

康龙化成(300759)

报告日期: 2023年08月28日

主业净利率提升, CDMO 后端可期

——康龙化成 2023H1 业绩点评

投资要点

- 2023H1 成熟业务延续稳健增长, 剔除生物资产公允价值波动, 公司主业经调整 Non-GAAP 净利率保持提升, 看好新业务兑现带来盈利能力中长期提升趋势。
- 业绩: 2023H1 剔除生物资产公允价值波动主业利润高增长
 2023H1 实现收入 56.40 亿 (YOY21.70%), 归母净利润 7.86 亿 (YOY34.28%), 扣非净利润 7.54 亿 (YOY11.00%), 经调整 Non-GAAP 净利润 9.32 亿 (YOY14.74%), 剔除生物资产公允价值变动经调整 Non-GAAP 净利润 YOY28.74%, 显示主业利润仍强劲增长。其中 2023Q2 实现收入 29.16 亿 (YOY15.19%), 扣非净利润 4.07 亿 (YOY10.37%), 经调整 Non-GAAP 净利润 4.94 亿 (YOY10.23%)。

公司中报披露: 2023H1 在手订单较 2022 年 12 月 31 日增长超过 15%, 在全球医疗健康投融资相对承压背景下仍展现出较好的订单趋势。

- 业务拆分: 生物科学和临床 CRO 强劲增长, CDMO 后端可期
实验室服务: 生物科学延续高增长, 实验室化学短期受投融资扰动。 2023H1 收入 33.80 亿 (YOY21.68%), 其中实验室化学收入 YOY10% 左右, 生物科学收入 YOY35%+。2023H1 实验室服务收入中生物科学服务占比超过 51%, 带动公司实验室服务板块毛利率稳健提升 1.16pct 至 45.05%。计算得到 2023Q2 实验室服务收入 YOY11.96%, 我们预计 Q2 仍然还是生物科学驱动, 实验室化学短期可能受到投融资影响, 但是中长期看实验室服务板块在生物科学较强的驱动下仍有望维持较快增速。

小分子 CDMO: 后端项目数量显著增长, 未来可期。 2023H1 收入 12.51 亿 (YOY15.37%), 公司服务工艺验证和商业化阶段项目 29 个, 同比增加 19 个, 为后续 CDMO 持续增长提供支撑。毛利率 32.46% (同比-0.70pct), 主要是工厂运营成本对毛利率影响。计算得到 2023Q2 小分子 CDMO 收入 YOY4.83%, 后端项目数量同比快速增长也为小分子 CDMO 中长期产能利用率持续爬升提升支撑。

临床 CRO: 2023Q2 环比 Q1 加速, 期待扭亏。 2023H1 实现收入 8.05 亿 (YOY37.75%), 公司临床试验服务正在进行的项目达到 912 个, 包括 74 个 III 期临床试验、400 个 I/II 期临床试验和 438 个其它临床试验 (包括 IV 期临床试验、研究者发起的临床研究和真实世界研究等), 服务临床质量和数量均有显著提升, 期待未来临床 CRO 业务继续发力。毛利率 16.98% (同比+11.87pct), 前期投入布局一体化临床服务平台成效显著。计算得到 2023Q2 临床 CRO 收入 YOY34.98%, 环比 2023Q1 加速, 期待临床 CRO 扭亏。

大分子和 CGT: 大分子 CDMO 产能投产在即, 服务能力再强化。 2023H1 实现收入 2.00 亿 (YOY12.77%), 从产能释放角度看: 宁波约 70,000 平方米的大分子药物开发和生产服务基地预计将从 2023H2 起陆续投产, 并计划于 2023Q4 开始承接大分子 GMP 生产服务项目, 这也为后续承接更多分子类型完善一体化业务类型奠定基础。计算得到 2023Q2 大分子和 CGT 收入 YOY139.56%。

- 盈利能力: 剔除生物资产扰动, 主业盈利能力仍在提升
 2023Q2 毛利率 36.83% (同比+0.21pct), 扣非净利率 13.96% (同比-0.62pct), 经调整净利率 16.92% (同比-0.76pct)。其中 Q2 销售费用率提升 0.02pct, 管理费用率提升 0.04pct, 研发费用率提升 1.87pct, 财务费用率下降 1.22pct。从业务端看公司毛利率提升主要是实验室服务 (尤其是生物科学更快增长)、临床 CRO 驱动。未来伴随着大分子和 CGT 订单持续执行、小分子 CDMO 产能利用率持续提升, 公司整体毛利率水平仍有提升空间。

投资评级: 买入(维持)

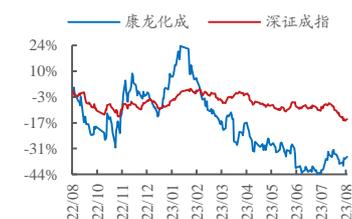
分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜
 执业证书号: S1230521110002
 guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 28.85 |
| 总市值(百万元) | 51,547.22 |
| 总股本(百万股) | 1,786.73 |

股票走势图



相关报告

- 《延续稳健增长, 新业务可期》2023.04.28
- 《新业务渐入佳境, 弹性可期》2023.03.31
- 《Q4 收入强劲, 期待新业务弹性》2023.01.31

考虑到 2023H1 剔除生物资产公允价值变动经调整 Non-GAAP 净利润同比增速快于收入增速，意味着公司主业即使在海外资产拖累情况下仍保持净利率提升趋势。我们看好新业务订单持续执行下，公司产能利用率、盈利能力等中长期持续趋势。

□ 盈利预测与估值

我们预计 2023-2025 年公司 EPS 为 1.08、1.38 和 1.82 元/股（前次为 EPS 为 1.85、2.40 和 3.13 元/股，主要是股本转增影响），2023 年 8 月 28 日收盘价对应 2023 年 PE 为 27 倍（对应 2024 年 PE 为 21 倍），维持“买入”评级。

□ 风险提示

业务布局加速带来的管理风险，订单短期波动，临床业务布局带来的管理挑战，新业务拓展不及预期风险。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10266 | 12341 | 15399 | 19228 |
| (+/-) (%) | 37.92% | 20.21% | 24.78% | 24.87% |
| 归母净利润 | 1375 | 1927 | 2470 | 3251 |
| (+/-) (%) | -17.24% | 40.22% | 28.13% | 31.62% |
| 每股收益(元) | 0.77 | 1.08 | 1.38 | 1.82 |
| P/E | 37.50 | 26.74 | 20.87 | 15.86 |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 6536 | 7332 | 8587 | 9885 |
| 现金 | 1497 | 1234 | 1540 | 1923 |
| 交易性金融资产 | 745 | 1000 | 1200 | 1400 |
| 应收账款 | 1882 | 2128 | 2353 | 2537 |
| 其它应收款 | 95 | 123 | 185 | 212 |
| 预付账款 | 23 | 37 | 46 | 58 |
| 存货 | 1041 | 1307 | 1561 | 1854 |
| 其他 | 1252 | 1503 | 1703 | 1903 |
| 非流动资产 | 13957 | 16109 | 17498 | 18455 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 630 | 900 | 1100 | 1300 |
| 固定资产 | 5665 | 6606 | 7114 | 7203 |
| 无形资产 | 803 | 882 | 957 | 1031 |
| 在建工程 | 1671 | 1647 | 1565 | 1443 |
| 其他 | 5189 | 6075 | 6763 | 7478 |
| 资产总计 | 20493 | 23441 | 26086 | 28340 |
| 流动负债 | 3912 | 5546 | 6807 | 6860 |
| 短期借款 | 663 | 1036 | 1475 | 638 |
| 应付款项 | 406 | 494 | 616 | 769 |
| 预收账款 | 0 | 926 | 1078 | 1250 |
| 其他 | 2843 | 3091 | 3638 | 4202 |
| 非流动负债 | 5740 | 3966 | 2916 | 1916 |
| 长期借款 | 713 | 563 | 413 | 313 |
| 其他 | 5027 | 3402 | 2502 | 1602 |
| 负债合计 | 9653 | 9512 | 9723 | 8775 |
| 少数股东权益 | 291 | 263 | 226 | 178 |
| 归属母公司股东权益 | 10549 | 13667 | 16136 | 19387 |
| 负债和股东权益 | 20493 | 23441 | 26086 | 28340 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10266 | 12341 | 15399 | 19228 |
| 营业成本 | 6498 | 7685 | 9458 | 11586 |
| 营业税金及附加 | 67 | 74 | 92 | 115 |
| 营业费用 | 230 | 296 | 385 | 500 |
| 管理费用 | 1498 | 1604 | 2002 | 2500 |
| 研发费用 | 282 | 358 | 447 | 558 |
| 财务费用 | 177 | 113 | 104 | 66 |
| 资产减值损失 | 25 | 30 | 37 | 46 |
| 公允价值变动损益 | 68 | 60 | 50 | 40 |
| 投资净收益 | 75 | 80 | 60 | 40 |
| 其他经营收益 | 58 | 48 | 48 | 48 |
| 营业利润 | 1690 | 2368 | 3033 | 3986 |
| 营业外收支 | (24) | (28) | (34) | (39) |
| 利润总额 | 1666 | 2340 | 2999 | 3947 |
| 所得税 | 314 | 441 | 565 | 744 |
| 净利润 | 1352 | 1899 | 2433 | 3203 |
| 少数股东损益 | (22) | (28) | (36) | (48) |
| 归属母公司净利润 | 1375 | 1927 | 2470 | 3251 |
| EBITDA | 2315 | 3156 | 4031 | 5131 |
| EPS (最新摊薄) | 0.77 | 1.08 | 1.38 | 1.82 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 37.92% | 20.21% | 24.78% | 24.87% |
| 营业利润 | -11.72% | 40.14% | 28.05% | 31.44% |
| 归属母公司净利润 | -17.24% | 40.22% | 28.13% | 31.62% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 36.71% | 37.72% | 38.58% | 39.74% |
| 净利率 | 13.17% | 15.39% | 15.80% | 16.66% |
| ROE | 13.01% | 15.56% | 16.31% | 18.10% |
| ROIC | 10.46% | 11.71% | 12.81% | 14.91% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 47.10% | 40.58% | 37.27% | 30.96% |
| 净负债比率 | 16.73% | 18.89% | 21.67% | 13.21% |
| 流动比率 | 1.67 | 1.32 | 1.26 | 1.44 |
| 速动比率 | 1.40 | 1.09 | 1.03 | 1.17 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.56 | 0.62 | 0.71 |
| 应收账款周转率 | 6.60 | 6.20 | 6.99 | 8.00 |
| 应付账款周转率 | 18.00 | 17.08 | 17.05 | 16.73 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.77 | 1.08 | 1.38 | 1.82 |
| 每股经营现金 | 1.20 | 1.43 | 1.75 | 2.33 |
| 每股净资产 | 8.86 | 7.65 | 9.03 | 10.85 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 37.50 | 26.74 | 20.87 | 15.86 |
| P/B | 3.26 | 3.77 | 3.19 | 2.66 |
| EV/EBITDA | 33.53 | 16.59 | 12.94 | 9.87 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 2143 | 2557 | 3129 | 4156 |
| 净利润 | 1352 | 1899 | 2433 | 3203 |
| 折旧摊销 | 631 | 783 | 988 | 1158 |
| 财务费用 | 177 | 113 | 104 | 66 |
| 投资损失 | (75) | (80) | (60) | (40) |
| 营运资金变动 | 195 | 795 | 318 | 472 |
| 其它 | (137) | (953) | (655) | (702) |
| 投资活动现金流 | (2209) | (2336) | (2030) | (1760) |
| 资本支出 | (2074) | (1600) | (1300) | (1000) |
| 长期投资 | (177) | (270) | (200) | (200) |
| 其他 | 43 | (466) | (530) | (560) |
| 筹资活动现金流 | (1417) | (684) | (794) | (2013) |
| 短期借款 | 241 | 373 | 440 | (837) |
| 长期借款 | (243) | (150) | (150) | (100) |
| 其他 | (1416) | (907) | (1084) | (1076) |
| 现金净增加额 | (1483) | (463) | 306 | 383 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>