



2023年08月31日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

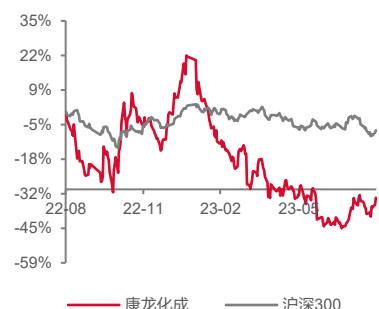
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/08/31
收盘价	29.80
总股本(万股)	178,673
流通A股/B股(万股)	142094/0
资产负债率(%)	45.03%
市净率(倍)	4.70
净资产收益率(加权)	7.09
12个月内最高/最低价	85.37/25.01



康龙化成（300759）：基石业务稳健增长，新兴业务放量可期

——公司简评报告

投资要点

- 业绩增长表现良好。**2023年上半年，公司营收与归母净利润分别为56.40、7.86亿元，分别同比增加21.7%、34.3%；实现Non-IFRS经调整归母净利润9.32亿元，同比增长14.7%，剔除生物资产公允价值变动因素，Non-IFRS经调整归母净利润同比增长28.7%。Q2单季度，公司营收与归母净利润分别为29.16、4.38亿元，分别同比增加15.2%、30.2%；Non-IFRS经调整归母净利润4.90亿元，同比增长17.5%。整体而言，公司收入端增速放缓主要是受阶段性因素影响，伴随行业融资回暖，业绩有望重回高速增长。利润端预期在公司收入规模持续扩大、新兴业务盈利能力持续改善的情况下，规模效应有望持续显现。
- 实验室服务与CMC板块稳健增长。实验室服务：高毛利实验室科学业务快速增长带动板块毛利率提升。**2023H1，公司实验室服务收入33.80亿元，同比增长21.7%，实现毛利率45.1%（+1.4pp）。其中，实验室化学收入同比增速约10%；生物科学受益于业务间协同效应及外部订单转移，收入超35%，占比超51%，带动板块毛利率提升。**CMC：1.后期订单增加支撑收入逆势增长。**2023H1，公司CMC业务收入12.51亿元，同比增长15.4%；共涉及项目620个，其中临床前项目431个，临床I-II期136个，临床III期24个，29个工艺验证和商业化项目；项目相对充裕，伴随项目持续推进，前景可期。**2.产能利用率爬坡期，盈利能力逐步提升。**2023H1公司CMC毛利率32.5%（-0.7pp），主要是公司中、英、美三地工厂正处于产能利用率的爬坡期，毛利率仍在逐步提升阶段。
- 临床CRO：业务发展进入快车道，盈利能力持续提升。**公司临床一体化平台+中英美三地布局，可实现多点紧密协作，全球申报。2023年上半年，公司临床CRO业务收入8.05亿元，同比增长37.8%；实现毛利率17.0%，较去年同期提升11.9个百分点。国内各业务板块整合后的协同及品牌效应逐步显现，中、英、美服务团队联动效率不断提升，客户认可度和市场份额均快速提升，带动板块收入高速增长、毛利率持续改善。报告期内，公司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）。公司临床研究现场管理与中国约120个城市的约600家医院和临床试验中心合作，正在进行的项目超过1400个。
- 大分子与CGT：全球客户与一级市场认可度提升。**公司大分子与CGT业务上半年涉及项目：1）为处于不同研发阶段的26个CGT项目提供分析测试服务，包括2个商业化项目；2）已经完成和正在进行21个CGT药物的GLP和non-GLP毒理试验；3）为11个CGT项目提供CDMO服务，包括2个III期临床阶段项目、7个I/II期临床阶段项目和2个临床前项目；4）海外客户的创新双特异性抗体提供IND申报阶段的工艺开发服务，并计划于2023年第四季度开始承接大分子GMP生产服务项目。报告期内，康龙生物签署增资协议进行股权融资，融资金额约9.5亿元人民币，投后估值约85.5亿元人民币。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年的EPS分别是1.05元、1.40元、1.87元，对应PE分别28.47、21.21、15.94倍。公司全流程一体化平台持续提升客户粘性，业务间协同效应强。公司基石业务实验室服务持续引流，CMC服务及临床研究服务提供成长动力，大分子与CGT为公司长期发展的新驱动器，未来可期。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**药物研发失败风险，订单及项目进展不及预期风险，行业竞争加剧及政策风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	5133.60	7443.77	10266.29	12628.13	16083.12	20064.73
同比增速(%)	36.64%	45.00%	37.92%	23.01%	27.36%	24.76%
归母净利润(百万元)	1172.38	1661.03	1374.60	1869.87	2510.00	3341.01
同比增速(%)	114.25%	41.68%	-17.24%	36.03%	34.23%	33.11%
毛利率(%)	37.47%	35.99%	36.71%	36.71%	37.25%	38.29%
每股盈利(元)	1.48	1.40	1.16	1.05	1.40	1.87
ROE(%)	13.22%	16.40%	13.03%	15.45%	17.77%	19.87%
PE(倍)	45.42	32.06	58.49	28.47	21.21	15.94

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 31 日收盘）

正文目录

1. 康龙化成：全球化全产业链布局，成长确定性高	5
2. 基石业务稳健增长，新兴业务快速放量	7
2.1. 实验室服务：收入稳健增长，毛利率持续提升	8
2.2. CMC：后期项目增加，成长确定性强	8
2.3. 临床 CRO：发展进入快车道，盈利能力持续改善	9
2.4. 大分子与 CGT：获客户及一级市场肯定	10
3. 盈利预测	11
3.1. 收入假设与预测	11
3.2. 估值分析	12
4. 投资建议	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1 全球化布局	5
图 2 公司营业收入持续高增长	6
图 3 公司各季度营收均呈增长态势	6
图 4 公司归母净利润增长强劲	6
图 5 公司归母扣非净利润增长强劲	6
图 6 公司 Non-IFRS 归母净利润	6
图 7 公司单季度归母净利润	6
图 8 公司毛利率与净利率持续提升	7
图 9 公司四费率基本保持稳定	7
图 10 公司主营收入构成	7
图 11 公司实验室服务收入及同比增速	8
图 12 公司实验室服务毛利情况	8
图 13 CMC 项目持续向后期推进	9
图 14 公司 CMC 服务收入及同比增速	9
图 15 公司 CMC 服务毛利情况	9
图 16 公司临床 CRO 收入持续增长	10
图 17 公司临床 CRO 毛利情况	10
图 18 端到端的细胞和基因治疗研发业务	10
图 19 公司大分子与 CGT 服务收入情况	11
图 20 公司大分子与 CGT 毛利情况	11
图 21 公司 PE-BAND	13
图 22 公司上市以来 PE 及历史分位数	13
表 1 公司主营业务收入假设	12
表 2 可比公司一览	14
附录：三大报表预测值	15

1.康龙化成：全球化全产业链布局，成长确定性高

公司是一家立足中国、服务全球的全流程一体化 CXO 公司,为客户提供跨越药物发现、药物开发两个阶段的全流程一体化药物研究、开发及生产 CRO+CMO 解决方案,主营业务分为实验室服务、CMC (小分子 CDMO) 服务、临床研究服务、大分子和细胞与基因治疗服务四大板块。公司在中、英、美设有 20 个运营实体,运用国际化运营及管理手段,有效整合公司资源,凭借丰富的全球研发服务经验和服务设施以及一流的技术实力,打造了国际化的专业服务能力,已服务包括全球 top20 药企在内的超过 2000 家客户。

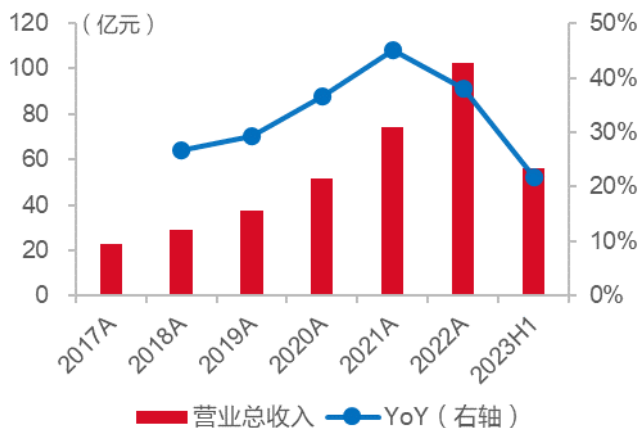
图1 全球化布局



资料来源：公司公告，东海证券研究所

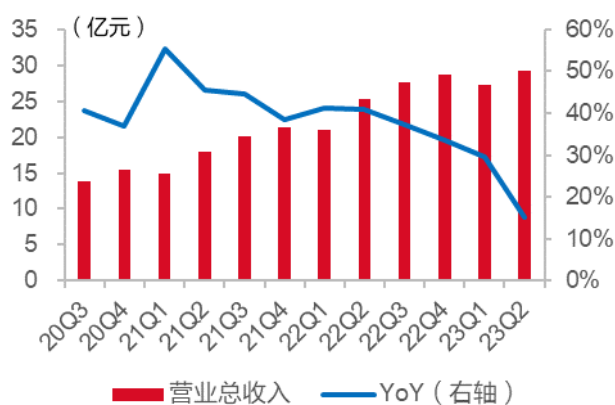
收入增长稳健，利润端增速高于收入端。2017年-2022年，公司营业总收入持续高速增长，从22.94亿元增长至102.66亿元，CAGR为34.95%；归母净利润从2.31亿元增长至13.75亿元，CAGR为42.88%。2023年上半年，公司实现营收56.40亿元，同比增加21.70%；实现归母净利润7.86亿元，同比增加34.28%；实现Non-IFRS经调整归母净利润9.32亿元，同比增长14.7%，剔除生物资产公允价值变动因素，Non-IFRS经调整归母净利润同比增长28.7%。Q2单季度，公司实现营收29.16亿元，同比增速为15.19%；实现归母净利润4.38亿元，同比增速为30.17%；Non-IFRS经调整归母净利润4.90亿元，同比增长17.5%。整体而言，2023年上半年，公司收入端增速放缓主要是受到下游biotech融资遇冷客户需求增速放缓影响；利润端由于受到规模效应影响，增速快于收入端。我们认为公司收入主要受阶段性因素影响，伴随行业融资回暖，公司业绩有望重回高速增长；此外，利润端预期在公司收入规模持续扩大、新兴业务盈利能力持续改善的情况下，规模效应有望持续显现。

图2 公司营业收入持续高增长



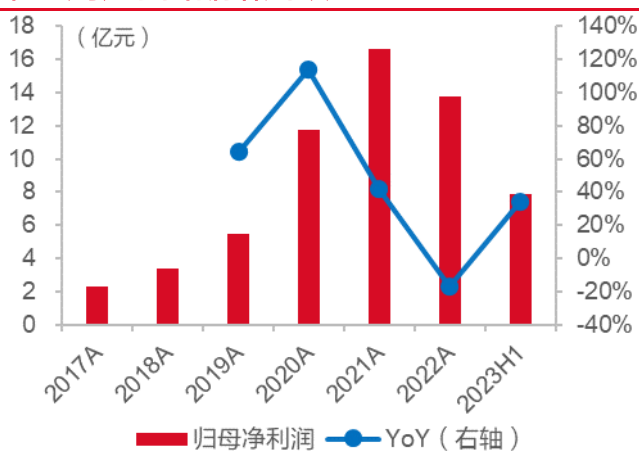
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 公司各季度营收均呈增长态势



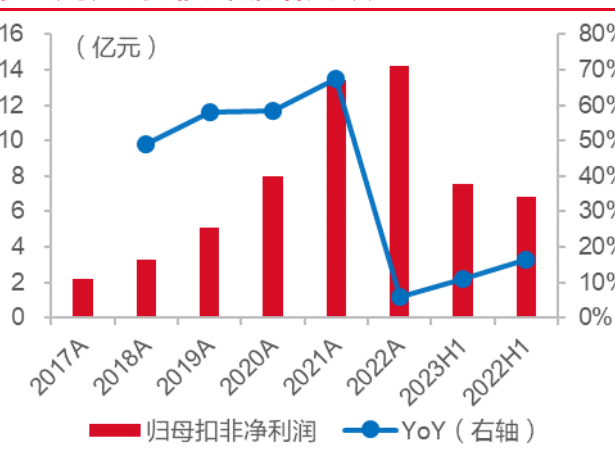
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 公司归母净利润增长强劲



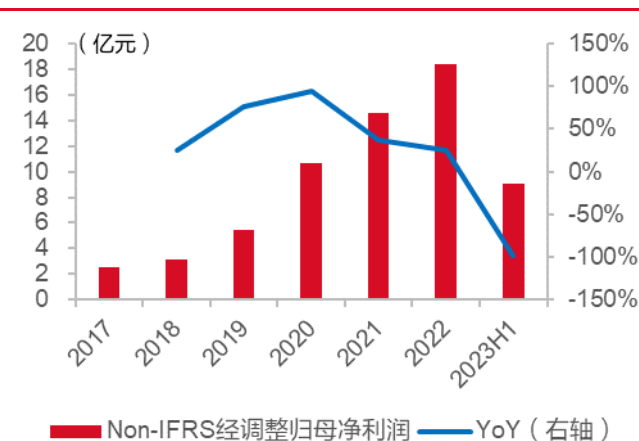
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 公司归母扣非净利润增长强劲



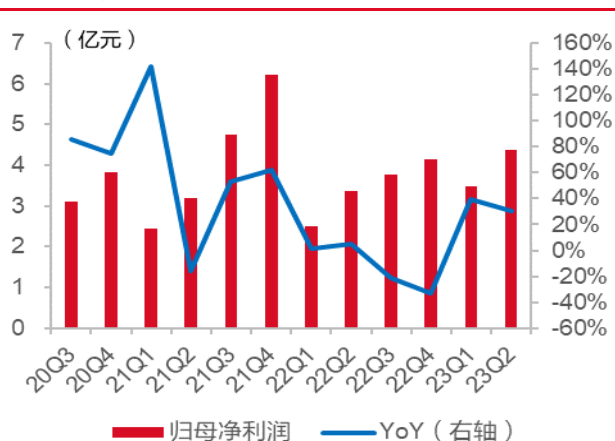
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 公司 Non-IFRS 归母净利润



资料来源: Wind, 东海证券研究所

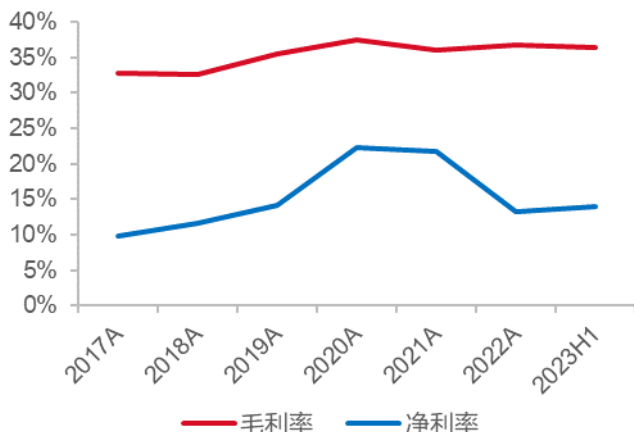
图7 公司单季度归母净利润



资料来源: Wind, 东海证券研究所

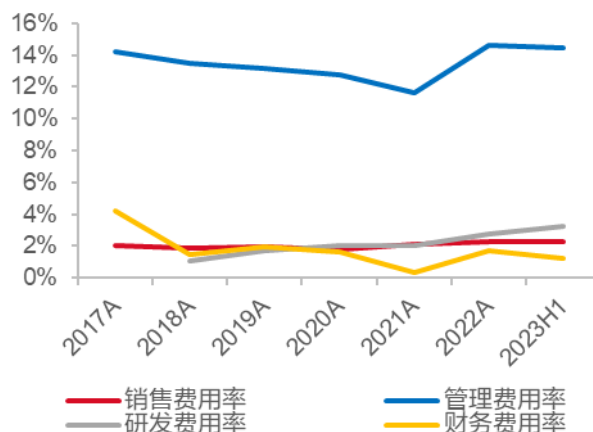
规模效应持续增强公司盈利能力，研发投入加大以提升服务能力。2023 年上半年，公司毛利率为 36.33%，较去年同期增加 1.32 个百分点；净利率为 13.90%，增加 1.70 个百分点；主要是由于公司新兴业务逐步减亏或盈利所致，规模效应持续体现。2023 年上半年，公司销售与财务费用率略有下降，分别为 2.25%、1.21%，分别下降 0.08、0.87 个百分点；管理与研发费用率有所增加，分别为 14.41%、3.23%，分别增加 0.70、1.42 个百分点。

图8 公司毛利率与净利率持续提升



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 公司四费率基本保持稳定

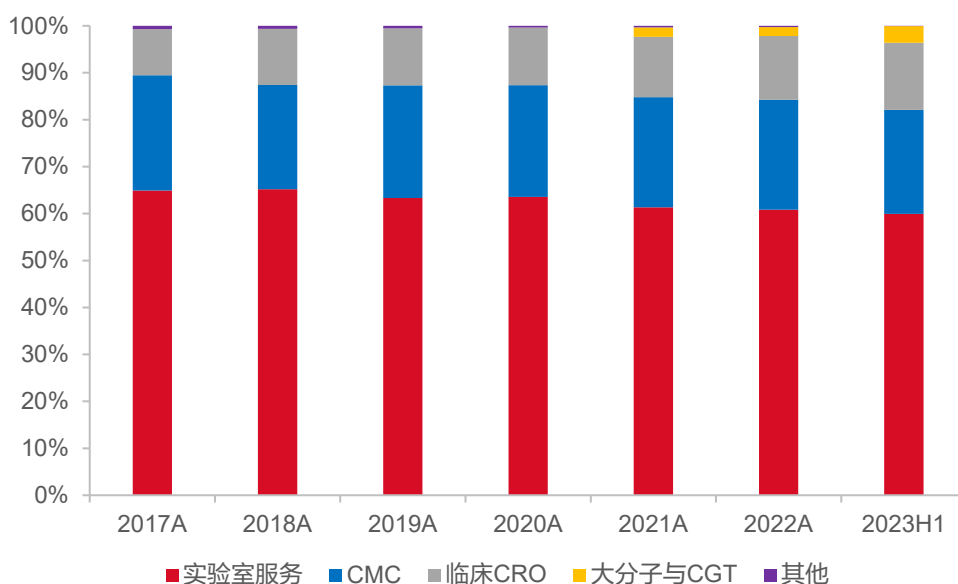


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2. 基石业务稳健增长，新兴业务快速放量

公司持续拓展全流程服务，客户粘性及业务间导流性提升。实验室服务、CMC 服务和临床研究服务、大分子与 CGT 服务分别为公司第一、二、三、四大业务板块，共同形成公司全流程、一体化的研发、生产服务平台，实现 CRO+CMO 各阶段的无缝衔接，显著提高研发效率，促进公司各服务板块的协同。2023 年上半年，约 75% 的 CMC (小分子 CDMO) 收入来源于实验室服务的现有客户。2023 年上半年，实验室服务、CMC 服务、临床研究服务、大分子与 CGT 四大板块分别实现业务收入 33.80、12.51、8.05、2.00 亿元，分别占公司整体营业收入的 60%、22%、14%、4%。

图10 公司主营收入构成

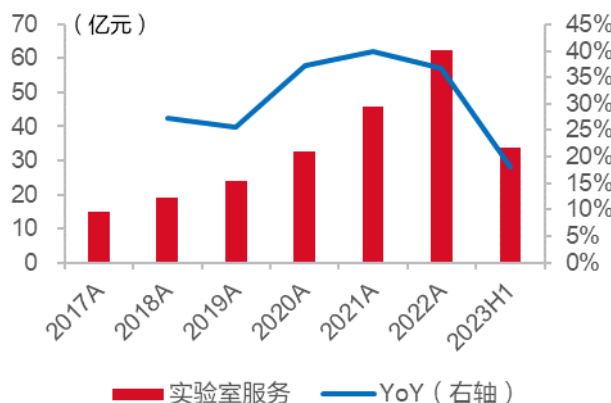


资料来源: Wind, 东海证券研究所

2.1.实验室服务：收入稳健增长，毛利率持续提升

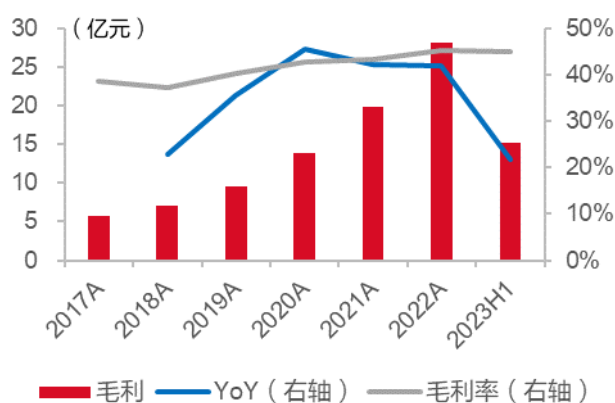
收入稳健增长，高毛利业务蓬勃发展带动板块毛利率提升。公司的实验室服务主要包括实验室化学和生物科学服务(包括体内外药物代谢及药代动力学、体外生物学和体内药理学、药物安全性评价、大分子药物发现及美国实验室服务)。受全球医药投融资遇冷导致客户需求增速放缓影响，公司实验室服务实现收入 33.80 亿元，同比增长 21.68%，实现毛利率 45.05%，较去年同期提高 1.36 个百分点。其中，生物科学业务与实验室化学业务间协同效应、叠加外部订单转移，生物科学收入实现 35%以上的强劲增长，占比已超过 51%，带动实验室板块毛利率持续提升。

图11 公司实验室服务收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 公司实验室服务毛利情况



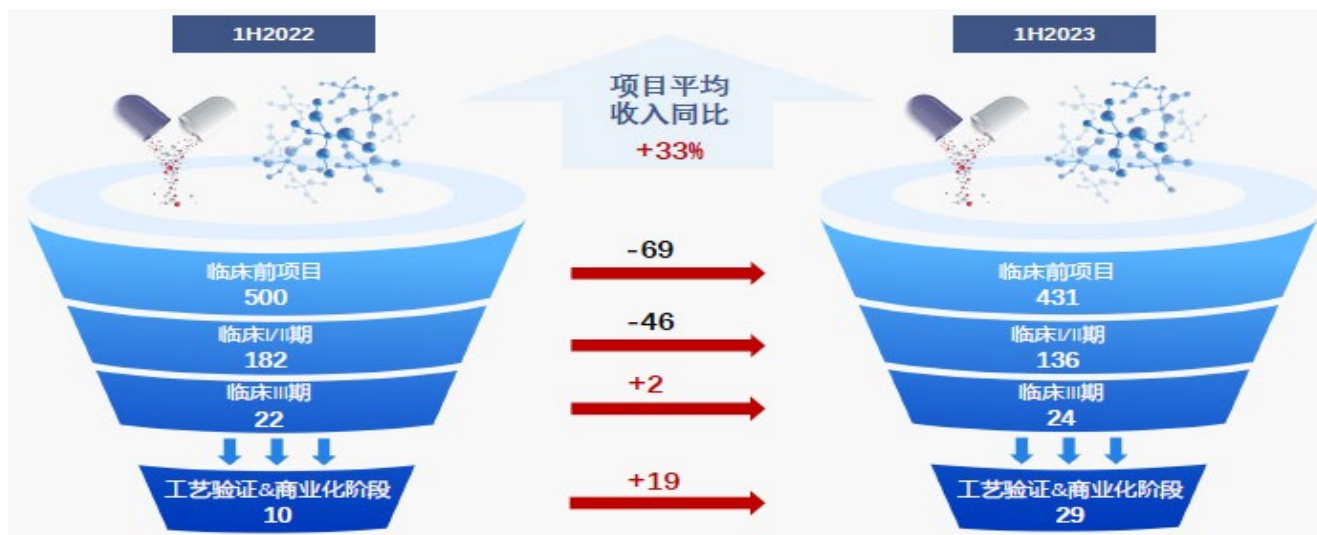
资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2.CMC：后期项目增加，成长确定性强

受益于全流程拓展，业务间转化率高。公司 CMC（小分子 CDMO）服务主要为制药企业和研发型公司提供药物开发及生产方面个性化且具成本效益的解决方案，包括工艺开发及生产、材料科学/预制剂、制剂开发及生产和分析开发服务以支持临床前及各阶段临床研究，帮助客户大幅降低研发成本、加快研发进程。受益于公司全流程一体化的服务能力，客户粘性与业务间协同性高，CMC 收入中约 75%来源于药物发现服务（实验室化学和生物科学）的现有客户。

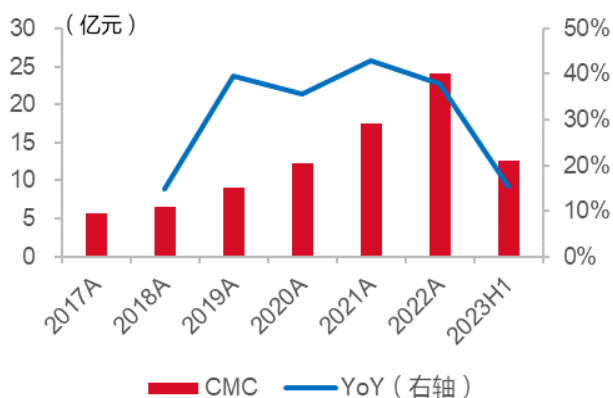
后期订单增加，收入逆势增长。2023 年上半年，公司 CMC 业务实现收入 12.51 亿元，同比增长 15.37%，实现毛利率 32.46%，较去年同期下降 0.70 个百分点。尽管受到大环境下客户调整临床策略，取消部分后期临床试验用药订单等叠加影响，公司 CMC 业务收入仍然保持稳健的增长，产品管线持续向后期推进。此外，公司位于中国绍兴、美国 Coventry 和英国 Cramlington 的工厂正处于产能利用率的爬坡期，毛利率仍在逐步提升阶段。报告期内，公司 CMC 业务共涉及项目 620 个，其中临床前项目 431 个，临床 I-II 期 136 个，临床 III 期 24 个，29 个工艺验证和商业化项目；项目相对充裕，伴随项目持续推进，CMC 业务前景可期。

图13 CMC 项目持续向后期推进



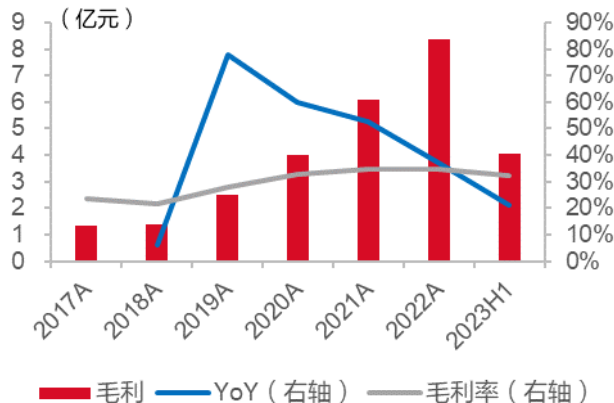
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图14 公司 CMC 服务收入及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 公司 CMC 服务毛利情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.3.临床 CRO：发展进入快车道，盈利能力持续改善

一体化临床平台+中英美三地布局，助力客户产品多国申报。公司的临床研究服务包括国外临床研究服务和国内临床研究服务，国内临床研究服务包括临床试验服务和临床研究现场管理服务，公司临床在国内建立了一体化的临床试验服务平台，全面覆盖临床研究不同阶段的各项服务需求；在美国马里兰州拥有 96 个床位的独立早期临床研发中心，并利用英、美两地放射性技术优势和临床基础建立了“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化平台。公司临床团队可实现国内外多点紧密协作，助力海外客户产品进入国内市场、助力中国客户将产品推向全球市场。

业务发展进入快车道，盈利能力持续改善。2023 年上半年，公司临床 CRO 业务实现收入 8.05 亿元，同比增长 37.75%；实现毛利率 16.98%，较去年同期提升 11.87 个百分点。国内各业务板块整合后的协同及品牌效应逐步显现，中、英、美服务团队联动效率不断提升，客户认可度和市场份额均快速提升，带动板块收入高速增长、毛利率持续改善。报告期内，公司临床团队继续完善，增加 127 人至 3729 人；正在进行的项目达到 912 个，包括 74 个

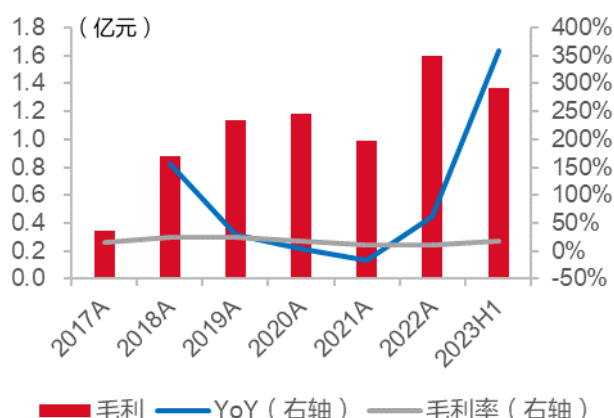
III 期临床试验、400 个 I/II 期临床试验和 438 个其它临床试验（包括 IV 期临床试验、研究者发起的临床研究和真实世界研究等）。公司临床研究现场管理与中国约 120 个城市的约 600 家医院和临床试验中心合作，正在进行的项目超过 1,400 个。

图16 公司临床 CRO 收入持续增长



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 公司临床 CRO 毛利情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.4.大分子与 CGT：获客户及一级市场肯定

持续推进业务建设，获一级市场肯定。公司的大分子和细胞和基因治疗（CGT）研发服务覆盖药物发现、概念验证、临床前 IND 开发、临床开发阶段。公司是全美首个上市基因治疗药物的 GMP 药效评估放行检测分服务供应商，在开发和验证细胞与基因治疗检测分析方法上拥有经验丰富的团队。

图18 端到端的细胞和基因治疗研发业务

药物发现 (候选药物筛选)	概念验证 (Non-GLP)	临床前IND开发 (GLP/Non-GLP)	临床开发 (IND-BLA/MAA)
体内筛选 (啮齿动物)	药效、药代动力学及药效动力学相关性研究(啮齿动物)	IND的毒理学研究 (啮齿类和大动物)	用于临床研究的生产工艺兼容性和稳定性
生物分析 (分子表达及活性)	临床前药代动力学及药效动力学的生物分析	GLP 生物分析 (组织分布, 病毒散播分析)	临床药代动力学样品的生物分析及临床上病毒散播分析
体液免疫原性 (抗药物抗体)	体液免疫原性(抗药物抗体、中和抗体)	细胞免疫原性 (ELISpot)	临床样品的生物分析 免疫原性、生物标志物
体外筛选 (细胞株)	研发所需的工作细胞库	GMP 细胞库建立	工艺表征和验证
研发分析及测试	研发阶段药效评估分析方法	药效评估分析方法及其它分析方法的开发验证及定量分析	药效评估分析方法的GMP验证
候选分子克隆	研发制品生产(质粒、原液)	原液及成品工艺开发及生产	临床用药的GMP生产

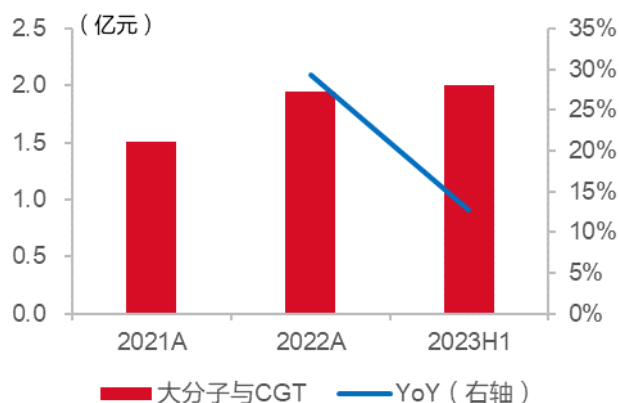
针对基因治疗产品

资料来源：公司公告，东海证券研究所

能力持续完善，业务仍处于投入期。报告期内，公司持续推进康龙生物大分子药物 CDMO 平台建设，公司位于宁波的约 70,000 平方米的大分子药物开发和生产服务基地预计将从 2023 年下半年起陆续投产。公司目前正在为海外客户的创新双特异性抗体提供 IND 申报阶段的工艺开发服务，并计划于 2023 年第四季度开始承接大分子 GMP 生产服务项目。

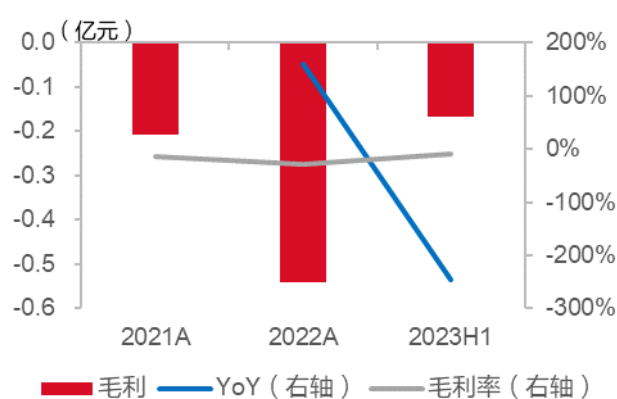
团队建设方面，公司大分子与 CG 团队增加 70 人至 674 人。报告期内，公司为处于不同研发阶段的 26 个细胞与基因治疗项目提供批次放行检测分析方法的开发及放行检测分析服务，其中 2 个药效评估分析方法已用于商业化的批次放行。在安全性评价服务方面，公司已经完成和正在进行 21 个细胞与基因治疗药物的 GLP 和 non-GLP 毒理试验。在基因治疗 CDMO 方面，公司位于英国的实验室和工厂为客户提供能满足不同阶段的产量和监管要求的不同腺相关病毒血清型的病毒载体生产系统，报告期内为 11 个不同服务范畴和阶段的基因治疗项目提供服务，包括 2 个 III 期临床阶段项目、7 个 I/II 期临床阶段项目和 2 个临床前项目。2023 年上半年，公司大分子与 CGT 实现收入 2.00 亿元，同比增长 12.77%；实现毛利率 -8.34%，主要是业务处于投入阶段所致。

图19 公司大分子与 CGT 服务收入情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 公司大分子与 CGT 毛利情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

全球客户与一级市场认可度提升。公司位于美国的完善的大分子和细胞与基因治疗实验室服务和位于英国的一体化基因治疗 CDMO 服务，获得越来越多的全球客户的认可。报告期内，公司大分子与 CGT 平台康龙生物签署增资协议进行股权融资，融资金额约 9.5 亿元人民币，投后估值约 85.5 亿元人民币。

3. 盈利预测

3.1. 收入假设与预测

公司作为国内 CRO+CDMO 领域龙头企业之一，业务覆盖实验室服务、CMC、临床研究服务全流程，凭借一体化服务平台，公司有望持续提升客户粘性 & 提高业务间协同性。公司的核心业务实验室服务目前已在全球行业处于领先地位，作为公司全流程业务的起点，我们认为实验室服务板块有望持续提高客户粘性，带来后期项目的陆续转化，CMC 服务及临床研究服务有望成为公司长期发展的新驱动器。我们对公司 2023-2025 年的主营业务收入假设如下：

1、实验室服务：在全球药物研发投入继续增加及研发外包渗透率进一步提升的大背景下，海外订单转移，我们认为凭借公司全球范围内在规模上和经验上均处于领先地位的实验室化学服务能力，实验室服务板块收入有望持续高增长。

2、CMC (小分子 CDMO) 服务：受益于公司较强的研发服务能力，CMC 板块有望持续承接前端业务转化订单。公司 CMC 板块处于业务发展初期，收入体量与盈利能力有较大提升空间。目前，公司多地产能已释放，仍处于产能爬坡期。伴随业务体量增加及项目持续向后端推进，我们认为 CMC 业务有望成为公司业绩进一步增长的驱动器。

3、临床研究服务：公司临床 CRO 业务基本布局完善，已建立了临床 CRO+SMO 一体化服务平台，可实现中、英、美三地联动。我们认为随着公司临床服务能力的补充扩大及前端客户逐步转化，临床阶段业务潜力较大，该板块将维持高增长态势。

4、大分子与 CGT 业务：业务仍处于孵化期，需要投入较大。伴随产能释放与项目推进，体量有望逐步进入加速成长状态，盈利能力逐步改善。

表1 公司主营业务收入假设

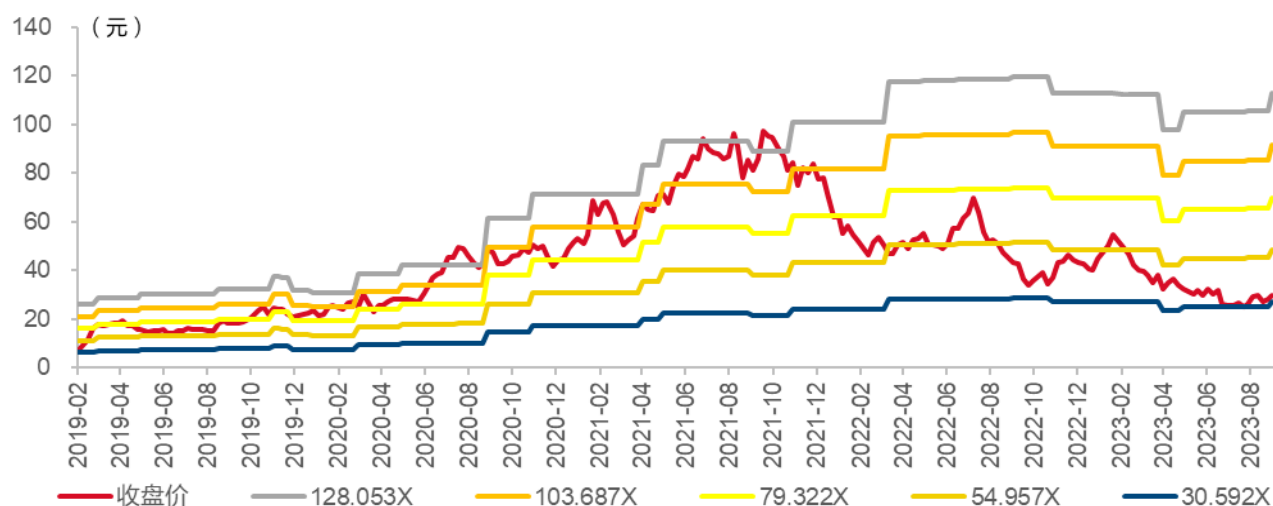
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	7,444	10,266	12,628	16,083	20,065
同比	45%	38%	23%	27%	25%
毛利率	36%	37%	37%	37%	38%
1.实验室服务（百万元）	4,566	6,245	7,657	9,565	11,727
同比	40%	37%	23%	25%	23%
毛利率	43%	45%	44%	45%	45%
2.CMC 服务（百万元）	1,746	2,407	2,720	3,381	4,095
同比	43%	38%	13%	24%	21%
毛利率	35%	35%	33%	34%	34%
3.临床 CRO（百万元）	956	1,394	1,951	2,673	3,582
同比	52%	46%	40%	37%	34%
毛利率	10%	11%	18%	20%	25%
4.大分子与 CGT（百万元）	151	195	273	437	633
同比		29%	40%	60%	45%
毛利率	-14%	-28%	-10%	5%	10%
5.其他（百万元）	24	26	26	27	27
同比	25%	1%	1%	1%	1%
毛利率	26%	26%	26%	26%	26%

资料来源：Wind，东海证券研究所预测

3.2.估值分析

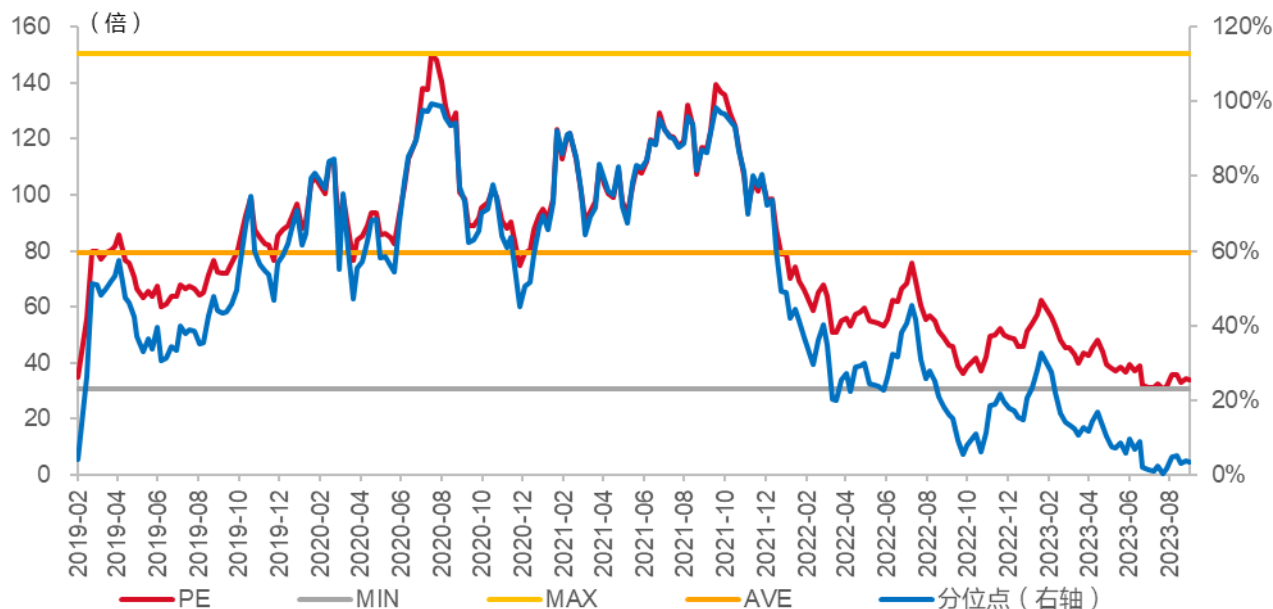
公司市盈率处于历史最低，可提升空间显著。公司上市以来 PE 最高为 150.61 倍，最低为 30.59 倍，均值为 79.18 倍。截至 2023 年 8 月 31 日收盘，公司 PE 为 33.80 倍，历史分位数为 3%。横向来看，公司的市盈率低于行业平均水平（2023E：45.91 倍），估值性价比突出。

图21 公司 PE-BAND



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至2023年8月31日收盘）

图22 公司上市以来 PE 及历史分位数



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至2023年8月31日收盘）

表2 可比公司一览

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603259.SH	药明康德	2,408.46	81.50	1.60	2.01	2.49	25.25	20.04	16.17
300347.SZ	泰格医药	546.83	66.58	0.73	0.95	1.29	91.80	69.91	51.79
002821.SZ	凯莱英	479.55	133.05	6.43	6.64	9.84	20.69	20.02	13.52
行业均值							45.91	36.66	27.16
300759.SZ	康龙化成	494.47	29.80	1.05	1.40	1.87	28.47	21.21	15.94

资料来源：Wind，东海证券研究所（数据为 2023 年 8 月 31 日收盘价，药明康德、泰格医药为 Wind 一致预期）

4. 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别是 1.05 元、1.40 元、1.87 元，对应 PE 分别 28.47、21.21、15.94 倍。公司全流程一体化平台持续提升客户粘性，业务间协同效应强。公司基石业务实验室服务持续引流，CMC 服务及临床研究服务提供成长动力，大分子与 CGT 为公司长期发展的新驱动器，未来可期。首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

药物研发失败风险：公司拥有丰富的药品开发经验，但药物研发普遍具有较高的风险，存在研发失败的可能。虽然业务签订的合同中约定了药物研发失败的责任划分及款项结算条款，但仍存在公司因自身原因导致合同终止并向客户退款的风险。

项目进展不及预期风险：药物研发具有明显的高风险、高投入和长周期的特点，因此公司所从事的合同执行周期跨度普遍较长。尽管公司在与客户签订合同时已约定通常收取一定比例的预收款并根据不同研究阶段收取相应服务费用，但由于合同执行周期较长，期间可能发生政策变化、参比制剂变化或退市、客户产品规划及资金状况变化等情况，导致个别项目实际履行进度、效果不及预期的风险。

行业竞争加剧及政策风险：公司临床 CRO、CMC、大分子与 CGT 业务正处于快速成长期，业务规模较小。行业政策如集采降价超预期等、市场竞争格局恶化、客户需求变化以及等因素的变化均会导致相应板块业绩波动。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,266	12,628	16,083	20,065	货币资金	1,497	1,429	2,604	4,665
%同比增速	38%	23%	27%	25%	交易性金融资产	745	775	805	835
营业成本	6,498	7,992	10,092	12,383	应收账款及应收票据	1,882	2,105	2,457	2,787
毛利	3,768	4,636	5,991	7,682	存货	1,041	1,221	1,486	1,685
%营业收入	37%	37%	37%	38%	预付账款	23	24	30	37
税金及附加	67	82	103	128	其他流动资产	1,347	1,400	1,470	1,550
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	6,536	6,954	8,853	11,559
销售费用	230	290	378	492	长期股权投资	630	796	971	1,148
%营业收入	2%	2%	2%	2%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	1,498	1,768	2,171	2,669	固定资产合计	5,665	6,913	7,438	7,727
%营业收入	15%	14%	14%	13%	无形资产	803	913	1,023	1,133
研发费用	282	354	450	562	商誉	2,688	2,838	2,838	2,838
%营业收入	3%	3%	3%	3%	递延所得税资产	59	69	69	69
财务费用	177	143	152	131	其他非流动资产	4,113	4,487	4,747	5,007
%营业收入	2%	1%	1%	1%	资产总计	20,493	22,970	25,939	29,481
资产减值损失	-5	0	0	0	短期借款	663	663	663	663
信用减值损失	-20	0	0	0	应付票据及应付账款	406	466	597	750
其他收益	59	63	64	60	预收账款	0	0	0	0
投资收益	75	88	96	100	应付职工薪酬	624	759	939	1,127
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	188	184	209	241
公允价值变动收益	68	0	0	0	其他流动负债	2,031	2,519	3,076	3,606
资产处置收益	-1	0	0	0	流动负债合计	3,912	4,592	5,484	6,386
营业利润	1,690	2,150	2,898	3,861	长期借款	713	913	1,013	1,023
%营业收入	16%	17%	18%	19%	应付债券	3,741	3,741	3,741	3,741
营业外收支	-24	0	0	0	递延所得税负债	261	268	268	268
利润总额	1,666	2,150	2,898	3,861	其他非流动负债	1,025	1,103	1,103	1,103
%营业收入	16%	17%	18%	19%	负债合计	9,653	10,616	11,608	12,521
所得税费用	314	323	435	579	归属于母公司的所有者权益	10,549	12,104	14,128	16,817
净利润	1,352	1,828	2,463	3,282	少数股东权益	291	249	202	143
%营业收入	13%	14%	15%	16%	股东权益	10,840	12,354	14,331	16,960
归属于母公司净利润	1,375	1,870	2,510	3,341	负债及股东权益	20,493	22,970	25,939	29,481
%同比增速	-17%	36%	34%	33%					
少数股东损益	-22	-42	-47	-59					
EPS (元/股)	1.16	1.05	1.40	1.87					

现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	2,143	2,721	3,380	4,323
投资	677	-196	-205	-207
资本性支出	-2,947	-2,407	-1,450	-1,250
其他	61	0	16	20
投资活动现金流净额	-2,209	-2,604	-1,638	-1,437
债权融资	-23	223	100	10
股权融资	224	65	0	0
支付股利及利息	-405	-530	-666	-836
其他	-1,213	77	0	0
筹资活动现金流净额	-1,417	-165	-566	-826
现金净流量	-1,410	-68	1,175	2,060

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.16	1.05	1.40	1.87
BVPS	8.86	6.77	7.91	9.41
PE	58.49	28.47	21.21	15.94
PEG	—	0.79	0.62	0.48
PB	7.68	4.40	3.77	3.17
EV/EBITDA	34.35	20.02	15.49	11.80
ROE	13%	15%	18%	20%
ROIC	8%	10%	12%	14%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 8 月 31 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089