

凯莱英 (002821.SZ)

高瓴资本参与定增，中长期成长确定性提升

核心观点：

- **新定增方案募集 23 亿，全部由高瓴资本认购。**公司公告取消 2019 年定增预案，同时公告 2020 年新定增预案，将原预案不超过 10 名认购对象，修改为仅高瓴资本一家全额认购，募集资金金额基本不变，募投项目从三个项目+补充流动资金调整为全额用于补充流动资金，发行价格也确定为 123.56 元/股，定价基准为董事会决议公告日；总体看新方案在定增新规出台后作出及时调整，反应了公司高效的执行力，同时通过相对较低的定价与产业资源丰富的高瓴资本实现深度合作，也体现了公司长远的战略眼光。
- **产业资源优势互补，潜在合作机遇广泛。**定增后高瓴资本成为公司持股 5% 以上的战略股东，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；凯莱英优秀的 CDMO 服务能力与高瓴在创新药领域的投资形成互补，具备广泛的潜在合作机遇。
- **19-21 年业绩分别为 2.48 元/股、3.28 元/股、4.32 元/股。**预计公司 19-21 年 PE64.76 倍、48.99 倍、37.16 倍，结合考虑可比公司平均估值对应 2020 年 PE65 倍，以及公司作为 CDMO 龙头持续享受创新药产业链的高景气增长，商业化订单占比有望继续提升，我们给予公司合理估值是 2020 年 PE65 倍，对应合理价值 213.20 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**全球创新药研发投入增长不及预期；一级市场医药基金融资金额有较大波动；人力成本上涨幅度波动。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,423	1,835	2,574	3,446	4,617
增长率(%)	29.0	28.9	40.3	33.9	34.0
EBITDA(百万元)	504	501	701	920	1,200
净利润(百万元)	341	428	574	759	1,001
增长率(%)	35.0	25.5	34.1	32.2	31.8
EPS (元/股)	1.48	1.86	2.48	3.28	4.32
市盈率 (P/E)	40.35	36.55	64.76	48.99	37.16
市净率 (P/B)	6.69	6.24	11.92	9.59	7.62
EV/EBITDA	25.65	29.99	52.07	39.46	29.97

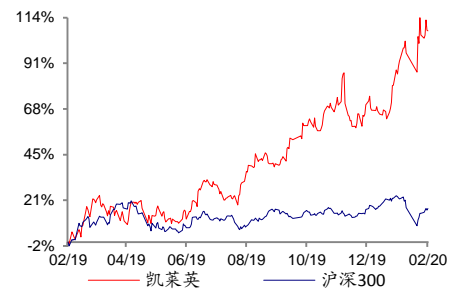
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	160.70 元
合理价值	213.20 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-16

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

孙辰阳



SAC 执证号：S0260518010001



021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

请注意，孙辰阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

凯莱英 (002821.SZ) :长期 2019-10-28

受益全球研发外包率提升，

商业化订单有望快速增长

表1: 可比公司估值水平 (EPS参考Wind一致预期, 收盘价日期是2020年2月14日)

证券代码	证券简称	收盘价最新 元/股	2019EPS, 元/股	2020EPS, 元/股	2019 PE 估值	2020 PE 估值
603259.SH	药明康德	109.75	1.35	1.71	81.38	64.23
300347.SZ	泰格医药	78.50	0.98	1.33	80.27	58.92
300759.SZ	康龙化成	61.05	0.62	0.85	97.84	71.99

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,615	1,694	1,997	2,588	3,508	经营活动现金流	196	415	563	673	858
货币资金	839	630	696	873	1,234	净利润	360	406	545	720	950
应收及预付	468	555	727	973	1,303	折旧摊销	75	104	123	142	161
存货	260	424	480	641	860	营运资金变动	-286	-98	-112	-197	-260
其他流动资产	48	85	94	101	110	其它	47	2	7	8	7
非流动资产	1,022	1,491	1,899	2,254	2,590	投资活动现金流	-300	-584	-531	-497	-497
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-302	-542	-531	-497	-497
固定资产	761	907	1,031	1,136	1,224	投资变动	0	-38	0	0	0
在建工程	106	307	508	709	910	其他	2	-4	0	0	0
无形资产	67	118	167	216	263	筹资活动现金流	-65	-43	35	0	0
其他长期资产	89	159	194	194	194	银行借款	-186	0	0	0	0
资产总计	2,637	3,185	3,896	4,842	6,098	股权融资	153	33	41	0	0
流动负债	374	540	671	896	1,202	其他	-32	-76	-6	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-169	-211	67	177	361
应付及预收	153	291	322	429	576	期初现金余额	1,046	828	630	696	873
其他流动负债	221	249	349	467	626	期末现金余额	828	605	696	873	1,234
非流动负债	108	135	135	135	135						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	108	135	135	135	135						
负债合计	482	675	806	1,031	1,337						
股本	230	231	231	231	231						
资本公积	1,039	1,104	1,144	1,144	1,144						
留存收益	939	1,287	1,861	2,620	3,621						
归属母公司股东权益	2,058	2,511	3,120	3,879	4,880						
少数股东权益	97	0	-29	-68	-119						
负债和股东权益	2,637	3,185	3,896	4,842	6,098						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,423	1,835	2,574	3,446	4,617
营业成本	687	982	1,377	1,840	2,468
营业税金及附加	16	20	28	37	50
销售费用	54	74	90	121	162
管理费用	140	207	283	379	508
研发费用	97	155	218	291	390
财务费用	52	3	4	4	5
资产减值损失	9	5	7	8	7
公允价值变动收益	-3	10	0	0	0
投资净收益	0	7	0	0	0
营业利润	420	461	618	816	1,076
营业外收支	2	-1	0	0	0
利润总额	422	461	618	816	1,076
所得税	62	54	73	96	127
净利润	360	406	545	720	950
少数股东损益	19	-22	-29	-39	-51
归属母公司净利润	341	428	574	759	1,001
EBITDA	504	501	701	920	1,200
EPS (元)	1.48	1.86	2.48	3.28	4.32

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	29.0%	28.9%	40.3%	33.9%	34.0%
营业利润增长	33.2%	10.0%	33.9%	32.2%	31.8%
归母净利润增长	35.0%	25.5%	34.1%	32.2%	31.8%
获利能力					
毛利率	51.7%	46.5%	46.5%	46.6%	46.5%
净利率	25.3%	22.2%	21.2%	20.9%	20.6%
ROE	16.6%	17.1%	18.4%	19.6%	20.5%
ROIC	27.8%	18.7%	21.4%	23.4%	26.0%
偿债能力					
资产负债率	18.3%	21.2%	20.7%	21.3%	21.9%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.32	3.14	2.98	2.89	2.92
速动比率	3.58	2.30	2.20	2.11	2.14
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.63	0.73	0.79	0.84
应收账款周转率	3.82	3.76	3.76	3.76	3.76
存货周转率	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87
每股指标 (元)					
每股收益	1.48	1.86	2.48	3.28	4.32
每股经营现金流	0.85	1.80	2.43	2.91	3.71
每股净资产	8.94	10.88	13.48	16.76	21.09
估值比率					
P/E	40.35	36.55	64.76	48.99	37.16
P/B	6.69	6.24	11.92	9.59	7.62
EV/EBITDA	25.65	29.99	52.07	39.46	29.97

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。

孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。