

产业链协同效应凸显，一体化布局带动长期发展

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司成立之初以实验室化学作为切入点，深耕药物发现等领域，逐步向生物科学、CMC、临床 CRO 等领域延伸，产业链布局已经初步完善，协同效应逐步凸显；2) 小分子 CRO 业务有望继续保持 30% 以上稳健增长，是公司中短期的核心驱动力；3) CMC 业务盈利能力不断提升，收入有望保持 35% 以上增速，CMC 和临床 CRO 业务有望在中长期内带动公司业绩实现快速增长。
- **受益于海外产能转移与国内创新药崛起，我国 CXO 行业迎来蓬勃发展。** 全球医药研发投入与研发管线数量稳健增长，为全球 CXO 行业发展奠定基础，预计未来 3 年仍将维持 10% 的增速，同时研发成功率逐步下降，进一步驱动 CXO 渗透率提升。受益于成本优势，全球 CXO 产能持续向我国转移，同时，在政策、人才回流等多重因素推动下，我国创新药研发火热，进一步促进我国 CXO 行业发展，预计未来 3 年我国 CXO 行业规模将保持 20% 以上的增长。
- **实验室业务稳健增长，CMC 和临床 CRO 成为中长期增长点。** 实验室化学业务发展时间较早，整体较为成熟，未来有望保持稳健增长，是目前公司业绩增长的核心驱动力。公司 CMC 项目 60% 以上均在临床前，盈利能力较低，后续随着临床前项目逐步进入临床阶段，项目单价和毛利率均有望提升，贡献较大业绩弹性。公司临床 CRO 业务已经形成了中国、美国和英国的三地布局，临床 CRO 市场占 CRO 市场规模的 60% 以上，空间较大，预计随着公司在国内布局的加速，有望迎来加速发展。
- **产业链延伸加速，一体化布局带动长期发展。** 长期来看，公司持续加速一体化布局，目前体量较小的生物科学、临床 CRO 等将迎来快速发展。随着目前处于临床前和临床阶段研发项目的持续推进，未来有望进入中间体、原料药和制剂的商业化生产，带动收入和利润体量快速扩大的同时，实现公司从药物发现、生物科学、临床 CRO 到 CMO 的全产业链布局，多业务协同发展潜力巨大。
- **盈利预测与投资建议。** 公司业绩进入加速增长阶段，2020-2022 年复合增速有望达到 44.7%，看好公司未来成为 CRO+CDMO 一体化企业，成长潜力较大，给予公司 2021 年 70 倍 PE，对应目标价 138.6 元，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 国内创新药研发热度下降风险，海外产能向国内转移不及预期风险，相关政策推进不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3757.16	5131.60	6897.80	9048.78
增长率	29.20%	36.58%	34.42%	31.18%
归属母公司净利润 (百万元)	547.19	1156.28	1575.48	2095.52
增长率	61.31%	111.31%	36.25%	33.01%
每股收益 EPS (元)	0.69	1.46	1.98	2.64
净资产收益率 ROE	6.77%	13.02%	15.41%	17.45%
PE	158	75	55	41
PB	11.10	9.79	8.49	7.22

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 马云涛
执业证号: S1250520090001
电话: 021-68416017
邮箱: myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.94
流通 A 股(亿股)	2.83
52 周内股价区间(元)	48.81-169.66
总市值(亿元)	862.31
总资产(亿元)	104.86
每股净资产(元)	10.66

相关研究

1. 康龙化成 (300759): 业绩增长超预期, 盈利能力提升显著 (2020-10-29)
2. 康龙化成 (300759): 业绩增长超预期, 盈利能力提升显著 (2020-08-27)
3. 康龙化成 (300759): 业绩增长超预期, 业务布局持续加速 (2020-07-16)
4. 康龙化成 (300759): Q1 业绩稳健快速增长, 盈利水平进一步提升 (2020-04-30)

投资要件

关键假设

假设 1: 公司实验室业务发展时间较长, 其中实验室化学整体比较成熟, 有望伴随行业发展保持较快增长, 生物科学有望受益实验室化学业务导流, 保持较快增长, 预计 2020-2022 年实验室业务收入增速分别为 37%、33%和 30%, 毛利率分别为 41%、42%和 43%;

假设 2: 公司 CMC 业务目前主要集中在临床前, 临床前项目单价较低, 毛利率也较低, 后续随着临床前项目逐步进入临床阶段, 项目单价和毛利率均有望提升, 规模效应有望持续凸显, CMC 业务有望实现快速增长, 贡献较大业绩弹性。预计 2020-2022 年 CMC 业务收入增速分别为 40%、38%和 35%, 毛利率分别 38%、40%和 42%;

假设 3: 公司临床 CRO 业务的已经形成了中国、美国和英国的三地布局, 临床 CRO 市场空间较大, 预计随着公司在国内布局的加速, 有望迎来加速发展, 预计 2020-2022 年临床 CRO 业务收入增速分别为 30%、35%和 30%, 毛利率分别为 25%、30%和 35%。

我们区别于市场的观点

市场认为康龙化成 CRO 业务体量相对较小, 产业链布局较晚, 竞争力一般。我们认为公司成立之初以实验室化学作为切入点, 深耕药物发现等领域, 逐步向生物科学、CMC、临床 CRO 等领域延伸, 产业链布局已经初步完善, 协同效应逐步凸显。CMC、临床 CRO 等业务有望在中长期内带动公司业绩实现快速增长, 长期来看, 公司将实现从药物发现、生物科学、临床 CRO 到 CMO 的全产业链一体化布局, 多业务协同发展潜力巨大。

股价上涨的催化因素

CRO 业务订单超预期; CMC 业务订单超预期。

估值和目标价格

我们选取了行业中与康龙化成业务最为相近的药明康德、凯莱英、泰格医药和昭衍新药四家公司, 可比公司 2020 年市盈率为 92 倍, 2021 年市盈率为 71 倍。康龙化成的业务布局速度较快, 全产业链布局值得期待, 业绩成长确定性强, 给予公司 2021 年 70 倍 PE, 对应目标价 138.6 元。我们看好公司未来成为 CRO+CDMO 一体化企业, 成长潜力较大, 上调至“买入”评级。

投资风险

国内创新药研发热度下降风险, 海外产能向国内转移不及预期风险, 相关政策推进不及预期风险。

目 录

1 康龙化成：临床前 CRO 龙头企业，进入高速发展阶段	1
1.1 A+H 上市，公司发展站上新起点	1
1.2 业绩快速增长，盈利能力持续提升	2
1.3 人才储备丰富，激励机制逐步出台	3
1.4 研发实力逐步提升，研发投入提升空间较大	5
2 受益于海外产能转移与国内创新药崛起，我国 CXO 行业迎来蓬勃发展	5
2.1 成本优势推动下，海外 CXO 产能持续向我国转移	5
2.2 国内创新药崛起，进一步带动 CXO 行业发展	8
3 CMC 和临床 CRO 业务弹性大，全产业链布局值得期待	11
3.1 实验室业务结构持续优化，生物科学业务引领发展	11
3.2 产业链协同效应凸显，CMC 和临床 CRO 业务弹性较大	14
3.3 产业链延伸加速，一体化布局带动长期发展	17
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 绝对估值	20
4.3 相对估值	21
5 风险提示	21

图 目 录

图 1: 康龙化成发展历史	1
图 2: 公司股权结构	1
图 3: 公司 2014 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2014 年以来归母净利润及增速	2
图 5: 公司历年毛利率和净利润率水平	2
图 6: 公司历年三项费用率水平	3
图 7: 公司 ROE 水平持续提升	3
图 8: 康龙化成员工总数快速增长 (人)	4
图 9: 2019 年中国 CRO/CDMO 企业人员组成	4
图 10: 2019 年中国 CRO/CDMO 企业硕士及以上学历人数 (人)	4
图 11: 康龙化成研发人员数 (人)	5
图 12: 临床前 CRO 企业研发投入收入占比	5
图 13: 全球医药行业研发投入金额稳步增长	6
图 14: 全球医药行业研发管线总数稳步增长	6
图 15: 1994-2019 年 FDA 审批上市新药数量 (个)	6
图 16: 创新药研发费用不断增长 (百万美元)	7
图 17: 创新药投资回报率持续降低	7
图 18: 中国和全球 CRO 市场规模及增速	8
图 19: 我国医药行业技术投入比率逐步提高	8
图 20: A 股医药企业研发投入逐步增加	9
图 21: A 股代表性医药企业研发费用率 (2019)	9
图 22: 我国一级市场创新药企业融资额	9
图 23: 我国一级市场创新药企业融资事件数 (例)	9
图 24: 国产创新药临床实验申报受理情况 (个)	10
图 25: 国产创新药上市申报受理情况 (个)	10
图 26: 康龙化成收入构成情况	11
图 27: 康龙化成毛利构成情况	11
图 28: 康龙化成实验室业务收入和毛利率情况 (亿元)	12
图 29: 康龙化成实验室业务人员情况 (人)	12
图 30: 康龙化成与药明康德实验室业务收入对比 (亿元)	13
图 31: 康龙化成与药明康德实验室业务毛利率对比	13
图 32: 康龙化成实验室业务收入结构	13
图 33: 康龙化成与药明康德实验室化学收入对比 (亿元)	14
图 34: 康龙化成与药明康德实验室化学毛利率对比	14
图 35: 康龙化成生物科学收入情况 (亿元)	14
图 36: 康龙化成实生物科学毛利率情况	14
图 37: 康龙化成 CMC 业务收入和毛利率情况	15
图 38: 康龙化成 CMC 业务人员情况 (人)	15
图 39: 康龙化成 CMC 项目情况 (个)	16

图 40: 康龙化成临床 CRO 收入及毛利率情况	16
图 41: 2013-2022 年全球临床 CRO 市场 (十亿美元)	17
图 42: 2013-2022 年中国临床 CRO 市场 (十亿美元)	17
图 43: 国内 CRO 企业临床 CRO 业务收入对比 (2019)	17
图 44: 国内 CRO 企业临床 CRO 业务毛利率对比 (2019)	17
图 45: 产业链一体化布局优势显著	18

表 目 录

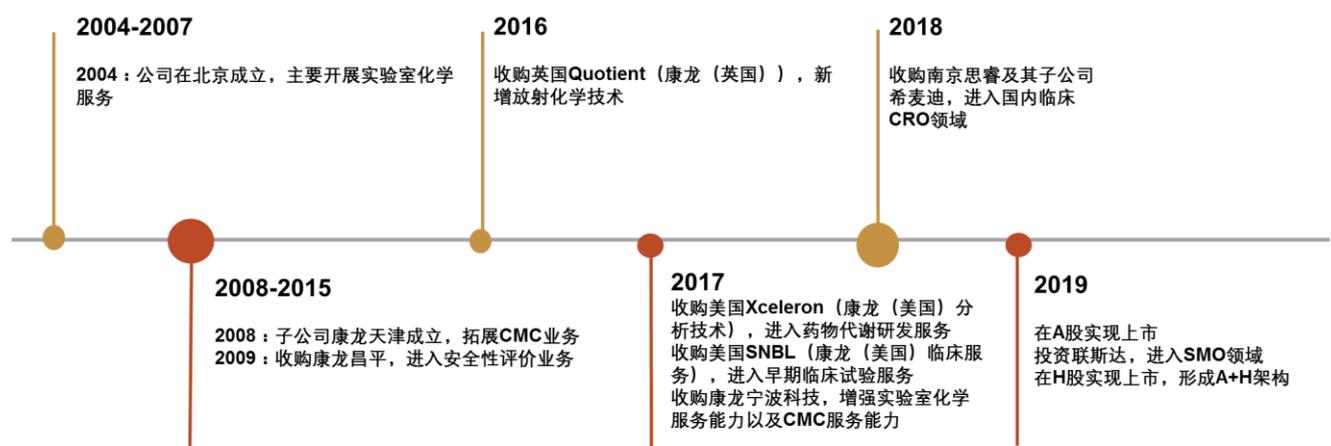
表 1: 我国 CRO 服务成本相对较低	7
表 2: 我国出台的鼓励 CXO 行业的政策	10
表 3: 分业务收入及毛利预测	19
表 4: 绝对估值假设条件	20
表 5: FCFF 估值结果	20
表 6: FCFF 估值敏感性分析	21
表 7: 可比公司估值	21
附表: 财务预测与估值	22

1 康龙化成：临床前 CRO 龙头企业，进入高速发展阶段

1.1 A+H 上市，公司发展站上新起点

康龙化成成立于 2004 年，成立初期，公司主要开展实验室化学业务，2008 年，子公司康龙天津成立，开始拓展 CMC 业务，2009 年收购康龙昌平，进入安评业务。2016 年，公司开始全球布局，先后收购了英国 Quotient、美国 Xcelero 和美国 SNBL，进入放射化学技术服务以及国外临床 CRO 服务领域，2018 年，公司收购南京思睿，进入国内临床 CRO 领域，2019 年，公司实现在 A 股和 H 股的上市，开启发展新篇章。

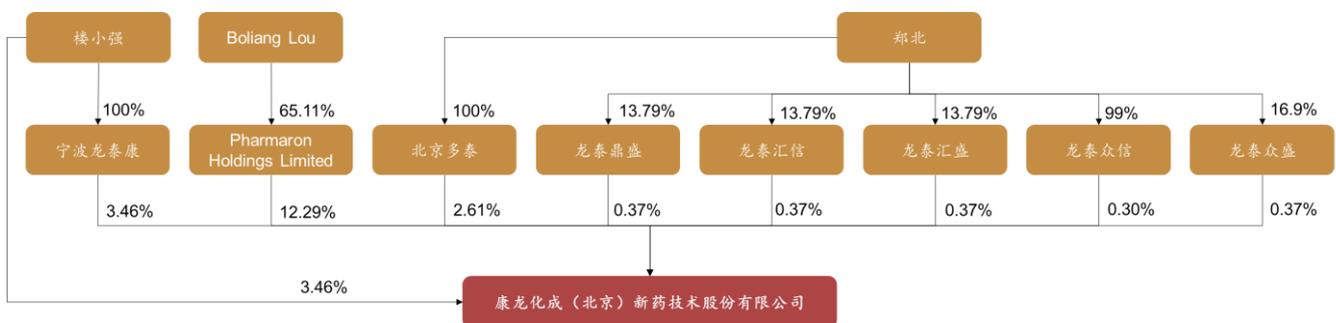
图 1：康龙化成发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司无控股股东，实际控制人为楼柏良、楼小强和郑北，实际控制人通过直接和间接合计持有公司 24% 的股权。公司董事长楼柏良在药物研发领域工作达 30 年，资历深、专业经验丰富，同时公司其他管理人员也在药物研发、生产和管理等领域具备丰富经验，强大的管理团队是公司长期发展的基石。

图 2：公司股权结构

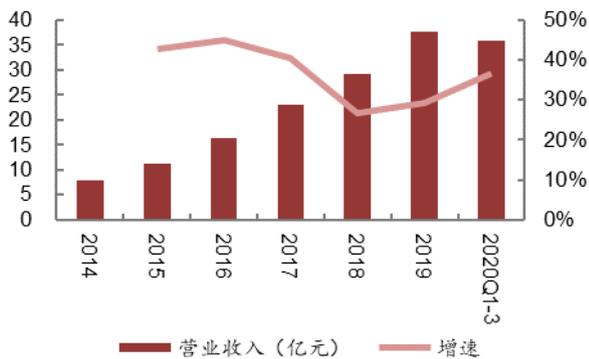


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩快速增长，盈利能力持续提升

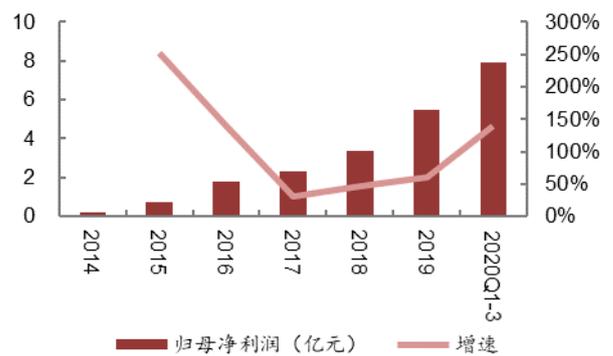
业绩快速增长，利润增速快于收入增速。公司营业收入从2014年的7.9亿元增长到2019年的37.6亿元，复合增速达到36.8%；公司归母净利润从2014年的0.2亿元增长到2019年的5.5亿元，复合增速达到94%。2020Q1-3公司营业收入达到35.9亿元，同比增长36.5%；归母净利润达到7.9亿元，同比增长140.3%，归母净利润增速远高于收入增速主要与公司盈利能力提升以及非经常性损益较大有关。整体来看，随着公司业务布局的逐步全面，规模效应的逐步凸显，盈利能力逐步提升，利润增速快于收入增速。

图3：公司2014年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

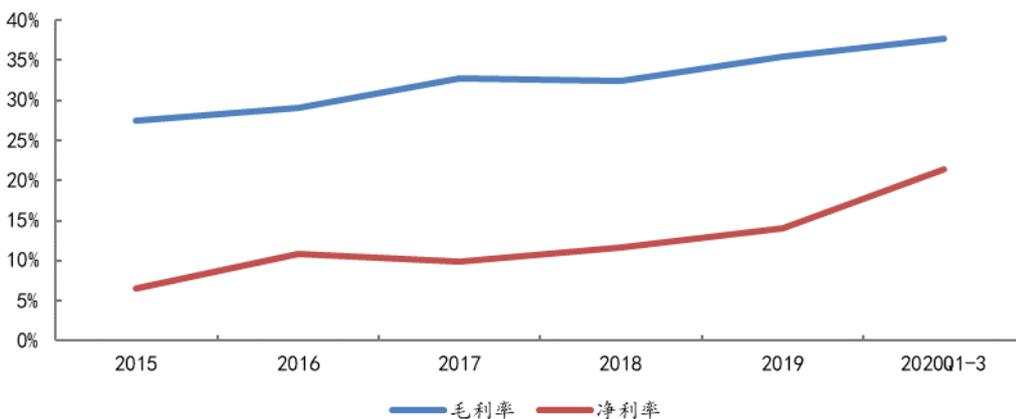
图4：公司2014年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

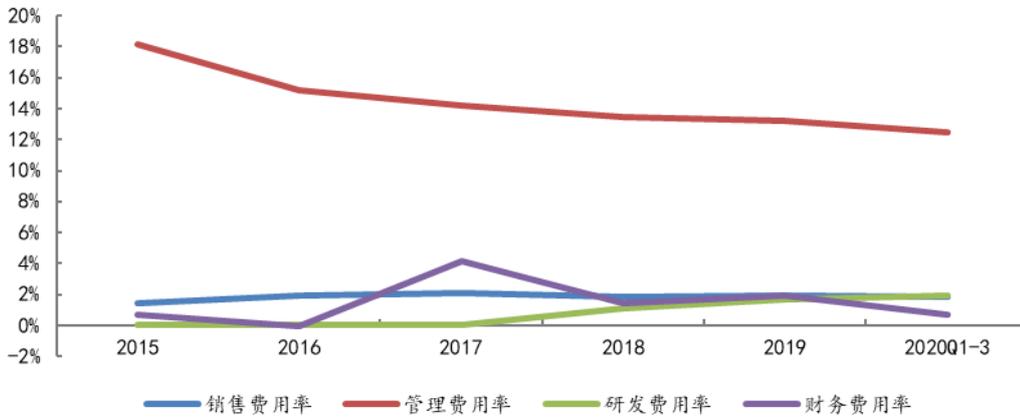
毛利率和净利率稳步提升。公司毛利率从2015年的27.5%增长到2020Q1-3的37.7%，净利率从2015年的6.6%增长到2020Q1-3年的21.4%，盈利能力快速提升主要与公司业务的逐步拓展，规模效应的凸显有较大关系。

图5：公司历年毛利率和净利率水平



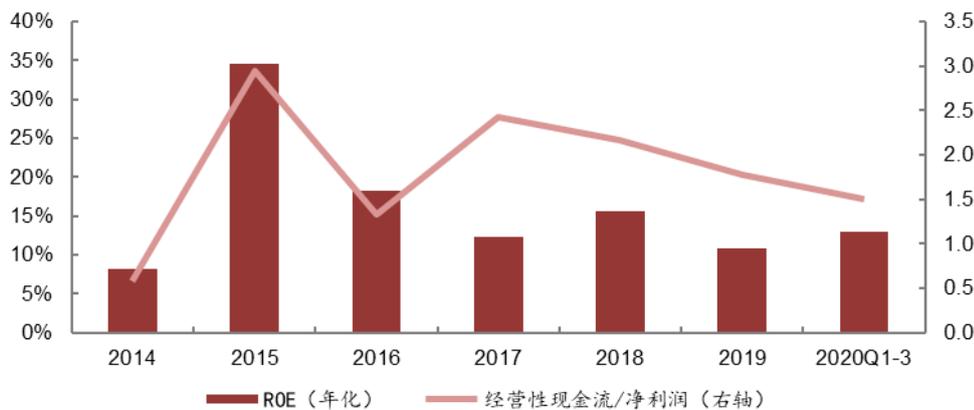
数据来源：公司公告，西南证券整理

销售费用率、管理费用率整体保持平稳，研发费用率逐步提升。近几年公司销售费用率和管理费用率整体保持平稳，财务费用率因汇兑损益出现一定波动，研发费用率从2018年的1%提升到2020Q1-3的2%，体现出公司对研发的重视，预计后续公司将继续加大研发力度。

图 6：公司历年三项费用率水平


数据来源：公司公告，西南证券整理

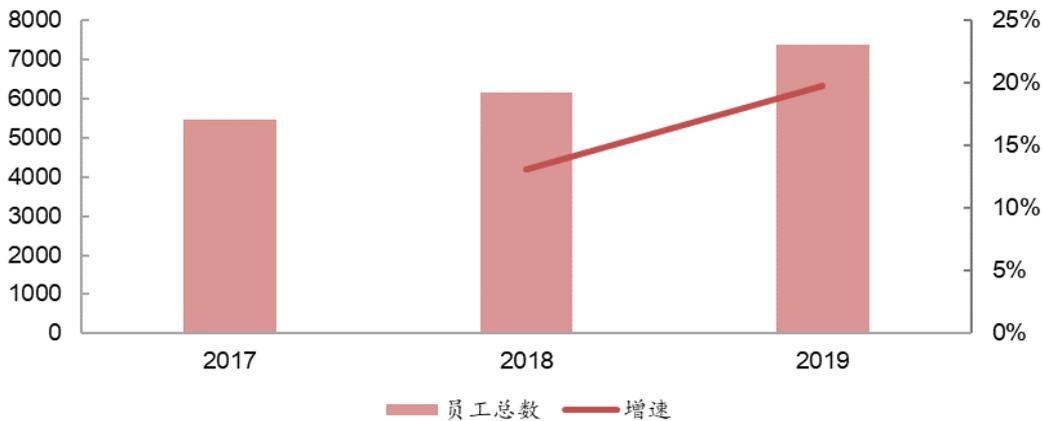
公司 ROE 具备一定提升空间，现金流情况较好。2020Q1-3 公司年化 ROE 为 13%，相比 2019 年有一定提升，公司上市募资后，权益乘数和资产周转率出现一定下降导致 ROE 下降，预计后续随着公司净利率的进一步提升以及权益乘数和资产周转率的提升，ROE 仍具备较大提升空间。公司现金流情况较好，2020Q1-3 年经营性现金净流量/净利润为 1.5。

图 7：公司 ROE 水平持续提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

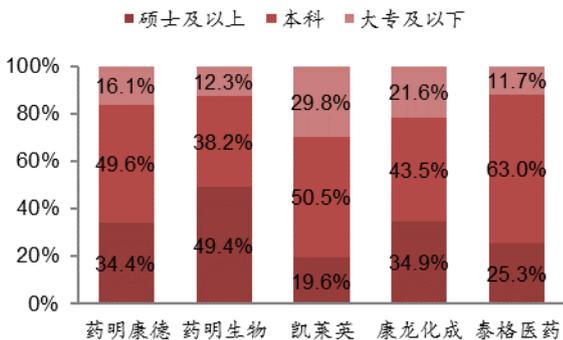
1.3 人才储备丰富，激励机制逐步出台

公司员工总数持续快速增长，2017 年、2018 年和 2019 年分别达到 5457 人、6171 人和 7393 人，复合增速为 16.4%。公司人员扩张速度较快，总人数已经处于我国临床前 CRO 企业的第二位。

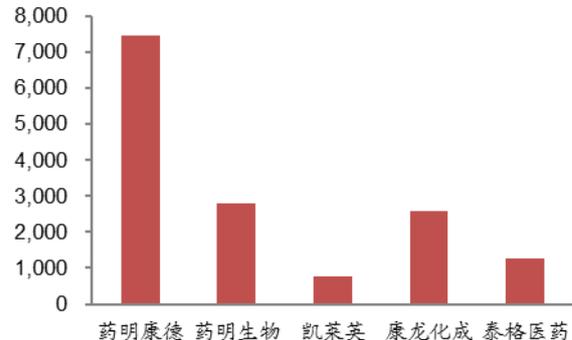
图 8: 康龙化成员工总数快速增长 (人)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从员工质量来看, 公司的硕士及以上学历员工数接近 3000 人, 占总人数比例达到 35%, 本科及以上学历人员占比达到 80%, 均处于行业领先地位, 高质量的人才为公司高质量发展奠定基础。

图 9: 2019 年中国 CRO/CDMO 企业人员组成


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 2019 年中国 CRO/CDMO 企业硕士及以上学历人数 (人)


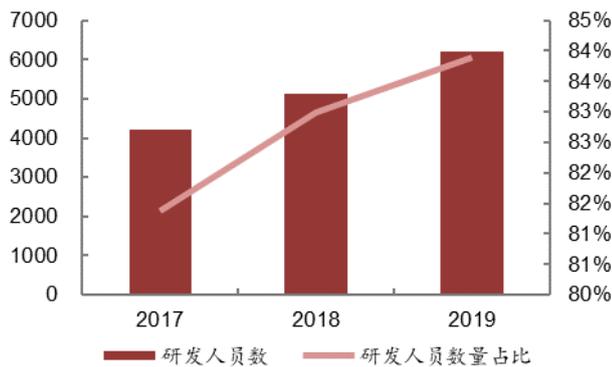
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司上市后在 2019 年推出了首次股权激励, 向高层管理人员、中层管理人员及技术骨干等共计 227 人授予限制性股票, 激励范围较为广泛, 限制性股票授予价格为 17.85 元/股, 解锁条件以 2018 年为基数, 2019 年-2021 年营收增速不低于 15%、30% 和 45%。2020 年公司又推出股权激励方案, 向 209 人授予 84.4 万股, 授予价格为 55.78 元/股, 解锁条件以 2019 年为基数, 2021 年-2024 年营收增速不低于 30%、45%、60% 和 75%。激励计划的推出进一步增强了核心员工积极性, 实现了员工个人利益和公司整体利益的捆绑, 为公司长期发展增添动力。

1.4 研发实力逐步提升，研发投入提升空间较大

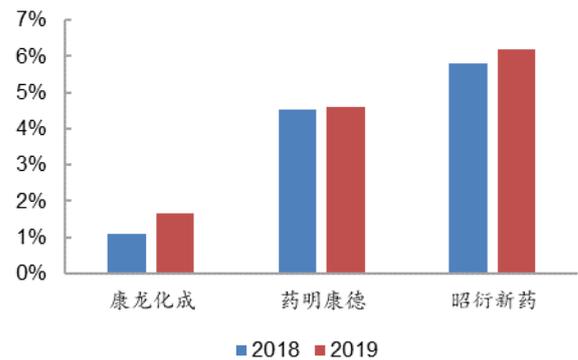
公司成立以来，不断加大研发力度，致力提高研发能力和专业技术水平，近几年重点投入了 DNA 编码化合物库、光化学、流动化学、生物催化等新的合成化学技术，以及新的药物机理研究和动物模型构建等研发项目。公司研发人员数持续增加，2019 年已经达到 6202 人，占公司总人数的 84%，2020H1 已经超过 8000 人，2019 年研发投入收入占比提升到 1.7%，目前相比药明康德和昭衍新药等企业仍有较大差距，未来提升空间较大。

图 11：康龙化成研发人员数（人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：临床前 CRO 企业研发投入收入占比

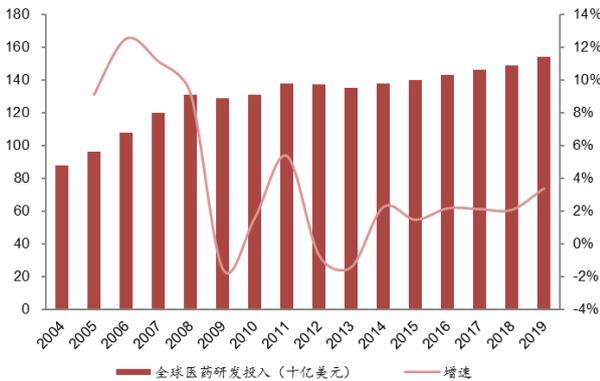


数据来源：公司公告，西南证券整理

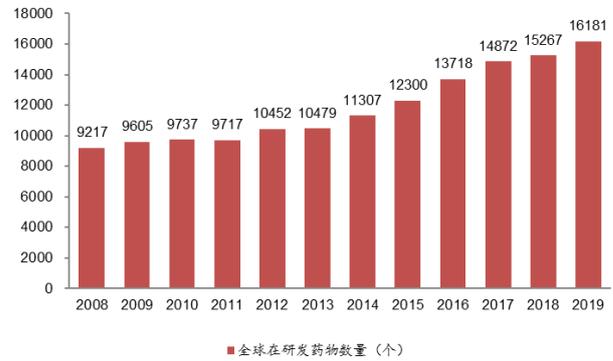
2 受益于海外产能转移与国内创新药崛起，我国 CXO 行业迎来蓬勃发展

2.1 成本优势推动下，海外 CXO 产能持续向我国转移

全球医药研发投入与研发管线数量稳健增长，为全球 CXO 行业发展奠定基础。随着经济发展、人口老龄化加剧以及卫生健康意识增强等多因素影响，全球药物研发投入也逐渐升温，2019 年全球研发投入达到 1540 亿美元，预计 2024 年全球研发投入达到 2040 亿美元，随着研发投入的不断增加，全球医药研发管线数量不断增加，2019 年达到 16181 个，全球医药研发投入与研发管线数量的稳健增长，为全球 CXO 行业发展奠定基础。

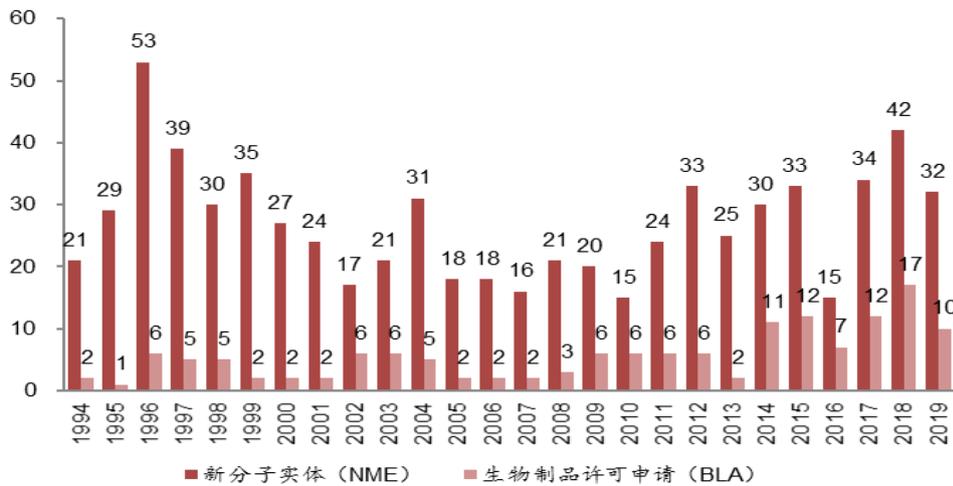
图 13: 全球医药行业研发投入金额稳步增长


数据来源: FROST&SULLIVAN, 西南证券整理

图 14: 全球医药行业研发管线总数稳步增长


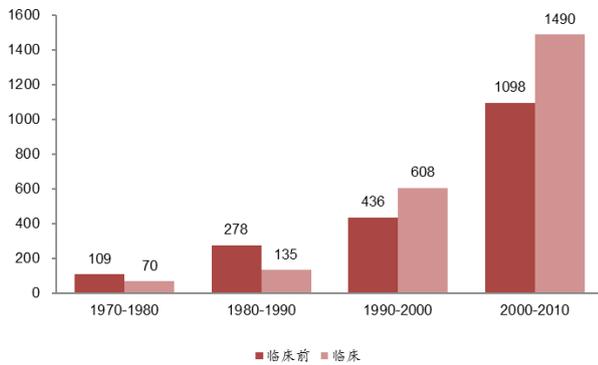
数据来源: FROST&SULLIVAN, 西南证券整理

随着研发投入与研发管线数量的稳定增长, 以及 FDA 审批效率的提升, 每年获批上市创新药数量快速增加, 2017-2019 年 FDA 平均批准新药数量达 51 个, 处于历史较高水平, 新药上市速度的加快, 进一步激发药企研发热情, 同时也推动医药行业的整体扩容。

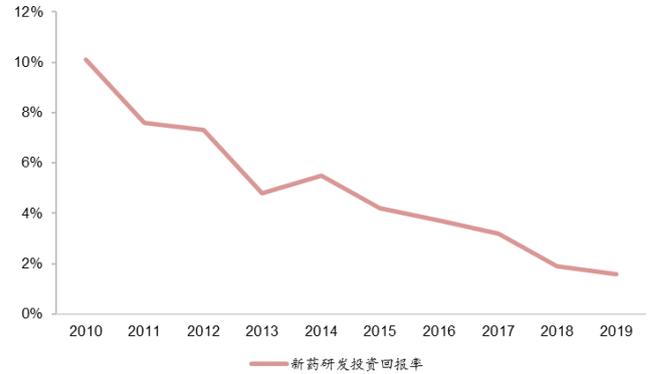
图 15: 1994-2019 年 FDA 审批上市新药数量 (个)


数据来源: FDA, 西南证券整理

研发难度不断加大, 促使药企与 CXO 企业合作。近几十年, 随着疾病的日益复杂, 已知靶点的不断消耗, 以及政策监管要求的不断升级, 医药公司的研发成本不断攀升, 研发周期不断增长, 研发成功率明显下降, 给制药企业的研发带来巨大压力, 为提升研发效率与成功率, 药企逐步加大与 CXO 企业合作, 促进 CXO 外包率逐步提升。

图 16: 创新药研发费用不断增长 (百万美元)


数据来源: TUFTS SCDD, 西南证券整理

图 17: 创新药投资回报率持续降低


数据来源: FROST&SULLIVAN, 西南证券整理

就 CRO 行业来看, 我国 CRO 服务成本远低于发达国家, 其中临床前 CRO 领域对人才依赖度较高, 我国人才供给充足且人工成本相对较低, 带动临床前 CRO 率先向我国开始转移, 并涌现出药明康德和康龙化成等国际化大公司。而对于临床 CRO 领域, 我国庞大的人口基数决定了在各个疾病领域均有相对较多的患者人数, 招募患者的成本远低于发达国家, 越来越多的国际制药企业选择在中国开展临床, 进一步带动了国内临床 CRO 的发展。

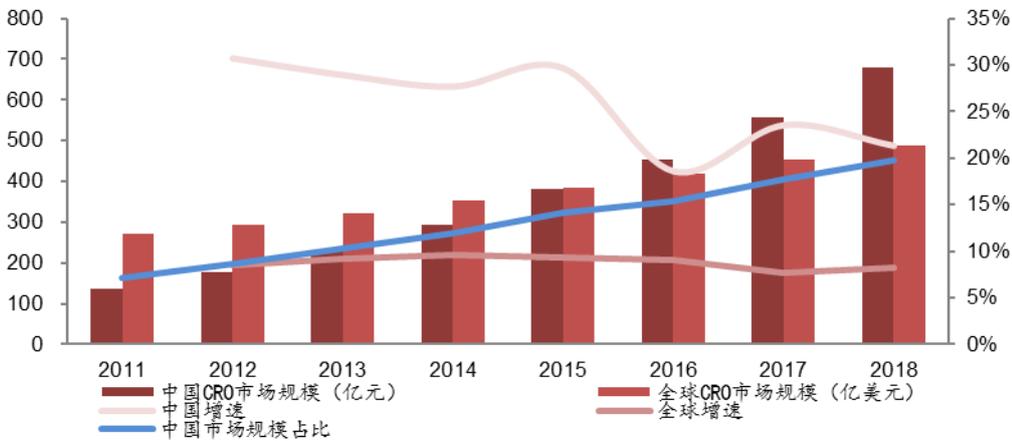
表 1: 我国 CRO 服务成本相对较低

试验阶段	试验项目	中国试验成本低于发达国家成本比例
临床前	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床	一期临床	30%-60%
	二/三期临床	30%-60%

数据来源: FROST&SULLIVAN, 西南证券整理

受益于人才的规模增长以及相对较低的人力成本, 我国 CRO 行业市场规模从 2011 年的 136 亿元增长到 2018 年的 678 亿元, 复合增速超过 20%, 相比之下, 全球 CRO 市场规模从 2011 年的 271 亿美元增长到 2018 年的 489 亿美元, 复合增速不到 10%。我国 CRO 行业市场规模占全球市场规模比例从 2011 年的 7% 提升至 2018 年的 19.8%, 预计未来仍将进一步提升。

图 18: 中国和全球 CRO 市场规模及增速



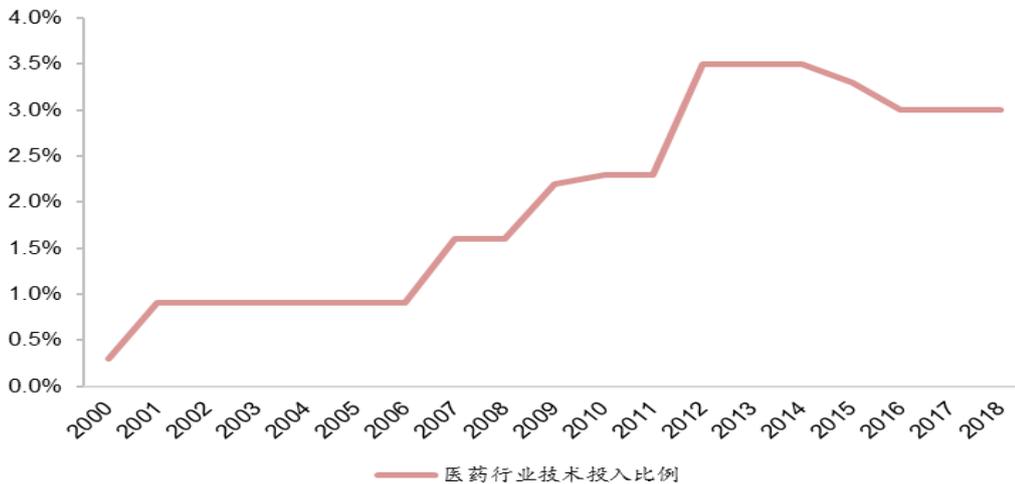
数据来源: FROST&SULLIVAN, 西南证券整理

2.2 国内创新药崛起, 进一步带动 CXO 行业发展

2.2.1 多重因素推动下, 国内医药企业研发投入快速增长

就我国医药行业来看, 在医保支付结构调整以及带量采购等大的政策背景下, 行业竞争的逐步激烈, 药品价格逐步下降, 多重因素共同推动我国医药企业研发投入逐步加大, 2000 年至 2018 年我国医药行业技术投入比率从 0.3% 提升至 3%, 预计未来仍将进一步提升。

图 19: 我国医药行业技术投入比率逐步提高

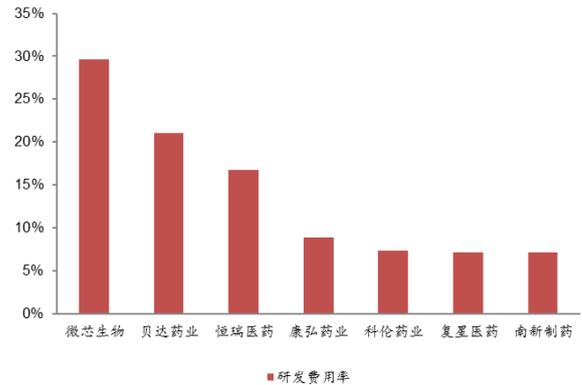


数据来源: Wind, 西南证券整理

从我国大型制药企业来看, 研发投入占收入比重从 2013 年的 4.6% 提升到 2019 年的 5.9%, 预计未来仍将进一步提升, 恒瑞医药、贝达药业等代表性创新药企业研发投入占收入比重均超过 15%, 相比之下, 2018 年全球 TOP50 制药企业研发投入占收入比例为 19%, 我国制药企业研发投入占收入比重未来提升空间较大。

图 20: A 股医药企业研发投入逐步增加

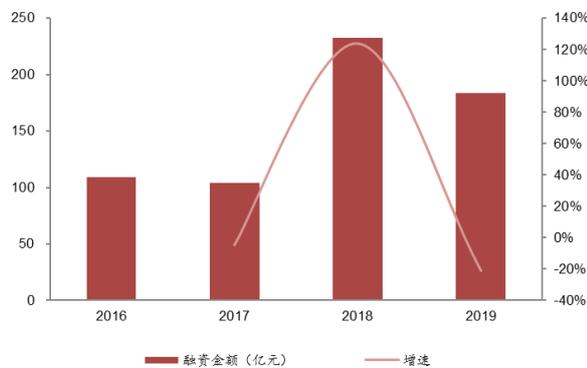

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: A 股代表性医药企业研发费用率 (2019)


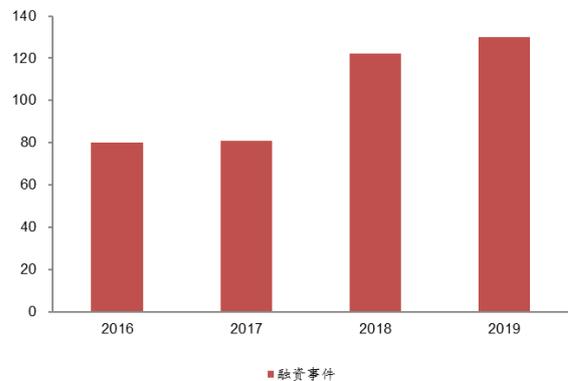
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2.2 PE/VC 创新药融资额快速增加, 进一步为 CXO 行业打开市场空间

随着国家出台的一系列鼓励创新的政策以及海外人才的回流, 我国初创型创新药企业数量快速增加, 从国际经验来看, 我国小型制药企业数量占比将会越来越高, 小型制药企业未来也将逐步成为创新研发的主力。2018 年我国一级市场创新药企业融资额大幅增加, 2019 年融资额仍然接近 200 亿元, 融资事件数量也进一步达到新高, 初创型医药企业对研发和生产外包的需求更高, 也将进一步带动我国 CXO 行业发展。

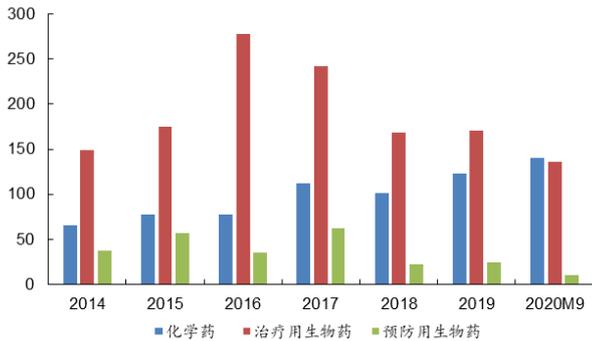
图 22: 我国一级市场创新药企业融资额


数据来源: Wind, 西南证券整理

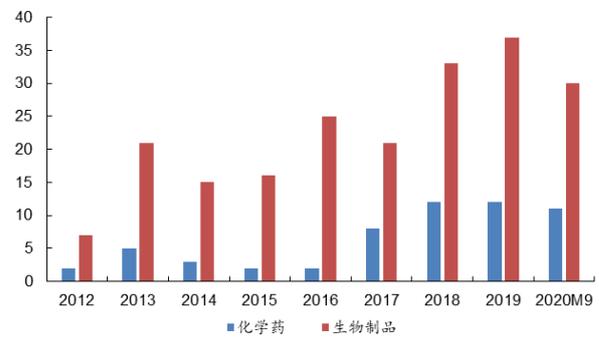
图 23: 我国一级市场创新药企业融资事件数 (例)


数据来源: Wind, 西南证券整理

随着国内大型制药企业研发投入的不断加大, 以及小型研发公司数量的快速增长, 近几年国内药物报产数量明显上升, 2019 年国内 1 类化药 IND 受理数量达到 123 个, 1 类生物药 IND 受理数量达到 195 个, 2019 年国内 1 类化药 NDA 受理数量达到 12 个, 1 类生物药 NDA 受理数量达到 37 个, 均处于历史较高水平。

图 24: 国产创新药临床实验申报受理情况 (个)


数据来源: CDE, 西南证券整理

图 25: 国产创新药上市申报受理情况 (个)


数据来源: CDE, 西南证券整理

2.2.3 利好政策不断出台, 促进我国 CXO 行业发展步入快车道

2011 年开始, 我国不断出台利好政策, 其中 2016 年的《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》鼓励以临床价值为导向的药物创新, 优化创新药的审评审批程序, 对临床急需的创新药加快审评; 《药品上市许可持有人制度试点方案》使上市许可与生产许可分离, 实现药品研发和生产的分离, 有利小型研发企业的发展和 innovation, 促进 CDMO 行业发展; 2017 年的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》进一步激发医药产业创新发展活力, 推进医药产业供给侧结构性改革。整体来看, 政策的不断出台, 极大的鼓励医药企业创新, 促进我国 CXO 行业发展步入快车道。

表 2: 我国出台的鼓励 CXO 行业的政策

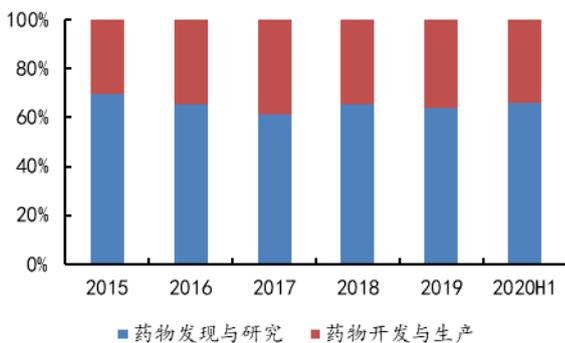
政策名称	时间	颁布单位	核心内容
《医药工业“十二五”发展规划》	2012	国家工信部	明确鼓励发展合同研发外包服务, 推动相关企业在药物设计、新药筛选、安全评价、临床试验及工艺研究等方面开展与国际标准接轨的研发外包服务。
《中国国际服务外包产业发展规划纲要 2011-2015》	2013	商务部和发改委	要积极参与全球创新药研发服务, 不断提升创新能力, 完善医药外包服务链, 拓展国际服务外包领域和产品。
《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	2015	NMPA	所有已申报并在总局待审的药品注册申请人, 均须按照《药物临床试验质量管理规范》等相关要求, 对照临床试验方案, 对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物临床试验情况开展自查, 确保临床试验数据真实、可靠, 相关证据保存完整。
《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	2015	国务院	鼓励以临床价值为导向的药物创新, 优化创新药的审评审批程序, 对临床急需的创新药加快审评。
《化学药品注册分类改革工作方案》	2016	NMPA	对按新注册分类申报的化学药品注册申请实行新的审评技术标准。其中, 对于创新药, 一是强调“创新性”, 即应当具备“全球新”的物质结构, 二是强调药物具有临床价值。
《药品上市许可持有人制度试点方案》	2016	国务院	上市许可与生产许可分离, 实现药品研发和生产的分离, 有利小型研发企业的发展和 innovation, 有利于 CMO 行业发展
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	2017	国务院	激发医药产业创新发展活力, 推进医药产业供给侧结构性改革, 提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力, 更好地满足公众需求。
《中华人民共和国药品管理法 (2019 修订)》	2019	国务院	自 2019 年 12 月 1 日起, 全面实施药品上市许可持有人制度。

资料来源: 政府官网, 西南证券整理

3 CMC 和临床 CRO 业务弹性大, 全产业链布局值得期待

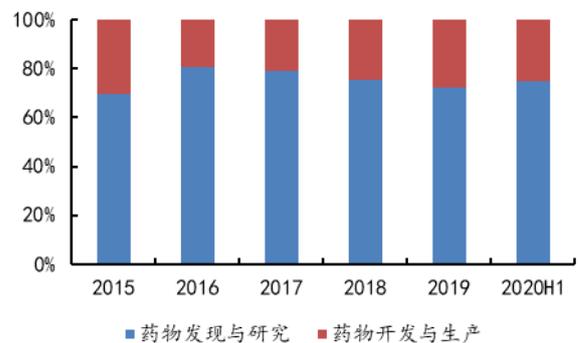
公司业务主要分为药物发现与研究以及药物开发与生产两大块, 其中药物发现与研究主要包括实验室化学和生物科学两大部分, 实验室化学是公司发展较早的业务, 药物开发与生产是公司后期逐步发展的业务, 主要包括 CMC、安全性评价和临床 CRO。从收入占比来看, 药物发现与研究收入占比从 2015 年的 69% 下降到 2019 年的 63%, 药物开发与生产收入占比从 2015 年的 31% 上升到 2019 年的 37%, 从毛利占比来看, 因为药物开发与生产业务仍处于发展初期, 毛利率低导致毛利占比相对较低, 但近几年持续提升, 2019 年为 27%, 预计未来仍将进一步提升。

图 26: 康龙化成收入构成情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 27: 康龙化成毛利构成情况



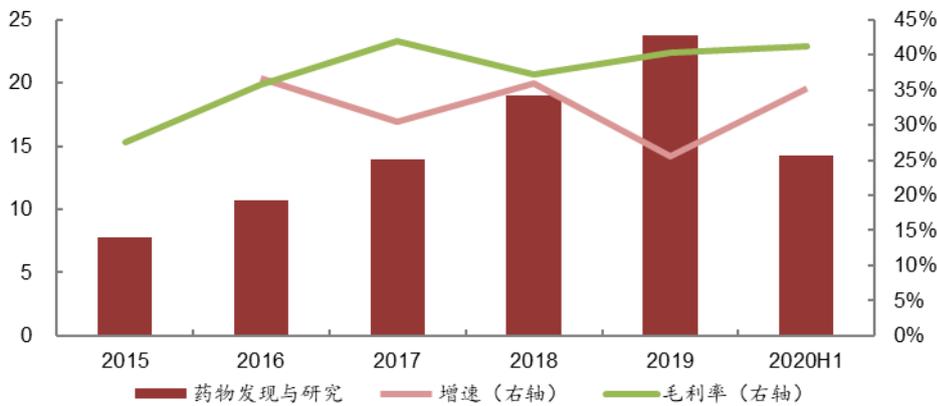
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司成立之初以实验室化学作为切入点, 深耕药物发现等领域, 之后逐步向生物科学、CMC、临床 CRO 等领域延伸, 产业链布局已经初步完善, 协同效应逐步凸显, 短期来看, 公司的药物发现仍将保持快速发展, 作为公司的核心业务, 是短期内公司业绩增长的核心驱动力。目前, 公司前端的药物发现 CRO 持续向生物科学、CMC 业务实现导流, 同时, 公司临床 CRO 在国内加速布局, 随着前端项目的逐步推进, 临床 CRO 也有望充分受益, CMC 和临床 CRO 将成为驱动公司中长期成长的核心驱动力。

长期来看, 公司将在快速发展目前 CMC、临床 CRO 等业务的同时, 逐步实现从药物发现、生物科学、临床 CRO 到 CMO 的全产业链一体化布局, 打造“CRO+CDMO”一站式服务平台, 竞争力将持续凸显, 多业务协同发展的局面有望形成, 长期发展潜力巨大。

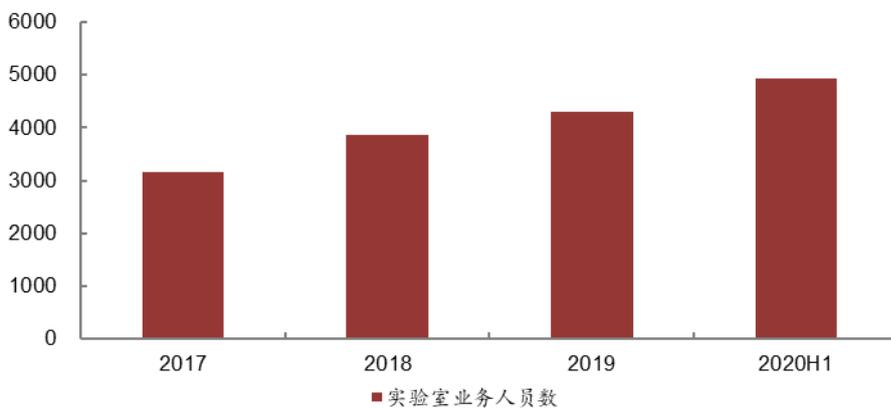
3.1 实验室业务结构持续优化, 生物科学业务引领发展

公司的实验室服务主要包括实验室化学、生物科学服务、药物安全性评价及大分子药物发现服务, 实验室业务是药物研发的核心和发展基石, 同时也是公司业务发展的起点, 一直保持较快速的增长, 其中收入从 2015 年的 7.8 亿元增长到 2019 年的 23.8 亿元, 复合增速达到 32.2%, 毛利率从 2015 年的 27.6% 提升到 2019 年的 40%。2020H1 公司实验室业务收入达到 14.3 亿元, 同比增长 35.3%, 毛利率为 41.3%, 同比增长 3.9pp。

图 28: 康龙化成实验室业务收入和毛利率情况 (亿元)


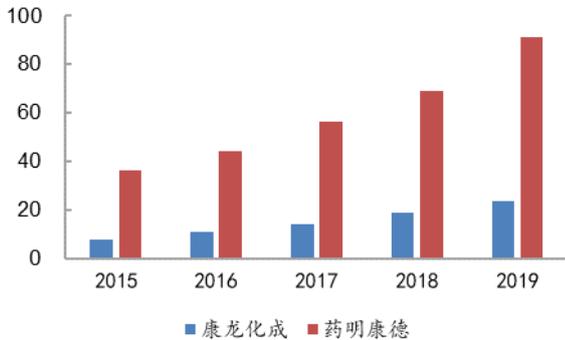
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

实验室业务的开展主要依靠人力的不断扩充, 近几年公司实验室业务人数也保持较快增长, 2017年、2018年和2019年人数分别为3154人、3856人和4301人, 复合增速达到16.8%, 2020H1公司实验室业务人数达到4926人, 较快的人数增长为业务快速发展奠定基础。

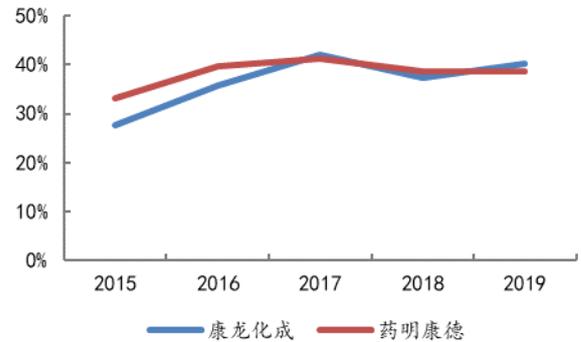
图 29: 康龙化成实验室业务人员情况 (人)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

对比来看, 公司的实验室业务与药明康德的中国区实验室服务相近, 公司的业务收入体量相比药明康德仍然较小, 但毛利率大致处于同一水平, 体现出公司盈利能力已经达到行业领先水平。

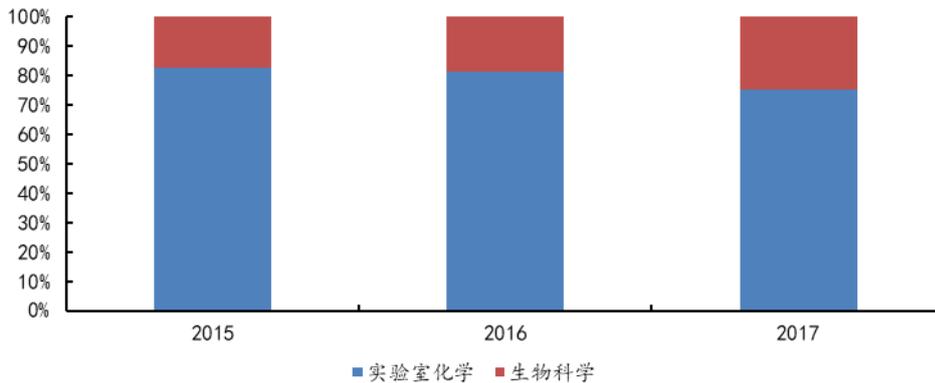
图 30: 康龙化成与药明康德实验室业务收入对比 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 31: 康龙化成与药明康德实验室业务毛利率对比


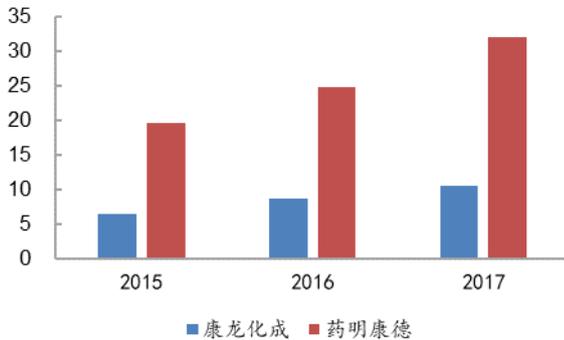
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从业务结构来看,公司传统的实验室化学业务占比较高,但收入占比从 2015 年的 82.6% 下降到 2017 年的 75.6%,生物科学收入占比从 2015 年的 17.4% 提升到 2017 年的 24.4%, 2018 年和 2019 年公司未披露相关业务收入情况,我们预计生物科学业务占比仍在提升。

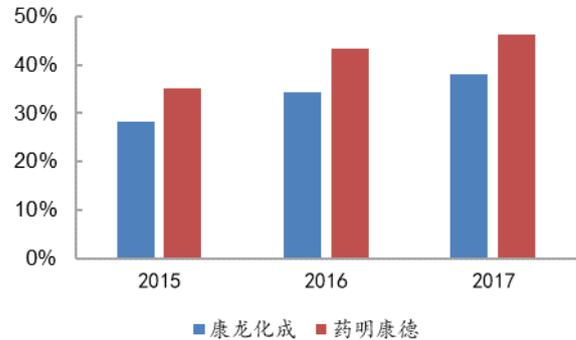
图 32: 康龙化成实验室业务收入结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

实验室化学有望继续保持稳健增长, 毛利率仍有提升空间。实验室化学与药明康德的药物发现业务相类似,但收入体量相对较小,从盈利能力来看,二者毛利率 2015 年-2017 年均持续提升,但是康龙化成略低于药明康德,两家公司均未公布 2018 年和 2019 年的数据,我们预计毛利率的差距在持续缩小。目前全球药物发现 CRO 维持 20% 的增长,公司作为行业龙头之一,有望充分享受行业发展,保持较快增长,同时随着规模的不断提升,议价能力不断增强,毛利率也有望进一步提升。

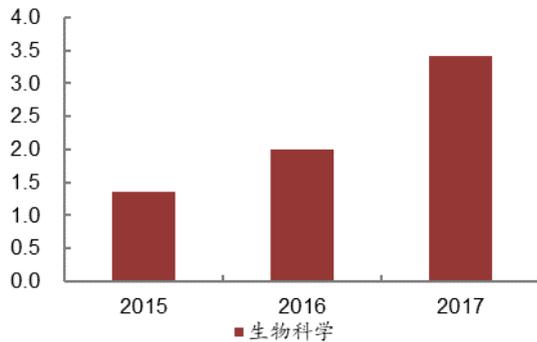
图 33: 康龙化成与药明康德实验室化学收入对比 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

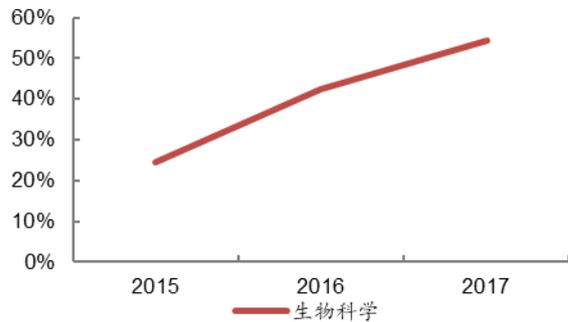
图 34: 康龙化成与药明康德实验室化学毛利率对比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

持续受益前端业务导流, 生物科学业务有望贡献较大业绩弹性。生物科学业务主要包括体内外药物代谢动力学、体外生物学和体内药理学等服务, 是公司近几年发展速度较快的业务之一, 收入从 2015 年的 1.4 亿元提升到 2017 年 3.4 亿元, 毛利率从 2015 年 24% 提升到 2017 年的 54%, 已经达到相对较高水平。整体来看, 受益于快速发展的实验室化学业务导流, 公司的生物科学业务实现了较快增长。目前公司在药物安全性评价等领域持续加大投入, 2019 年扩增 3500 平米动物实验设施, 生物科学业务有望贡献较大业绩弹性。

图 35: 康龙化成生物科学收入情况 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

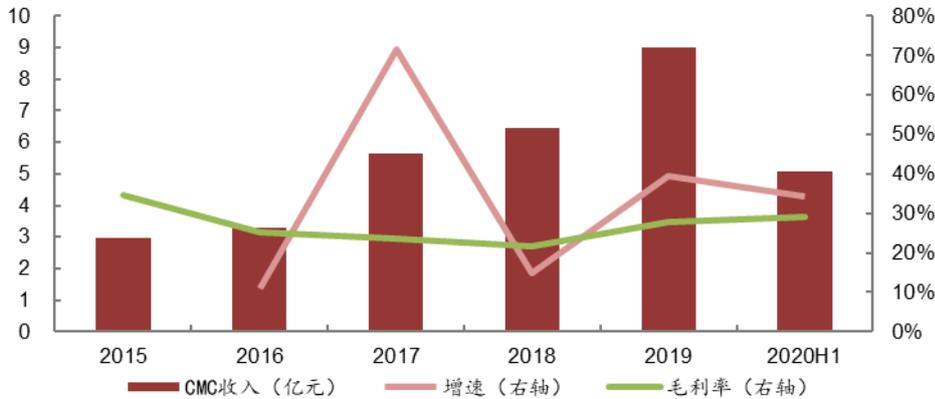
图 36: 康龙化成生物科学毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 产业链协同效应凸显, CMC 和临床 CRO 业务弹性较大

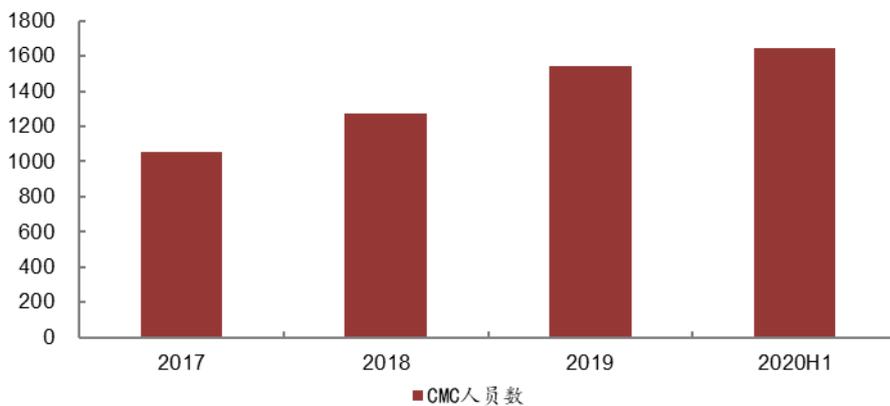
3.2.1 CMC 业务持续受益前端导流, 有望贡献较大业绩弹性

2008 年开始公司布局 CMC 业务, 近几年, 受益于前端实验室化学、生物科学业务的导流, 公司 CMC 业务实现了较快增长, 同时 2019 年毛利率水平也实现稳步提升, 其中收入从 2015 年的 3 亿元增长到 2019 年的 9 亿元, 复合增速达到 31.6%, 2019 年毛利率为 27.8%。2020H1 CMC 收入达到 5 亿元, 同比增长 34.4%, 毛利率为 29%, 收入端继续保持较快增长, 同时盈利能力也在提升。

图 37: 康龙化成 CMC 业务收入和毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

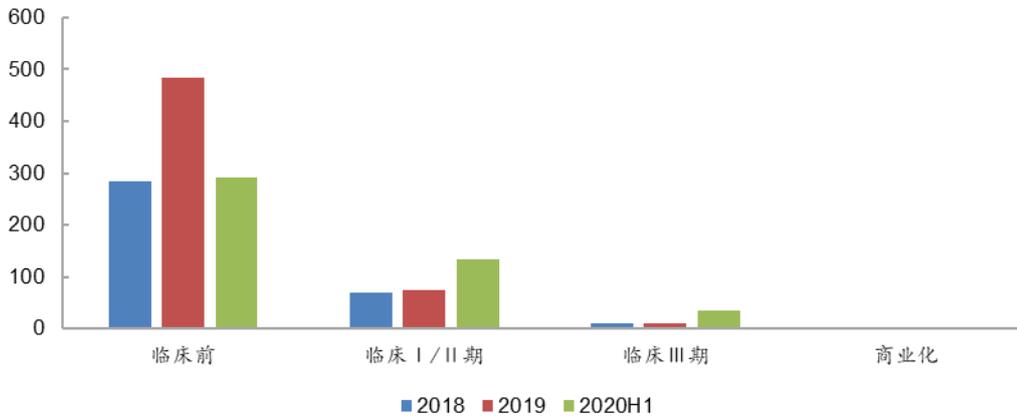
公司 CMC 业务人数也保持较快增长，2017 年、2018 年和 2019 年人数分别为 1053 人、1276 人和 1544 人，复合增速达到 21%，2020H1 人员达到 1646 人。因公司目前 CMC 业务主要集中在临床前，所以对人力需求较大，预计后续随着临床阶段项目占比提升，规模效应逐步凸显，CMC 员工有望保持平稳增长。

图 38: 康龙化成 CMC 业务人员情况 (人)


数据来源：公司公告，西南证券整理

临床前项目向临床阶段推进，有望带动 CMC 业务快速增长。目前公司 CMC 项目中，临床前项目占比较高，且项目增速较快，2019 年国内团队完成及在研项目共 568 个，其中临床前项目达到 485 个，相比 2018 年增加 202 个，临床 I 期 54 个，临床 II 期 20 个，临床 III 期 9 个，2020H1 公司临床前及临床各阶段的药物工艺开发及生产服务中涉及药物分子或中间体 463 个，其中临床三期 35 个，商业化阶段 2 个，临床后期阶段的项目数量显著增加。临床前项目单价较低，毛利率也较低，后续随着临床前项目逐步进入临床阶段，项目单价和毛利率均有望提升，规模效应有望持续凸显，CMC 业务有望实现快速增长，贡献较大业绩弹性。

公司目前仍然在持续加大产能建设力度，后续随着 CMC 项目逐步向 NDA 和商业化阶段推进，公司有望进入商业化品种的 CMO 领域，收入端增长可期。

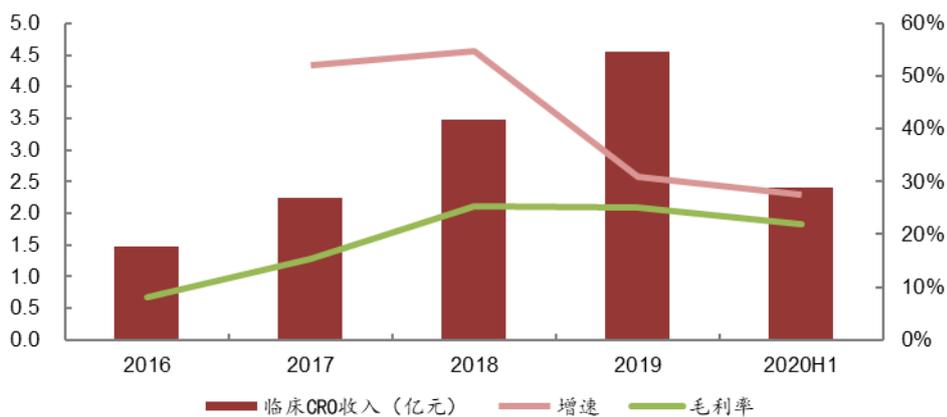
图 39: 康龙化成 CMC 项目情况 (个)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2.2 临床 CRO 持续布局, 收入和毛利率均有较大提升空间

公司的临床研究服务包括临床实验服务、现场管理服务、监管生物分析服务及放射性标记科学。公司进入临床 CRO 业务时间相对较晚, 前期主要通过收购方式在英国、美国布局, 2019 年开始, 公司布局国内临床 CRO 市场, 2019 年 5 月完成对南京思睿的并购, 增加国内的监管及注册、医疗事务、临床运营、数据管理及统计分析和药物警戒等业务。2019 年 6 月完成战略性投资入股北京联斯达, 进入 SMO 领域, 2020 年 7 月, 公司又进一步完成对联斯达的控股。截至 2019 年, 公司临床 CRO 业务员工总数达到 556 人, 相比 2018 年增加 281 人。

随着公司临床 CRO 业务的不断布局, 收入也从 2016 年的 1.5 亿元增长到 2019 年的 4.6 亿元, 复合增速达到 45.3%, 毛利率从 2015 年的 8% 增长到 2019 年的 25%, 2020 年上半年, 公司临床 CRO 收入为 2.4 亿元, 同比增长 27.5%。

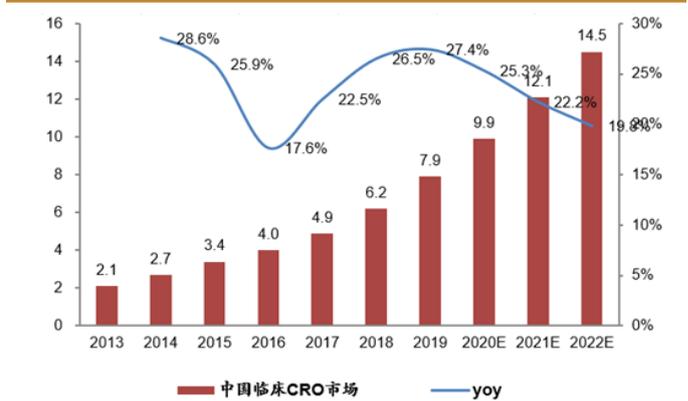
图 40: 康龙化成临床 CRO 收入及毛利率情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

临床 CRO 行业增速较快，市场空间广阔。全球临床 CRO 市场规模从 2013 年的 218 亿美元增长到 2019 年的 365 亿美元，复合增速为 9%，预计未来仍将保持 8%-10% 的增速。我国临床 CRO 市场规模从 2013 年的 147 亿元增长到 2019 年的 553 亿元，复合增速达到 24.7%，预计未来随着海外创新药来我国做临床的逐步增加以及国内创新药研发逐步向临床阶段的推进，我国临床 CRO 市场规模有望继续保持 20% 的增速。

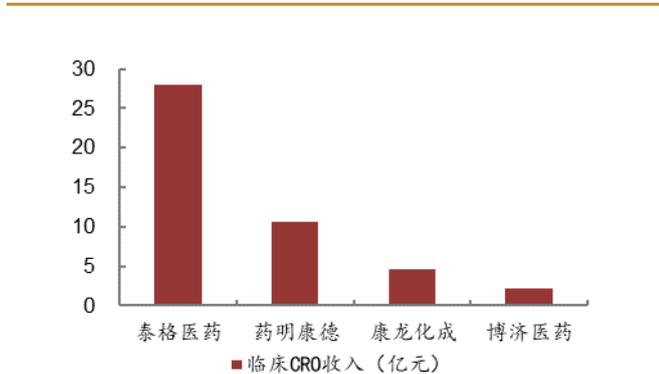
图 41：2013-2022 年全球临床 CRO 市场（十亿美元）


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

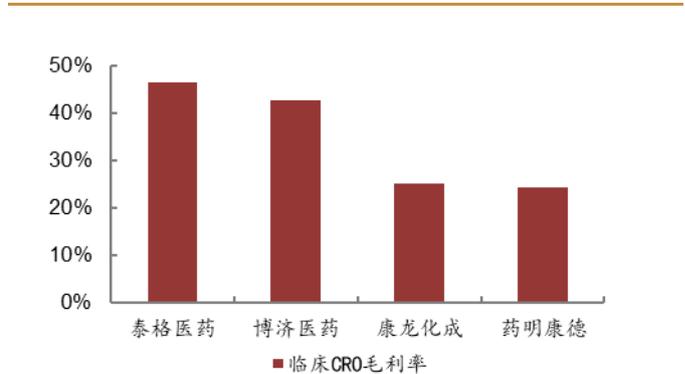
图 42：2013-2022 年中国临床 CRO 市场（十亿美元）


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

目前国内泰格医药是临床 CRO 的龙头，其次博济医药也以临床 CRO 为主业，对比来看，公司临床 CRO 业务发展时间较晚，收入水平也低于泰格医药和药明康德，毛利率水平低于泰格医药和博济医药，但与药明康德处于同一水平。目前国内临床 CRO 发展较快，预计公司收入和毛利率均有较大提升空间。

图 43：国内 CRO 企业临床 CRO 业务收入对比（2019）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：国内 CRO 企业临床 CRO 业务毛利率对比（2019）


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 产业链延伸加速，一体化布局带动长期发展

目前随着中小型创新药企业、科研单位和高校研发需求的增加，我国 CXO 企业 CRO+CDMO 一体化是重要的发展趋势，其中 CRO 企业可以凭借前端业务优势向后端 CDMO 业务导流，实现收入和利润快速放大，CDMO 企业也可以通过布局 CRO 增强业务导流能力，进一步带动 CDMO 业务发展。整体来看，大型企业已经率先开始产业链布局，龙

头药明康德已经实现了 CRO+CDMO 的一体化发展，CDMO 企业如凯莱英、博腾股份等也都在布局 CRO 等业务，康龙化成作为临床前 CRO 龙头之一，近几年在 CMC、临床 CRO 等领域加速布局，产业链布局现雏形。

表 5：我国 CXO 企业业务对比

公司名称	药学研究			临床前研究			临床研究	CMO	商业化
	药物发现	原料药	制剂	生物分析	药效、药代动力学	毒理学	临床 CRO		
药明康德	√	√	√	√	√	√	√	√	√
康龙化成	√	√	√	√	√	√	√	√	
量子生物	√	√	√	√	√	√		√	√
昭衍新药				√	√	√	1 期、BE、药物警戒		
泰格医药		√	√	√	√	√	√		
美迪西	√	√	√	√	√	√			
维亚生物	√								
成都先导	√								
亚太医药				√	√	√	√		
博济医药				√	√	√	√		
博腾股份		√	√					√	√
九洲药业		√	√					√	√
凯莱英		√	√				√	√	√

资料来源：公司公告，西南证券整理

目前，公司持续较快布局的 CMC 和临床 CRO 已经开始带动业绩实现较快增长，未来也将是公司中长期业绩的核心增长点。长期来看，公司将进一步加速一体化布局，目前体量较小的生物科学、临床 CRO 等将迎来快速发展，同时，公司的 CMC 业务有望随着项目研发的推进而进一步向下游延伸，进入中间体、原料药和制剂的 CMO 领域，带动收入和利润体量快速扩大的同时，实现公司从药物发现、生物科学、临床 CRO 到 CMO 的全产业链一体化布局，一站式服务能力、盈利水平、客户粘性和品牌力将持续提升，有望迎来多业务协同发展的长期发展趋势。

图 45：产业链一体化布局优势显著



数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 公司实验室业务发展时间较长, 其中实验室化学整体比较成熟, 有望伴随行业发展保持较快增长, 生物科学有望受益实验室化学业务导流, 保持较快增长, 预计 2020-2022 年实验室业务收入增速分别为 37%、33%和 30%, 毛利率分别为 41%、42%和 43%;

假设 2: 公司 CMC 业务目前主要集中在临床前, 临床前项目单价较低, 毛利率也较低, 后续随着临床前项目逐步进入临床阶段, 项目单价和毛利率均有望提升, 规模效应有望持续凸显, CMC 业务有望实现快速增长, 贡献较大业绩弹性。预计 2020-2022 年 CMC 业务收入增速分别为 40%、38%和 35%, 毛利率分别 38%、40%和 42%;

假设 3: 公司临床 CRO 业务的已经形成了中国、美国和英国的三地布局, 临床 CRO 市场空间较大, 预计随着公司在国内布局的加速, 有望迎来加速发展, 预计 2020-2022 年临床 CRO 业务收入增速分别为 30%、35%和 30%, 毛利率分别为 25%、30%和 35%。

表 3: 分业务收入及毛利预测

单位: 百万元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
实验室业务	收入	1895.8	2379.5	3255.4	4333.3	5633.3
	增速	35.9%	25.5%	36.8%	33.1%	30.0%
	成本	1190.6	1420.6	1908.6	2510.6	3225.0
	毛利率	37.2%	40.3%	41.4%	42.1%	42.8%
	毛利	705.24	958.94	1346.76	1822.72	2408.29
CMC	收入	645.8	901.6	1262.2	1741.9	2351.6
	增速	14.7%	39.6%	40.0%	38.0%	35.0%
	成本	505.2	651.2	782.6	1045.1	1363.9
	毛利率	21.8%	27.8%	38.0%	40.0%	42.0%
	毛利	140.66	250.37	479.65	696.76	987.65
临床 CRO	收入	347.5	456.3	593.2	800.8	1041.0
	增速	54.3%	31.3%	30.0%	35.0%	30.0%
	成本	259.5	342.3	444.9	560.6	676.7
	毛利率	25.3%	25.0%	25.0%	30.0%	35.0%
	毛利	88.02	113.94	148.30	240.24	364.37
其他	收入	19	19.8	20.8	21.8	22.9
	增速	17.3%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	9.0	7.8	8.2	8.6	9.0
	毛利率	52.8%	60.6%	60.6%	60.6%	60.6%
	毛利	10.0	12.0	12.6	13.2	13.9
合计	收入	2908.1	3757.2	5131.6	6897.8	9048.8
	增速	26.8%	29.2%	36.6%	34.4%	31.2%

单位：百万元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	成本	1963.5	2422.8	3144.3	4124.8	5274.6
	毛利率	32.5%	35.5%	38.7%	40.2%	41.7%
	毛利	944.67	1334.38	1987.31	2772.95	3774.20

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 51.3 亿元、69 亿元和 90.5 亿元，归母净利润分别为 11.6 亿元、15.8 亿元和 21 亿元，EPS 分别为 1.46 元、1.98 元和 2.64 元，对应 PE 分别为 75 倍、55 倍和 41 倍。

4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) 有杠杆 β 系数为 0.92；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 4：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	15
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	2.7%
市场组合报酬率 Rm	10%
有效税率 Tx	15%
过渡期增长率	25%
有杠杆 β 系数	0.92
债务资本成本 Kd	3%
债务资本比重 Wd	1.2%
股权资本成本 Ke	9.4%
WACC	9.3%

数据来源：西南证券

表 5：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	72312.63
净债务价值	-5065.00
股票价值	77377.63
每股价值	97.41

数据来源：西南证券

表 6: FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	7.84%	8.34%	8.84%	9.34%	9.84%	10.34%	10.84%
1.5%	117.69	105.63	95.43	86.73	79.23	72.74	67.07
2.0%	123.74	110.40	99.24	89.80	81.74	74.79	68.76
2.5%	130.91	115.99	103.65	93.33	84.58	77.11	70.67
3.0%	139.57	122.62	108.82	97.41	87.84	79.74	72.81
3.5%	150.23	130.63	114.95	102.18	91.62	82.76	75.25
4.0%	163.66	140.48	122.36	107.86	96.04	86.26	78.05
4.5%	181.12	152.89	131.46	114.71	101.29	90.35	81.28

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 97.41 元。

4.3 相对估值

公司成立之初以实验室化学作为切入点, 深耕药物发现等领域, 逐步向生物科学、CMC、临床 CRO 等领域延伸, 产业链布局已经初步完善, 协同效应逐步凸显。CMC、临床 CRO 等业务有望在中长期内带动公司业绩实现快速增长, 2020-2022 年业绩复合增速有望达到 44.7%。长期来看, 公司将实现从药物发现、生物科学、临床 CRO 到 CMO 的全产业链一体化布局, 多业务协同发展潜力巨大。

我们选取了行业中与康龙化成业务最为相近的药明康德、凯莱英、泰格医药和昭衍新药四家公司, 可比公司 2020 年市盈率为 92 倍, 2021 年市盈率为 71 倍。康龙化成的业务布局速度较快, 全产业链布局值得期待, 业绩成长确定性强, 给予公司 2021 年 70 倍 PE, 对应目标价 138.6 元。我们看好公司未来成为 CRO+CDMO 一体化企业, 成长潜力较大, 上调至“买入”评级。

表 7: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300347.SZ	泰格医药	122.99	1.12	1.94	2.20	2.69	110	63	56	46
603127.SH	昭衍新药	124.30	1.10	1.05	1.42	1.89	113	118	88	66
002821.SZ	凯莱英	237.75	2.39	3.10	4.11	5.39	99	77	58	44
603259.SH	药明康德	129.21	1.12	1.19	1.53	1.98	115	109	84	65
平均值							109	92	71	55

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

国内创新药研发热度下降风险, 海外产能向国内转移不及预期风险, 相关政策推进不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3757.16	5131.60	6897.80	9048.78	净利润	530.67	1156.28	1575.48	2095.52
营业成本	2422.78	3144.29	4124.85	5274.58	折旧与摊销	319.78	217.61	224.08	232.33
营业税金及附加	31.24	42.92	58.37	76.05	财务费用	72.21	51.32	6.90	9.05
销售费用	72.99	99.55	127.61	167.40	资产减值损失	-1.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	495.59	692.77	862.23	1131.10	经营营运资本变动	-133.08	-427.13	-311.96	-384.67
财务费用	72.21	51.32	6.90	9.05	其他	150.03	-272.26	-139.92	-93.27
资产减值损失	-1.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	938.59	725.81	1354.58	1858.96
投资收益	-18.69	270.00	150.00	100.00	资本支出	-484.21	-250.00	-310.00	-370.00
公允价值变动损益	25.43	0.00	0.00	0.00	其他	-560.99	170.00	50.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1045.20	-80.00	-260.00	-370.00
营业利润	631.49	1370.76	1867.85	2490.60	短期借款	-167.89	86.05	100.00	100.00
其他非经营损益	1.06	9.90	8.90	7.87	长期借款	-334.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	632.55	1380.66	1876.75	2498.47	股权融资	5039.52	0.00	0.00	0.00
所得税	101.88	224.38	301.27	402.95	支付股利	-72.19	-109.44	-231.26	-315.10
净利润	530.67	1156.28	1575.48	2095.52	其他	-219.45	-194.49	3.10	0.95
少数股东损益	-16.52	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	4245.88	-217.88	-128.15	-214.14
归属母公司股东净利润	547.19	1156.28	1575.48	2095.52	现金流量净额	4134.98	427.93	966.42	1274.81
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4459.85	4887.78	5854.20	7129.01	成长能力				
应收和预付款项	944.66	1291.18	1734.85	2275.81	销售收入增长率	29.20%	36.58%	34.42%	31.18%
存货	157.40	206.39	272.40	349.97	营业利润增长率	66.16%	117.07%	36.26%	33.34%
其他流动资产	382.54	333.67	385.38	448.35	净利润增长率	56.53%	117.89%	36.25%	33.01%
长期股权投资	131.25	131.25	131.25	131.25	EBITDA 增长率	48.80%	60.21%	28.00%	30.17%
投资性房地产	46.01	46.01	46.01	46.01	获利能力				
固定资产和在建工程	2702.74	2748.33	2837.44	2968.31	毛利率	35.52%	38.73%	40.20%	41.71%
无形资产和开发支出	623.86	631.15	648.44	675.72	三费率	17.06%	16.44%	14.45%	14.45%
其他非流动资产	486.73	566.24	645.76	725.28	净利率	14.12%	22.53%	22.84%	23.16%
资产总计	9935.04	10842.00	12555.73	14749.71	ROE	6.77%	13.02%	15.41%	17.45%
短期借款	213.95	300.00	400.00	500.00	ROA	5.34%	10.66%	12.55%	14.21%
应付和预收款项	394.79	512.55	675.51	865.87	ROIC	15.63%	27.55%	32.02%	37.62%
长期借款	542.03	542.03	542.03	542.03	EBITDA/销售收入	27.24%	31.95%	30.43%	30.19%
其他负债	946.25	604.88	711.43	834.62	营运能力				
负债合计	2097.02	1959.47	2328.96	2742.52	总资产周转率	0.52	0.49	0.59	0.66
股本	794.39	794.39	794.39	794.39	固定资产周转率	1.56	2.08	2.81	3.66
资本公积	5964.89	5964.89	5964.89	5964.89	应收账款周转率	4.91	4.98	4.96	4.91
留存收益	1078.24	2125.09	3469.31	5249.74	存货周转率	16.78	16.75	16.83	16.64
归属母公司股东权益	7767.06	8811.58	10155.81	11936.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.82%	—	—	—
少数股东权益	70.95	70.95	70.95	70.95	资本结构				
股东权益合计	7838.02	8882.54	10226.76	12007.19	资产负债率	21.11%	18.07%	18.55%	18.59%
负债和股东权益合计	9935.04	10842.00	12555.73	14749.71	带息债务/总负债	36.05%	42.97%	40.45%	38.00%
					流动比率	4.68	5.99	5.57	5.41
					速动比率	4.56	5.80	5.38	5.23
					股利支付率	13.19%	9.46%	14.68%	15.04%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1023.47	1639.68	2098.83	2731.97	每股收益	0.69	1.46	1.98	2.64
PE	157.59	74.58	54.73	41.15	每股净资产	9.78	11.09	12.78	15.03
PB	11.10	9.79	8.49	7.22	每股经营现金	1.18	0.91	1.71	2.34
PS	22.95	16.80	12.50	9.53	每股股利	0.09	0.14	0.29	0.40
EV/EBITDA	80.19	49.69	38.36	29.00					
股息率	0.08%	0.13%	0.27%	0.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn