

公司研究

21Q1 业绩超预期，一站式协同效应下业绩有望加速

——康龙化成（300759.SZ）2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 14.89 亿元（+55.28% YOY），实现归母净利润 2.46 亿元（+142.20% YOY），实现扣非归母净利润 2.37 亿元（+95.81% YOY），实现 Non-IFRS 归母净利润 2.62 亿元（+85.62% YOY），业绩超出市场预期。此外，公司 21Q1 的毛利率为 34.73%，同比增长 1.27pp，环比下降 2.10pp，主要由于：1) Q1 课题开题较多交付较少；2) Q4 的一些成本反映在 Q1 报表中，如员工成本等；3) 汇兑损失；4) 中国临床研究服务处在规模扩张和能力建设期，短期对利润端有一些影响。

主营业务保持强劲增长，盈利能力同比提升。21Q1，公司主营业务继续保持强劲增长。1) **实验室服务：**实现收入 9.84 亿元（+54.1% YOY），主要得益于现有客户需求增加、生物科学服务和实验室化学服务高度协同、一体化临床批件申请（IND）的一揽子研发服务得到越来越多的客户认可、订购 Absorption 的影响等。毛利率为 40.5%，同比增长 1.7pp，主要由于经营效率提升改善带来的规模效应提升；2) **CMC 服务（小分子 CDMO）：**实现收入 3.05 亿元（+50.9% YOY），主要得益于项目数量增加和管线加强、成功深度整合了中国和英国的 CMC 运营。毛利率为 30.4%，同比增长 4.3pp，主要由于经营效率提升改善带来的规模效应提升；3) **临床研究服务：**实现收入 1.99 亿元（+75.0% YOY），临床 CRO 业务快速增长，主要得益于凭借独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台，公司海外收入取得稳健增长，境内外现有客户的交叉销售，并购联斯达的影响。毛利率为 12.6%，同比下降 3.0pp，主要由于 CRO 业务仍处在能力建设和规模扩展期，对利润端产生一些影响。

一站式延伸可期，能力边界持续拓展。公司主营业务客户粘性不断增加，2020 年公司服务客户数量超过 1500 个（新增 721 家），其中重复客户贡献超过 90% 的收入，生物科学超过 80% 的收入来源于实验室化学的现有客户，77% 的 CMC 服务收入来源于药物发现服务的现有客户，公司一站式延伸可期。公司不断拓展能力边界，加快布局大分子药物发现研究和生产平台建设，宁波大分子产能预计在 2022 年下半年投产，完成对美国 Absorption Systems 和艾伯维旗下 Allergan Biologics 的收购，巩固 DMPK 一站式服务领先地位，同时拓展细胞基因治疗领域的 CDMO 服务；控股北京联斯达等，进一步加强临床研究领域服务能力。

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。我们维持 21-23 年 EPS 预测分别为 1.81/2.37/3.13 元，分别同比增长 22%/31%/32%，对应 21-23 年 PE 为 90/68/52 倍，维持“买入”评级。

风险提示：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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,757	5,134	6,761	8,831	11,456
营业收入增长率	29.20%	36.64%	31.71%	30.60%	29.73%
净利润（百万元）	547	1,172	1,436	1,883	2,484
净利润增长率	61.31%	114.25%	22.47%	31.12%	31.97%
EPS（元）	0.69	1.48	1.81	2.37	3.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.05%	13.22%	14.26%	16.13%	18.03%
P/E	235	110	90	68	52
P/B	16.6	14.5	12.8	11.0	9.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

买入（维持）

当前价：162.19 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebcn.com

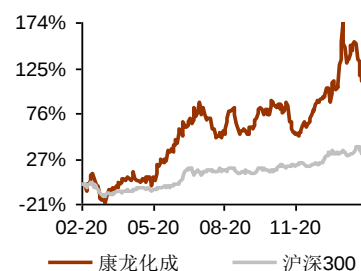
联系人：刘锡源

liuxiyuan@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.94
总市值(亿元)	1288.42
一年最低/最高(元)	60.50/172.22
近 3 月换手率	36.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.80	4.06	150.98
绝对	10.71	4.97	151.89

资料来源：Wind

相关研报

2020 年业绩符合预期，经营情况持续提升——康龙化成（300759.SZ）2020 年年报点评（2021-04-05）

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（2021-01-25）

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）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,757	5,134	6,761	8,831	11,456
营业成本	2,423	3,210	4,290	5,503	7,137
折旧和摊销	263	305	196	256	317
税金及附加	31	33	43	57	73
销售费用	73	93	122	159	207
管理费用	496	653	809	977	1,139
研发费用	63	105	139	181	235
财务费用	72	82	29	59	69
投资收益	-19	157	50	80	50
营业利润	631	1,324	1,627	2,171	2,866
利润总额	633	1,319	1,622	2,166	2,858
所得税	102	172	212	283	373
净利润	531	1,147	1,410	1,883	2,484
少数股东损益	-17	-25	-25	0	0
归属母公司净利润	547	1,172	1,436	1,883	2,484
EPS(按最新股本计)	0.69	1.48	1.81	2.37	3.13

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	939	1,649	1,087	1,623	2,227
净利润	547	1,172	1,436	1,883	2,484
折旧摊销	263	305	196	256	317
净营运资金增加	318	148	980	995	1,261
其他	-190	23	-1,526	-1,511	-1,835
投资活动产生现金流	-1,045	-3,371	-771	-1,695	-1,200
净资本支出	-751	-1,313	-1,700	-1,700	-1,200
长期投资变化	131	280	0	0	0
其他资产变化	-425	-2,339	929	5	0
融资活动现金流	4,246	-280	-244	33	29
股本变化	204	0	0	0	0
债务净变化	-509	-42	-270	0	0
无息负债变化	323	920	327	638	820
净现金流	4,135	-2,088	72	-39	1,056

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	35.5%	37.5%	36.5%	37.7%	37.7%
EBITDA 率	27.3%	28.4%	23.9%	25.9%	26.9%
EBIT 率	18.8%	21.2%	21.0%	23.0%	24.1%
税前净利润率	16.8%	25.7%	24.0%	24.5%	24.9%
归母净利润率	14.6%	22.8%	21.2%	21.3%	21.7%
ROA	5.3%	9.6%	10.7%	12.2%	13.6%
ROE (摊薄)	7.0%	13.2%	14.3%	16.1%	18.0%
经营性 ROIC	12.1%	13.7%	13.1%	15.3%	18.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	25%	23%	24%	25%
流动比率	4.68	2.80	2.86	2.84	3.26
速动比率	4.56	2.65	2.65	2.61	3.00
归母权益/有息债务	8.57	10.26	16.93	19.62	23.16
有形资产/有息债务	10.03	11.49	18.51	21.97	26.59

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,935	11,909	13,138	15,377	18,304
货币资金	4,460	2,942	3,014	2,975	4,031
交易性金融资产	183	910	0	120	240
应收帐款	857	1,077	1,508	1,969	2,555
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	83	43	57	74	96
存货	157	282	376	483	626
其他流动资产	110	143	182	231	294
流动资产合计	5,944	5,540	5,150	5,870	7,864
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	131	280	280	280	280
固定资产	2,485	2,723	3,309	3,987	4,532
在建工程	217	821	1,403	1,840	1,905
无形资产	421	566	753	936	1,115
商誉	203	1,166	1,166	1,166	1,166
其他非流动资产	216	405	627	627	627
非流动资产合计	3,991	6,368	7,988	9,507	10,440
总负债	2,097	2,975	3,032	3,670	4,490
短期借款	214	377	0	0	0
应付账款	118	191	256	328	426
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,270	1,982	1,802	2,066	2,411
长期借款	542	395	395	395	395
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	243	492	786	1,160	1,634
非流动负债合计	827	993	1,231	1,605	2,079
股东权益	7,838	8,934	10,106	11,706	13,814
股本	794	794	794	794	794
公积金	6,081	6,231	6,374	6,425	6,425
未分配利润	962	1,929	2,983	4,532	6,640
归属母公司权益	7,767	8,870	10,068	11,668	13,776
少数股东权益	71	63	38	38	38

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.94%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
管理费用率	13.19%	12.72%	11.96%	11.07%	9.95%
财务费用率	1.92%	1.60%	0.44%	0.67%	0.60%
研发费用率	1.67%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%
所得税率	16%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.15	0.30	0.36	0.47	0.63
每股经营现金流	1.18	2.08	1.37	2.04	2.80
每股净资产	9.78	11.17	12.67	14.69	17.34
每股销售收入	4.73	6.46	8.51	11.12	14.42

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	235	110	90	68	52
PB	16.6	14.5	12.8	11.0	9.4
EV/EBITDA	130.4	91.3	79.4	56.3	41.6
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE