

康龙化成 (300759.SZ)

业绩符合预期，一体化国际化步伐持续加快

公司公告 2020 年报: 2020 年实现收入 51.3 亿元 (同比增长 36.6%)，归母净利润 11.7 亿元 (同比增长 114.3%)，归母扣非后净利润 8.0 亿元 (同比增长 58.5%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 10.6 亿元 (同比增长 93.8%)，经营性现金流净额 16.5 亿元 (同比增长 75.6%)。

各板块增长强劲，盈利能力持续提升: 1) 2020 年疫情之下公司仍实现收入业绩大幅增长，各板块业务增长势头强劲，实验室服务、CMC、临床研究服务收入分别实现同比+37.1%、+35.5%、+37.9%；来自国内、海外客户收入分别实现同比+46.4%、+35.2%；2) 得益于规模效应持续体现，主营业务盈利能力持续提升，公司主营毛利率 (37.4%)、净利率 (22.8%) 分别同比提高 2.0、8.2 个百分点；销售费率、管理费、财务费率稳中有降，分别同比-0.14、-0.47、-0.32 个百分点；3) 剔除参股公司 Zentalis 公允价值变动收益及投资收益、外汇衍生金融工具相关收益等若干偶发、非现金或非经营性项目影响，经调整 Non-IFRS 归母净利润同比大幅增长 93.8%，经营性现金流净额同比大幅增长 75.6%，经营质量优秀。

持续拓展服务边界，一体化国际化平台可期: 公司主营业务精耕细作保持强劲增长的同时，持续加速大分子生物药以及细胞基因治疗等新业务领域拓展，一体化、国际化服务平台建设得到不断完善，看好公司朝向具有多疗法的药物研发服务全球领军企业快速迈进。1) 主营精耕细作：快速扩充客户群体 (新增 721 家合计超过 1500 家) 并维持极高客户黏性 (重复客户贡献超过 90% 收入)；深化产业链上下游业务协同 (生物学服务超过 80% 收入来源于实验室化学客户，CMC 约 77% 收入来源于药物发现现有客户) 的同时加强国际化业务联动 (中英 CMC 团队紧密合作提供定制化服务反馈良好)；积极推进产能建设 (北京宁波实验室产能与天津三期 CMC 产能于 2021Q1 开始使用，绍兴大规模 CMC 产能预计 2021 年下半年投产 200 立方米，2022 年投产另外 400 立方米) 的同时持续加强人才扩充 (中美英三地员工数量超过 1.1 万名，5 年复合增速 27.8%)。2) 拓展服务边界：加快大分子药物发现研究服务能力建设与大分子 CDMO 平台建设 (宁波大分子产能预计在 2022 年下半年投产)；完成对美国 Absorption Systems LLC 及其子公司、艾伯维旗下英国公司 Allergan Biologics Limited 的收购，巩固 DMPK 一体化服务领先地位，拓展布局细胞基因产品的 CDMO 服务领域；完成控股北京联斯达并通过其相继收购松乔医药科技和法荟医疗科技，进一步加强临床研究领域服务能力。

盈利预测与评级: 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.9 亿元、18.4 亿元、24.5 亿元，同比增长 18.8%、31.9%、33.3%；对应 PE 分别为 80 倍、61 倍、46 倍，坚定看好公司发展，维持“买入”评级。

风险提示: 行业监管政策变化风险，医药研发服务需求下降风险，市场竞争加剧风险，核心技术人员流失风险，汇率变动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,757	5,134	6,661	8,631	11,223
增长率 yoy (%)	29.2	36.6	29.7	29.6	30.0
归母净利润 (百万元)	547	1,172	1,392	1,837	2,449
增长率 yoy (%)	61.3	114.3	18.8	31.9	33.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.69	1.48	1.75	2.31	3.08
净资产收益率 (%)	6.8	12.8	13.5	15.3	17.1
P/E (倍)	203.8	95.1	80.1	60.7	45.5
P/B (倍)	14.4	12.6	11.1	9.5	7.9

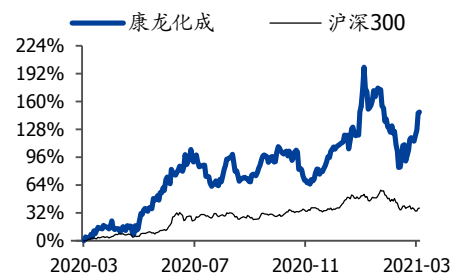
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	医疗服务
前次评级	买入
最新收盘价	140.38
总市值(百万元)	111,516.11
总股本(百万股)	794.39
其中自由流通股(%)	35.65
30 日日均成交量(百万股)	4.37

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 殷一凡

执业证书编号: S0680520080007

邮箱: yinyifan@gszq.com

相关研究

- 1、《康龙化成 (300759.SZ): 业绩预告全年高增，看好盈利能力提升下加速成长》2021-01-26
- 2、《康龙化成 (300759.SZ): 三季度加速增长，盈利能力持续提升》2020-10-30
- 3、《康龙化成 (300759.SZ): 盈利能力持续提升，全年高增长可期》2020-08-26



财务报表和主要财务比率

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	5732	6511	7405	营业收入	3757	5134	6661	8631	11223
现金	4460	2942	2707	2963	3134	营业成本	2423	3210	4085	5205	6655
应收票据及应收账款	857	1077	1432	1819	2408	营业税金及附加	31	33	43	55	72
其他应收款	83	43	120	92	184	营业费用	73	93	107	138	180
预付账款	5	10	9	16	16	管理费用	496	653	733	949	1234
存货	157	282	277	435	475	研发费用	63	105	137	177	230
其他流动资产	383	1187	1187	1187	1187	财务费用	72	82	110	159	215
非流动资产	3991	6368	7394	8736	10300	资产减值损失	-1	-4	0	0	0
长期投资	131	280	430	579	728	其他收益	32	45	0	0	0
固定资产	2485	2723	3588	4722	6082	公允价值变动收益	25	191	60	60	60
无形资产	421	566	658	768	845	投资净收益	-19	157	60	60	60
其他非流动资产	953	2799	2719	2667	2645	资产处置收益	-1	-7	0	0	0
资产总计	9935	11909	13126	15247	17705	营业利润	631	1324	1567	2068	2756
流动负债	1270	1982	2020	2381	2546	营业外收入	3	1	0	0	0
短期借款	214	377	377	377	377	营业外支出	2	5	0	0	0
应付票据及应付账款	118	191	202	300	342	利润总额	633	1319	1567	2068	2756
其他流动负债	938	1413	1440	1705	1827	所得税	102	172	205	270	360
非流动负债	827	993	1049	1121	1158	净利润	531	1147	1362	1797	2396
长期借款	542	395	451	523	560	少数股东损益	-17	-25	-30	-40	-53
其他非流动负债	285	598	598	598	598	归属母公司净利润	547	1172	1392	1837	2449
负债合计	2097	2975	3069	3503	3704	EBITDA	867	1648	1882	2507	3346
少数股东权益	71	63	33	-7	-60	EPS (元)	0.69	1.48	1.75	2.31	3.08
股本	794	794	794	794	794	主要财务比率					
资本公积	5965	6028	6028	6028	6028	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1078	2131	3217	4649	6558	成长能力					
归属母公司股东权益	7767	8870	10024	11750	14060	营业收入(%)	29.2	36.6	29.7	29.6	30.0
负债和股东权益	9935	11909	13126	15247	17705	营业利润(%)	66.2	109.6	18.4	31.9	33.3
						归属于母公司净利润(%)	61.3	114.3	18.8	31.9	33.3
						获利能力					
						毛利率(%)	35.5	37.5	38.7	39.7	40.7
						净利率(%)	14.6	22.8	20.9	21.3	21.8
						ROE(%)	6.8	12.8	13.5	15.3	17.1
						ROIC(%)	5.2	10.9	11.5	13.2	15.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.1	25.0	23.4	23.0	20.9
						净负债比率(%)	-42.2	-17.8	-12.7	-12.0	-10.7
						流动比率	4.7	2.8	2.8	2.7	2.9
						速动比率	4.4	2.5	2.6	2.4	2.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
						应收账款周转率	5.0	5.3	5.3	5.3	5.3
						应付账款周转率	21.4	20.7	20.7	20.7	20.7
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.69	1.48	1.75	2.31	3.08
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.08	1.64	2.66	3.18
						每股净资产(最新摊薄)	9.78	11.17	12.62	14.79	17.70
						估值比率					
						P/E	203.8	95.1	80.1	60.7	45.5
						P/B	14.4	12.6	11.1	9.5	7.9
						EV/EBITDA	124.6	66.2	58.1	43.6	32.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

事件.....	4
公司公告 2020 年年报	4
点评	5
主营业务精耕细作，三大板块增长强劲	5
持续拓展服务边界，一体化国际化平台可期	7
风险提示	7

图表目录

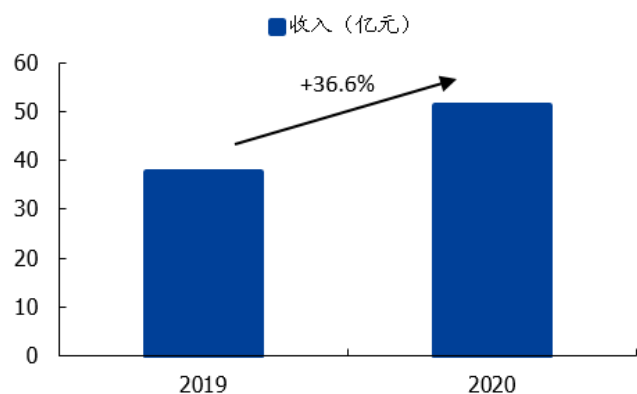
图表 1: 康龙化成收入增长情况	4
图表 2: 康龙化成归母净利润增长情况	4
图表 3: 康龙化成经调整 Non-IFRS 归母净利润增长情况	4
图表 4: 康龙化成经营性现金流净额增长情况	4
图表 5: 康龙化成毛利率、净利率变化情况	5
图表 6: 康龙化成期间费用率变化情况	5
图表 7: 康龙化成实验室服务收入变化情况	6
图表 8: 康龙化成实验室服务毛利变化情况	6
图表 9: 康龙化成 CMC 服务收入变化情况	6
图表 10: 康龙化成 CMC 服务毛利变化情况	6
图表 11: 康龙化成临床研究服务收入变化情况	7
图表 12: 康龙化成临床研究服务毛利变化情况	7

事件

公司公告 2020 年年报

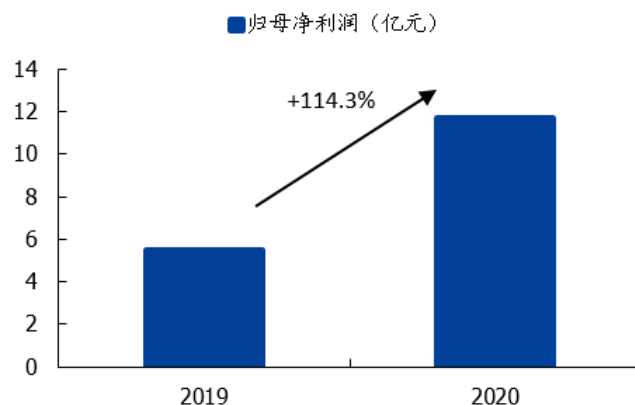
报告期内，公司实现收入 51.3 亿元，同比增长 36.6%；归母净利润 11.7 亿元，同比增长 114.3%；归母扣非后净利润 8.0 亿元，同比增长 58.5%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 10.6 亿元，同比增长 93.8%；经营性现金流净额 16.5 亿元，同比增长 75.6%。

图表 1: 康龙化成收入增长情况



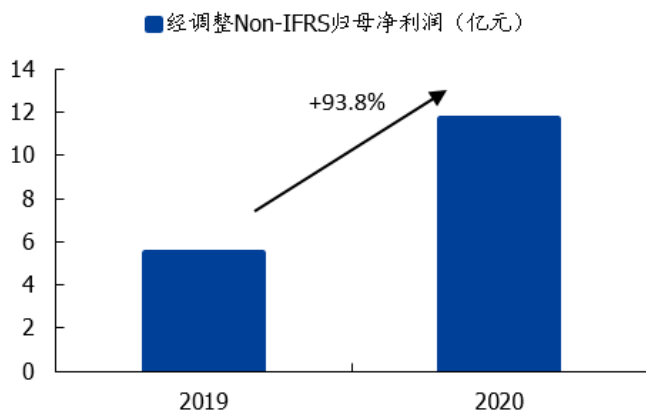
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 康龙化成归母净利润增长情况



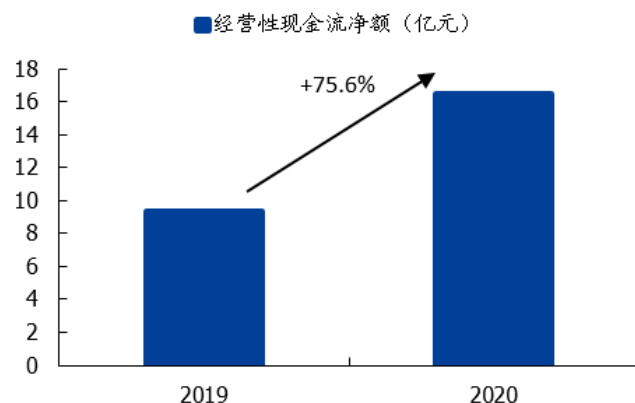
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 康龙化成经调整 Non-IFRS 归母净利润增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

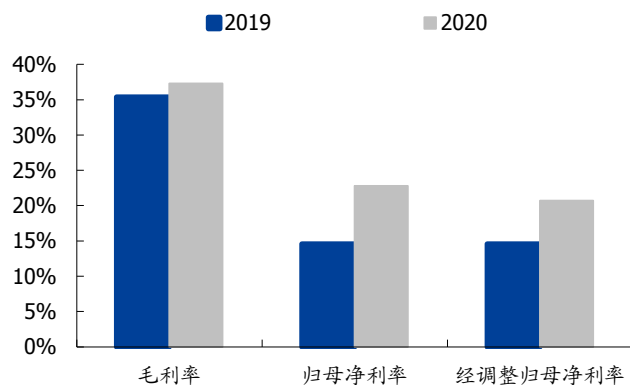
图表 4: 康龙化成经营性现金流净额增长情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

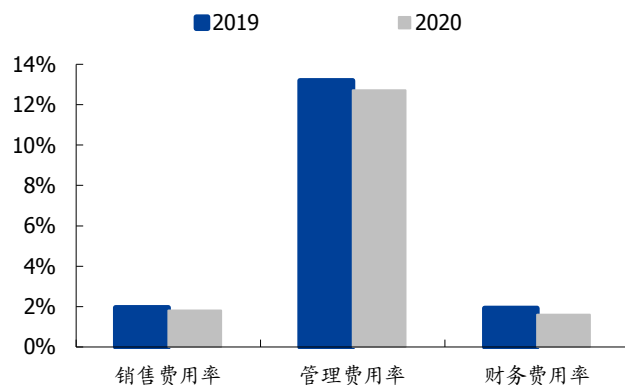
报告期内，公司实现毛利率 37.3%，同比+2.0 个百分点；归母净利率 22.8%，同比+8.2 个百分点；经调整 Non-IFRS 归母净利率 20.7%，同比+6.1 个百分点；销售费率、管理费用率、财务费率分别同比-0.14、-0.47、-0.32 个百分点。

图表 5: 康龙化成毛利率、净利率变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 康龙化成期间费用率变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

点评

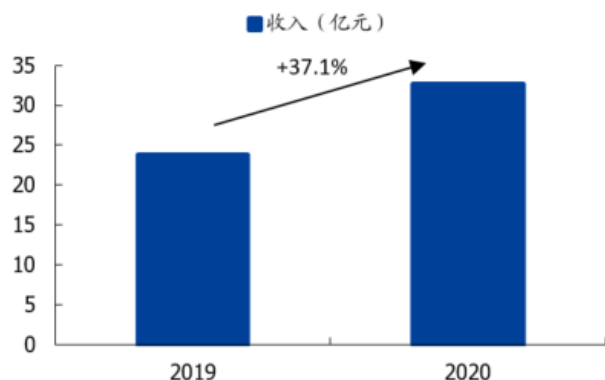
主营业务精耕细作，三大板块增长强劲

2020 年疫情之下公司仍实现收入业绩大幅增长，各板块业务增长势头强劲，实验室服务、CMC、临床研究服务收入分别实现同比+37.1%、+35.5%、+37.9%；分地区来看，来自国内、海外客户收入分别实现同比+46.4%、+35.2%；得益于规模效应持续体现，盈利能力持续提升，公司主营毛利率（37.4%）、净利率（22.8%）分别同比提高 2.0、8.2 个百分点；销售费率、管理费率、财务费率稳中有降，分别同比-0.14、-0.47、-0.32 个百分点。

1) 实验室服务

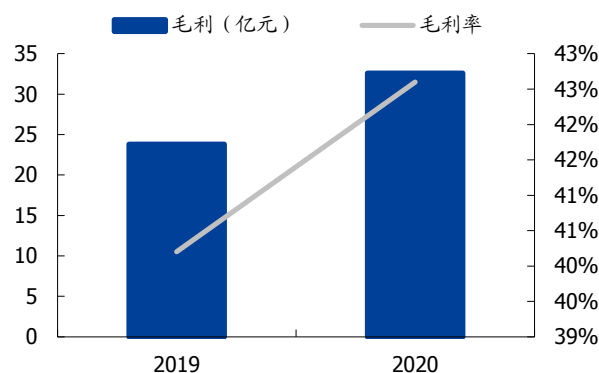
- 海外疫情影响下，仍然加速推进客户新药研发工作，承接了更多客户订单，实验室服务收入快速增长，报告期内实现收入 32.6 亿元，同比增长 37.2%；实现毛利率 42.7%，同比提高 2.5 个百分点；实验室服务员工数量相比期初增加 1384 人至 5685 人。
- 实验室化学服务持续稳健增长，拥有近 4000 名科研人才，保持全球范围内的规模与能力优势；生物科学服务 1600 多名科研人才，进入发展的快车道，收入占比进一步由 37.7%提升至 41.3%（包括 2020 年 11 月完成收购 Absorption Systems 后新增美国实验室服务的影响），后续有望持续提升。
- 2020 年 11 月完成对美国 Absorption Systems 的收购，进一步加强美国实验室服务能力（大分子、小分子药物开发中所需的 DMPK/ADME 和生物分析），巩固公司药物发现及开发全流程的 DMPK 一体化服务平台的领先地位，也将业务拓展至细胞和基因疗法的药品评估服务以及眼科疾病和医疗器械产品方面的实验室服务。
- 北京地区增加 2.25 万平方米实验室服务设施，宁波园区二期的第一部分 12 万平方米实验室的建设工作已基本完成，预计于 2021 年第一季度开始陆续投入使用。

图表 7: 康龙化成实验室服务收入变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 康龙化成实验室服务毛利变化情况

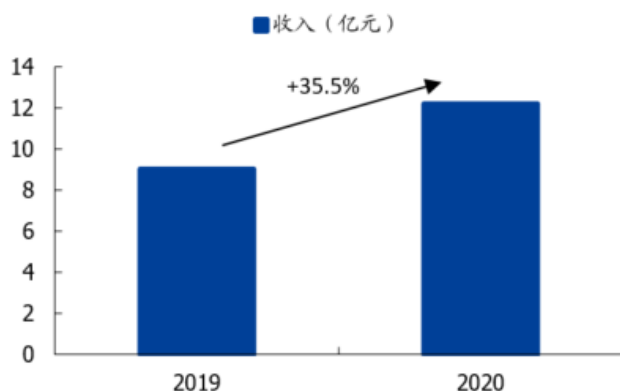


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2) CMC 服务

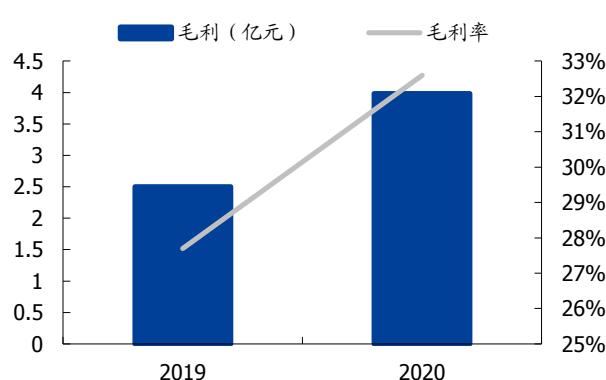
- 随着前期积累的众多药物发现项目进入药物开发阶段、CMC 服务范围拓展及技术能力提升、产能的不断扩大,以及国内创新药市场快速发展,公司 CMC 服务能力进一步提升,中国及英国团队合作更加紧密,订单质量持续提高,板块收入持续增长。报告期内实现收入 12.2 亿元,同比增长 35.5%;实现毛利率 32.7%,同比提高 5.0 个百分点;CMC 服务员工数量相比期初增加 390 人至 1934 人。
- 目前公司 CMC 服务共涉及药物分子或中间体 739 个,其中临床前项目 487 个,临床 I-II 期 202 个,临床 III 期 47 个,商业化阶段 3 个。药物制剂开发团队继续研发能力的培育,在 2020 年完成 26 个 GMP 项目。
- 产能方面,公司基本完成天津三期(4 万平米)工程建设工作,于 2021 年 Q1 投产;绍兴一期(8.1 万平米)支持临床后期与商业化生产的 CMC 产能,预计 2021 年下半年投产 200 立方米,2022 年投产另外 400 立方米。

图表 9: 康龙化成 CMC 服务收入变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 康龙化成 CMC 服务毛利变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

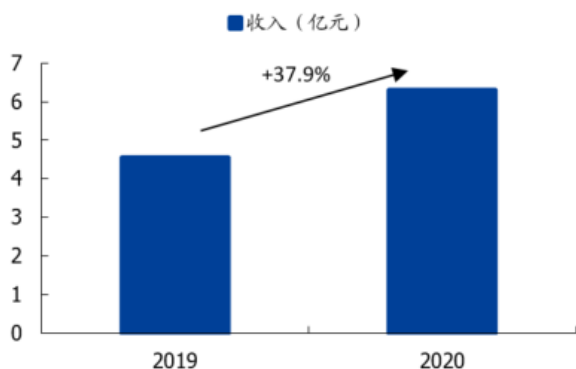
3) 临床研究服务

- 报告期内,报告期内临床服务板块实现收入 6.29 亿元,同比增长 37.9%;实现毛利率 18.8%,同比下降 6.2 个百分点。其中海外临床业务尤其是美国一期临床中心受疫情影响较大,但整体上依托“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务

平台，海外外临床研究服务实现稳定增长。国内临床研究服务自 2020Q2 逐步全面恢复。

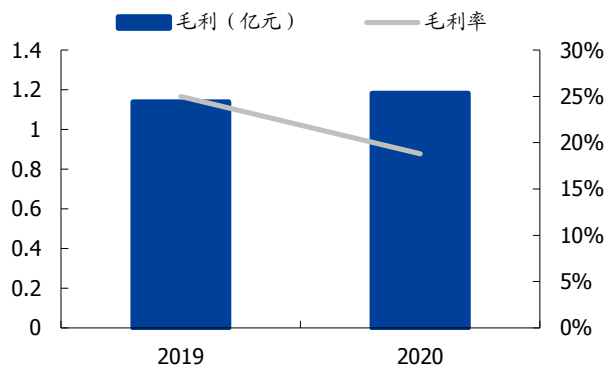
- 报告期内，完成控股北京联斯达并通过其相继收购松乔医药科技和法荟医疗科技，进一步加强临床研究领域服务能力，结合公司于 2019 年收购的南京希麦迪，打造临床 CRO+SMO 一体化服务平台。伴随临床业务范围快速扩张，临床研究服务人才团队日益扩充，相比期初增加 1652 人至 2208 人。

图表 11: 康龙化成临床研究服务收入变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 康龙化成临床研究服务毛利变化情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

持续拓展服务边界，一体化国际化平台可期

公司主营业务精耕细作保持强劲增长的同时，持续加速大分子生物药以及细胞基因治疗等新业务领域拓展，一体化、国际化服务平台建设得到不断完善，看好公司朝向具有多疗法的药物研发服务全球领军企业快速迈进。

- 报告期内，公司加快大分子药物发现研究服务能力建设与大分子 CDMO 平台建设，国内宁波大分子产能预计在 2022 年下半年投产。
- 报告期内，公司积极推动海外业务的布局，除了加强现有英国和美国分部的服务能力外，于 2020 年 11 月顺利完成对美国 Absorption Systems LLC 及其子公司的收购，结合 Absorption Systems 在 DMPK/ADME 方面的深厚经验和紧邻全球医药/生物技术中心的地理优势将有助于提高公司的全球服务网络，进一步加强和巩固 DMPK 一体化服务平台的领先地位；同时凭借 Absorption Systems 在眼科疾病和医疗器械产品方面的服务能力，公司可以为客户提供更多增值服务。
- 此外，通过 Absorption Systems 团队在细胞和基因疗法新兴领域一流的药品评估能力，公司着手布局细胞和基因疗法服务大平台，并于 2021 年 2 月与艾伯维公司签订正式协议收购其旗下位于英国利物浦的 Allergan Biologics Limited，建立细胞和基因产品的 CDMO 服务，从而更好的满足客户需求。

风险提示

行业监管政策变化风险，医药研发服务需求下降风险，市场竞争加剧风险，核心技术人员流失风险，汇率变动风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com