

# 凯莱英 (002821)

证券研究报告

2020年02月17日

## 拟定增引入战略投资者，强强联合夯实核心竞争力

### 公司终止 2019 年定增，公告 2020 年定增预案引入战略投资者高瓴资本

公司公告终止 2019 年非公开发行股票，同时公告了 2020 年度非公开发行股票预案：本次非公开发行股票数量不超过 18,700,000 股（含 18,700,000 股），价格为 123.56 元/股，限售期为自本次发行结束之日起 18 个月内不得转让。发行对象为高瓴资本，若本次发行完成后，高瓴资本将持有公司股份超过 5%。

### 通过引进战略投资者，将进一步促进公司长远发展

通过引进高瓴资本，公司将与高瓴资本在全球创新药领域建立全面、深入的战略合作关系，将推动公司实现更好的长期发展。一方面，凯莱英依托自身在创新药服务领域积累的技术、经验、产能和平台体系，为高瓴资本及其相关方投资的创新药公司提供高质量的 CMC 研发和生产服务；另一方面，高瓴资本依托在全球创新药市场的投资布局，积极推动公司显著提升服务创新药公司的广度和深度，并在核酸、生物药 CDMO、以及创新药临床研究服务等公司新业务领域开展深入战略合作。通过双方战略合作，可以充分调动各方优质产业资源，更好地支持公司业务发展，推动公司在 CDMO 领域的产业布局，实现公司更加持续和稳定的发展。

### 定增将进一步支撑公司后续产能和技术投入，提升核心竞争力

公司持续提升海外客户“深度”，不断开拓中小创新公司，提高客户服务“广度”，随着市场的开拓和订单增加，尤其是公司服务的创新药项目陆续上市，商业化项目也将进一步增加，需要公司进一步加大产能建设和运营投入。通过本次定增募集资金，将会进一步增强公司资金实力，降低财务风险，为公司战略布局提供充足的资金保障。

同时公司将进一步加大研发投入力度，包括连续性反应技术、生物转化技术、高端制剂技术开发、光化学、电化学等领域的前沿技术，公司的技术优势是公司的核心竞争力之一，通过持续的研发创新投入，将保持公司在行业内的技术领先地位，夯实核心竞争力。

### 全球领先的 CDMO 企业，未来发展发展前景值得期待

公司此前公布了 2019 年业绩预告，预计归母净利润同比增长 25%-40%，归母扣非后净利润同比增长 30%-40%，公司在保持跨国制药公司 CDMO 业务持续增长的同时，进一步开拓国内创新药服务市场和欧美中小创新药公司业务，不断丰富服务范围，各业务板块均保持快速增长。

公司已经成为全球 CDMO 行业的领先企业，服务客户既包括默沙东、辉瑞等全球制药巨头，也包括再鼎、和记黄埔等国内新兴医药公司。公司基于小分子创新药 CDMO 领域的竞争优势，逐渐延伸服务链条至核酸、多肽、多糖等化学大分子和生物药 CDMO，以及临床研究服务等领域。在全球医药行业 CDMO 市场需求不断增加、国家政策大力支持创新药发展、MAH 制度等持续政策背景下，公司迎来良好的发展机遇，有望充分销售行业的高景气度。

### 看好公司持续发展及战略扩张，维持买入评级

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 2.44、3.19 及 4.16 元，对应 PE 分别为 66、50 及 39 倍。公司业绩有望持续快速增长，业务板块拓展思路清晰，定增将有力提升公司竞争力，促进长远发展，看好公司打造药物研发到生产一站式服务体系的发展前景，维持“买入评级”。

**风险提示：**海外创新药销售低于预期，国内创新药产业发展进度低于预期，公司 CRO、大分子类等业务拓展进度低于预期

### 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	160.7 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	231.38
流通 A 股股本(百万股)	228.84
A 股总市值(百万元)	37,183.11
流通 A 股市值(百万元)	36,773.91
每股净资产(元)	12.34
资产负债率(%)	19.99
一年内最高/最低(元)	171.30/77.52

### 作者

**潘海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《凯莱英-半年报点评:半年报业绩高速增长，定增助力业务版图扩张》 2019-08-05
- 2 《凯莱英-年报点评报告:业绩快速增长，外包一站式服务供应商战略推进值得期待》 2019-03-17
- 3 《凯莱英-首次覆盖报告:持续投入打造核心优势，跨步向前尽享药改红利》 2019-01-01



财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,423.03	1,834.88	2,449.44	3,224.56	4,208.38
增长率(%)	28.99	28.94	33.49	31.64	30.51
EBITDA(百万元)	491.81	667.62	703.06	919.98	1,191.37
净利润(百万元)	341.29	428.30	564.95	738.47	962.21
增长率(%)	35.04	25.49	31.91	30.71	30.30
EPS(元/股)	1.47	1.85	2.44	3.19	4.16
市盈率(P/E)	108.95	86.82	65.82	50.35	38.64
市净率(P/B)	18.07	14.81	12.09	10.18	8.43
市销率(P/S)	26.13	20.26	15.18	11.53	8.84
EV/EBITDA	26.31	22.25	51.77	39.20	30.11

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	839.28	629.97	682.93	1,000.82	1,188.57	营业收入	1,423.03	1,834.88	2,449.44	3,224.56	4,208.38
应收票据及应收账款	450.61	525.24	775.23	788.89	1,253.05	营业成本	686.73	981.67	1,273.56	1,658.71	2,143.79
预付账款	17.01	29.94	27.74	44.40	53.22	营业税金及附加	15.98	19.75	26.94	35.47	46.29
存货	260.23	424.12	424.92	714.76	742.89	营业费用	53.53	74.37	94.30	128.98	168.34
其他	47.82	85.13	70.03	77.71	92.99	管理费用	237.70	206.93	220.45	306.33	420.84
<b>流动资产合计</b>	<b>1,614.95</b>	<b>1,694.40</b>	<b>1,980.85</b>	<b>2,626.58</b>	<b>3,330.73</b>	研发费用	97.24	155.18	195.96	257.97	336.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	51.74	3.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	760.54	907.22	1,251.81	1,537.21	1,764.00	资产减值损失	8.96	4.85	(0.50)	(1.00)	(1.00)
在建工程	105.93	306.88	304.13	272.48	223.49	公允价值变动收益	(3.22)	10.33	(1.04)	(0.61)	0.75
无形资产	66.70	117.58	114.67	111.74	108.77	投资净收益	(0.26)	6.51	3.30	2.30	1.00
其他	89.08	159.27	97.52	116.67	123.95	其他	(144.94)	(89.17)	(4.53)	(3.39)	(3.50)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,022.25</b>	<b>1,490.94</b>	<b>1,768.12</b>	<b>2,038.10</b>	<b>2,220.21</b>	<b>营业利润</b>	<b>419.59</b>	<b>461.39</b>	<b>640.99</b>	<b>839.79</b>	<b>1,095.20</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,637.20</b>	<b>3,185.34</b>	<b>3,748.97</b>	<b>4,664.68</b>	<b>5,550.94</b>	营业外收入	3.86	0.00	6.32	3.31	2.93
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.37	0.77	2.10	1.41	1.43
应付票据及应付账款	152.95	276.04	254.61	452.40	462.22	<b>利润总额</b>	<b>422.08</b>	<b>460.62</b>	<b>645.21</b>	<b>841.69</b>	<b>1,096.71</b>
其他	221.08	263.63	299.67	434.43	544.95	所得税	62.03	54.17	77.43	101.00	131.60
<b>流动负债合计</b>	<b>374.03</b>	<b>539.67</b>	<b>554.28</b>	<b>886.83</b>	<b>1,007.17</b>	<b>净利润</b>	<b>360.05</b>	<b>406.45</b>	<b>567.79</b>	<b>740.69</b>	<b>965.10</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	18.76	(21.85)	2.84	2.22	2.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>341.29</b>	<b>428.30</b>	<b>564.95</b>	<b>738.47</b>	<b>962.21</b>
其他	108.13	135.10	117.14	120.12	124.12	每股收益(元)	1.47	1.85	2.44	3.19	4.16
<b>非流动负债合计</b>	<b>108.13</b>	<b>135.10</b>	<b>117.14</b>	<b>120.12</b>	<b>124.12</b>						
<b>负债合计</b>	<b>482.17</b>	<b>674.77</b>	<b>671.41</b>	<b>1,006.95</b>	<b>1,131.29</b>						
少数股东权益	97.42	0.00	2.84	5.06	7.96	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	230.10	230.72	231.38	231.38	231.38	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,039.20	1,104.47	1,104.47	1,104.47	1,104.47	营业收入	28.99%	28.94%	33.49%	31.64%	30.51%
留存收益	1,978.35	2,391.38	2,843.34	3,421.29	4,180.31	营业利润	33.24%	9.96%	38.93%	31.01%	30.41%
其他	(1,190.03)	(1,216.00)	(1,104.47)	(1,104.47)	(1,104.47)	归属于母公司净利润	35.04%	25.49%	31.91%	30.71%	30.30%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,155.04</b>	<b>2,510.57</b>	<b>3,077.56</b>	<b>3,657.73</b>	<b>4,419.65</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,637.20</b>	<b>3,185.34</b>	<b>3,748.97</b>	<b>4,664.68</b>	<b>5,550.94</b>	毛利率	51.74%	46.50%	48.01%	48.56%	49.06%
						净利率	23.98%	23.34%	23.06%	22.90%	22.86%
						ROE	16.59%	17.06%	18.37%	20.22%	21.81%
						ROIC	44.60%	33.41%	32.91%	32.24%	38.00%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	18.28%	21.18%	17.91%	21.59%	20.38%
						净负债率	-38.95%	-25.09%	-22.19%	-27.36%	-26.89%
						流动比率	4.32	3.14	3.57	2.96	3.31
						速动比率	3.62	2.35	2.81	2.16	2.57
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.82	3.76	3.77	4.12	4.12
						存货周转率	5.94	5.36	5.77	5.66	5.77
						总资产周转率	0.56	0.63	0.71	0.77	0.82
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.47	1.85	2.44	3.19	4.16
						每股经营现金流	0.85	1.79	1.93	3.48	2.87
						每股净资产	8.89	10.85	13.29	15.79	19.07
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	108.95	86.82	65.82	50.35	38.64
						市净率	18.07	14.81	12.09	10.18	8.43
						EV/EBITDA	26.31	22.25	51.77	39.20	30.11
						EV/EBIT	31.06	26.34	56.79	42.95	32.75

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com