

康龙化成(300759)

点评报告

行业公司研究——医疗服务行业

证券研究报告

看好新产能释放下 H2 延续高增长

——康龙化成 2021H1 业绩点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 联系人: 郭双喜
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

符合预期，并表亏损导致 Q2 盈利能力下降，扣除并表亏损主业盈利仍保持强劲，看好新产能释放下 H2 延续高增长，维持“买入”。

投资要点

□ 业绩：符合预期，订单和新增客户高增长

2021H1 业绩：公司 2021H1 实现收入 32.86 亿 (YOY 49.81%)，归母净利润 5.65 亿 (YOY 17.93%)，扣非后归母净利润 5.83 亿 (YOY 61.16%)，经调整 non-GAAP 净利润 6.51 亿 (YOY 50.92%)，对应 Q2 收入 17.96 亿 (YOY 49.81%)，归母净利润 3.19 亿 (YOY -15.49%)，扣非后归母净利润 3.46 亿 (YOY 43.72%)，经调整 non-GAAP 净利润 3.89 亿 (YOY 34.04%)，符合我们预期。2021H1 经营活动产生的现金流量净额 8.45 亿 (YOY 36.75%)，显示较强经营质量。

订单高景气：2021H1 存货 4.45 亿 (相对年初增加值同比增长 120%)，合同负债 6.16 亿 (相对年初增加值同比增长 44%)；2021H1 新增超过 400 家新客户 (同比 2020H1 增加 210 家附近)，奠定 2021H2-2022 年业绩增长基础。

□ 业务：三大板块均表现靓丽，H2 仍有望延续高增长

实验室服务：人员、项目数量高增长及产能投放指引 H2 业绩确定性。

2021H1 收入 20.27 亿元 (YOY 41.87%)，我们预计一部分来自于并表 Absorption 带来增长，一方面来自于生物科学业务高增长 (这一点可以从 2021H1 生物科学在实验室服务占比提升至 45.76% 看出，数据来源公司官网披露，我们预计这也导致 2021H1 毛利率同比提升 0.71pct 至 41.98%)。此外，2021H1 实验室服务人员同比增长 24.38%，参考历史上收入同比增速与人员同比增速相关性，意味着 2021 年实验室服务有望维持高增长。从项目数量增长角度来看：2021H1 为国内医药及生物技术公司开展 55 个 IND 或 NDA 的临床试验申报 (同比增加 27 个)，其中多国同时申报项目 44 个 (同比增加 22 个)，奠定业绩增长订单基础。杭州湾生命科学园二期已经在 2021Q1 陆续投入使用，在订单高景气情况下有望带来实验室服务业务确定性高增长。

CMC：看好新产能加速释放下业绩高增长以及毛利率提升。2021H1 收入 7.62 亿 (YOY 50.50%)，毛利率 36.65% (提升 7.67pct，预计主要是天津工厂三期投入使用后规模化效应持续体现带来毛利率明显提升)。看项目数量持续高增长：2021H1 涉及药物分子或中间体 695 个 (同比增加 232 个)，其中 III 期 27 个，工艺验证和商业化 4 个 (同比增长 2 个)。看产能加速释放 (人员+固定资产)：2021H1 人员同比增长 31.23%，考虑到 2021H2 天津工厂三期、绍兴工厂一期等多处新增产能陆续投入使用，我们预计 2021H2-2022 年 CMC 业务仍有望持续高增长且毛利率仍有望持续提升。

临床 CRO：人员加速扩张，短期盈利能力下滑，长期提升空间大。2021H1 收入 4.23 亿 (YOY 74.27%，预计联斯达并表贡献 YOY 30% 附近)，毛利率 14.10% (下降 7.71pct)，预计主要是人员加速扩张下人力成本高增长

评级

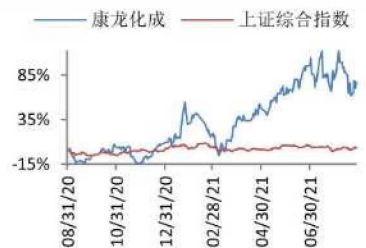
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥193.91

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.39
1Q/2021	0.30
4Q/2020	0.48
3Q/2020	0.38



公司简介

公司是一家领先的全流程一体化医药研发服务平台，业务遍及全球，致力于协助客户加速药物创新。

相关报告

- 1 《【浙商医药】康龙化成 2021H1 预告：盈利提升有短暂波动，长期看好》 2021.07.16
- 2 《【浙商医药】康龙化成 2021Q1：略超预期，看好盈利能力持续提升趋势》 2021.04.28
- 3 《【浙商医药】康龙化成深度报告：稀缺的一体化服务全球 CXO 龙头》 2021.04.15
- 4 《【浙商医药】康龙化成：全球化逐步成型，看好盈利能力持续突破》 2021.03.29
- 5 《【浙商医药】康龙化成 2020 年业绩预告点评：略超预期，看好新产能、平台化加速节奏》 2021.01.26

(2021H1 新增员工同比增长 92.43%，一方面是联斯达并表一方面是 2021H1 新增员工 640 人) 导致。

大分子和细胞与基因治疗服务：预计亏损，看好成长性和估值提升。 2021H1 收入 0.72 亿（预计主要是并表 Absorption）。由于此块业务目前收入体量较小，再叠加 2021H1 并购 ABL 业务预计目前有较明显亏损。但是考虑到大分子和 CGT CDMO 业务未来发展前景，我们看好新业务未来成长性以及对公司估值提升。

□ 盈利能力：并表亏损导致 Q2 下降，扣除主业盈利仍有望保持强劲

2021H1 毛利率 36.31%（同比下降 0.1pct，主要是 CMC 业务毛利率提升 7.67pct 拉动整体毛利率提升，实验室服务提升 0.71pct，临床 CRO 业务因为人员加速扩张导致毛利率下降 7.71pct）。净利率 16.66%（同比下降 4.62pct），财务费用率上升 1.48pct（汇兑损失和利息收入明显下降导致），管理费用率下降 2.06pct，销售费用率上升 0.1pct，研发费用率基本持平，这就意味着营业利润率同比提升 0.48pct（这也与经调整净利率提升趋势基本一致），显示公司主营业务 2021H1 增长仍较为强劲。但是 2021H1 受到 H 股价大幅上涨可转债嵌入衍生金融工具非现金账面公允价值损失 1 亿，远期外汇合约及外汇期权合约和理财产品确认公允价值损失共 0.80 亿，使得表观净利率明显下滑。2021H1 经调整净利率 19.81%（同比提升 0.14pct），Q2 经调整净利率 21.66%（同比下降 1.86pct），我们预计主要是并表 ABL（Pharmaron Biological，2021Q2 并表亏损 0.33 亿）以及联斯达（可以从临床 CRO 毛利率明显下降看出，Q2 可能人员扩张较为明显）影响所致。如果扣除并表 ABL 带来亏损，2021H1 经调整净利率 20.82%（同比提升 1.15pct，若剔除并表联斯达亏损预计提升更高），从以上盈利能力数据不难看出公司 2021H1 主业盈利能力仍然很强劲。我们认为 H2 伴随着新产能释放，新订单承接，不考虑并表亏损情况下盈利能力依然有望保持强劲增长。

□ 盈利预测及估值

考虑到 2021H1 上半年联斯达和 Absorption 收入并表以及天津工厂三期部分产能投放超预期，我们认为 H2 杭州湾生命科学园二期、绍兴工厂一期等多处新增产能陆续投入使用收入高增长具有延续性，我们对 2021-2023 年收入端进行上调。考虑到 2021 年公司发行可转债嵌入衍生金融工具公允价值亏损状况、并表公司亏损状况在 2021H2 仍不会有明显改善，我们对 2021 年净利润进行略微下调。我们预计 2021-2023 年公司 EPS 为 1.73、2.43 和 3.46 元/股，2021 年 8 月 28 日收盘价对应 2021 年 PE 为 112 倍（2022 年 PE 80 倍），我们预计 2021 年公司经调整 Non-GAAP 净利润有望达到 14.9 亿（YOY 40%），对应 2021 年 98 倍 PE，维持“买入”评级。

□ 风险提示

业务布局加速带来的管理风险，订单短期波动，临床业务布局带来的管理挑战。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5134	7175	9704	12995
(+/-)	36.64%	39.76%	35.25%	33.92%
净利润	1172	1371	1933	2747
(+/-)	114.25%	16.95%	41.01%	42.08%
每股收益 (元)	1.48	1.73	2.43	3.46
P/E	131.39	112.35	79.67	56.08

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5540	9301	7603	8629	营业收入	5134	7175	9704	12995
现金	2942	6135	3834	4042	营业成本	3210	4487	6006	7891
交易性金融资产	910	1000	1200	1400	营业税金及附加	33	46	62	83
应收账款	1077	1228	1333	1569	营业费用	93	136	184	247
其它应收款	43	57	97	195	管理费用	653	753	970	1235
预付账款	10	14	19	25	研发费用	105	165	243	351
存货	282	516	721	947	财务费用	82	71	93	129
其他	277	350	400	450	资产减值损失	19	7	10	13
非流动资产	6368	9251	11239	12905	公允价值变动损益	191	(200)	(100)	(50)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	157	200	100	50
长期投资	280	300	300	300	其他经营收益	38	56	74	95
固定资产	2723	3639	4609	5450	营业利润	1324	1564	2210	3142
无形资产	566	699	830	961	营业外收支	(4)	(3)	(4)	(4)
在建工程	821	1547	1898	1932	利润总额	1319	1561	2206	3138
其他	1979	3066	3601	4261	所得税	172	204	288	410
资产总计	11909	18552	18842	21533	净利润	1147	1357	1918	2728
流动负债	1982	3237	4175	5269	少数股东损益	(25)	(14)	(15)	(19)
短期借款	377	500	600	700	归属母公司净利润	1172	1371	1933	2747
应付款项	191	323	437	559	EBITDA	1667	2272	3152	4347
预收账款	0	703	1019	1429	EPS (最新摊薄)	1.48	1.73	2.43	3.46
其他	1413	1711	2120	2581	主要财务比率				
非流动负债	993	5051	2485	1355		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	395	895	595	295	成长能力				
其他	598	4156	1890	1060	营业收入	36.64%	39.76%	35.25%	33.92%
负债合计	2975	8288	6660	6624	营业利润	109.64%	18.18%	41.28%	42.15%
少数股东权益	63	50	35	15	归属母公司净利润	114.25%	16.95%	41.01%	42.08%
归属母公司股东权益	8870	10214	12147	14894	获利能力				
负债和股东权益	11909	18552	18842	21533	毛利率	37.47%	37.45%	38.10%	39.28%
					净利率	22.34%	18.92%	19.77%	20.99%
					ROE	13.98%	14.28%	17.23%	20.28%
					ROIC	11.22%	11.01%	13.64%	16.44%
					偿债能力				
					资产负债率	24.98%	44.67%	35.35%	30.76%
					净负债比率	29.07%	18.00%	19.40%	16.48%
					流动比率	2.80	2.87	1.82	1.64
					速动比率	2.65	2.71	1.65	1.46
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.47	0.52	0.64
					应收帐款周转率	5.31	5.71	6.29	7.22
					应付帐款周转率	20.75	17.45	15.82	15.85
					每股指标(元)				
					每股收益	1.48	1.73	2.43	3.46
					每股经营现金	2.08	3.08	4.09	5.44
					每股净资产	11.17	12.86	15.29	18.75
					估值比率				
					P/E	131.39	112.35	79.67	56.08
					P/B	17.37	15.08	12.68	10.34
					EV/EBITDA	55.01	65.51	47.84	34.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>