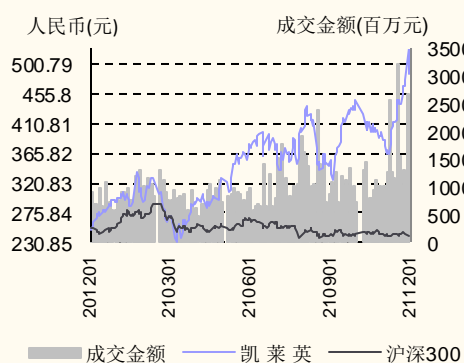


市场价格 (人民币): 487.30 元

## 港股发行区间公布, 建议重点关注

### 市场数据 (人民币)

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本(亿股)       | 2.45          |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 2.33          |
| 总市值(亿元)       | 1,192.23      |
| 年内股价最高最低(元)   | 524.92/230.85 |
| 沪深 300 指数     | 4844          |
| 深证成指          | 14794         |



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 2,460  | 3,150  | 4,513  | 8,116  | 10,547 |
| 营业收入增长率        | 34.07% | 28.04% | 43.29% | 79.82% | 29.96% |
| 归母净利润(百万元)     | 554    | 722    | 981    | 1,762  | 2,127  |
| 归母净利润增长率       | 29.32% | 30.37% | 35.79% | 79.70% | 20.73% |
| 摊薄每股收益(元)      | 2.394  | 2.978  | 4.008  | 7.202  | 8.694  |
| 每股经营性现金流净额     | 2.05   | 2.24   | 4.39   | 3.19   | 7.06   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 18.19% | 12.05% | 14.31% | 20.87% | 20.51% |
| P/E            | 54.10  | 100.47 | 130.98 | 72.89  | 60.37  |
| P/B            | 9.84   | 12.10  | 18.75  | 15.22  | 12.38  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 11月30日, 凯莱英发布公告, 公司正式公布港股招股书, 并披露本次港股发行的总股数约为 1841.54 万股, 价格区间初步定为 350-410 港元。此外, 预计将于 12月3日结束公开发售并公布发行价格, 于 12月10日正式在香港联合交易所挂牌交易。

### 简评

- 港股发行区间公布, 打造 A+H 两地上市 CXO 龙头。** 11月30日, 公司正式公布了港股招股书以及发行价格区间, 港股上市近在咫尺。我们认为, 凯莱英未来在港股成功上市, 将在资本市场的助力下迎来下一个高速发展时期, 我们看好公司未来的发展潜力, 成为 A+H 两地上市 CXO 龙头企业。
- 新订单和产能释放共振, 业绩持续高增长。** 凯莱英新订单屡创新高, 公司于 11月18日披露一笔新签 CDMO 订单, 总金额约人民币 27.20 亿元。公告披露, 若合同顺利履行, 交货时间为 2022 年, 将对公司 2022 年业绩产生积极影响。此外, 公司于 11月16日公告与某 MNC 签订重大合同, 累计合同金额 4.81 亿美元。最近两次的重大合同将进一步加速凯莱英未来 1-2 年的业绩提速的过程。此外, 随着 2021 年产能逐渐释放, 预计全年新产能释放 55% 左右 (以反应釜体积计), 我们看好公司未来 1-2 年的业绩表现。
- 多业务协同发展, 铸就一体化 CDMO 龙头。** 小分子 CDMO 领域, 临床项目不断丰富, 商业化项目持续扩展。新业务领域收入持续保持高速增长, 制剂业务快速增长, 逐渐形成一站式协同; 临床领域, 2021Q3 收购医普科诺布局数统业务, 提升临床 CRO 综合服务能力; 大分子领域, 化学合成大分子与生物大分子订单快速增长, 公司同步积极布局 CGT 领域。

### 盈利调整及投资建议

- 我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 4.01/7.20/8.70 元, 对应 PE 分别为 131/73/60 倍, 维持“买入评级”。假定不行使超额配售权, 本次共发行 1841.54 万股, 按照今日汇率 (港币兑人民币: 0.8173) 计算, 港股发行价格区间对应 2022 年预测的 PE 区间为 43-50 倍, 建议重点关注港股发行。

### 风险提示

- 合同履行不及预期, 下游新药产品销售不及预期, 上游原材料涨价, 汇率波动, 环保和安全生产, 新业务拓展不达预期, 核心技术 (业务) 人员流失等

### 相关报告

- 《新签订单创新高, 业绩增长再加速 - 【国金医药】凯莱英点评》, 2021.11.30
- 《签订重大合同, 开启业绩提速周期 - 凯莱英公司点评》, 2021.11.17
- 《半年报符合预期, 看好后续高成长 - 凯莱英半年报业绩点评》, 2021.8.17
- 《一季度高成长, 看好龙头全年加速成长 - 凯莱英 2021 一季报点评》, 2021.4.24
- 《项目管线持续丰富, 综合服务能力持续提升 - 凯莱英 2020 年报点评》, 2021.4.16

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002  
(8621)60870953

wang\_ban@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2018  | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 1,835 | 2,460  | 3,150  | 4,513  | 8,116  | 10,547 |
| 增长率          |       | 34.1%  | 28.0%  | 43.3%  | 79.8%  | 30.0%  |
| 主营业务成本       | -982  | -1,341 | -1,683 | -2,470 | -4,507 | -5,865 |
| %销售收入        | 53.5% | 54.5%  | 53.4%  | 54.7%  | 55.5%  | 55.6%  |
| 毛利           | 853   | 1,119  | 1,466  | 2,044  | 3,609  | 4,682  |
| %销售收入        | 46.5% | 45.5%  | 46.6%  | 45.3%  | 44.5%  | 44.4%  |
| 营业税金及附加      | -20   | -23    | -24    | -43    | -77    | -100   |
| %销售收入        | 1.1%  | 0.9%   | 0.8%   | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   |
| 销售费用         | -74   | -88    | -84    | -135   | -203   | -290   |
| %销售收入        | 4.1%  | 3.6%   | 2.7%   | 3.0%   | 2.5%   | 2.8%   |
| 管理费用         | -207  | -264   | -307   | -451   | -568   | -1,055 |
| %销售收入        | 11.3% | 10.7%  | 9.8%   | 10.0%  | 7.0%   | 10.0%  |
| 研发费用         | -155  | -193   | -259   | -384   | -852   | -939   |
| %销售收入        | 8.5%  | 7.8%   | 8.2%   | 8.5%   | 10.5%  | 8.9%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 397   | 552    | 792    | 1,030  | 1,909  | 2,298  |
| %销售收入        | 21.6% | 22.4%  | 25.1%  | 22.8%  | 23.5%  | 21.8%  |
| 财务费用         | -3    | 4      | -44    | 16     | 8      | 12     |
| %销售收入        | 0.2%  | -0.2%  | 1.4%   | -0.4%  | -0.1%  | -0.1%  |
| 资产减值损失       | -5    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益     | 10    | -12    | 5      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 7     | -1     | -10    | -5     | 0      | 15     |
| %税前利润        | 1.4%  | n.a    | n.a    | n.a    | 0.0%   | 0.6%   |
| 营业利润         | 461   | 624    | 817    | 1,111  | 1,997  | 2,410  |
| 营业利润率        | 25.1% | 25.4%  | 25.9%  | 24.6%  | 24.6%  | 22.9%  |
| 营业外收支        | -1    | 0      | -3     | 0      | 0      | 0      |
| 税前利润         | 461   | 624    | 814    | 1,111  | 1,997  | 2,410  |
| 利润率          | 25.1% | 25.3%  | 25.9%  | 24.6%  | 24.6%  | 22.9%  |
| 所得税          | -54   | -70    | -92    | -131   | -235   | -283   |
| 所得税率         | 11.8% | 11.2%  | 11.3%  | 11.8%  | 11.7%  | 11.7%  |
| 净利润          | 406   | 554    | 722    | 981    | 1,762  | 2,127  |
| 少数股东损益       | -22   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | 428   | 554    | 722    | 981    | 1,762  | 2,127  |
| 净利率          | 23.3% | 22.5%  | 22.9%  | 21.7%  | 21.7%  | 20.2%  |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2018 | 2019 | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E |
|----------|------|------|--------|--------|--------|-------|
| 净利润      | 406  | 554  | 722    | 981    | 1,762  | 2,127 |
| 少数股东损益   | -22  | 0    | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 非现金支出    | 109  | 7    | 160    | 169    | 227    | 276   |
| 非经营收益    | -3   | 7    | 12     | 35     | 4      | -11   |
| 营运资金变动   | -98  | -95  | -351   | -111   | -1,212 | -663  |
| 经营活动现金净流 | 415  | 473  | 544    | 1,073  | 780    | 1,729 |
| 资本开支     | -542 | -511 | -1,015 | -843   | -612   | -662  |
| 投资       | -38  | -190 | -83    | -1,120 | -5     | -5    |
| 其他       | -4   | 1    | -4     | -5     | 0      | 15    |
| 投资活动现金净流 | -584 | -700 | -1,102 | -1,968 | -617   | -652  |
| 股权募资     | 33   | 31   | 2,394  | 22     | 0      | 0     |
| 债权募资     | 0    | 0    | 10     | -12    | 161    | -161  |
| 其他       | -88  | -122 | -164   | -147   | -175   | -200  |
| 筹资活动现金净流 | -55  | -91  | 2,240  | -137   | -14    | -361  |
| 现金净流量    | -223 | -318 | 1,681  | -1,031 | 150    | 716   |

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金     | 630   | 435   | 2,125 | 1,093 | 1,243  | 1,959  |
| 应收款项     | 537   | 670   | 1,025 | 1,413 | 2,541  | 3,303  |
| 存货       | 424   | 449   | 726   | 1,028 | 1,877  | 2,443  |
| 其他流动资产   | 103   | 85    | 154   | 1,304 | 1,396  | 1,463  |
| 流动资产     | 1,694 | 1,639 | 4,030 | 4,839 | 7,057  | 9,167  |
| %总资产     | 53.2% | 43.6% | 56.3% | 56.8% | 63.4%  | 67.3%  |
| 长期投资     | 0     | 221   | 305   | 305   | 305    | 305    |
| 固定资产     | 1,214 | 1,632 | 2,206 | 3,042 | 3,420  | 3,799  |
| %总资产     | 38.1% | 43.4% | 30.8% | 35.7% | 30.7%  | 27.9%  |
| 无形资产     | 123   | 128   | 331   | 338   | 346    | 352    |
| 非流动资产    | 1,491 | 2,120 | 3,128 | 3,685 | 4,070  | 4,456  |
| %总资产     | 46.8% | 56.4% | 43.7% | 43.2% | 36.6%  | 32.7%  |
| 资产总计     | 3,185 | 3,759 | 7,158 | 8,524 | 11,127 | 13,623 |
| 短期借款     | 0     | 0     | 10    | 0     | 161    | 0      |
| 应付款项     | 474   | 405   | 690   | 1,191 | 1,781  | 2,329  |
| 其他流动负债   | 66    | 99    | 224   | 332   | 595    | 772    |
| 流动负债     | 540   | 504   | 925   | 1,524 | 2,537  | 3,101  |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 其他长期负债   | 135   | 209   | 238   | 150   | 150    | 150    |
| 负债       | 675   | 713   | 1,163 | 1,674 | 2,687  | 3,251  |
| 普通股股东权益  | 2,511 | 3,046 | 5,995 | 6,850 | 8,441  | 10,372 |
| 其中：股本    | 231   | 231   | 242   | 245   | 245    | 245    |
| 未分配利润    | 1,252 | 1,698 | 2,287 | 3,120 | 4,711  | 6,642  |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 负债股东权益合计 | 3,185 | 3,759 | 7,158 | 8,524 | 11,127 | 13,623 |

比率分析

|            | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 1.855   | 2.394   | 2.978   | 4.008   | 7.202   | 8.694   |
| 每股净资产      | 10.875  | 13.162  | 24.718  | 27.998  | 34.500  | 42.394  |
| 每股经营现金净流   | 1.798   | 2.045   | 2.241   | 4.385   | 3.189   | 7.064   |
| 每股股利       | 0.350   | 0.400   | 0.500   | 0.600   | 0.700   | 0.800   |
| 回报率        |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 17.06%  | 18.19%  | 12.05%  | 14.31%  | 20.87%  | 20.51%  |
| 总资产收益率     | 13.45%  | 14.74%  | 10.09%  | 11.50%  | 15.83%  | 15.61%  |
| 投入资本收益率    | 13.82%  | 15.78%  | 11.52%  | 13.27%  | 19.58%  | 19.55%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 28.94%  | 34.07%  | 28.04%  | 43.29%  | 79.82%  | 29.96%  |
| EBIT增长率    | -7.49%  | 39.04%  | 43.45%  | 30.13%  | 85.26%  | 20.41%  |
| 净利润增长率     | 25.49%  | 29.32%  | 30.37%  | 35.79%  | 79.70%  | 20.73%  |
| 总资产增长率     | 20.78%  | 18.00%  | 90.42%  | 19.09%  | 30.55%  | 22.43%  |
| 资产管理能力     |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 97.1    | 87.8    | 95.3    | 110.0   | 110.0   | 110.0   |
| 存货周转天数     | 127.2   | 118.8   | 127.4   | 152.0   | 152.0   | 152.0   |
| 应付账款周转天数   | 79.8    | 73.9    | 85.5    | 110.0   | 110.0   | 110.0   |
| 固定资产周转天数   | 180.5   | 188.6   | 177.9   | 175.5   | 112.4   | 97.9    |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -25.38% | -14.29% | -35.27% | -32.02% | -25.85% | -29.49% |
| EBIT利息保障倍数 | 129.5   | -124.3  | 18.1    | -65.0   | -243.1  | -188.7  |
| 资产负债率      | 21.18%  | 18.98%  | 16.25%  | 19.63%  | 24.14%  | 23.86%  |

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 | 12   | 34   | 63   | 76   | 121  |
| 增持 | 0    | 3    | 5    | 7    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.08 | 1.07 | 1.08 | 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。

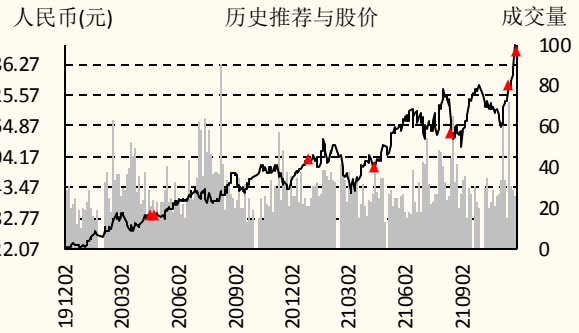
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价     | 目标价 |
|----|------------|----|--------|-----|
| 1  | 2020-04-21 | 买入 | 188.58 | N/A |
| 2  | 2020-04-27 | 买入 | 185.82 | N/A |
| 3  | 2020-12-31 | 买入 | 291.38 | N/A |
| 4  | 2021-04-16 | 买入 | 293.23 | N/A |
| 5  | 2021-04-24 | 买入 | 300.25 | N/A |
| 6  | 2021-08-17 | 买入 | 375.30 | N/A |
| 7  | 2021-11-17 | 买入 | 416.70 | N/A |
| 8  | 2021-11-30 | 买入 | 524.92 | N/A |

来源：国金证券研究所



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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402