

2021年03月29日

康龙化成 (300759.SZ)

公司快报

医药 | 医疗服务 III

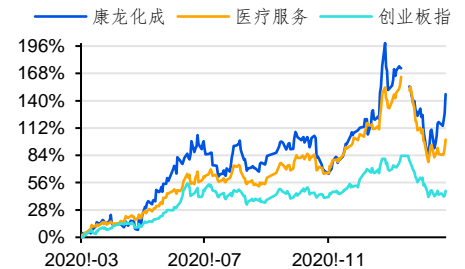
 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2021-03-26) **139.91 元**

交易数据

总市值(百万元)	111,142.75
流通市值(百万元)	39,627.18
总股本(百万股)	794.39
流通股本(百万股)	283.23
12个月价格区间	55.00/169.66 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.67	22.5	110.55
绝对收益	6.88	19.07	154.75

分析师

王睿
 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

报告联系人

徐梓煜
 xuziyou@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

- 康龙化成: 实验室龙头企业, Q3 延续二季度高增速 2020-10-28
- 康龙化成: 疫情下业绩超预期, 海外订单持续流入 2020-08-27
- 康龙化成: Q2 业绩再加速, 上半年业绩超预期 2020-07-15
- 康龙化成: 一季度业绩超预期, 二季度有望再加速 2020-04-28
- 康龙化成: 黄金赛道龙头企业, 业绩符合预期 2020-03-30

业绩符合预期, 持续扩大产业版图

投资要点

- ◆ **事件:** 公司公布 2020 年年报, 公司 2020 年实现营业收入 51.34 亿元, 同比增长 36.64%; 归母净利润 11.72 亿元, 同比增长 114.25%; 扣非净利润 8.01 亿元, 同比增长 58.51%; 经营性现金流 16.49 亿元, 同比增长 75.65%。非经常损益主要因为参股公司 Zentalis 公允价值变动和汇兑损失所致。公司业绩总体符合市场预期。
- ◆ **实验室服务业务加速成长, 产能扩建加速释放。**在全球新药研发高景气 and 国内研发渗透率持续增加的大背景下, 叠加 2020 年海外疫情影响, 公司通过对全球资源的调和和领先的实验室服务能力, 承接了大量海外流入订单。同时依托于研发技术增强和各板块间业务联动加强的优势, 公司实验室业务实现收入 32.63 亿元, 同比增长 37.12%; 得益于规模效应, 毛利率提升 2.48pct 至 42.74%。**团队建设方面,**截止 2020 年 12 月底, 公司实验室服务科研人员达 5685, 同比增长 32.2%; 其中生命科学服务板块 1600 多人, 服务能力初具规模, 开始进入快速发展时期。**产能扩张方面,**公司 2020 年完成北京地区 22,500 平方米实验室服务设施的扩张并投入使用。杭州湾生命科技产业园二期的第一部分 120,000 平方米实验室基本建成, 预计于 2021 年 Q1 开始陆续投入使用。第二部分 42,000 平方米的建设预计在 2021 年年内完成。
- ◆ **CMC 服务稳健增长, 2021 年产能大量增加。**国内 CMC 产能在 Q1 受到一定影响, Q2 随着国内疫情缓解, 该业务开始高弹性恢复。受益于大量优质药物发现项目进入开发期和产能的扩张, 公司 2020 年 CMC 服务实现营收 12.22 亿元, 同比增长 35.54%; 毛利率提升 4.96pct 至 32.73%。公司不断提升 CMC 服务能力, 加强中英团队合作, 2020 年进行化学工艺开发及生产服务的药物分子达 739 个, 其中临床前项目 487 个, 临床 I-II 期 202 个, 临床 III 期 47 个, 商业化阶段 3 个。药物制剂开发团队完成 GMP 项目 26 个。为解决受到疫情影响而无法现场审计的问题, 公司及时推出远程线上审计等灵活服务, 并通过了全球前 20 药企的 55 次 QA 审计。**团队建设方面,**公司 CMC 服务员工 1,934 人, 同比增长 25.3%, 积极扩充团队, 以满足快速增长的服务需求。**产能扩张方面,**天津工厂三期的 40,000 平米工程建设工作在 2020 年底基本完成, 预计于 2021 年 Q1 投入, 将大大增加公司在 CMC (小分子 CDMO) 的工艺开发能力。此外, 绍兴工厂 81,000 平方米项目完成后, 将增加化学反应釜容量 600 立方米, 其中 200 立方米预计在 2021 年下半年交付使用, 余下 400 立方米将于 2022 年完成。
- ◆ **临床服务业务受疫情影响, 2021 年有望恢复高增速和盈利能力。**二季度海外临床业务受到较大影响, 尤其是美国临床 I 期中心, 但公司凭借独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台, 公司海外临床服务业绩总体好于预期。国内临床业务在 Q1 受到影响, Q2 开始逐步恢复。2020 年公司临床业务实现营收 6.29 亿元, 同比增长 37.94%, 毛利率下降至 18.78%。随着 2021 年海外疫情开始平复, 临床服务业务有望恢复疫情前的高增速和利润水平。

- ◆ **CRO 行业维持高景气，公司三大业务享受红利。**受到政策推动、老龄化、市场高关注度等影响，我国医药市场维持高速发展，尤其是创新药行业。同时由于近年来新药研发成本升高，研发成本上升等问题，医药研发外包市场成为最优选择，行业维持极高景气度。根据前瞻研究院数据，2013-2017 年我国 CRO 行业规模符合增长率为 24.4%，2017-2022 年复合增长率可达 27.7%，CRO 行业渗透率到 2022 年有望达到 40%以上，行业空间极大。公司为国内 CRO 行业龙头之一，从实验室化学出发，逐渐深入覆盖 CRO 服务，提供从小分子药物研发、CMC 到药物安评、临床研究的全程一体化服务。实验室化学为公司业务的基石，让公司在化合物设计和合成、靶点选择、成药性研究等领域积累了丰富经验，并培养了强大实力的核心团队。同时为公司下游产业延伸提供了坚实的基础。随着公司客户基础、科研技术的持续提升，我们预计公司实验室服务业务将保持高速稳定的增长，增速将维持在 30%左右。作为公司在 CRO 产业链上的延伸，CMC 业务和临床研究业务为近年公司主要培养的对象。目前公司 CMC 服务已可满足临床三期药物的工艺研发及生产需求。随着药品上市持有人制度的推广和新药研发市场持续增加的景气度，同时借助公司化学实验室带来的协同效应，公司 CMC 业务有望保持接近 35%的增速。临床研究业务稍处于偏早期阶段，且受到疫情影响较大，随着疫苗接种范围扩大，业绩增速有望恢复到 30%左右。公司三大业务将为公司在国内 CRO 黄金赛道上持续发展提供稳定动力。
- ◆ **持续优质投资，扩大全产业链版图。**在做好三大业务发展的同时，公司加速对产业链上新业务的延伸。2020 年 11 月公司收购 Absorption Systems LLC 及其全资子公司，其擅长在转运体、人体药代动力学预测和转化药剂学领域的研发服务，并在细胞和基因疗法评估能力和眼科、医疗器械方面实验室服务方面拥有一流实力。通过结合 Absorption Systems 在 DMPK/ADME 方面的优势积累，完善公司的全球服务网络，进一步加强公司 DMPK 一体化服务平台的领先地位。2021 年 2 月与艾伯维公司签订协议收购其子公司 Allergan Biologics Limited，完善细胞和基因产品的 CDMO 服务能力。通过对优质资产的收购，公司开始对细胞和基因疗法等大分子业务的建设，有望与公司现有业务形成联动。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测 2021 年至 2023 年营业收入分别为 67.4 亿元、87.3 亿元和 112.2 亿元，同比增长分别为 31.2%、29.7%和 28.5%；归母净利润分别为 14.33 亿元、18.29 亿元和 24.31 亿元，同比增长分别为 22.2%、27.6%和 32.9%；对应 EPS 分别为 1.80 元、2.30 元和 3.06 元；对应 PE 分别为 78 倍、61 倍和 46 倍。公司受益于全球性 CRO 转移和国内新药高景气，我们看好公司实验室化学和 CMC 业务的高成长能力，维持“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**订单扩展不及预期、市场竞争加剧、行业景气度下降、海外疫情好转后订单回流

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,757	5,134	6,735	8,732	11,221
YoY(%)	29.2	36.6	31.2	29.7	28.5
净利润(百万元)	547	1,172	1,433	1,829	2,431
YoY(%)	61.3	114.3	22.2	27.6	32.9
毛利率(%)	35.5	37.5	39.0	40.2	41.6
EPS(摊薄/元)	0.69	1.48	1.80	2.30	3.06
ROE(%)	6.8	12.8	13.6	15.0	16.7
P/E(倍)	203.1	94.8	77.6	60.8	45.7
P/B(倍)	14.3	12.5	10.8	9.2	7.7
净利率(%)	14.6	22.8	21.3	20.9	21.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5944	5540	6346	7170	8393	营业收入	3757	5134	6735	8732	11221
现金	4460	2942	3614	3846	4326	营业成本	2423	3210	4110	5222	6549
应收票据及应收账款	857	1077	1545	1798	2533	营业税金及附加	31	33	52	69	85
预付账款	5	10	7	16	12	营业费用	73	93	117	161	205
存货	157	282	231	450	385	管理费用	496	653	805	1061	1381
其他流动资产	465	1230	950	1059	1137	研发费用	63	105	133	196	266
非流动资产	3991	6368	6808	8402	9626	财务费用	72	82	15	68	105
长期投资	131	280	400	529	651	资产减值损失	-1	-4	0	0	0
固定资产	2485	2723	3633	4736	5944	公允价值变动收益	25	191	54	67	84
无形资产	421	566	658	768	845	投资净收益	-19	157	81	94	101
其他非流动资产	953	2799	2117	2368	2185	营业利润	631	1324	1638	2117	2815
资产总计	9935	11909	13154	15572	18020	营业外收入	3	1	11	10	6
流动负债	1270	1982	2005	2368	2495	营业外支出	2	5	3	3	3
短期借款	214	377	377	377	377	利润总额	633	1319	1646	2123	2818
应付票据及应付账款	118	191	205	299	333	所得税	102	172	238	303	398
其他流动负债	938	1413	1423	1692	1785	税后利润	531	1147	1408	1820	2420
非流动负债	827	993	807	1021	986	少数股东损益	-17	-25	-25	-9	-11
长期借款	542	395	365	501	505	归属母公司净利润	547	1172	1433	1829	2431
其他非流动负债	285	598	442	520	481	EBITDA	867	1648	1947	2584	3459
负债合计	2097	2975	2812	3389	3481						
少数股东权益	71	63	39	30	19	主要财务比率					
股本	794	794	794	794	794	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	5965	6028	6028	6028	6028	成长能力					
留存收益	1078	2131	3395	4983	7131	营业收入(%)	29.2	36.6	31.2	29.7	28.5
归属母公司股东权益	7767	8870	10303	12153	14519	营业利润(%)	66.2	109.6	23.7	29.3	33.0
负债和股东权益	9935	11909	13154	15572	18020	归属于母公司净利润(%)	61.3	114.3	22.2	27.6	32.9
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	35.5	37.5	39.0	40.2	41.6
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	14.6	22.8	21.3	20.9	21.7
经营活动现金流	939	1649	1149	2246	2311	ROE(%)	6.8	12.8	13.6	15.0	16.7
净利润	531	1147	1408	1820	2420	ROIC(%)	5.2	10.9	11.8	13.0	14.8
折旧摊销	320	368	364	536	724	偿债能力					
财务费用	72	82	15	68	105	资产负债率(%)	21.1	25.0	21.4	21.8	19.3
投资损失	19	-157	-81	-94	-101	流动比率	4.7	2.8	3.2	3.0	3.4
营运资金变动	-78	206	-472	-32	-744	速动比率	4.4	2.5	2.9	2.7	3.1
其他经营现金流	75	3	-86	-51	-92	营运能力					
投资活动现金流	-1045	-3371	-307	-2149	-1673	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
筹资活动现金流	4246	-280	-170	134	-157	应收账款周转率	5.0	5.3	5.1	5.2	5.2
						应付账款周转率	21.4	20.7	20.7	20.7	20.7
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.48	1.80	2.30	3.06	P/E	203.1	94.8	77.6	60.8	45.7
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.08	1.45	2.83	2.91	P/B	14.3	12.5	10.8	9.2	7.7
每股净资产(最新摊薄)	9.78	11.17	12.97	15.21	18.19	EV/EBITDA	124.2	66.0	55.6	41.8	31.1

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn