

2020年02月16日

凯莱英 (002821.SZ)

引入战投促长远发展，三年分红计划回报投资者

■事件：公司今日发布《2020年度非公开发行股票预案》，本次发行面向特定对象的非公开发行，发行对象为高瓴资本管理有限公司，共1名特定对象，募集资金总额不超过23.1亿元，扣除发行费用后将全额用于补充公司流动资金，本次非公开发行股票的价格为123.56元/股；同时，公司发布《未来三年（2020年-2022年）股东分红回报规划》。

■引入战投高瓴资本，双方合作促进公司长远发展。本次非公开发行后，高瓴资本将成为公司持股5%以上股东，且限售期为18个月。一方面，高瓴资本在全球创新药市场深度布局，此次引入战投高瓴将有利于未来公司与高瓴资本所投创新药公司之间的深度合作，同时也有利于帮助推动公司在核酸、生物药CDMO、以及创新药临床研究服务等新业务领域的发展。另一方面，通过此次非公开发行，公司募资不超过23.1亿元，为公司进一步扩大产能建设奠定基础。

■公司发布《未来三年（2020年-2022年）股东分红回报规划》，回报股东。未来三年，公司可以采取现金、股票或者现金与股票相结合的方式分配利润，可以进行中期现金分红。公司利润分配的最低分红比例为10%。同时，当公司处于成熟期且无重大资金支出安排/成熟期且有重大资金支出安排/成长期且有重大资金支出安排/发展阶段不易区分但有重大资金支出安排时，利润分配的最低分红比例分别为80%/40%/20%/10%。

■预计公司订单的稳健高增长仍能继续保持。主要理由如下：（1）合作重磅药物持续放量 and 新增药物上市带来商业化订单的快速增长，此类订单快速放量和持续性都较好，奠定了公司未来几年的高增长。公司在吉林新增产能的投放保障了订单的有效消化。（2）受益于公司早期阶段项目数量的快速增长，为后续临床后期阶段和商业化阶段订单增长奠定基础。（3）公司逐步拓展大分子CDMO和CRO业务，为未来业绩增长奠定基础。

■投资建议：给予增持-A投资评级。我们预计公司2019年-2021年的收入增速分别为45.8%、35.0%、30.3%，净利润增速分别为33.1%、31.7%、30.2%。长期来看，我们看好国内小分子CDMO行业高景气度以及公司作为龙头企业的突出竞争优势，公司成长性突出。

■风险提示：订单数量增长不达预期、市场竞争加剧导致订单价格下

公司快报

证券研究报告

化学原料药

投资评级 **增持-A**

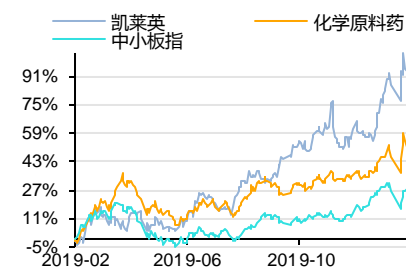
维持评级

股价（2020-02-14） **160.70元**

交易数据

总市值(百万元)	37,183.11
流通市值(百万元)	36,773.91
总股本(百万股)	231.38
流通股本(百万股)	228.84
12个月价格区间	79.13/165.86元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.34	3.1	73.45
绝对收益	9.6	19.52	109.22

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯雪云

报告联系人

fengxy1@essence.com.cn

相关报告

凯莱英：凯莱英 2019Q3 点评：高增长持续，订单规模快速增长/马帅	2019-10-26
凯莱英：Q1 扣非净利润略超预期，商业化阶段和技术开发服务业务持续高增长/周新明	2019-04-23
凯莱英：CDMO 龙头企业技术全球领先，订单驱动公司业绩持续高增长/周新明	2019-03-14
凯莱英：技术驱动型创新药 CDMO 龙头企业，2019 年公司业绩有望快速增长/周新明	2019-02-19

降、行业景气度不及预期、汇兑损益风险、公司业务拓展不及预期等

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,423.0	1,834.9	2,674.5	3,610.5	4,703.6
净利润	341.3	428.3	570.2	750.8	977.9
每股收益(元)	1.47	1.85	2.46	3.24	4.23
每股净资产(元)	8.89	10.85	13.31	15.90	19.28

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	108.9	86.8	65.2	49.5	38.0
市净率(倍)	18.1	14.8	12.1	10.1	8.3
净利率	24.0%	23.3%	21.3%	20.8%	20.8%
净资产收益率	16.6%	17.1%	18.5%	20.4%	21.9%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
ROIC	44.6%	33.4%	33.9%	37.9%	47.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,423.0	1,834.9	2,674.5	3,610.5	4,703.6	成长性					
减:营业成本	686.7	981.7	1,461.2	1,972.6	2,560.1	营业收入增长率	29.0%	28.9%	45.8%	35.0%	30.3%
营业税费	16.0	19.7	28.8	38.9	50.6	营业利润增长率	33.2%	10.0%	42.5%	31.0%	30.2%
销售费用	53.5	74.4	80.2	126.4	176.4	净利润增长率	35.0%	25.5%	33.1%	31.7%	30.2%
管理费用	237.7	206.9	449.3	621.0	804.3	EBITDA 增长率	38.7%	35.7%	13.8%	28.1%	27.7%
财务费用	51.7	3.1	-0.1	2.5	4.9	EBIT 增长率	42.7%	35.4%	16.5%	31.4%	30.4%
资产减值损失	9.0	4.9	-	-	-	NOPLAT 增长率	62.6%	1.9%	41.9%	31.4%	30.4%
加:公允价值变动收益	-3.2	10.3	-7.1	-	-	投资资本增长率	36.1%	39.7%	17.6%	4.4%	17.6%
投资和汇兑收益	-0.3	6.5	9.4	12.0	14.4	净资产增长率	17.6%	16.5%	23.1%	19.8%	21.5%
营业利润	419.6	461.4	657.4	861.3	1,121.8	利润率					
加:营业外净收支	2.5	-0.8	-	-	-	毛利率	51.7%	46.5%	45.4%	45.4%	45.6%
利润总额	422.1	460.6	657.4	861.3	1,121.8	营业利润率	29.5%	25.1%	24.6%	23.9%	23.8%
减:所得税	62.0	54.2	75.6	99.0	129.0	净利润率	24.0%	23.3%	21.3%	20.8%	20.8%
净利润	341.3	428.3	570.2	750.8	977.9	EBITDA/营业收入	34.6%	36.4%	28.4%	27.0%	26.4%
						EBIT/营业收入	29.3%	30.7%	24.6%	23.9%	24.0%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	158	164	120	84	61
货币资金	839.3	630.0	918.2	1,441.7	1,870.4	流动营业资本周转天数	82	90	93	93	93
交易性金融资产	-	7.1	-	-	-	流动资产周转天数	412	325	285	296	303
应收账款	468.0	537.1	927.9	1,049.8	1,526.6	应收账款周转天数	97	99	99	99	99
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	61	67	69	69	68
预付账款	17.0	29.9	39.9	54.4	68.0	总资产周转天数	643	571	483	438	408
存货	260.2	424.1	594.5	780.6	1,004.0	投资资本周转天数	269	288	251	205	175
其他流动资产	30.4	66.2	66.2	66.2	66.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.6%	17.1%	18.5%	20.4%	21.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.7%	12.8%	14.6%	15.9%	16.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	44.6%	33.4%	33.9%	37.9%	47.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	760.5	907.2	868.4	822.3	769.0	销售费用率	3.8%	4.1%	3.0%	3.5%	3.8%
在建工程	105.9	306.9	306.9	306.9	306.9	管理费用率	16.7%	11.3%	16.8%	17.2%	17.1%
无形资产	66.7	117.6	113.7	109.8	106.0	财务费用率	3.6%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	89.1	159.3	158.4	157.5	156.6	三费/营业收入	24.1%	15.5%	19.8%	20.8%	21.0%
资产总额	2,637.2	3,185.3	3,994.1	4,789.2	5,873.7	偿债能力					
短期债务	-	-	1.4	-	-	资产负债率	18.3%	21.2%	22.6%	22.7%	23.4%
应付账款	314.8	458.9	692.6	861.9	1,155.6	负债权益比	22.4%	26.9%	29.2%	29.3%	30.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.32	3.14	3.32	3.57	3.66
其他流动负债	59.3	80.8	73.7	88.8	82.5	速动比率	3.62	2.35	2.54	2.75	2.85
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	8.05	184.05	-5,056.0	352.54	232.30
其他非流动负债	108.1	135.1	135.1	135.1	135.1	分红指标					
负债总额	482.2	674.8	902.8	1,085.9	1,373.2	DPS(元)	0.35	0.40	0.49	0.65	0.85
少数股东权益	97.4	-	11.6	23.1	38.0	分红比率	23.6%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	230.1	230.7	231.4	231.4	231.4	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
留存收益	1,978.4	2,391.4	2,848.2	3,448.9	4,231.2						
股东权益	2,155.0	2,510.6	3,091.3	3,703.3	4,500.5						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	360.0	406.5	570.2	750.8	977.9	EPS(元)	1.47	1.85	2.46	3.24	4.23
加:折旧和摊销	75.2	104.0	102.7	109.9	117.2	BVPS(元)	8.89	10.85	13.31	15.90	19.28
资产减值准备	9.0	4.9	-	-	-	PE(X)	108.9	86.8	65.2	49.5	38.0
公允价值变动损失	3.2	-10.3	-7.1	-	-	PB(X)	18.1	14.8	12.1	10.1	8.3
财务费用	43.5	20.9	-0.1	2.5	4.9	P/FCF	-218.9	-627.6	137.9	56.2	61.1
投资损失	0.3	-6.5	-9.4	-12.0	-14.4	P/S	26.1	20.3	13.9	10.3	7.9
少数股东损益	18.8	-21.8	11.6	11.4	14.9	EV/EBITDA	26.3	22.3	47.5	36.6	28.3
营运资金的变动	-367.9	-177.2	-344.0	-137.3	-425.4	CAGR(%)	28.4%	34.7%	28.3%	28.4%	34.7%
经营活动产生现金流量	196.4	415.1	323.9	725.3	675.0	PEG	3.8	2.5	2.3	1.7	1.1
投资活动产生现金流量	-300.3	-583.7	-36.4	-48.0	-45.6						
融资活动产生现金流量	-65.1	-42.7	0.7	-153.9	-200.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034