

2020年业绩超预期，一体化延伸值得期待

——康龙化成（300759.SZ）2020年业绩预告点评

要点

事件：公司发布2020年业绩预告，全年实现营业收入50.35-52.22亿元（+34%-39% YOY），实现归母净利润11.33-11.87亿元（+107%-117% YOY），实现NON-GAAP净利润10.32-10.87亿元（+88%-98% YOY），业绩超出市场预期。

运营效率不断提升，全年业绩超出市场预期。公司2020年主营业务收入稳步增长，运营效率逐渐提升，盈利能力改善，利润端增速要远远快于收入端增速。非经常性损益相比2019年大大增加：（1）参股公司Zentalis，带来公允价值变动收益及投资收益约1.5亿元；（2）开展对冲外汇风险的金融衍生品交易带来非经常性损益1.15-1.25亿元，同时计入财务费用的汇兑损失规模为1.05-1.15亿元；（3）银行理财相关收益以及政府补贴等。

CMC：开启从临床向商业化阶段的转化。公司是国内领先的临床前CRO供应商，在此领域深耕多年，积累了大量长尾客户，有力地支持了其生产外包业务（CMC）增长。公司的早期临床项目储备充足，我们认为随着客户临床试验的不断推进，公司的CMC业务有望逐渐从临床阶段向高价值量的商业化阶段转化，带来其CMC业务的快速放量，公司目前已有临床III期的订单在手。

不断拓展能力边界，一站式延伸值得期待。我们认为一站式CRO/CDMO供应商符合当前全球新药研发需求。公司基于其在临床前CRO领域的领先优势，不断拓展能力边界。（1）临床CRO：公司于2019年先后收购临床CRO南京思睿和SMO背景联斯达，布局国内的临床CRO业务。我们认为其临床前CRO客户的转化潜力巨大；（2）大分子CDMO：2018年成立宁波康龙生物，正式进军高壁垒的生物制剂开发，目前正处在业务筹备期。我们认为，公司当前的一站式延伸值得期待。

盈利预测、估值与评级：公司是临床前CRO领先企业，在当前国内CXO行业高景气背景下，一站式业务布局有望打开成长空间。考虑到其2020年业绩超预期，我们上调20-22年EPS至1.44/1.81/2.37元（原值为1.30/1.62/2.27元），分别同比增长109%/25%/31%，对应20-22年PE为118/94/72倍，维持‘买入’评级。

风险提示：国内疫情反复；企业研发投入不及预期；竞争加剧；公司新业务布局进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,908	3,757	5,129	6,793	9,083
营业收入增长率	26.76%	29.20%	36.51%	32.44%	33.72%
净利润（百万元）	339	547	1,146	1,434	1,885
净利润增长率	46.94%	61.31%	109.49%	25.11%	31.43%
EPS（元）	0.57	0.69	1.44	1.81	2.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.57%	7.05%	13.03%	14.34%	16.25%
P/E	295	246	118	94	72
P/B	43.0	17.4	15.3	13.5	11.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-25

买入（维持）

当前价：169.66元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

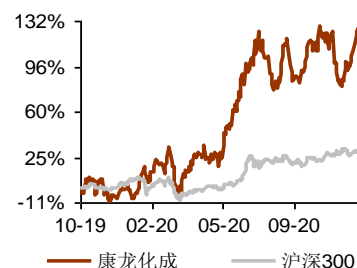
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.94
总市值(亿元)	1347.76
一年最低/最高(元)	48.20/169.91
近3月换手率	40.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	32.81	37.04	147.66
绝对	44.39	56.97	200.19

资料来源：Wind

相关研报

20Q3 继续高增长，规模效应显著——康龙化成（300759.SZ）2020年三季报点评（2020-11-01）

20Q2 业绩显著提速，全流程、全球化布局在路上——康龙化成（300759.SZ）2020年中报点评（2020-08-27）

20Q2 收入明显提速，多因素致利润超预期——康龙化成（300759.SZ）2020年中报预告点评（2020-07-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,908	3,757	5,129	6,793	9,083
营业成本	1,963	2,423	3,202	4,311	5,660
折旧和摊销	212	263	195	260	332
税金及附加	26	31	43	56	76
销售费用	55	73	100	132	176
管理费用	391	496	600	742	971
研发费用	32	63	86	114	152
财务费用	43	72	-42	-67	-71
投资收益	-2	-19	-10	-5	-4
营业利润	380	631	1,353	1,708	2,244
利润总额	401	633	1,354	1,709	2,247
所得税	61	102	218	275	362
净利润	339	531	1,136	1,434	1,885
少数股东损益	0	-17	-10	0	0
归属母公司净利润	339	547	1,146	1,434	1,885
EPS(按最新股本计)	0.57	0.69	1.44	1.81	2.37

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	737	939	889	1,179	1,632
净利润	339	547	1,146	1,434	1,885
折旧摊销	212	263	195	260	332
净营运资金增加	124	318	772	802	1,155
其他	62	-190	-1,224	-1,316	-1,740
投资活动产生现金流	-715	-1,045	-2,072	-2,280	-1,754
净资本支出	-619	-751	-2,200	-2,200	-1,700
长期投资变化	29	131	0	0	0
其他资产变化	-125	-425	128	-80	-54
融资活动现金流	-16	4,246	-13	118	566
股本变化	0	204	0	0	0
债务净变化	115	-509	-165	0	399
无息负债变化	260	323	314	485	604
净现金流	14	4,135	-1,196	-983	444

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	32.5%	35.5%	37.6%	36.5%	37.7%
EBITDA 率	23.8%	27.3%	25.9%	25.8%	27.1%
EBIT 率	14.7%	18.8%	22.1%	22.0%	23.4%
税前净利润率	13.8%	16.8%	26.4%	25.2%	24.7%
归母净利润率	11.7%	14.6%	22.3%	21.1%	20.8%
ROA	7.3%	5.3%	10.2%	11.2%	12.2%
ROE (摊薄)	14.6%	7.0%	13.0%	14.3%	16.3%
经营性 ROIC	8.6%	12.1%	12.4%	12.3%	14.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	49%	21%	20%	21%	24%
流动比率	1.02	4.68	4.16	3.31	2.87
速动比率	0.92	4.56	3.98	3.10	2.68
归母权益/有息债务	1.64	8.57	11.85	13.48	10.17
有形资产/有息债务	2.72	10.03	13.59	15.62	12.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,625	9,935	11,101	12,793	15,394
货币资金	321	4,460	3,264	2,281	2,725
交易性金融资产	0	183	0	150	200
应收帐款	655	857	1,196	1,584	2,119
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	74	83	113	150	201
存货	120	157	216	291	382
其他流动资产	106	110	117	125	135
流动资产合计	1,281	5,944	4,912	4,589	5,772
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	29	131	131	131	131
固定资产	2,342	2,485	3,109	3,921	4,665
在建工程	35	217	1,213	1,960	2,257
无形资产	390	421	610	796	978
商誉	140	203	203	203	203
其他非流动资产	90	216	421	421	421
非流动资产合计	3,345	3,991	6,189	8,205	9,622
总负债	2,284	2,097	2,246	2,731	3,734
短期借款	382	214	0	0	399
应付账款	108	118	156	210	276
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	187	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,256	1,270	1,181	1,388	2,008
长期借款	876	542	542	542	542
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	101	243	472	750	1,132
非流动负债合计	1,028	827	1,066	1,343	1,726
股东权益	2,342	7,838	8,855	10,062	11,660
股本	591	794	794	794	794
公积金	1,199	6,081	6,196	6,339	6,362
未分配利润	548	962	1,875	2,938	4,513
归属母公司权益	2,329	7,767	8,794	10,001	11,599
少数股东权益	13	71	61	61	61

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.88%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%
管理费用率	13.44%	13.19%	11.70%	10.93%	10.69%
财务费用率	1.47%	1.92%	-0.82%	-0.99%	-0.79%
研发费用率	1.09%	1.67%	1.67%	1.67%	1.67%
所得税率	15%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.11	0.15	0.29	0.36	0.47
每股经营现金流	1.25	1.18	1.12	1.48	2.05
每股净资产	3.94	9.78	11.07	12.59	14.60
每股销售收入	4.92	4.73	6.46	8.55	11.43

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	295	246	118	94	72
PB	43.0	17.4	15.3	13.5	11.6
EV/EBITDA	159.6	136.5	100.6	76.9	55.2
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳