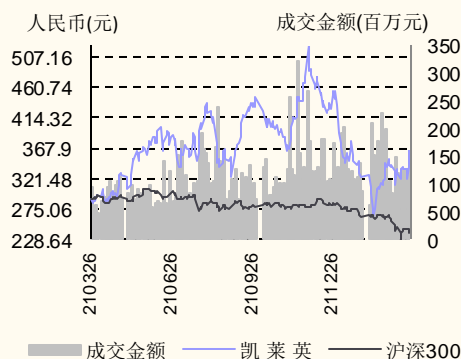


市场价格 (人民币): 351.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.64
已上市流通 A 股(亿股)	2.34
流通港股(亿股)	0.20
总市值(亿元)	927.84
年内股价最高最低(元)	524.92/262.12
沪深 300 指数	4175
深证成指	12073



将与高瓴等合作，布局大分子及 CGT CDMO

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	4,565	11,925	12,055
营业收入增长率	34.07%	28.04%	44.93%	161.23%	1.09%
归母净利润(百万元)	554	722	1,061	2,518	2,561
归母净利润增长率	29.32%	30.37%	46.93%	137.36%	1.70%
摊薄每股收益(元)	2.394	2.978	4.033	9.572	9.735
每股经营性现金流净额	2.05	2.24	4.33	1.96	10.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.19%	12.05%	14.92%	26.66%	21.71%
P/E	54.10	100.47	87.04	36.67	36.06
P/B	9.84	12.10	12.98	9.78	7.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 3月25日, 凯莱英发布公告, 公司拟与高瓴创投、海河凯莱英基金等达成协议, 将共同出资不超过 25.34 亿元, 从而将凯莱英生物打造成为全球生物药及 CGT CDMO 的领军企业。

简评

- 与高瓴等达成 25.34 亿元合作, 共同打造凯莱英生物。凯莱英将与高瓴创投、海河凯莱英基金等向凯莱英生物合计增资不超过 25.34 亿元 (其中凯莱英最大出资额为 16.6 亿元), 从而满足凯莱英生物后续资本性支出及运营支出的资金需求, 进一步促进其大分子、CGT 的 CDMO 业务发展。交易完成后, 凯莱英对凯莱英生物的持股比例从 100% 变为 83%。
- 产能全国布局, 新业务布局力度加大。生物药及 CGT 疗法作为继小分子药物后的又一重要创新疗法, 未来前景广阔, 其外包服务市场规模巨大。凯莱英不断加大新业务布局力度, 加快产能建设。目前, 已在上海金山建立研发及中试中心 (生物药 CDMO), 在苏州建立研发和中试中心 (质粒、mRNA 等 CDMO), 在上海奉贤投资建设生物药 CDMO 研发及商业化生产基地 (抗体药物、ADC 等生物药 CDMO), 服务能力得到进一步提升。
- 行业高景气度, 多业务协同发展。我们认为, 受益于全球产业链转移及中国本土创新崛起, CXO 行业未来将保持高景气度。凯莱英作为行业 CDMO 龙头, 新签及在手订单饱满, 业绩确定性强, 未来发展潜力大。同时, 公司布局多个业务领域, 形成一站式协同发展, 如: 小分子 CDMO 业务、制剂业务、临床业务、大分子及 CGT 业务等, 从而加速打造一体化 CDMO 龙头。

投资建议

- 我们预计 2021-2023 年归母净利润为 10.61/25.18/25.61 亿元, 对应 PE 分别为 87/37/36 倍, 维持“买入”评级。

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

- 《1-2 月业绩强劲增长, 多业务快速发展-凯莱英点评》, 2022.3.14
- 《新签订单再超预期, 助力业绩加速成长-凯莱英点评》, 2022.2.21
- 《收购 Snapdragon, 连续技术服务能力再提升-凯莱英点评》, 2022.2.14
- 《业绩小幅超预期, 多业务协同发展再提速-【国金医药】凯莱英点评》, 2022.1.26
- 《港股发行区间公布, 未来增长再提速-【国金医药】凯莱英点评》, 2021.12.2

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,835	2,460	3,150	4,565	11,925	12,055	货币资金	630	435	2,125	1,347	1,851	2,970
增长率		34.1%	28.0%	44.9%	161.2%	1.1%	应收账款	537	670	1,025	1,430	3,734	3,775
主营业务成本	-982	-1,341	-1,683	-2,420	-6,650	-6,642	存货	424	449	726	1,008	2,769	2,766
%销售收入	53.5%	54.5%	53.4%	53.0%	55.8%	55.1%	其他流动资产	103	85	154	1,302	1,478	1,492
毛利	853	1,119	1,466	2,145	5,275	5,413	流动资产	1,694	1,639	4,030	5,086	9,833	11,003
%销售收入	46.5%	45.5%	46.6%	47.0%	44.2%	44.9%	%总资产	53.2%	43.6%	56.3%	58.0%	70.7%	71.2%
营业税金及附加	-20	-23	-24	-43	-113	-115	长期投资	0	221	305	305	305	305
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,214	1,632	2,206	3,042	3,420	3,799
营业费用	-74	-88	-84	-137	-298	-332	%总资产	38.1%	43.4%	30.8%	34.7%	24.6%	24.6%
%销售收入	4.1%	3.6%	2.7%	3.0%	2.5%	2.8%	无形资产	123	128	331	338	346	352
管理费用	-207	-264	-307	-457	-954	-1,085	非流动资产	1,491	2,120	3,128	3,685	4,070	4,456
%销售收入	11.3%	10.7%	9.8%	10.0%	8.0%	9.0%	%总资产	46.8%	56.4%	43.7%	42.0%	29.3%	28.8%
研发费用	-155	-193	-259	-388	-1,133	-1,085	资产总计	3,185	3,759	7,158	8,771	13,903	15,459
%销售收入	8.5%	7.8%	8.2%	8.5%	9.5%	9.0%	短期借款	0	0	10	0	809	0
息税前利润 (EBIT)	397	552	792	1,120	2,777	2,797	应付款项	474	405	690	1,172	2,627	2,632
%销售收入	21.6%	22.4%	25.1%	24.5%	23.3%	23.2%	其他流动负债	66	99	224	336	871	882
财务费用	-3	4	-44	17	-3	5	流动负债	540	504	925	1,508	4,307	3,514
%销售收入	0.2%	-0.2%	1.4%	-0.4%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0	0	0	其他长期负债	135	209	238	150	150	150
公允价值变动收益	10	-12	5	0	0	0	负债	675	713	1,163	1,658	4,457	3,664
投资收益	7	-1	-10	-5	0	15	普通股股东权益	2,511	3,046	5,995	7,113	9,446	11,796
%税前利润	1.4%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.5%	其中股本	231	231	242	264	264	264
营业利润	461	624	817	1,202	2,853	2,902	未分配利润	1,252	1,698	2,287	3,189	5,522	7,872
营业利润率	25.1%	25.4%	25.9%	26.3%	23.9%	24.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	0	-3	0	0	0	负债股东权益合计	3,185	3,759	7,158	8,771	13,903	15,459
税前利润	461	624	814	1,202	2,853	2,902							
利润率	25.1%	25.3%	25.9%	26.3%	23.9%	24.1%	比率分析						
所得税	-54	-70	-92	-141	-335	-341		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	11.8%	11.2%	11.3%	11.8%	11.7%	11.8%	每股指标						
净利润	406	554	722	1,061	2,518	2,561	每股收益	1.855	2.394	2.978	4.033	9.572	9.735
少数股东损益	-22	0	0	0	0	0	每股净资产	10.875	13.162	24.718	27.037	35.906	44.837
归属于母公司的净利润	428	554	722	1,061	2,518	2,561	每股经营现金净流	1.798	2.045	2.241	4.327	1.956	10.627
净利率	23.3%	22.5%	22.9%	23.2%	21.1%	21.2%	每股股利	0.350	0.400	0.500	0.600	0.700	0.800
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.06%	18.19%	12.05%	14.92%	26.66%	21.71%
净利润	406	554	722	1,061	2,518	2,561	总资产收益率	13.45%	14.74%	10.09%	12.10%	18.11%	16.57%
少数股东损益	-22	0	0	0	0	0	投入资本收益率	13.82%	15.78%	11.52%	13.90%	23.90%	20.93%
非现金支出	109	7	160	169	227	276	增长率						
非经营收益	-3	7	12	35	19	4	主营业务收入增长率	28.94%	34.07%	28.04%	44.93%	161.23%	1.09%
营运资金变动	-98	-95	-351	-121	-2,247	-31	EBIT增长率	-7.49%	39.04%	43.45%	41.48%	147.89%	0.73%
经营活动现金净流	415	473	544	1,144	517	2,810	净利润增长率	25.49%	29.32%	30.37%	46.93%	137.36%	1.70%
资本开支	-542	-511	-1,015	-843	-612	-662	总资产增长率	20.78%	18.00%	90.42%	22.54%	58.51%	11.20%
投资	-38	-190	-83	-1,120	-5	-5	资产管理能力						
其他	-4	1	-4	-5	0	15	应收账款周转天数	97.1	87.8	95.3	110.0	110.0	110.0
投资活动现金净流	-584	-700	-1,102	-1,968	-617	-652	存货周转天数	127.2	118.8	127.4	152.0	152.0	152.0
股权募资	33	31	2,394	216	0	0	应付账款周转天数	79.8	73.9	85.5	110.0	110.0	110.0
债权募资	0	0	10	-12	809	-809	固定资产周转天数	180.5	188.6	177.9	173.5	76.5	85.6
其他	-88	-122	-164	-159	-204	-231	偿债能力						
筹资活动现金净流	-55	-91	2,240	45	604	-1,039	净负债/股东权益	-25.38%	-14.29%	-35.27%	-34.40%	-22.68%	-34.50%
现金净流量	-223	-318	1,681	-778	505	1,118	EBIT利息保障倍数	129.5	-124.3	18.1	-65.4	863.8	-570.7
							资产负债率	21.18%	18.98%	16.25%	18.90%	32.06%	23.70%

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	0	16	52	70	145
增持	0	1	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.06	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。

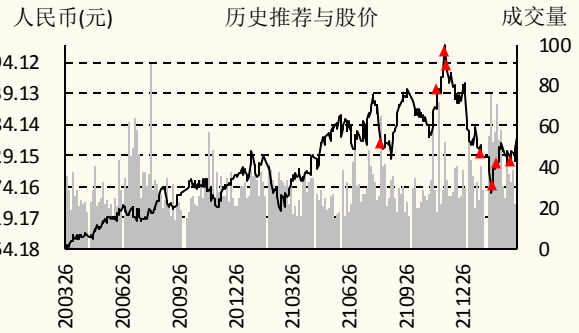
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-08-17	买入	375.30	N/A
2	2021-11-17	买入	416.70	N/A
3	2021-11-30	买入	524.92	N/A
4	2021-12-02	买入	487.30	N/A
5	2022-01-26	买入	349.00	N/A
6	2022-02-14	买入	262.12	N/A
7	2022-02-21	买入	307.19	N/A
8	2022-03-14	买入	330.64	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