

康龙化成 (300759.SZ)

主营增长强劲，服务边界持续拓宽值得期待

公司公告 2021年半年报: 报告期内实现收入 32.86 亿元，同比增长 49.8%；归母净利润 5.65 亿元，同比增长 17.9%；归母扣非后净利润 5.83 亿元，同比增长 61.2%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 6.51 亿元，同比增长 50.9%。

主营增长强劲，盈利能力有望持续提升: 1) 中报收入利润增长符合预期，并高于预告中值；扣非与调整后净利润增速高于收入验证主营强劲增长；非经常性损益大幅减少，归母净利润增速不及调整后利润增速。2) 分板块来看，2021H1 实验室服务、CMC 服务分别实现收入同比+41.9%、+50.5%，毛利率同比+0.71、+7.67 个百分点，成熟板块增长强劲且盈利能力持续提升；临床研究服务收入同比+74.3%，毛利率-7.71 个百分点，随着临床服务规模提升（包含联斯达并表）与员工快速扩容投入加大，收入大幅增长同时毛利率有所下滑；通过海外 ABL 与 Absorption Systems 项目并购以及自建产能，快速建立大分子与细胞基因治疗的实验室与 CDMO 服务能力，并实现收入 7166 万元与毛利率 3.02%，后续规模与盈利能力提升空间巨大。3) 分季度来看，2021Q1、Q2 分别实现收入同比+55.3%、+45.6%；基于 2020Q1 疫情影响低基数（收入同比+25.7%）与 Q2 快速恢复（收入同比+41.3%），我们认为 2021Q2 收入高增长持续验证增长强劲动力。4) 报告期内销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.10、-2.06、-0.01、+1.48 个百分点，人工成本增加同时经营规模快速增长带来管理费用率有所下降，利息收入减小与汇兑损失增加带来财务费用率有所提升。

持续拓宽服务边界，一体化国际化平台可期: 公司成熟业务板块精耕细作的同时持续拓宽服务边界，向具有多疗法的药物研发服务全球领军企业快速迈进。1) 积极推进 CMC 产能建设（天津三期 CMC 产能于 2021Q1 开始使用，绍兴大规模 CMC 产能预计 2021H2 投产 200 立方米，2022 年投产另外 400 立方米）。2) 杭州湾 12 万平方米实验室完成建设（4.2 万平方米开始建设），杭州湾大分子药物开发和生产服务基地开始建设（预计 2023H1 开始承接大分子 GMP 生产服务项目）。3) 完成海外 ABL 与 Absorption Systems 的收购，快速拓展布局大分子药物与细胞基因治疗的实验室服务与 CDMO 服务领域。4) 获得新日本科学（亚洲）旗下肇庆创药生物科技控制权（专注实验动物的管理与饲养），进一步完善实验室服务布局。5) 报告期末相对期初员工增加 1573 人至 12776 人（临床相关增加 640 人最多），为公司持续发展提供动能。

盈利预测与评级: 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 14.8 亿元、20.1 亿元、27.0 亿元，同比增长 26.4%、35.3%、34.4%；对应 PE 分别为 107 倍、79 倍、59 倍，坚定看好公司发展，维持“买入”评级。

风险提示: 全球疫情持续影响业务经营风险，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	7,059	9,353	12,392
增长率 yoy (%)	29.2	36.6	37.5	32.5	32.5
归母净利润 (百万元)	547	1,172	1,482	2,005	2,696
增长率 yoy (%)	61.3	114.3	26.4	35.3	34.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.69	1.48	1.87	2.52	3.39
净资产收益率 (%)	6.8	12.8	14.3	16.4	18.2
P/E (倍)	290.0	135.4	107.0	79.1	58.9
P/B (倍)	20.4	17.9	15.7	13.2	10.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	医疗服务
前次评级	买入
8月27日收盘价(元)	193.91
总市值(百万元)	154,039.67
总股本(百万股)	794.39
其中自由流通股(%)	35.84
30日日均成交量(百万股)	5.12

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gscq.com

分析师 殷一凡

执业证书编号: S0680520080007

邮箱: yinyifan@gscq.com

相关研究

- 《康龙化成 (300759.SZ): 收入增长强劲，新业务布局发展可期》2021-07-21
- 《康龙化成 (300759.SZ): 一季报业绩超预期，盈利能力持续提升》2021-04-29
- 《康龙化成 (300759.SZ): 业绩符合预期，一体化国际化步伐持续加快》2021-03-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5944	5540	5669	6426	7502
现金	4460	2942	2453	2721	2816
应收票据及应收账款	857	1077	1582	1941	2727
其他应收款	83	43	130	99	205
预付账款	5	10	10	17	19
存货	157	282	307	462	549
其他流动资产	383	1187	1187	1187	1187
非流动资产	3991	6368	7670	9230	11074
长期投资	131	280	430	579	728
固定资产	2485	2723	3834	5168	6786
无形资产	421	566	658	768	845
其他非流动资产	953	2799	2749	2716	2715
资产总计	9935	11909	13339	15656	18577
流动负债	1270	1982	2096	2459	2824
短期借款	214	377	377	377	467
应付票据及应付账款	118	191	224	318	394
其他流动负债	938	1413	1495	1763	1963
非流动负债	827	993	1092	1187	1243
长期借款	542	395	493	588	645
其他非流动负债	285	598	598	598	598
负债合计	2097	2975	3187	3646	4068
少数股东权益	71	63	38	2	-56
股本	794	794	794	794	794
资本公积	5965	6028	6028	6028	6028
留存收益	1078	2131	3365	4958	7090
归属母公司股东权益	7767	8870	10114	12008	14565
负债和股东权益	9935	11909	13339	15656	18577

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	939	1649	1239	2310	2642
净利润	531	1147	1457	1970	2637
折旧摊销	320	368	374	518	697
财务费用	72	82	124	183	252
投资损失	19	-157	-80	-80	-80
营运资金变动	-78	206	-535	-180	-764
其他经营现金流	75	3	-100	-100	-100
投资活动现金流	-1045	-3371	-1495	-1898	-2361
资本支出	755	1316	1152	1411	1695
长期投资	-205	-1270	-149	-149	-149
其他投资现金流	-495	-3325	-492	-636	-816
筹资活动现金流	4246	-280	-234	-144	-276
短期借款	-168	163	0	0	0
长期借款	-334	-147	98	95	56
普通股增加	204	0	0	0	0
资本公积增加	4836	63	0	0	0
其他筹资现金流	-292	-360	-332	-239	-332
现金净增加额	4135	-2088	-489	268	5

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3757	5134	7059	9353	12392
营业成本	2423	3210	4305	5621	7386
营业税金及附加	31	33	55	74	94
营业费用	73	93	113	145	186
管理费用	496	653	776	1010	1314
研发费用	63	105	145	187	242
财务费用	72	82	124	183	252
资产减值损失	-1	-4	0	0	0
其他收益	32	45	0	0	0
公允价值变动收益	25	191	100	100	100
投资净收益	-19	157	80	80	80
资产处置收益	-1	-7	0	0	0
营业利润	631	1324	1721	2313	3100
营业外收入	3	1	11	10	6
营业外支出	2	5	3	3	3
利润总额	633	1319	1729	2319	3103
所得税	102	172	272	350	465
净利润	531	1147	1457	1970	2637
少数股东损益	-17	-25	-26	-35	-59
归属母公司净利润	547	1172	1482	2005	2696
EBITDA	867	1648	2059	2800	3763
EPS (元)	0.69	1.48	1.87	2.52	3.39

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	29.2	36.6	37.5	32.5	32.5
营业利润(%)	66.2	109.6	30.0	34.4	34.0
归属于母公司净利润(%)	61.3	114.3	26.4	35.3	34.4
获利能力					
毛利率(%)	35.5	37.5	39.0	39.9	40.4
净利率(%)	14.6	22.8	21.0	21.4	21.8
ROE(%)	6.8	12.8	14.3	16.4	18.2
ROIC(%)	5.2	10.9	12.2	14.2	15.9
偿债能力					
资产负债率(%)	21.1	25.0	23.9	23.3	21.9
净负债比率(%)	-42.2	-17.8	-9.5	-9.0	-6.7
流动比率	4.7	2.8	2.7	2.6	2.7
速动比率	4.4	2.5	2.4	2.3	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	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	1.87	2.52	3.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	2.08	1.56	2.91	3.33
每股净资产(最新摊薄)	9.78	11.17	12.73	15.12	18.34
估值比率					
P/E	290.0	135.4	107.0	79.1	58.9
P/B	20.4	17.9	15.7	13.2	10.9
EV/EBITDA	179.0	94.8	76.2	56.0	41.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 27 日收盘价

内容目录

事件.....	4
公司公告 2021 年中报	4
点评.....	4
主营增长强劲，盈利能力有望持续提升	4
主营持续精耕细作，服务边界持续打开	4
风险提示	6

事件

公司公告 2021 年中报

报告期内，公司实现收入 32.86 亿元，同比增长 49.8%；归母净利润 5.65 亿元，同比增长 17.9%；归母扣非后净利润 5.83 亿元，同比增长 61.2%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 6.51 亿元，同比增长 50.9%。

点评

主营增长强劲，盈利能力有望持续提升

中报收入利润增长符合预期，并高于预告中值；扣非与调整后净利润增速高于收入验证主营强劲增长；非经常性损益大幅减少，归母净利润增速不及调整后利润增速。

- **分板块来看**，2021H1 实验室服务、CMC 服务分别实现收入同比+41.9%、+50.5%，毛利率同比+0.71、+7.67 个百分点，成熟板块增长强劲且盈利能力持续提升；临床研究服务收入同比+74.3%，毛利率-7.71 个百分点，随着临床服务规模提升（包含联斯达并表）与员工快速扩容投入加大，收入大幅增长同时毛利率有所下滑；通过海外 ABL 与 Absorption Systems 项目并购以及自建产能，快速建立大分子与细胞基因治疗的实验室与 CDMO 服务能力，并实现收入 7166 万元与毛利率 3.02%，后续规模与盈利能力提升空间巨大。
- **分季度来看**，2021Q1、Q2 分别实现收入同比+55.3%、+45.6%；基于 2020Q1 疫情影响低基数（收入同比+25.7%）与 Q2 快速恢复（收入同比+41.3%），我们认为 2021Q2 收入高增长持续验证增长强劲动力。
- **期间费率方面**，2021H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.10、-2.06、-0.01、+1.48 个百分点，人工成本增加同时经营规模快速增长带来管理费用率有所下降，利息收入减小与汇兑损失增加带来财务费用率有所提升。

主营持续精耕细作，服务边界持续打开

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 20.3 亿元，同比增长 41.87%；实现毛利率 41.98%，同比提高 0.71 个百分点；实验室服务员工数量相比期初增加 565 人至 6122 人。
- 实验室化学服务持续稳健增长，拥有超过 4400 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 1700 多名科研人才，进入发展的快车道，收入占比进一步由期初 41.3%提升至 45.8%，后续有望持续提升。
- 2021H1 以购买股权及增资的形式取得新日本科学（亚洲）有限公司旗下肇庆创药生物科技有限公司的控制权，进一步加强实验室服务能力，完善实验动物供应体系（肇庆创药拥有经验丰富的实验动物饲养团队和先进规范的设施，致力于促进实验动物的人性化管理和科学饲养）。
- 杭州湾生命科技园二期——“康龙化成生物医药研发服务基地项目”的第一部分 12 万平方米实验室的建设工作已基本完成，第二部门 4.2 万平方米的建设已经开始。

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 7.62 亿元，同比增长 50.5%；实现毛利率 36.65%，同比提高 7.67 个百分点；CMC 服务员工数量相比期初增加 226 人至 2160 人。
- 目前公司 CMC 服务共涉及药物分子或中间体 695 个，其中临床 I-II 期 197 个，临床 III 期 27 个，工艺验证和商业化阶段 4 个。
- 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。

3) 临床研究服务

- 报告期内，实现收入 4.23 亿元，同比增长 74.27%；实现毛利率 14.10%，同比下降 7.71 个百分点。依托“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台，海外临床研究服务实现稳健增长。同时，在国内构建深度融合的临床研发服务平台，为客户提供一体化的临床研究服务。
- 报告期内，公司成立康龙化成（成都）临床研究服务有限公司，将整合康龙化成各子公司和部门的临床研发能力，优化专家与管理团队的组织构架，构建一个深度融合的临床研发服务平台，为客户提供更高质量、更全面、更高效的一体化临床研发服务。同时，进一步加深中美两地的紧密合作，为客户开展中美两国间的临床研究与互补性试验提供一站式解决方案。此外，公司布局于中、美、英三地的药物发现、临床前研发与 CDMO 服务平台，也将受益于公司全球临床资源的整合，实现上下游无缝对接，并为康龙化成临床开展 I/II/III/IV 期试验打下坚实的基础。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 640 人至 2848 人。

4) 大分子和细胞基因治疗服务

- 报告期内公司首次开始对大分子和细胞基因治疗服务板块财务数据独立核算，实现收入 7166.14 万元（同比增加 1369.5%）与毛利率 3.02%；员工团队相比期初增加 142 人至 270 人。
- 2021 年第二季度，公司完成收购位于英国利物浦的 Allergan Biologics Limited (ABL)，将通过其先进、灵活的 cGMP 生物药生产设施及 100 多名经验丰富的科研技术和生产人员为客户提供包括以细胞与基因治疗产品为主的 CDMO 服务，涵盖细胞与基因治疗产品工艺开发及其 cGMP 生产的全流程的全套 CDMO 服务，以支持细胞与基因产品的临床前安全性评价、临床试验一期、二期、三期以及上市后产品生命周期管理的需求。
- 公司于 2020 年 11 月收购的位于美国的 Absorption Systems，能够向客户提供大分子药物及细胞与基因疗法的体外和体内实验室分析、生物学测试和动物测试等实验室服务。Absorption Systems 的分析平台即可用于细胞与基因治疗产品的安全性评价，也可用于临床开发阶段的分析及上市产品批次的放行。Absorption Systems 与 ABL 的成功并购，进一步完善了公司在细胞与基因治疗服务领域的布局。
- 为满足大分子药物开发与生产服务（CDMO）方面的产能需求，公司正在加快建设大分子药物 CDMO 平台，杭州湾第二园区一期项目作为公司大分子药物开发和生产服务基地（近 70,000 平方米）土建施工已经完成，开始内部安装建设，预计在 2023 年上半年开始承接大分子 GMP 生产服务项目。项目完成后将能提供细胞株与细胞培养工艺、上下游生产工艺、制剂处方和灌装生产工艺以及分析方法的开发服务，同时提供 200L 到 2000L 规模的中试至商业化阶段的原液及制剂生产服务。

风险提示

全球疫情持续影响业务经营风险，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：021-38124100

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