录，公司赢得了客户长期的信任，培养了优质、稳定及不断增长的客户群。

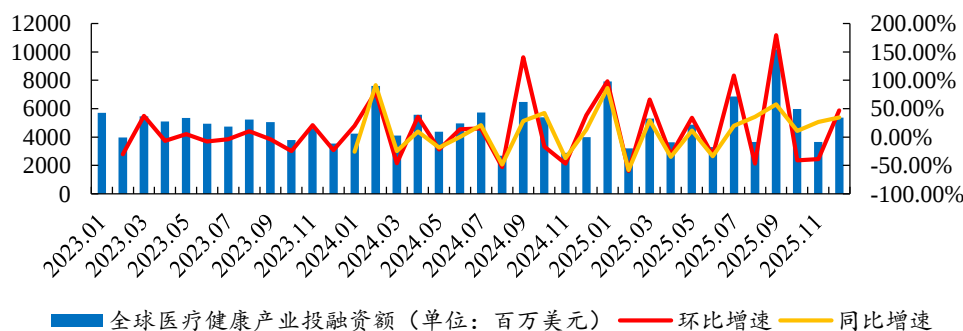
图11：2025 年，公司来自大/中小制药公司的收入保持稳健增长（单位：百万元）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

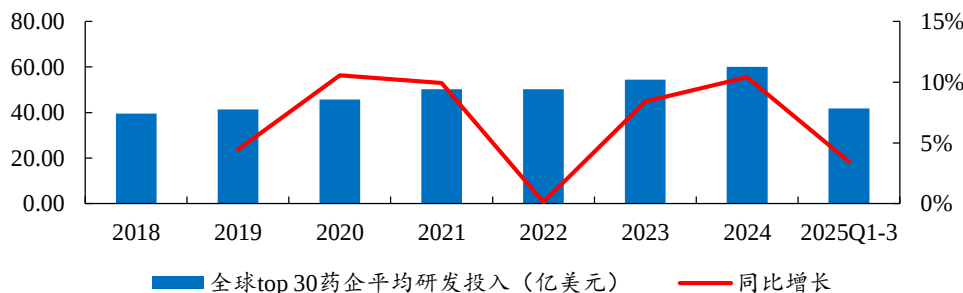
2、全球医药投融资逐渐回暖，医药外包市场持续扩容

2.1、全球投融资回暖态势明显，国际大药企平均研发投入稳健增长

自 2023H2 经历投融资寒潮后,2025 年以来全球生物医药投融资额已企稳回升,尤其从下半年开始回暖明显。2025 年全年全球医疗健康产业投融资额达 638.82 亿美元,同比增长 10.13%;2025 年下半年投融资总额达 356.82 亿美元,同比增长 31.43%,环比上半年增长 26.53%。全球 top30 药企平均研发投入整体稳健增长,2025 前三季度平均研发投入约 41.72 亿美元,同比增长 3.45%。

图12：2025 年全球医疗健康产业投融资总额整体回暖


数据来源：动脉橙官网、开源证券研究所

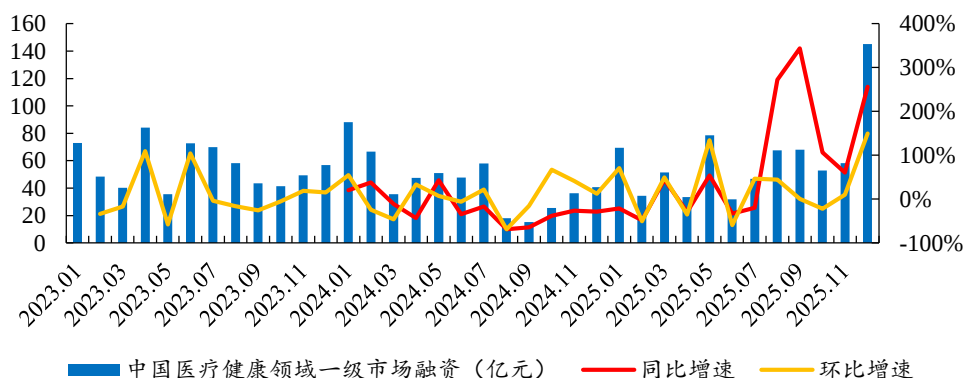
图13：全球 top30 药企平均研发投入整体稳健增长


数据来源：动脉橙官网、开源证券研究所

2.2、国内投融资环比持续改善，中国管线 BD 交易火热

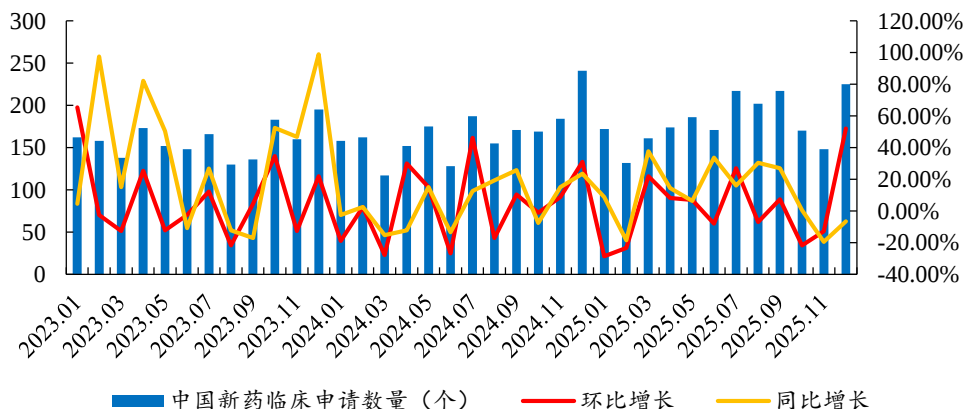
国内来看，医疗健康领域一级市场融资回暖更为明显，2025 全年投融资总额达 737.77 亿元，同比增长 39.05%；2025 年下半年投融资总额达 438.51 亿元，同比增长 125.79%，环比上半年增长 46.53%。根据 Insight 数据，2025 年中国新药申报 IND 数量达 2175 个，同比增长 8.8%；2025 年下半年申报数量 1179 个，同比增长 6.5%，环比上半年增长 18.4%。

图14：2025 年国内医疗健康领域一级市场融资回暖明显



数据来源：动脉橙官网、开源证券研究所

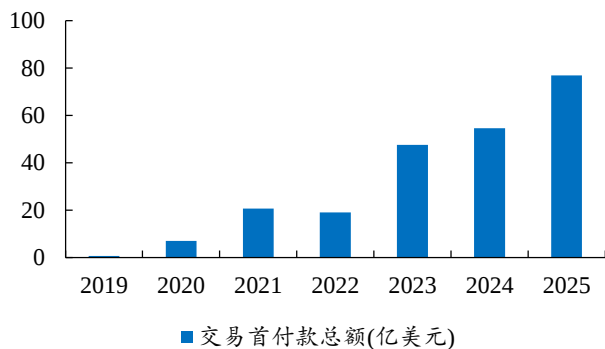
图15：2025 年中国新药申报 IND 数量稳健增长



数据来源：Insight、开源证券研究所

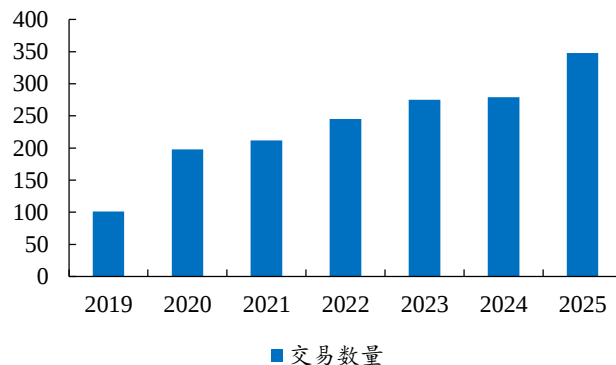
根据 Insight 数据，中国管线 BD 交易首付款与中国管线 BD 交易数量逐年增长，分别从 2019 年的 0.63 亿美元/101 个快速增加至 2025 年的 76.87 亿美元/348 个。BD 交易持续火热，为国内创新药企实现快速融资及创新药管线的价值兑现提供了新的路径，也为核心管线的持续推进与新一轮早研管线的开设提供了资金保障。

图16：中国管线 BD 交易首付款逐年增长



数据来源：Insight、开源证券研究所（注：2025 年数据截止至 2025.12.11）

图17：中国管线 BD 交易数量逐年增长（个）

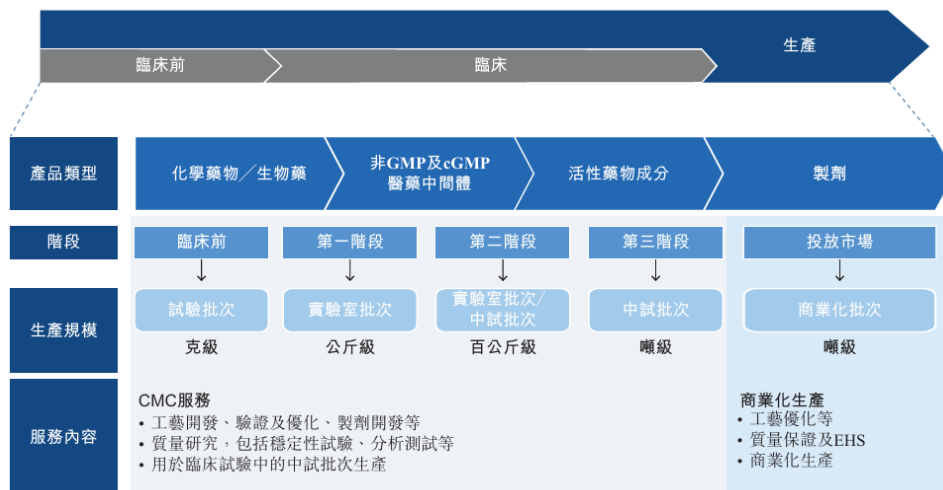


数据来源：Insight、开源证券研究所（注：2025 年数据截止至 2025.12.11）

2.3、全球医药外包市场预计持续扩容，行业稳健增长

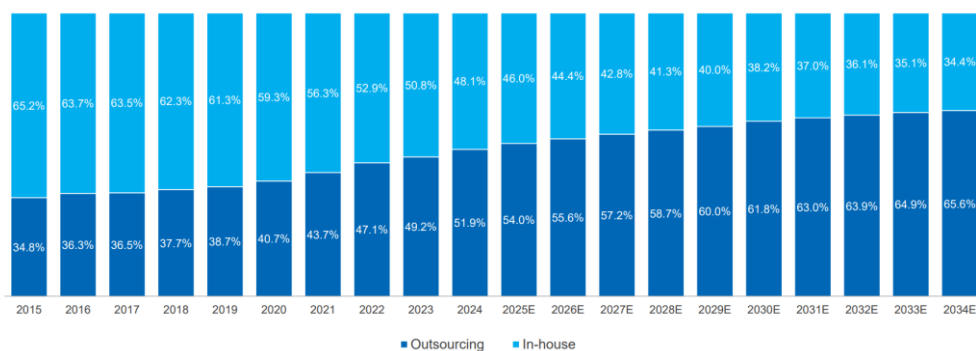
医药外包公司全流程参与药品开发与生产，赋能客户研发进程。医药外包公司通过搭建自身的研发和生产平台，在药品开发的不同阶段赋能客户，助力客户更快更好的进行新药研发。CDMO（合同研发生产组织）的商业模式聚焦于为制药企业提供从药物研发到商业化生产的全链条外包服务，涵盖工艺开发、优化、生产及质量控制等环节，形成“研发+生产”的一站式解决方案。其核心在于通过专业化分工，帮助药企降低研发成本、缩短上市周期，并分担生产风险，同时自身通过技术服务和产能共享实现盈利。

图18：CDMO 公司聚焦于为药企提供从药物研发到商业化生产的全链条外包服务



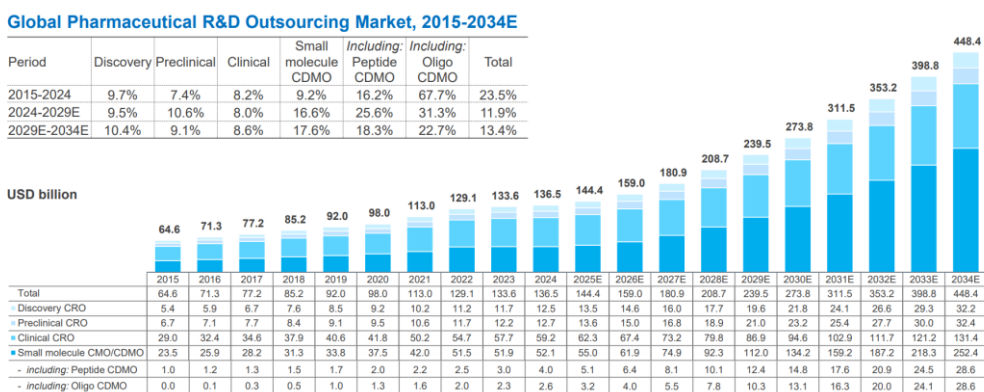
资料来源：凯莱英港股招股说明书

全球医药外包率持续提升助推行业稳健增长。根据 Frost & Sullivan 数据统计，随着制药行业持续加速研发管线推进并提升效率，医药外包渗透率在 2024 年逐步提升至 50% 以上，预计到 2034 年将达 65% 以上，助推行业持续扩容。

图19：全球医药外包率持续提升助推行业稳健增长


资料来源：Frost & Sullivan、药明康德官网

全球小分子 CDMO/CMO 市场预计持续扩容，多肽/小核酸领域呈现快速放量趋势。根据 Frost & Sullivan 数据统计，全球小分子 CDMO/CMO 市场预计持续扩容，2024 年市场规模约 521 亿美元，预计将在 2029 年达到 1120 亿美元，2024-2029 CAGR 约 16.6%；其中，多肽与小核酸 CDMO/CMO 领域市场规模在 2024 年分别达到 40/26 亿美元，预计将在 2029 年分别达到 124/103 亿美元，2024-2029 CAGR 约 25.6%/31.3%，呈现快速放量趋势。

图20：全球小分子 CDMO/CMO 市场预计持续扩容，多肽/小核酸领域快速放量


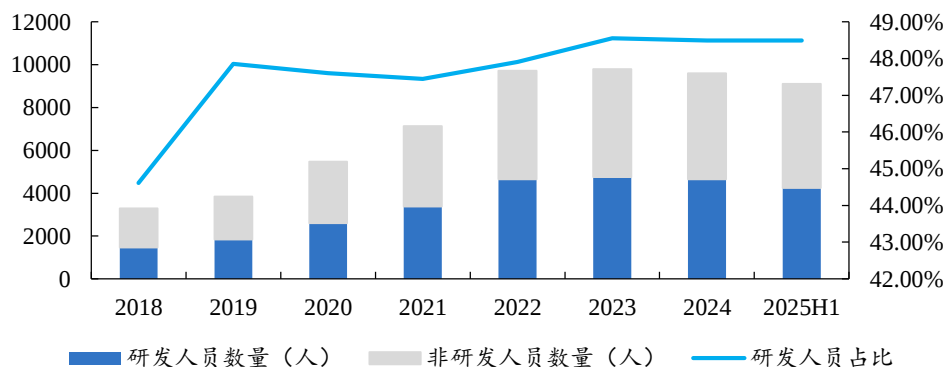
资料来源：Frost & Sullivan、药明康德官网

3、持续引进高素质人才，打造一流研发团队

3.1、注重研发人才引进，多项技术行业领先

公司研发人员占比较高。2025 年前三季度公司研发投入约 4.33 亿元，持续稳健增长。同时，公司持续加强人才引进和培养，2025 年上半年，公司共引进高级人才 54 人，其中博士 24 人，高级主管及以上人员 4 人，海归及具有海外制药公司工作背景人员 39 人。截至 2025H1，公司共有研发及分析人员 4251 人，硕士博士类高级研究人员占研发人员比例 37%。

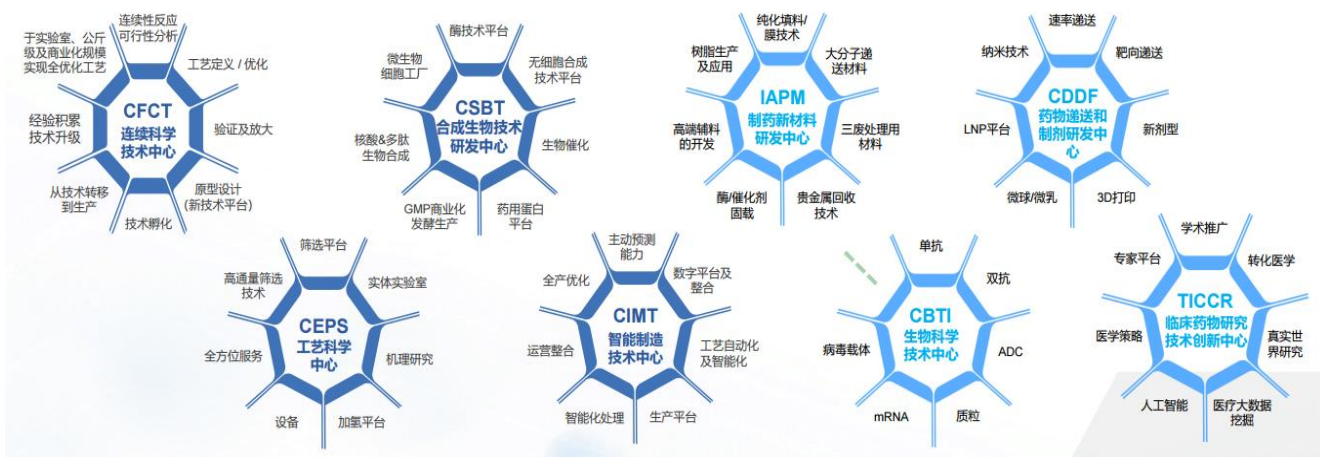
图21：公司研发人员占比较高



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

八大研发平台格局完成，致力储备前瞻性技术，为公司发展保驾护航。2022 年，公司在五大研发平台基础上，完成组建了制药新材料研发中心（IAPM）、药物递送和制剂研发中心（CDDF）和生物科学技术中心（CBTI），形成八大研发平台格局。截至 2025 年上半年，公司共有国内外已授权专利 538 项，其中国内专利 423 项，国外专利 115 项，其中 183 项在合成生物领域，204 项在连续反应技术领域；新技术研发论文多次在自然科学领域最权威的三大学术期刊之《自然》及其他行业重要期刊获得发表，已累计发表 51 篇，其中 16 篇的影响因子超过 10，各项技术在公司全球领先且可持续进化的八大研发平台基础之上，持续迭代进化。

图22：八大研发平台迭代进化，赋能创新突破



资料来源：公司公告

多项核心技术具有显著优势，前瞻性布局连续反应技术和合成生物技术。公司经过持续多年的研发投入，目前已拥有多项业内领先的核心技术，广泛应用于各种药物的制备工艺中，大幅度减少生产成本，提高产品收率，同时降低能耗和三废。先进的化学与工程技术始终是企业处于行业领先地位的第一驱动力。同时，公司前瞻性布局连续反应技术和合成生物技术，巩固其在 CDMO 领域的龙头地位，推动了绿色制造、新兴业务增长及全球化战略的深化。

表2：多项核心技术具有显著优势，助力公司研发生产

核心技术	技术应用	技术特点/优势
连续反应技术	连续性臭氧氧化反应	收率大幅度提高，几乎可达到定量转化，利用臭氧这一绿色催化剂替代了贵金属催化剂和其他化学试剂，绿色环保、成本低廉
	连续重氮甲烷反应	成本低廉，反应条件温和，能耗小。解决了向空气中排放丁烷的环保顽疾
	连续催化氢化技术	生产出的可回收溶剂 2-甲基四氢呋喃不与水互溶，易于回收使用，减少污染；原料可再生、成本低；目前批量生产的厂家少；可大幅度降低生产成本
生物转化技术	他汀类药物	实现手性二醇的一次性引入，突破国外专利封锁，成本仅为目前市场价格的 60%，同时三废排放仅为同类产品的 20%
	格列汀类药物	生产成本大幅下降，目前该产品成本仅为同类产品的 30%~40%
	用于多种药物中的非天然氨基酸的生产	打破专用性非天然氨基酸的商业化生产垄断，在专用性非天然氨基酸的商业化生产中占据一席之地
偶联反应	Heck 反应：抗炎药物 Naproxen，抗哮喘药物 Montelukast 等	具有较高化学选择性、立体专一性、区域选择性、反应条件温和产率高等特点
	Negishi 反应：天然抗病毒物质 hennoxazole A 和 5-IA 拮抗剂等	
	Suzuki 反应：抗肿瘤剂 Dynemicin A	
过渡金属催化反应	催化氢化反应	运用各种官能团的催化氢化反应的生产工艺和技术替代传统的还原工艺；一系列催化不对称氢化的生产技术将一些高对映选择性、对氧极度敏感的高效催化剂应用于放大生产中
	催化碳-碳，碳-杂原子成键反应	替代传统的合成技术，大幅减低了生产成本和生产周期
	催化羰基化反应	卤代物的催化羰基化反应的绿色生产技术替代传统的化学计量氧化剂氧化生产碳基类化合物，大幅度减少了三废的产生
	催化剂回收技术	各类负载型催化剂的回收技术和贵金属回收技术降低催化反应的生产成本，避免过渡金属催化反应对环境的潜在污染
不对称合成	底物诱导	路线短、成本低、三废产生少、适合大规模生产
	辅基诱导	成本低、三废少、产品质量高
	不对称催化技术	能够实现包括抗丙肝类药物、抗艾滋病类药物等在内的多个关键中间体的合成，部分技术已经实现了工业化生产
	生物催化技术	低耗能、反应条件温和、低排放、高效、高转化率和高收率、低成本
有机金属反应	有机锂的应用	比常规的催化偶联具有明显的成本优势
	有机镁的应用	有机镁试剂一般反应条件适中，成本相对较低，能高效地得到多种官能团化合物
	有机锌的应用	将有机锌运用于 1) Negishi 偶联，成本低于常规的 Suzuki 偶联反应；2) 加成反应，选择性好于镁试剂；3) Simmons-Smith 环丙烷化反应，由于中间体卡宾稳定性差，一般无法放大生产，公司掌握关键技术，可以放大到 2,000-3,000L 的规模
	过渡有机金属的应用	对价格低廉的有机金属进行催化，大幅节约成本；昂贵金属利用自有技术回

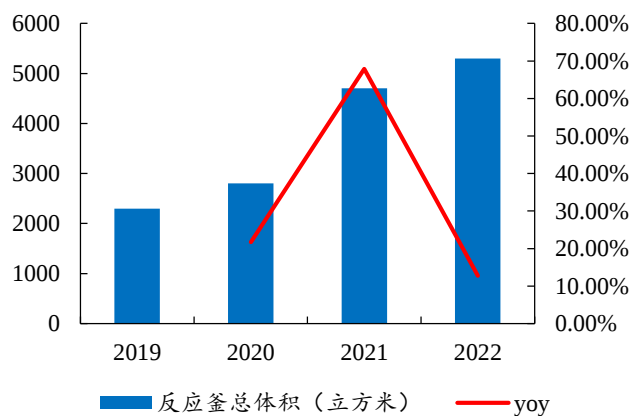
核心技术	技术应用	技术特点/优势
	溶剂回收技术	对溶剂进行回收利用，有效降低成本
多样化合成手段——高温及高压反应	特殊高温高压反应 催化氢化，还原氢化，插碳基反应 高温精馏，氟交换	使某些反应温度高及压力较大的化学反应实现规模化生产；满足一些特殊反应
多样化合成手段——低温反应	一些活性高的试剂反应	有效降低化合物的活性，控制反应速度，避免副产物产生，提高产品的收率和质量
晶型筛选技术	-	可以筛选出适合生产、生物利用度高、利于制剂的优势药物晶型

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3.2、产能布局持续推进，预计多肽产能将达 44000L

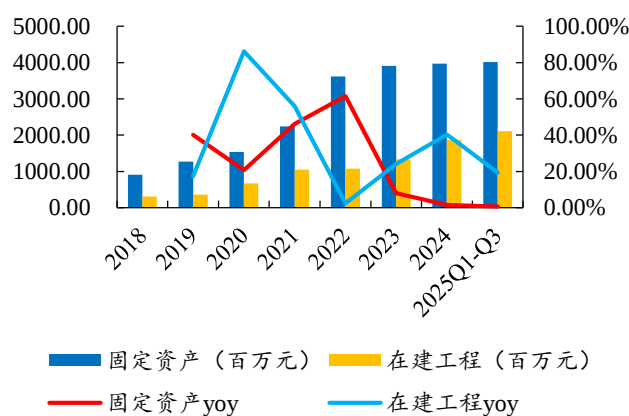
2021-2022 年公司小分子产能建设持续推进,2022 年起合理控制产能建设节奏。为应对全球小分子创新药研发需求及商业化生产订单的快速增长，自 2021 年起公司持续推进产能建设，截至 2022 年底，小分子业务反应釜体积达到 5300m³。大订单整体交付后，公司合理控制产能建设节奏。截至 2025Q3 公司固定资产约 40.14 亿元，同比增长 0.59%；在建工程约 21.08 亿元，同比增长 19.36%，主要系公司加快海外布局以及多肽产能建设。

图23：2021-2022 年公司小分子产能建设持续推进



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：2022 年起合理控制产能建设节奏



数据来源：公司公告、开源证券研究所

全国多地布局生产基地，分工明确。公司在天津、吉林敦化、辽宁阜新、上海、江苏苏州、英国 Sandwich 等地拥有多个生产基地，各生产基地分工明确，助力多业务顺利开展。基于公司业务不断拓展，多个生产基地扩建工程按计划有序进行中。2024 年是公司加速全球化战略布局的关键年，欧洲首个研发及中试基地 Sandwich Site 已投入运营，并已开始承接订单，进一步支撑公司全球供应链体系的完善，并以此为依托，推进海外商业化产能布局。奉贤基地生产基地正式投入使用，持续提升研发生产效率，满足国内外客户多元需求。

图25：全国多地建设研发/生产基地，战略格局持续完善



资料来源：公司官网

表3：生产基地于国内多地布局，扩建工程按计划有序推进，职能明确

地区	生产基地	主要功能	用途	建设情况
天津	凯莱英医药 (TJ1)	高活性药物研发及中试生产 分析服务	高活性 API 的开发和 cGMP 生产	2021 年，建立酶口服制剂和儿童颗粒剂的平台；新建喷雾干燥车间投入使用，有机溶剂处理量每年可以达到 200 吨；新建热熔挤出技术平台于 2021 年 9 月初投入使用；滴眼液车间投入 GMP 使用，年产能可达 1,000 万支。 2022 年，又一 API 厂房启动生产，预计新增批次产能 160m ³ 2025 年新增多肽固相合成产能超 2 万升，cGMP 预充制剂车间和卡式瓶制剂车间将于 2025 年下半年陆续投产
	凯莱英生命科学技术 (TJ2)	开发及 cGMP 生产 生产：cGMP 中试工厂、cGMP 散装工厂、类 cGMP 工厂、API 工厂、流动化学中试工厂、发酵中试工厂、制剂工厂、多肽类 API 分析服务 DoE	化合物的开发和 cGMP 生产 三个独立的固体制剂车间 一个独立的喷雾干燥车间，每年处理有机溶剂 200 吨 生产片剂，胶囊，颗粒剂 三个独立的注射剂车间，可生产无菌溶液，无菌冻干粉及滴眼液	
	天津凯莱英制药 (TJ3)	API 及药物制剂生产	常见化合物的开发和 cGMP 的生产	
	凯莱英医药化学技术 (FX1)	碳青霉烯关键中间体的生产 生产：cGMP 散装工厂、类 cGMP 散装工厂 RSM 生产	RSM 及碳青霉烯	
辽宁阜新	辽宁凯莱英医药化学 (FX2)	后向一体化非 GMP 生产设施 RSM 生产	非 GMP 生产	-
吉林敦化	吉林凯莱英医药化学 (DH1)	商业 cGMP 生产 后向一体化非 GMP 生产设施	cGMP 生产、RSM 及高压化学	2022H1 陆续新增 4 栋厂房，约 1,000m ³ 批次产能交付使用
	吉林凯莱英制药 (DH2)	商业 cGMP 生产	碳青霉烯中间体的生产	
上海	上海凯莱英生物技术 (SH)	生物药研发和生产综合平台 细胞系研发 工艺开发 原料药和药物制剂中试生产	cGMP 小规模及中试生产	2022 年上海金山新建抗体 2000L、偶联药物中试及商业化原液和制剂生产车间全面投产 奉贤基地：抗体原液生产线（2000L 一次性生物反应器），制剂车间（ORABS 生产线，20m ² 冻干机）

2025 年 2 月正式启用，一期工程（A 阶段）已投用，二期工程（B 阶段）计划于 2025 年底竣工

金山基地：抗体原液生产线（200L/500L/2000L），高活性原液生产车间（100L/200L/500L），冻干机（5m²/10m²）

江苏 泰兴	凯莱英药业 (江苏)	小分子 CDMO 化学原料	小分子药物研发及生产	2022 年 9 月开工，2025 年泰兴基地一期建设工作已全速落地
		原料药的研发与生产		
		小分子 CDMO 药物制剂		
		药物研发		
		新技术推广应用		
英国 Sandwich	凯莱英 Sandwich 研 发生产基地	小分子 CDMO 研发及生产	-	2024 年 8 月正式启用，2025 年上半年内已交付研发项目 4 个，并完成了首个生产订单，持续优化交付体系建设和境内外联动协同机制

资料来源：公司招股说明书、公司公告、公司公众号、公司官网、开源证券研究所

受 GLP-1 产品下游需求快速释放影响，多肽业务市场需求旺盛，公司前瞻性布局多肽新产能，截至 2025 年 6 月，公司多肽固相合成产能约 30,000L，预计 2025 年底多肽固相合成总产能将达 44,000L，以满足在手订单未来产能需求。公司目前已经获得多个跨国制药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4：公司持续推进多肽产能建设，已经获得多个跨国制药公司的多肽临床中后期项目

时间	建设发展历程
2019 年	公司新建 cGMP 多肽生产车间并安装两条多肽生产线。新建车间将进一步扩大多肽合成产量和效率，为客户提供符合国际标准的服务，满足快速增长的客户订单需求。
2020 年	新建 1200m² 研发中心、第 3 条毒素-连接体生产线和寡核苷酸中试车间相继投入使用。
2021 年	商业化多肽生产车间投产，新建满足 OEB5 和细胞毒研发实验室投用，完成了多批用于临床阶段多肽原料药的交付。
2022 年	化学大分子项目完成约 12000m² 的研发中心和约 9500m² 的 GMP 生产厂房建设。
2023 年	加快多肽商业化产能建设，以支撑持续开拓多肽商业化生产外包业务，截至 2023 年报披露日，固相合成总产能有 10,250L；液相合成可依托现有小分子反应釜产能进行，亦可满足液相多肽商业化生产需求。
2024 年	在减重领域参与全球范围内多个从早期到中后期多肽项目，助力国内重要客户 GLP-1 多肽项目动态核查顺利通过，2024 年末多肽固相合成产能约 21000L，预计 2025 年下半年多肽固相合成总产能将达 30000L。
2025 年上半年	2025 年上半年，国内重要客户在减重领域的首个多肽项目商业化已获批上市，为全年商业化项目交付奠定基础。截至 2025 年上半年，多肽固相合成产能约 30000L，预计 2025 年底多肽固相合成总产能将达 44000L，以满足在手订单未来产能需求。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、双轮驱动战略成效初显，业绩高增长未来可期

以小分子业务为着力点，不断拓展公司业务，形成专业的全方位创新药一站式定制服务平台。凭借深耕行业二十五年积累的行业洞察力、高效的研发生产和卓越服务能力以及良好的行业声誉，公司已成为全球制药产业可靠的首选合作伙伴。公司依托在小分子 CDMO 领域积累的服务经验、技术积淀与客户资源，积极探索与布局化学大分子 CDMO、制剂 CDMO、临床 CRO、生物大分子 CDMO、技术输出和合成生物技术等新兴业务板块，并取得卓著成效，铸就公司成为专业的全方位创新

药一站式定制服务平台。

图26：以小分子业务为着力点，不断拓展新业务领域

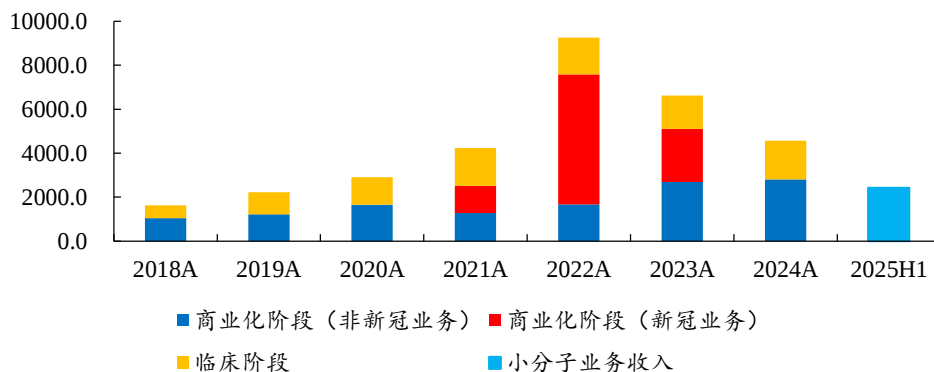


资料来源：公司公告

3.3.1、小分子竞争力持续增强，业绩增长稳健

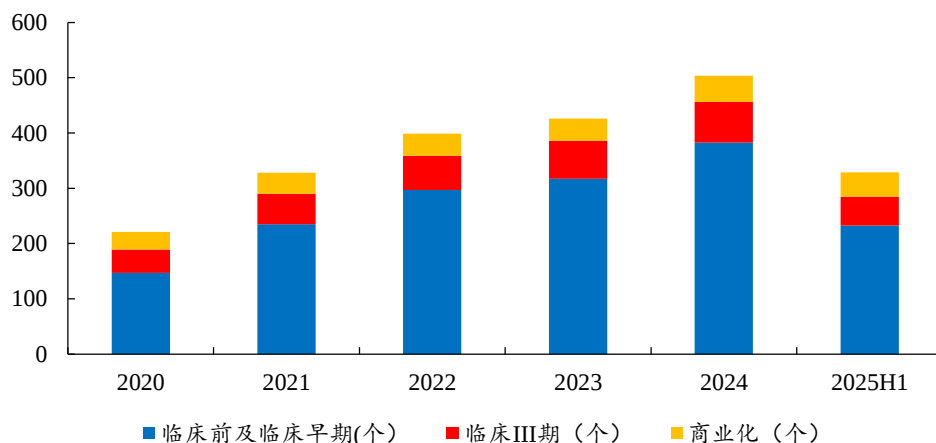
小分子业务作为公司最核心的业务，公司提供小分子药物全生命周期外包服务，服务药物覆盖抗病毒、感染、肿瘤、心血管、神经系统、糖尿病等多个重大疾病以及罕见病治疗领域。2021 年至今，大订单影响下公司小分子业务营收略有起伏。随着境内外生物医药融资环境逐渐回暖，2025 年上半年公司小分子 CDMO 业务实现收入 24.29 亿元，同比增长 10.64%，毛利率 47.79%，同比提升 0.6 个百分点。

图27：2021 年至今，大订单影响下公司小分子业务营收略有起伏（单位：百万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

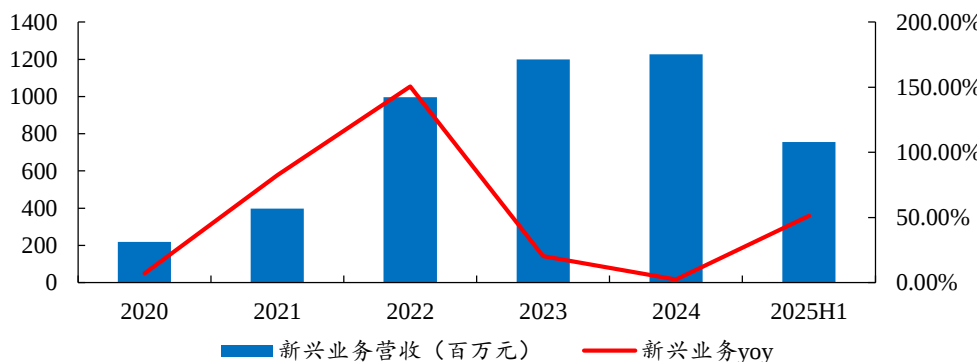
项目结构持续优化，漏斗效益日益凸显。2025H1,公司小分业务各阶段项目数总计 329 个，其中临床前及临床早期阶段 233 个，临床 III 期 52 个，商业化阶段 44 个。根据在手订单，公司预计 2025 年下半年小分子验证批阶段（PPQ）项目有 11 个，已形成了充足的商业化订单储备，为业绩长期稳健增长提供有力保障。

图28：项目结构持续优化，漏斗效益日益凸显


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3.2、新兴业务持续深化发展，多板块业务稳中向好

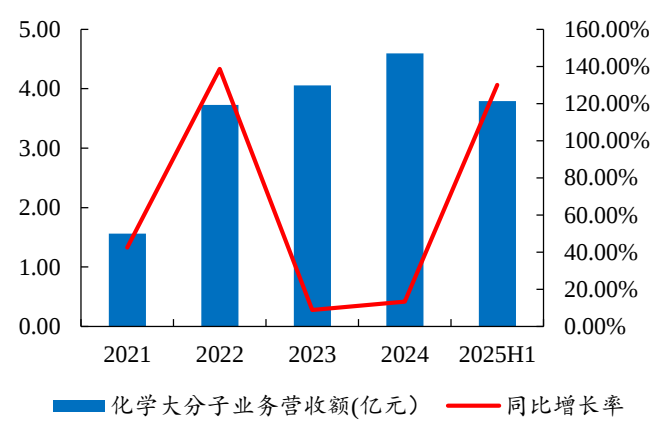
新兴业务多线发展，业务稳中向好。公司通过“自建+并购”模式积极开拓新兴业务，与小分子CDMO业务形成双轮驱动的业务模式，为客户打造一站式服务平台。2025H1，公司新兴业务取得快速发展，实现收入7.56亿元，同比增长51.22%，毛利率29.79%，同比提升9.5个百分点。截至2025H1，公司在手订单金额同比增长超40%，公司预计2025年下半年新兴业务板块验证批阶段（PPQ）项目达9个，已形成了一定的商业化订单储备，为公司增量业务业绩快速增长提供有力保障。

图29：新兴业务多线发展，业务稳中向好


数据来源：公司公告、公司公告、开源证券研究所

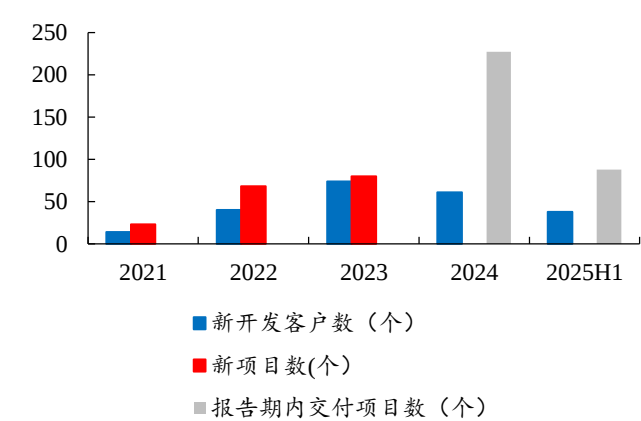
化学大分子多业务线齐头并进，发展势头强劲。2025H1化学大分子CDMO业务板块收入3.79亿元，同比增长超130%；报告期交付项目88个，新开发客户38个，在手订单金额同比增长超90%，其中境外占比超40%，为未来业绩增长提供支撑。公司多肽业务快速发展，国内重要客户在减重领域的首个多肽项目商业化已获批上市，为全年商业化项目交付奠定基础；多肽商业化产能建设持续加速，截至2025H1公司多肽固相合成总产能约30000L，公司预计2025年底多肽固相合成总产能将达44000L，以满足在手订单未来产能需求。同时，公司也加速寡核苷酸业务、CpG佐剂、毒素-连接体业务、脂质Lipid业务领域布局，化学大分子多业务线齐头并进。

图30：化学大分子发展势头强劲，营收整体稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：项目数量增长显著，奠定未来成长基础



数据来源：公司公告、开源证券研究所

化学大分子 CDMO 业务板块中，小核酸业务发展迅速。目前，小核酸药物领域市场需求旺盛，公司小核酸 CDMO 业务的规模和数量均增长较快，目前肝靶向的小核酸药物主要在代谢疾病领域，潜在规模大，肝外递送小核酸项目近期也比较活跃。公司已布局小核酸业务领域多年，公司小核酸业务中 2026 年有望有项目陆续进入临床后期阶段。

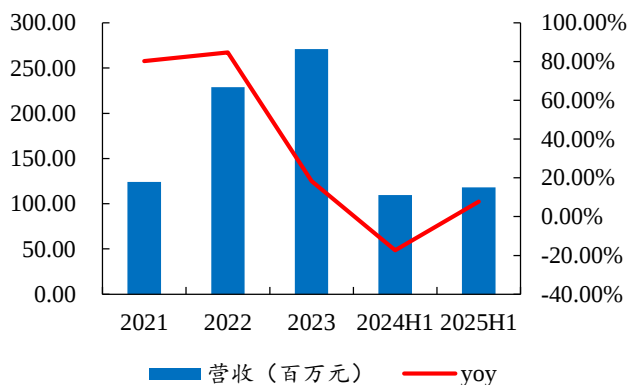
表5：公司布局小核酸业务较早，发展迅速，小核酸业务中 2026 年有望有项目陆续进入临床后期阶段

时间	业务发展历程
2020	公司与国内小核酸技术和小核酸制药的主要开拓者瑞博生物建立合作关系，借鉴“交钥匙工程”模式，共同合作小核酸原料药公斤级商业化生产，借此实现小核酸 CDMO 业务的“热启动”，持续积累技术和项目经验，进一步建设落实 Oligo 业务平台，拓展 CDMO 的服务链条
2021	公司一方面加快研发团队和能力建设，涵盖工艺开发、分析开发和工艺转移的研发团队，已承接多个 IND 到 PhaseIII 阶段的原料药 CMC 项目落地，项目类型涵盖含 GalNAc 缀合的反义寡核苷酸（ASO）、小干扰核酸（siRNA）、CpG 和核酸适配体（Aptamer）。另一方面，自主设计和加工了多台实验室规模（OS50）和中试规模（OS1000）寡核苷酸合成仪，进一步快速扩充了产能，提高了平行完成多个项目并快速交付的能力
2022	完成了寡核苷酸的工艺和分析质控平台建设，完善了原料和耗材供应链体系，完成了年产达数百公斤的一流生产线的基建工作，具备从临床阶段到商业化阶段生产能力
2023	布局 10 条寡核苷酸中试—商业化生产线，具备 500Kg/年的合成产能
2024	在减重领域参与全球范围内多个从早期到中后期多肽项目，助力多个小核酸客户海外授权交易；持续加强技术储备，开发和储备了包括酶链接在内的多种多肽、小核酸合成技术平台，互相补充，解决不同种类的合成技术问题，对不同类型纯化分离技术进行了技术储备
2025	公司小核酸 CDMO 业务的规模和数量均增长较快，目前肝靶向的小核酸药物主要在代谢疾病领域，潜在规模大，肝外递送小核酸项目也较活跃；小核酸业务中 2026 年有望有项目陆续进入临床后期阶段

资料来源：公司公告、开源证券研究所 注：2025 年业务进展的统计时间截至 2025 半年报及投关记录（2025 年 8 月末）

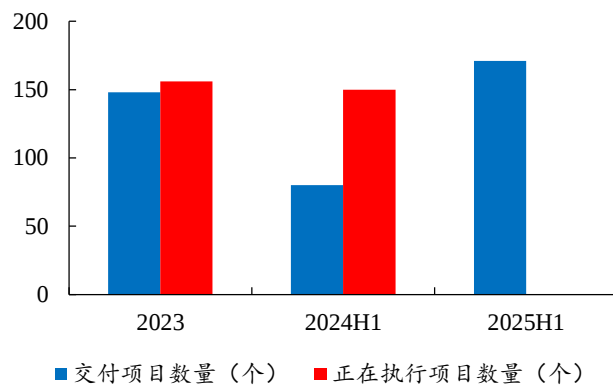
制剂业务板块进展快速，已实现商业化制剂产品市场稳定供应。2024 年公司制剂 CDMO 板块业务受大环境影响同比略微下滑，2025H1 已触底反弹，收入 1.18 亿元，同比增长 7.81%；交付项目 171 个，其中临床中后期项目达 31 个。同时，公司制剂技术平台不断发展，新产能持续建设中，进一步扩充热熔挤出商业化生产产能；完成 β 内酰胺固体制剂车间建设，通过 GMP 验证并投入使用；预充针制剂车间和卡式瓶制剂车间建设按期推进，预计在 2025 年第四季度将陆续投产，为新项目的承接提供坚实保障。

图32：制剂业务快速发展，营收增长触底反弹



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：制剂业务已实现商业化制剂产品市场稳定供应



数据来源：公司公告、开源证券研究所

生物大分子 CDMO 板块蓬勃发展，2022 年首次正式投入即实现破亿收入。2025H1，公司生物大分子业务块收入 0.90 亿元，同比增长 70.74%；共交付 53 个批次，完成 3 个 IND 申报，进行中项目有 41 个处在 IND 阶段，5 个处在 BLA 阶段，开启首个抗体的验证批阶段（PPQ）生产并顺利交付；2025H1 公司承接了首个 APC 一站式服务项目，助力首个 ADC BLA 后期项目海外成功授权，同时助力国内多家头部客户多个项目成功出海，彰显了国际化服务能力。

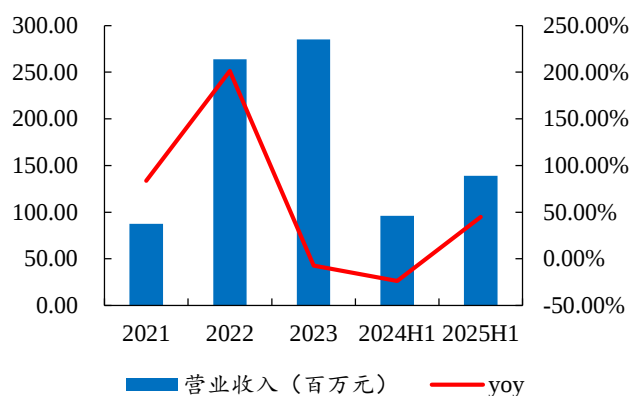
表6：生物大分子 CDMO 业务蓬勃发展

时间	建设发展历程
2022 年	在上海张江建立生物科学技术中心（Center for Biological Technology and Innovation, CBTI）
	启动并推进奉贤商业化生产基地建设
	工艺开发实验室和中试车间已投入使用，并开始承接各类研发及 IND 项目。
2023 年	交付首个双抗 ADC 订单，首个 FDA IND 项目，实现海外收入
	生物科学技术中心（CBTI）上海张江基地于 2023 年 5 月正式启用
2024 年	生物大分子业务有包含 IND、临床以及 BLA 阶段项目的在手订单接近 60 个，
	其中 ADC 项目占比订单数量超 60%，订单同比增长 56%
2025H1	位于上海奉贤的生物药 CDMO 研发及商业化生产基地已启用
	在手订单金额同比增长超 60%，其中境外占比超 35%，预计 2025 年该业务板块收入将实现翻倍以上增长
	承接首个 APC 一站式服务项目，助力首个 ADC BLA 后期项目海外成功授权以及国内多家头部客户多个项目成功出海

资料来源：公司公告、开源证券研究所

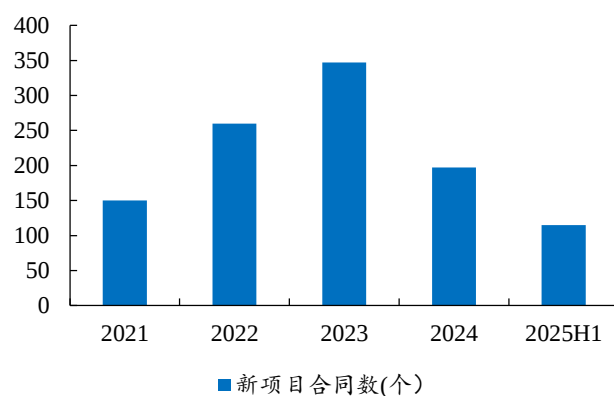
临床 CRO 板块快速发展，新签项目数支撑公司长期发展。截至 2025H1，公司正在进行的临床研究项目 278 个，其中 II 期及以后的项目 95 个。2025H1，公司助力 13 个项目获中国临床试验默示许可，助力客户成功获得 FDA IND 默示许可 1 项；海外业务发展持续推动，新增海外申报订单 10 个，启动细胞治疗美国注册申报项目 3 项；在数据智能方面，将全流程智能化药物警戒平台应用到 20 余个创新药项目中，并搭建临床试验项目管理平台和实验室管理平台。

图34：2025H1 临床 CRO 板块营收同比恢复增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：公司新签项目数量支持长期发展



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

现阶段，公司坚持“双轮驱动”战略，小分子 CDMO 业务作为稳健的基本盘，新兴业务作为增长引擎。基于公司目前的订单储备、产能释放进度及行业复苏趋势，我们预计：

(1) 随着大订单带来的高基数影响逐步出清，公司小分子基本盘进入稳健筑底期。得益于公司在连续流反应技术等方面的优势和高价值商业化项目占比稳定，该业务的盈利能力预计保持在较高水平并稳中有升。我们预计 2025-2027 年小分子 CDMO 业务的收入增速分别为 -0.75%/-0.35%/-0.31%；毛利率分别为 47.8%/48.5%/49.2%。

(2) 全球以 GLP-1 药物为代表的多肽需求高增，公司前瞻布局的多肽产能（公司预计 2025 年底达 44,000L）进入集中释放期，商业化订单快速交付，驱动该板块成为核心增长引擎。随着产能利用率和规模效应的提升，预计毛利率将持续改善。我们预计 2025-2027 年新兴业务的收入增速分别为 72.00%/50.00%/40.00%；毛利率分别为 29.80%/32.00%/34.00%。

(3) 随着收入规模不断增加，公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

表7：2025-2027 年凯莱英新兴业务营收预计快速增长（单位：百万元）

子板块	财务表现	2024A	2025E	2026E	2027E
小分子 CDMO 业务	营收	4570.73	4536.54	4520.72	4506.72
	同比增速	-30.95%	-0.75%	-0.35%	-0.31%
	毛利率	47.95%	47.80%	48.50%	49.20%
新兴业务	营收	1226.37	2109.36	3164.03	4429.65
	同比增速	2.25%	72.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	21.67%	29.80%	32.00%	34.00%
其他业务	营收	7.56	12.1	19.35	30.97
	同比增速	110.00%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利率	21.57%	18.00%	19.00%	20.00%
总营收	营收	5804.66	6657.99	7684.75	8936.36
	同比增速	-25.82%	14.70%	15.42%	16.29%
	毛利率	42.36%	42.04%	41.75%	41.73%

资料来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

凯莱英是全球领先的小分子 CDMO 企业，坚持“做深大客户+做广中小客户”战略，并全力推进“小分子+新兴业务”双轮驱动布局。随着新兴业务板块快速放量及小分子常规业务回暖，公司业绩韧性凸显。短期看，大订单高基数影响已逐渐出清，欧美生物医药融资回暖带动询单量提升，小分子签单呈现企稳回升态势；新兴业务中化学大分子营收维持高增，第二曲线逻辑持续兑现。中长期看，公司加速推

进多肽产能建设以应对 GLP-1 药物强劲需求, 预计 2025 年底多肽固相合成总产能将达 44,000L, 充足的产能储备有望进一步打开成长空间。我们看好公司的长期发展, 预计 2025-2027 年公司的归母净利润为 11.64/12.97/15.07 亿元, EPS 为 3.23/3.59/4.18 元, 当前股价对应 PE 为 31.0/27.8/23.9 倍。我们选择与公司业务相近的药明康德、九洲药业与博腾股份作为可比公司, 考虑到全球 GLP-1 药物商业化放量对供应链需求的拉动, 公司作为多肽领域核心供应商, 新兴业务预计加速成长, 故公司与可比公司的平均估值相比, 我们认为公司当前估值处于合理区间, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表8: 公司作为多肽领域核心供应商, 新兴业务预计加速成长, 整体估值高于可比公司平均水平

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603259.SH	药明康德	96.72	-1.6	41.9	12.8	18.6	30.5	21.5	19.1	16.1
603456.SH	九洲药业	19.07	-41.3	55.3	12.4	11.0	20.2	18.0	16.0	14.5
300759.SZ	康龙化成	30.71	12	-1.2	28.4	22.3	31.5	31.8	24.8	20.3
	可比公司平均		-10.3	32.0	-10.3	32.0	17.9	17.3	27.4	23.8
688076.SH	凯莱英	101.33	-58.2	24.9	15.4	18.2	38.0	31.0	27.8	23.9

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 药明康德、与康龙化成的盈利预测来自开源证券研究所, 九洲药业的盈利预测来自 Wind 一致预期, 数据截至 2026 年 1 月 26 日收盘

5、风险提示

行业竞争加剧: 随着全球 CDMO 行业产能扩张加速, 尤其在多肽等高景气度细分赛道, 新进入者和现有竞争对手的激烈竞争, 可能导致公司在项目报价和市场份额方面面临压力, 影响盈利能力。

地缘政治风险: 公司客户集中在欧美大型制药企业, 如果全球贸易环境或地缘政治形势发生重大不利变化, 可能导致药物供应链受阻、订单波动或影响公司全球化战略的实施。

产能落地不及预期: 若公司新产能项目建设进度、设备安装调试或相关法规认证未按预期完成, 将直接影响多肽业务的收入兑现。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12352	11050	12009	13850	15857
现金	7110	5789	6640	7665	8913
应收票据及应收账款	2011	1837	1824	2294	2843
其他应收款	27	27	36	37	47
预付账款	90	89	116	121	154
存货	945	1193	1273	1588	1740
其他流动资产	2169	2114	2120	2146	2159
非流动资产	7415	8238	8805	9406	10066
长期投资	260	537	826	1120	1409
固定资产	3913	3974	4435	4873	5326
无形资产	466	430	476	500	514
其他非流动资产	2776	3298	3068	2913	2817
资产总计	19767	19289	20814	23256	25923
流动负债	1801	1709	2482	4142	5874
短期借款	12	0	304	2158	3176
应付票据及应付账款	454	451	576	542	828
其他流动负债	1335	1258	1602	1443	1869
非流动负债	456	717	717	717	717
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	456	717	717	717	717
负债合计	2257	2426	3199	4859	6590
少数股东权益	30	17	10	0	-13
股本	369	368	368	368	368
资本公积	9612	9396	9396	9396	9396
留存收益	7969	8287	9121	10022	11030
归属母公司股东权益	17480	16845	17605	18397	19345
负债和股东权益	19767	19289	20814	23256	25923

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3550	1254	1597	400	1682
净利润	2251	936	1157	1287	1494
折旧摊销	451	480	408	486	570
财务费用	-148	-331	-269	-247	-213
投资损失	-138	-83	-64	-73	-89
营运资金变动	956	79	412	-1002	-35
其他经营现金流	178	173	-48	-52	-46
投资活动现金流	-2691	-1184	-872	-971	-1106
资本支出	1242	1130	685	794	940
长期投资	-1751	40	-289	-294	-290
其他投资现金流	302	-94	102	116	124
筹资活动现金流	-542	-1928	-178	-259	-346
短期借款	12	-12	304	1854	1018
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-2	0	0	0
资本公积增加	-531	-216	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-1698	-482	-2112	-1364
现金净增加额	353	-1762	547	-830	230

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7825	5805	6658	7685	8936
营业成本	3822	3346	3859	4476	5207
营业税金及附加	74	113	107	132	151
营业费用	196	243	266	292	322
管理费用	788	825	905	1022	1162
研发费用	708	614	666	753	849
财务费用	-148	-331	-269	-247	-213
资产减值损失	-21	-70	-34	-51	-71
其他收益	59	39	60	49	52
公允价值变动收益	17	40	40	45	35
投资净收益	138	83	64	73	89
资产处置收益	-0	0	-1	-1	-1
营业利润	2571	1079	1329	1481	1717
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	14	7	7	9	9
利润总额	2557	1072	1322	1472	1708
所得税	306	137	165	185	214
净利润	2251	936	1157	1287	1494
少数股东损益	-18	-13	-7	-10	-13
归属母公司净利润	2269	949	1164	1297	1507
EBITDA	2795	1379	1561	1827	2199
EPS(元)	6.29	2.63	3.23	3.59	4.18

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-23.7	-25.8	14.7	15.4	16.3
营业利润(%)	-31.1	-58.0	23.2	11.4	15.9
归属于母公司净利润(%)	-31.3	-58.2	22.7	11.4	16.2
获利能力					
毛利率(%)	51.2	42.4	42.0	41.8	41.7
净利率(%)	29.0	16.3	17.5	16.9	16.9
ROE(%)	12.9	5.5	6.6	7.0	7.7
ROIC(%)	11.6	4.6	5.5	5.6	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	11.4	12.6	15.4	20.9	25.4
净负债比率(%)	-39.0	-32.3	-34.3	-28.3	-28.1
流动比率	6.9	6.5	4.8	3.3	2.7
速动比率	6.2	5.4	4.1	2.8	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	3.5	3.0	3.7	3.8	3.5
应付账款周转率	7.5	7.4	7.5	8.0	7.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.29	2.63	3.23	3.59	4.18
每股经营现金流(最新摊薄)	9.84	3.48	4.43	1.11	4.66
每股净资产(最新摊薄)	48.44	46.68	48.78	50.98	53.61
估值比率					
P/E	15.9	38.0	31.0	27.8	23.9
P/B	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9
EV/EBITDA	10.0	21.6	18.7	16.4	13.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

25 / 27

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn