

# 凯莱英 (002821.SZ)

## 高瓴资本全额认购，双赢合作有望促进公司再上一个台阶

**事件：**公司于2月16日晚间公告公司2020年度非公开发行股票预案。

- **募集资金：**23.11亿；
- **定价：**123.56元/股，非公开发行股票的定价基准日为公司第三届董事会第三十三次会议决议公告日，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的80%；
- **非公开发行股票数量：**不超过1870万股；
- **发行对象：**1名特定对象，高瓴资本管理有限公司（Hillhouse Capital Management Ptd.Ltd.）。
- **发行后总股本：**2.5亿股。
- **限售期：**18个月。
- **资金用途：**扣除发行费用后将全额用于补充公司流动资金。

**观点：**战略投资者为一级市场明星机构，公司有望再上一个台阶。

一级市场明星机构现金认购全部非公开发行股票，高瓴资本和凯莱英双赢合作，意义非凡。此次非公开发行之后，高瓴资本将成为公司持股5%以上股东，并与公司在全球创新药领域建立全面、深入的战略合作关系。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，可以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。而对凯莱英来说，高瓴资本可以积极推动凯莱英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，可谓双赢。

**定增补充流动资金，为后续战略布局及技术研发提供充分保障。**公司下一阶段业务方面战略包括大分子、小分子（API+制剂一体化）、CRO+CDMO 一体化，药品研发的全生命周期服务。在客户方面，一方面要强化欧美大制药公司的管线渗透率，另一方面还要提高客户的“广度”，拓展中小创新药公司。在技术方面，公司将进一步加大研发投入力度，保持公司在行业内的技术领先地位。此次定增为公司各方面布局提供充足的资金保障，帮助公司增效提速，加快提升公司的市场份额和行业地位。

**盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年归母净利润分别为5.73亿、7.69亿、10.26亿元，增长分别为33.8%、34.1%、33.5%。EPS分别为2.48元、3.32元、4.44元，对应PE分别为65x、48x、36x。若考虑增发摊薄后EPS分别为2.29元、3.08元、4.10元，对应PE分别为69x、51x、39x。我们认为公司是技术推动型的国内 CDMO 龙头企业，受益于国内 MAH 制度的持续推进。未来几年公司有望随着商业化项目的增多业绩呈现高速增长，定增引入战投后服务创新公司的深度和广度有望提升，后劲十足。未来三年业绩增速有望维持30%-35%，维持“买入”评级。

**风险提示：**临床阶段项目下滑风险；商业化阶段项目波动风险；大分子 CDMO 战略执行情况低于预期风险；项目发行不及预期的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,423	1,835	2,413	3,154	4,105
增长率 yoy (%)	29.0	28.9	31.5	30.7	30.2
归母净利润(百万元)	341	428	573	769	1,026
增长率 yoy (%)	35.0	25.5	33.8	34.1	33.5
EPS最新摊薄(元/股)	1.47	1.85	2.48	3.32	4.44
净资产收益率(%)	16.7	16.2	19.9	21.3	22.4
P/E(倍)	108.9	86.8	64.9	48.4	36.2
P/B(倍)	18.1	14.8	12.4	10.1	8.1

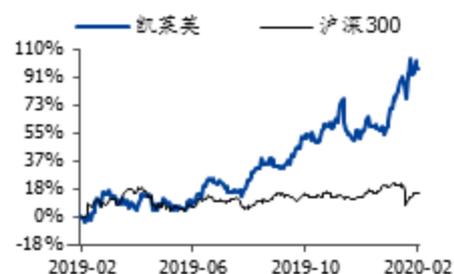
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	160.70
总市值(百万元)	37,183.11
总股本(百万股)	231.38
其中自由流通股(%)	98.90
30日日均成交量(百万股)	1.20

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《凯莱英 (002821.SZ)：季报高速增长，经营指标良好，CDMO 龙头稳中有进》2019-10-25
- 2、《凯莱英 (002821.SZ)：收入端略超预期，临床阶段项目迅猛增长为后续提供成长动力》2019-08-03
- 3、《凯莱英 (002821.SZ)：定增助力长期发展，API+制剂一体化、生物 CDMO 战略稳步推进》2019-07-20



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,615	1,694	2,245	2,879	3,732
现金	839	630	885	1,157	1,506
应收票据及应收账款	451	525	758	919	1,264
其他应收款	17	0	23	7	32
预付账款	17	30	32	49	56
存货	260	424	461	661	789
其他流动资产	30	85	85	85	85
<b>非流动资产</b>	1,022	1,491	1,770	2,113	2,542
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	761	907	1,187	1,504	1,881
无形资产	67	118	127	138	150
其他非流动资产	195	466	456	471	511
<b>资产总计</b>	2,637	3,185	4,015	4,992	6,274
<b>流动负债</b>	374	540	859	1,135	1,467
短期借款	0	0	117	385	434
应付票据及应付账款	153	276	279	425	484
其他流动负债	221	264	463	325	548
<b>非流动负债</b>	108	135	137	137	137
长期借款	0	0	2	2	2
其他非流动负债	108	135	135	135	135
<b>负债合计</b>	482	675	996	1,272	1,604
少数股东权益	97	0	26	51	71
股本	230	231	231	231	231
资本公积	1,039	1,104	1,104	1,104	1,104
留存收益	939	1,287	1,755	2,372	3,184
归属母公司股东权益	2,058	2,511	2,992	3,669	4,600
<b>负债和股东权益</b>	2,637	3,185	4,015	4,992	6,274

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	196	415	592	566	999
净利润	360	406	600	794	1,046
折旧摊销	75	104	107	147	195
财务费用	52	3	-19	-15	-15
投资损失	0	-7	-2	-1	-2
营运资金变动	-309	-114	-92	-355	-222
其他经营现金流	18	22	-2	-2	-3
<b>投资活动现金流</b>	-300	-584	-383	-486	-619
资本支出	303	543	279	343	429
长期投资	0	-38	0	0	0
其他投资现金流	3	-78	-103	-143	-190
<b>筹资活动现金流</b>	-65	-43	-70	-77	-80
短期借款	-186	0	0	0	0
长期借款	0	0	2	-0	0
普通股增加	117	1	1	0	0
资本公积增加	58	65	0	0	0
其他筹资现金流	-55	-109	-73	-77	-80
<b>现金净增加额</b>	-218	-223	138	4	300

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1,423	1,835	2,413	3,154	4,105
营业成本	687	982	1,270	1,610	2,080
营业税金及附加	16	20	31	39	48
营业费用	54	74	109	164	246
管理费用	238	207	331	442	542
研发费用	52	3	-19	-15	-15
财务费用	9	5	0	0	0
资产减值损失	-3	10	2	2	3
其他收益	-0	7	2	1	2
公允价值变动收益	420	461	696	919	1,209
投资净收益	4	0	6	5	4
资产处置收益	1	1	3	1	2
<b>营业利润</b>	422	461	699	923	1,211
营业外收入	62	54	99	129	165
营业外支出	360	406	600	794	1,046
<b>利润总额</b>	19	-22	26	25	19
所得税	341	428	573	769	1,026
<b>净利润</b>	472	546	786	1,054	1,391
少数股东损益	1.47	1.85	2.48	3.32	4.44
<b>归属母公司净利润</b>	1,423	1,835	2,413	3,154	4,105
EBITDA	687	982	1,270	1,610	2,080
EPS (元)	16	20	31	39	48

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.0	28.9	31.5	30.7	30.2
营业利润(%)	33.2	10.0	50.8	32.1	31.6
归属于母公司净利润(%)	35.0	25.5	33.8	34.1	33.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	51.7	46.5	47.4	49.0	49.3
净利率(%)	24.0	23.3	23.8	24.4	25.0
ROE(%)	16.7	16.2	19.9	21.3	22.4
ROIC(%)	15.7	14.9	18.1	18.7	20.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	18.3	21.2	24.8	25.5	25.6
净负债比率(%)	-38.9	-25.1	-25.4	-20.7	-22.9
流动比率	4.3	3.1	2.6	2.5	2.5
速动比率	3.6	2.4	2.1	2.0	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.56	0.63	0.67	0.70	0.73
应收账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.85	2.48	3.32	4.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.62	2.56	2.45	4.32
每股净资产(最新摊薄)	8.89	10.85	12.93	15.86	19.88
<b>估值比率</b>					
P/E	108.9	86.8	64.9	48.4	36.2
P/B	18.1	14.8	12.4	10.1	8.1
EV/EBITDA	77.4	67.2	46.5	34.7	26.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

事件.....	4
观点：战略投资者为一级市场明星机构，公司有望再上一个台阶.....	4
1.一级市场明星机构现金认购全部非公开发行股票，高瓴资本和凯莱英双赢合作，意义非凡.....	4
2.定增补充流动资金，为后续战略布局及技术研发提供充分保障.....	4
3.公司长期投资逻辑不变.....	5
盈利预测与估值.....	5
风险提示.....	5

## 事件

公司于2月16日晚间公告公司2020年度非公开发行股票预案，基本情况如下：

- **募集资金：**23.11亿；
- **定价：**123.56元/股，非公开发行股票的定价基准日为公司第三届董事会第三十三次会议决议公告日，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的80%；
- **非公开发行股票数量：**不超过1870万股；
- **发行对象：**1名特定对象，高瓴资本管理有限公司（Hillhouse Capital Management Ptd.Ltd.）。
- **发行后总股本：**2.5亿股。
- **限售期：**18个月。
- **用途：**扣除发行费用后将全额用于补充公司流动资金。

## 观点：战略投资者为一级市场明星机构，公司有望再上一个台阶

### 1.一级市场明星机构现金认购全部非公开发行股票，高瓴资本和凯莱英双赢合作，意义非凡

非公开发行仅面向**1**个特定对象，这在**A股**是开创了先河，也超出了市场预期。未来凯莱英和高瓴将成为战略合作伙伴。此次非公开发行之后，高瓴资本将成为公司持股5%以上股东，并与凯莱英在全球创新药领域建立全面、深入的战略合作关系。通过双方战略合作，可以充分调动各方优质产业资源，更好地支持凯莱英业务发展，推动凯莱英在CDMO领域的产业布局，实现公司更加持续和稳定的发展。

凯莱英与高瓴资本的合作是双赢。高瓴资本是一家专业从事资产管理业务的公司，其所管理的高瓴资本管理有限公司—HCM中国基金自2013年正式运营至今主要投资于A股股票，集中投资于以中国业务为核心的、具有长期成长性的上市公司，在业内口碑较高。梳理高瓴资本的医药投资版图，可以看出高瓴资本重仓中国的创新药赛道（包括第一梯队的创新药公司+CRO/CMO创新服务商）。此次全额认购凯莱英的非公开发行股票，既是对凯莱英的认可，又是高瓴在医药布局中的重要一步。

- **对高瓴资本来讲，深度绑定技术驱动的高性价比创新服务商有助于加速其投资创新药公司的研发进度。**高瓴未来还会持续投资创新赛道，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，可以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。
- **对凯莱英来讲，高瓴资本可以帮助拓展其客户战略的广度和深度。**高瓴资本依托在全球创新药市场的投资布局，可以积极推动凯莱英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，可谓是双赢。

### 2.定增补充流动资金，为后续战略布局及技术研发提供充分保障

- 公司目前已是国内CDMO龙头，下一阶段业务方面战略包括大分子、小分子（API+制剂一体化）、CRO+CDMO一体化，药品研发的全生命周期服务。
- **在客户方面**，一方面要强化欧美大制药公司的管线渗透率，另一方面还要提高客户

的“广度”，拓展中小创新药公司。

- **在技术方面**，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，保持公司在行业内的技术领先地位。

此次定增为公司各方面布局提供充足的资金保障，帮助公司增效提速，加快提升公司的市场份额和行业地位。

### 3.公司长期投资逻辑不变

公司已预告 2019 全年业绩，高增长基本已经确立。展望 2020-2021 年，公司长期投资逻辑不变，我国创新药风起云涌，作为创新药产业链不可或缺的 CDMO 环节的龙头，凯莱英未来有望迎来数年持续高速发展，再上一个台阶。

- **中国 CDMO 行业受益于产业转移、政策利好及本土创新研发热潮，进入黄金增长期！**全球创新药研发投入稳定增长，生产外包渗透率不断提高，全球 CDMO 行业未来三年 CAGR 10%-15%。我国 CDMO 行业受益于产业转移、利好政策以及本土创新药研发热潮等，行业规模快速增长，未来三年 CAGR 15%-20%，国内 CDMO 企业到了快速发展的黄金时期。
- **看三年，凯莱英作为国内 CDMO 技术领导者，业绩有望持续高速增长！**国内 CDMO 头部公司中，凯莱英技术能力非常强，订单附加值高，盈利能力强，体现其与客户深度绑定以及帮助客户解决问题的能力。未来三年凯莱英细分龙头的优势将进一步体现，复合业绩增速有望维持在 30%-35%。
  - 增长驱动一：大药企客户信任度增高带来的订单数量和质量的提升。
  - 增长驱动二：生物技术公司订单增多。
  - 增长驱动三：国内客户持续拓展。
- **看五年，夯实小分子，进军大分子，国内 CRO+CDMO 一体化发展，方向正确叠加靠谱的管理层和强大的执行力，凯莱英有望跻身全球 CDMO 第一梯队。**

### 盈利预测与估值

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.73 亿、7.69 亿、10.26 亿元，增长分别为 33.8%、34.1%、33.5%。EPS 分别为 2.48 元、3.32 元、4.44 元，对应 PE 分别为 65x，48x，36x。若考虑增发摊薄后 EPS 分别为 2.29 元、3.08 元、4.10 元，对应 PE 分别为 69x，51x，39x。我们认为公司是技术推动型的国内 CDMO 龙头企业，受益于国内 MAH 制度的持续推进。未来几年公司有望随着商业化项目的增多业绩呈现高速增长，定增引入战投后服务创新公司的深度和广度有望提升，后劲十足。未来三年业绩增速有望维持 30%-35%，维持“买入”评级。

### 风险提示

临床阶段项目下滑风险；商业化阶段项目波动风险；大分子 CDMO 战略执行情况低于预期风险；项目发行不及预期的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com