

康龙化成(300759.SZ)

成熟业务持续高质量发展，潜力业务盈利质量有望改善

推荐（维持）

股价：48.97元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.pharmaron.cn
大股东/持股	HKSCC NOMINEES LIMITED/16.88%
实际控制人	Boliang Lou, 楼小强, 郑北
总股本(百万股)	1,191
流通A股(百万股)	946
流通B/H股(百万股)	201
总市值(亿元)	583
流通A股市值(亿元)	463
每股净资产(元)	8.69
资产负债率(%)	47.1

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】康龙化成(300759.SZ)*首次覆盖报告*稀缺的一体化CXO服务商，超前布局提供增长驱动力*推荐20230326

证券分析师

叶寅

投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335

倪亦道

YEYIN757@pingan.com.cn
投资咨询资格编号
S1060518070001
021-38640502
NIYIDAO242@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 年年报，全年实现营收 102.7 亿元 (+37.9%)，落于业绩预告的中等偏上位。实现归母净利润 13.8 亿元 (-17.2%)，经调整 non-IFRS 归母净利润为 18.3 亿元 (+25.5%)。

公司发布分红预案，每 10 股派发现金红利 3 元(含税)，以资本公积每 10 股转增 5 股。

平安观点：

■ **2022Q4 受疫情冲击，全年实现稳健增长。**2022 年公司实现营收 102.7 亿元 (+37.9%)，毛利率同比上涨 0.7pct 至 36.7%。实验室服务实现营收 62.4 亿元 (+36.8%)，其中高毛利生命科学业务占比从 2021 年 46.6% 提升至 2022H2 超 50%，推动板块毛利率同比上涨 1.7pct 至 45.1%；CMC（小分子 CDMO）服务实现营收 24.1 亿元 (+37.8%)，由于 2022 年绍兴产能落地，固定成本增加导致毛利率小幅下降 0.13pct 至 34.8%；临床研究服务实现营收 13.9 亿元 (+45.7%)，尽管受到疫情冲击国内临床收入仍实现 65.5% 增速，收入增长的规模效应下全年毛利率同比增长 1.2pct 至 11.5%；大分子及 CGT 业务实现营收 1.95 亿元 (+29.3%)，由于海外通胀和人工成本的增加、订单的交付周期较长，毛利率同比下降 13.9pct 至 -27.7%。

■ **成熟业务保持高质量发展，有望进一步量质双升。**基于 1) 小分子药物结构日渐复杂，增加了对生物科学的需求、2) 公司正横向扩建生物科学平台，我们预计生物科学未来 3 年将保持 25-30% 的高增速，为实验室服务营收和毛利率的增长提供强劲动能。一体化的协同效应下，2022 年 CMC 收入中超过 80% 来源于实验室服务的现有客户，未来将持续进行高效导流。2022 年绍兴工厂 600L 规模化产能的释放，工艺验证&商业化阶段订单由 2021 年 5 个大幅增长至 15 个，预计今年产能利用率将由 2022 年约 20% 提升到约 40%。美国考文垂工厂于 2022 年底开始接单，2023 年将开始贡献收入。英国 Cramlington 工厂通过 MHRA 审计开始原有课题生产，规模化产能的落地以及后期项目收入占比提升将推动 CMC 服务迎来量质双升。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,444	10,266	13,102	16,517	20,573
YOY(%)	45.0	37.9	27.6	26.1	24.6
净利润(百万元)	1,661	1,375	2,081	2,933	3,908
YOY(%)	41.7	-17.2	51.4	41.0	33.2
毛利率(%)	36.0	36.7	38.1	40.0	40.7
净利率(%)	22.3	13.4	15.9	17.8	19.0
ROE(%)	16.4	13.0	16.8	19.6	21.2
EPS(摊薄/元)	1.39	1.15	1.75	2.46	3.28
P/E(倍)	35.1	42.4	28.0	19.9	14.9
P/B(倍)	5.9	5.6	4.8	3.9	3.2

- **潜力业务盈利质量有望改善。**国内临床一站式平台整合顺利，2023Q1 疫情影响逐步消散，预计 2023 年临床研究服务毛利率将提升至约 20%，年内达到盈亏平衡；英国利物浦的 CGT CDMO 工厂今年将开始交付订单，有望缩小亏损。本次公司将大分子和 CGT 业务重组为康龙生物并以 11.11% 股权比例对外融资 9.5 亿，市场给予估值约 85.5 亿元，两倍多于公司对板块的总投入，体现了市场对大分子和 CGT 赛道前景的看好以及对公司板块能力的认可。
- **维持“推荐”评级。**成熟业务一体化效应显著，高毛利生物科学高速增长、CMC 规模化产能落地及后端项目收入占比增加将推动板块迎来量质双增。大分子和 CGT 板块订单交付、疫情对临床板块影响减小将助力潜力业务实现减亏，盈利质量改善。考虑到海外通胀压力持续及投融资环境仍待进一步复苏。调整 2023-2024 年 EPS 并新增 2025 年 EPS 预测为 1.75、2.46、3.28 元（原 2023-2024 年 EPS 预测为 1.99、2.70 元），维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）产能建设及投放不及预期：公司多地产能基地处于建设期，若建设、投放进度不及预期，可能减弱公司后续订单承接能力。；2）收购资产整合进度不及预期：公司近年通过频繁收购快速补齐业务范围，若收购公司整合进度不及预期将影响公司业务效率及竞争力。；3）地缘政策风险：公司海外营收占比较高，若海外国家推出限制政策将影响公司业绩。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,536	7,103	8,362	11,555
现金	1,497	1,310	1,652	3,730
应收票据及应收账款	2,214	2,685	3,215	3,805
其他应收款	95	121	152	190
预付账款	23	29	37	46
存货	1,041	1,039	1,080	1,197
其他流动资产	1,665	1,919	2,225	2,588
非流动资产	13,957	16,126	17,713	18,906
长期投资	630	1,252	1,974	2,776
固定资产	6,793	7,844	9,469	9,743
无形资产	803	716	664	584
其他非流动资产	5,731	6,314	5,607	5,804
资产总计	20,493	23,229	26,075	30,461
流动负债	3,912	4,753	5,258	6,649
短期借款	663	610	16	0
应付票据及应付账款	406	532	683	883
其他流动负债	2,843	3,611	4,559	5,766
非流动负债	5,740	5,840	5,649	5,271
长期借款	5,215	5,315	5,123	4,745
其他非流动负债	525	525	525	525
负债合计	9,653	10,593	10,907	11,920
少数股东权益	291	248	186	105
股本	1,191	1,227	1,264	1,302
资本公积	5,254	5,219	5,182	5,144
留存收益	4,103	5,943	8,536	11,991
归属母公司股东权益	10,549	12,388	14,981	18,437
负债和股东权益	20,493	23,229	26,075	30,461

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,007	3,265	4,490	5,743
净利润	1,352	2,037	2,872	3,827
折旧摊销	631	1,039	1,330	1,502
财务费用	177	274	258	227
投资损失	-75	-196	-125	-80
营运资金变动	-367	140	182	291
其他经营现金流	290	-29	-27	-23
投资活动现金流	-2,209	-2,983	-2,765	-2,592
资本支出	2,829	2,345	1,903	1,546
长期投资	677	-588	-695	-781
其他投资现金流	-5,714	-4,741	-3,973	-3,357
筹资活动现金流	-1,417	-469	-1,383	-1,073
短期借款	241	-53	-594	-16
长期借款	507	100	-191	-378
其他筹资现金流	-2,166	-515	-598	-680
现金净增加额	-1,545	-187	342	2,078

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,266	13,102	16,517	20,573
营业成本	6,498	8,104	9,912	12,200
税金及附加	67	82	104	129
营业费用	230	282	341	408
管理费用	1,498	1,797	2,129	2,493
研发费用	282	353	436	532
财务费用	177	274	258	227
资产减值损失	-5	-6	-7	-9
信用减值损失	-20	-27	-34	-42
其他收益	59	56	56	56
公允价值变动收益	68	95	76	61
投资净收益	75	196	125	80
资产处置收益	-1	-3	-3	-3
营业利润	1,690	2,521	3,550	4,726
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	27	14	14	14
利润总额	1,666	2,511	3,539	4,716
所得税	314	474	667	889
净利润	1,352	2,037	2,872	3,827
少数股东损益	-22	-43	-61	-82
归属母公司净利润	1,375	2,081	2,933	3,908
EBITDA	2,474	3,824	5,127	6,444
EPS (元)	1.15	1.75	2.46	3.28

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	37.9	27.6	26.1	24.6
营业利润(%)	-11.7	49.2	40.8	33.1
归属于母公司净利润(%)	-17.2	51.4	41.0	33.2
获利能力				
毛利率(%)	36.7	38.1	40.0	40.7
净利率(%)	13.4	15.9	17.8	19.0
ROE(%)	13.0	16.8	19.6	21.2
ROIC(%)	13.6	14.5	17.5	20.9
偿债能力				
资产负债率(%)	47.1	45.6	41.8	39.1
净负债比率(%)	40.4	36.5	23.0	5.5
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	4.6	4.9	5.1	5.4
应付账款周转率	16.0	15.2	14.5	13.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.15	1.75	2.46	3.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	2.74	3.77	4.82
每股净资产(最新摊薄)	8.69	10.23	12.41	15.31
估值比率				
P/E	42.4	28.0	19.9	14.9
P/B	5.6	4.8	3.9	3.2
EV/EBITDA	34.6	16.6	12.2	9.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033