

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

康龙化成(300759)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

史慧颖 医药行业分析师

执业编号: S1500523080003

联系电话: 18217132561

邮箱: shihuiying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩、订单稳健增长，一体化建设成果显著

2023年08月29日

事件：康龙化成发布 2023 年半年报。公司 2023 年上半年实现收入 56.40 亿元 (+21.70%)，归母净利润 7.86 亿元 (+34.28%)，扣非归母净利润 7.54 亿元 (+11.00%)，Non-IFRS 经调整归母净利润 9.32 亿元 (+14.74%，剔除生物资产公允价值变动导致的 22H1 高基数影响后同比+28.74%)，经营性现金流金额 12.80 亿元 (+49.07%)。

点评：

- **盈利能力稳中有升，研发投入持续增加。**利润率方面，公司实现毛利率 36.33% (+1.32pp)，归母净利率 13.94% (+1.31pp)，扣非归母净利率 13.38% (-1.29pp)，Non-IFRS 经调整归母净利率 16.52% (-1.00pp)，其中实验室服务中毛利较高的生物服务占比超 51%，临床研究服务效率不断提升，合计驱动毛利率提升；22H1 因其他非流动金融资产公允价值损失较多导致非经常性损失为 0.94 亿元，23H1 非经常性收益为 0.32 亿元，合计导致 23H1 扣非归母净利率有所降低。费用率方面，2023H1 期间费用率为 21.1%(+1.17pp)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.2%(-0.08pp)/ 14.4%(+0.70pp)/ 3.2%(+1.42pp)/1.2%(-0.87pp)，公司持续加大研发投入，致使研发费用率有所提升。
- **需求放缓不改稳健增长趋势，四大板块协同驱动公司发展。**2023H1，公司在实验室服务业务方面实现收入 33.80 亿元 (同比+21.68%)，毛利率 45.05% (+1.36pp)，生物及化学联动强劲，生物科学收入贡献率高达 51%，同比增速达 35%，该业务共参与 650 个药物发现项目 (同比+约 13%)；在 CMC 服务方面实现收入 12.51 亿元 (同比+15.37%)，毛利率 32.46% (-0.70pp)，约 75% 收入来自于实验室服务现有客户，板块协同效应明显，2023H1 该业务共服务 620 个药物分子或中间体 (临床前 431 个、临床 I-II 期 136 个、III 期 24 个、工艺验证和商业化 29 个)，CDMO 转型升级卓有成效；在临床研究服务方面实现收入 8.05 亿元 (同比+37.75%)，毛利率 16.98% (+11.87pp)，公司一体化临床服务平台成效显著，中、英、美联动提升效率，2023H1 临床试验服务共有 912 个在执行项目 (III 期 74 个、I-II 期 400 个、其他 438 个)，SMO 服务在执行项目超 1400 个；大分子和细胞与基因治疗方面实现收入 2.00 亿元 (同比+12.77%)，毛利率-8.34% (+11.48pp)，该业务尚处于投入阶段，各项服务已逐渐获得全球客户认可。
- **技术、人才、产能同步提升，多领域、全流程、一体化的 CDMO 平台持续成长。**在技术方面，公司搭建了 5 个一站式研发服务平台，为全球客户提供多阶段、多领域、多类型的服务。在人才方面，公司拥有员工 19733 人 (相比 22 年末增加 252 人)，美国和英国员工超 1600 人，研发、生产技术和临床服务人员 17689 人，占比达 89.64%。在产能方面，各个业务板块均保持持续投入：实验室服务方面，公司预计宁波第三园区的实验室和动物房 (约 14W m²) 将于 2023 年下半年陆续交付使用，西安园区的实验室 (约 10.5W m²) 将于 2024 年投入使用；大分子和小基因治疗方面，公司预计宁波基地将在 2023 年下半年陆续投产，

并计划在 23Q4 承接大分子 GMP 生产项目。受益于公司持续完善的技术实力和服务能力，2023H1 在手订单较 22 年末增长超 15%。

- **盈利预测：**我们预计 **2023-2025** 年公司营业收入为 **122.93/152.97/190.60** 亿元，同比增长 **19.7%/24.4%/24.6%**；归母净利润分别为 **17.04/22.59/29.32** 亿元，同比增长 **24.0%/32.6%/29.8%**，对应 **2023-2025** 年 PE 分别为 **30/23/18** 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧、研发投入及外包需求下降、政策风险、新业务拓展不及预期等风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,444	10,266	12,293	15,297	19,060
增长率 YoY %	45.0%	37.9%	19.7%	24.4%	24.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,661	1,375	1,704	2,259	2,932
增长率 YoY%	41.7%	-17.2%	24.0%	32.6%	29.8%
毛利率%	36.0%	36.7%	36.2%	36.6%	36.7%
净资产收益率ROE%	16.4%	13.0%	13.6%	15.9%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.16	0.95	1.26	1.64
市盈率 P/E(倍)	100.99	58.49	30.24	22.81	17.58
市净率 P/B(倍)	11.08	7.68	4.12	3.62	3.14

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	8,644	6,536	7,533	9,618	12,633	
货币资金	3,544	1,497	2,195	3,252	4,844	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,229	1,882	2,218	2,734	3,432	
预付账款	25	23	31	39	48	
存货	680	1,041	1,284	1,541	1,939	
其他	3,166	2,092	1,804	2,051	2,370	
非流动资产	9,746	13,957	15,557	16,241	16,548	
长期股权投资	453	630	730	830	930	
固定资产	3,923	5,665	6,845	7,054	6,908	
无形资产	693	803	918	1,031	1,145	
其他	4,678	6,859	7,064	7,325	7,565	
资产总计	18,389	20,493	23,090	25,859	29,181	
流动负债	2,982	3,912	4,421	5,445	6,621	
短期借款	422	663	380	400	430	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	316	406	494	615	761	
其他	2,245	2,843	3,547	4,430	5,429	
非流动负债	5,112	5,740	5,910	5,950	5,990	
长期借款	956	713	863	883	903	
其他	4,156	5,027	5,047	5,067	5,087	
负债合计	8,094	9,653	10,331	11,395	12,611	
少数股东权益	166	291	261	220	168	
归属母公司	10,129	10,549	12,497	14,244	16,402	
负债和股东权益	18,389	20,493	23,090	25,859	29,181	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,444	10,266	12,293	15,297	19,060	
同比	45.0%	37.9%	19.7%	24.4%	24.6%	
归属母公司净利润	1,661	1,375	1,704	2,259	2,932	
同比	41.7%	-17.2%	24.0%	32.6%	29.8%	
毛利率(%)	36.0%	36.7%	36.2%	36.6%	36.7%	
ROE%	16.4%	13.0%	13.6%	15.9%	17.9%	
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.16	0.95	1.26	1.64	
P/E	100.99	58.49	30.24	22.81	17.58	
P/B	11.08	7.68	4.12	3.62	3.14	
EV/EBITDA	54.51	34.35	19.92	16.01	12.66	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,444	10,266	12,293	15,297	19,060	
营业成本	4,765	6,498	7,843	9,700	12,060	
营业税金及	44	67	86	107	133	
销售费用	156	230	283	382	438	
管理费用	867	1,498	1,770	2,172	2,668	
研发费用	152	282	369	451	553	
财务费用	23	177	251	190	179	
减值损失合	-4	-5	-7	-7	-7	
投资净收益	308	75	92	115	143	
其他	173	105	196	209	226	
营业利润	1,914	1,690	1,972	2,611	3,390	
营业外收支	-3	-24	-3	-2	-2	
利润总额	1,911	1,666	1,970	2,609	3,388	
所得税	291	314	295	391	508	
净利润	1,620	1,352	1,674	2,218	2,880	
少数股东损	-41	-22	-30	-41	-52	
归属母公司	1,661	1,375	1,704	2,259	2,932	
EBITDA	2,090	2,492	2,779	3,394	4,175	
EPS(当	1.40	1.16	0.95	1.26	1.64	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,058	2,143	2,944	3,160	3,620	
净利润	1,620	1,352	1,674	2,218	2,880	
折旧摊销	578	766	836	910	968	
财务费用	75	310	220	217	220	
投资损失	-308	-75	-92	-115	-143	
营运资金变	189	-190	378	62	-173	
其它	-96	-21	-73	-132	-132	
投资活动现	-5,258	-2,209	-2,301	-1,526	-1,178	
资本支出	-2,091	-2,947	-3,029	-1,455	-1,155	
长期投资	-3,251	677	-122	-266	-256	
其他	84	61	850	195	233	
筹资活动现	3,661	-1,417	55	-577	-850	
吸收投资	136	224	595	0	0	
借款	4,621	590	-133	40	50	
支付利息或	-285	-405	-577	-737	-1,000	
现金流净增	416	-1,410	698	1,057	1,592	
加额						

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PCC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。