

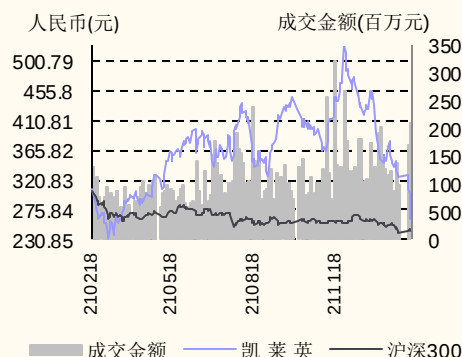
凯莱英 (002821.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 262.12 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)	692.89
年内股价最高最低(元)	524.92/230.85
沪深 300 指数	4601
深证成指	13224



收购 Snapdragon, 连续技术服务能力再提升

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	8,725	10,547
营业收入增长率	34.07%	28.04%	44.93%	91.13%	20.89%
归母净利润(百万元)	554	722	1,061	1,998	2,304
归母净利润增长率	29.32%	30.37%	46.91%	88.31%	15.36%
摊薄每股收益(元)	2.394	2.978	4.032	7.593	8.759
每股经营性现金流净额	2.05	2.24	4.38	3.32	7.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.19%	12.05%	14.98%	22.46%	20.97%
P/E	54.10	100.47	65.01	34.52	29.92
P/B	9.84	12.10	9.74	7.75	6.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2月12日, 凯莱英发布公告, 将以5794万美元收购美国 Snapdragon (具体金额可根据其财务表现作出一定调整), 收购完成后凯莱英将实现对 Snapdragon 的100%控股。

简评

- Snapdragon 深耕连续性反应多年, 具备核心技术优势。**Snapdragon 公司是连续性反应技术领域的领导者, 拥有该领域的尖端技术。公司致力于创新药原料药生产颠覆性技术连续性反应的研究、开发和工业应用, 为欧美大型制药公司和中小创新药公司提供创新药原料药连续性反应生产的路线开发、设计和工艺优化服务。
- 连续生产具备多重优势, 更安全、更节约、更绿色。**连续生产技术在工艺安全、成本以及环境效益方面具有巨大优势, 近年来在医药化工的研发生产中越来越被广泛应用。本次收购将进一步增强凯莱英在连续生产领域的技术实力, 并进一步推进美国业务发展与海外战略布局。
- 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。此外, 最近两次的重大合同的签订, 将进一步加速公司业绩提速的过程。

投资建议

- 由于此次收购尚未完成, 暂不考虑并表因素, 我们维持此前盈利预测, 预计2021-2023年EPS为4.03/7.60/8.76元, 对应PE分别为65/35/30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

- 《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
- 《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

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	4,565	8,725	10,547
增长率		34.1%	28.0%	44.9%	91.1%	20.9%
主营业务成本	-982	-1,341	-1,683	-2,420	-4,727	-5,672
%销售收入	53.5%	54.5%	53.4%	53.0%	54.2%	53.8%
毛利	853	1,119	1,466	2,145	3,998	4,875
%销售收入	46.5%	45.5%	46.6%	47.0%	45.8%	46.2%
营业税金及附加	-20	-23	-24	-43	-83	-100
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-74	-88	-84	-137	-218	-290
%销售收入	4.1%	3.6%	2.7%	3.0%	2.5%	2.8%
管理费用	-207	-264	-307	-457	-611	-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	-388	-916	-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	1,120	2,170	2,491
%销售收入	21.6%	22.4%	25.1%	24.5%	24.9%	23.6%
财务费用	-3	4	-44	17	13	20
%销售收入	0.2%	-0.2%	1.4%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
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	1,202	2,264	2,611
营业利润率	25.1%	25.4%	25.9%	26.3%	25.9%	24.8%
营业外收支	-1	0	-3	0	0	0
税前利润	461	624	814	1,202	2,264	2,611
利润率	25.1%	25.3%	25.9%	26.3%	25.9%	24.8%
所得税	-54	-70	-92	-141	-266	-307
所得税率	11.8%	11.2%	11.3%	11.8%	11.8%	11.7%
净利润	406	554	722	1,061	1,998	2,304
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	1,061	1,998	2,304
净利率	23.3%	22.5%	22.9%	23.2%	22.9%	21.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	406	554	722	1,061	1,998	2,304
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	0	-15
营运资金变动	-98	-95	-351	-121	-1,358	-490
经营活动现金净流	415	473	544	1,144	866	2,075
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	182	0	0
债权募资	0	0	10	-12	0	0
其他	-88	-122	-164	-157	-183	-209
筹资活动现金净流	-55	-91	2,240	13	-183	-209
现金净流量	-223	-318	1,681	-810	66	1,215

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1,314	1,381	2,595
应收款项	537	670	1,025	1,430	2,732	3,303
存货	424	449	726	1,008	1,969	2,362
其他流动资产	103	85	154	1,302	1,405	1,456
流动资产	1,694	1,639	4,030	5,054	7,486	9,716
%总资产	53.2%	43.6%	56.3%	57.8%	64.8%	68.6%
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%	34.8%	29.6%	26.8%
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%	42.2%	35.2%	31.4%
资产总计	3,185	3,759	7,158	8,738	11,556	14,172
短期借款	0	0	10	0	0	0
应付款项	474	405	690	1,172	1,870	2,258
其他流动负债	66	99	224	336	640	773
流动资产	540	504	925	1,508	2,510	3,031
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	1,658	2,660	3,181
普通股股东权益	2,511	3,046	5,995	7,081	8,896	10,991
其中股本	231	231	242	261	261	261
未分配利润	1,252	1,698	2,287	3,191	5,006	7,102
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	8,738	11,556	14,172

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.855	2.394	2.978	4.032	7.593	8.759
每股净资产	10.875	13.162	24.718	26.914	33.814	41.780
每股经营现金净流	1.798	2.045	2.241	4.384	3.319	7.954
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%	14.98%	22.46%	20.97%
总资产收益率	13.45%	14.74%	10.09%	12.14%	17.29%	16.26%
投入资本收益率	13.82%	15.78%	11.52%	13.96%	21.53%	20.00%
增长率						
主营业务收入增长率	28.94%	34.07%	28.04%	44.93%	91.13%	20.89%
EBIT增长率	-7.49%	39.04%	43.45%	41.48%	93.73%	14.80%
净利润增长率	25.49%	29.32%	30.37%	46.91%	88.31%	15.36%
总资产增长率	20.78%	18.00%	90.42%	22.08%	32.24%	22.64%
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	173.5	104.5	97.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.38%	-14.29%	-35.27%	-34.10%	-27.89%	-33.62%
EBIT利息保障倍数	129.5	-124.3	18.1	-66.1	-161.0	-125.3
资产负债率	21.18%	18.98%	16.25%	18.97%	23.02%	22.44%

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	3	22	32	65	137
增持	1	2	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.08	1.09	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-31	买入	291.38	N/A
2	2021-04-16	买入	293.23	N/A
3	2021-04-24	买入	300.25	N/A
4	2021-08-17	买入	375.30	N/A
5	2021-11-17	买入	416.70	N/A
6	2021-11-30	买入	524.92	N/A
7	2021-12-02	买入	487.30	N/A
8	2022-01-26	买入	349.00	N/A

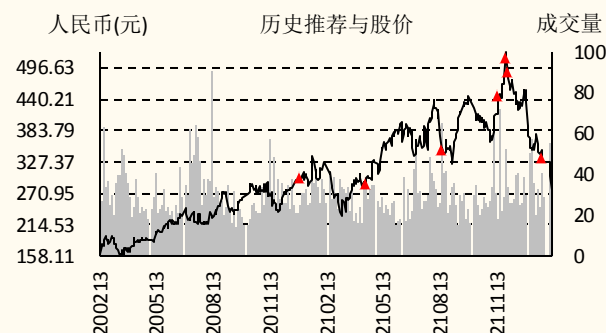
来源：国金证券研究所

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


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