

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

康龙化成 (300759)

投资评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 业绩符合预期，多领域、全流程、一体化平台持续成长

2022年08月30日

**事件：公司发布 2022 年半年度报告。**公司实现收入 46.35 亿元，同比增长 41.06%；归母净利润 5.85 亿元，同比增长 3.65%；归母扣非后净利润 6.80 亿元，同比增长 16.50%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 8.12 亿元，同比增长 24.67%。

**点评：**

- **疫情不改收入高增长趋势，多因素致使利润短期波动。**2022Q2 公司实现收入 25.32 亿元（同比+40.95%），公司在疫情期间加强多地运营协同合作，降低疫情影响。报告期内，在利润率方面，公司实现毛利率 35.01%（-1.30pp），归母净利率 12.63%（-4.56pp），扣费归母净利率 14.67%（-3.09pp），公司在新业务上的超前布局及欧美通货膨胀导致的成本增加致使短期利润波动；在费用率方面，公司期间费用率为 19.93%（+4.94pp），其中销售/管理/研发/财务费用率为 2.33%（+0.39pp）/13.71%（+2.63pp）/1.81%（-0.16pp）/2.07%（+2.07pp），报告期内多项公司的并购、利息费用以及汇兑损失显著拉升费用率，综合影响当期利润。
- **优势业务与新兴业务共同成长，推进公司发展。**在实验室服务业务方面公司实现收入 28.60 亿元，同比+41.10%，毛利率 43.69%，生物及化学联动强劲，生物科学收入贡献率高达 47.51%（同比+1.75pp）；此外，2022H1 共参与 576 个药物发现项目，52 个国内 IND / NDA 项目，48 个多国同时申报项目，中外服务能力进一步提升；在 **CMC 服务**上，当期实现收入 10.85 亿元，同比+42.29%，毛利率 33.16%，共服务 714 个药物分子或中间体（临床前 500 个、临床 I-II 期 182 个、III 期 22 个、工艺验证和商业化 10 个），CDMO 转型升级卓有成效。在**临床研究服务**方面，当期实现收入 5.85 亿元，同比+38.29%，毛利率 5.11%，人员的超前投入影响毛利率表现，但品牌及协同效应逐渐显现，驱动临床部分国内收入增速达 68.35%；**大分子和细胞与基因治疗**方面，当期实现收入 0.95 亿元，同比+33.22%，毛利率-19.82%，新业务发展阶段的高投入及海外通货膨胀导致的成本上升影响该业务利润表现。
- **技术、人才、产能同步提升，多领域、全流程、一体化的 CDMO 平台持续成长。**在技术方面，公司重点布局高通量化学反应筛选平台

及生物酶催化和流体化学两大技术，拥有研发、生产技术及临床人员 15820 名，占比达 89.63%，综合技术实力强劲。在产能方面，公司在各个业务板块均进行建设投入：实验室服务方面，宁波第一园区二期工程的第一部分（12Wm<sup>2</sup>）已于 2021Q1 陆续投入使用，第二部分（4.2Wm<sup>2</sup>）已经开始内部安装并部分投入使用，第三园区一期工程（14Wm<sup>2</sup>）预计于 2024H1 投入使用，西安园区（10.5Wm<sup>2</sup>）预计将于 2024 年投入使用，公司同时收购安凯毅博持续保障动物供应；CMC 方面，绍兴工厂一期（200m<sup>3</sup>）已经于 2022 年初投入使用，其余 400 m<sup>3</sup> 将于 2022H2 陆续投入使用，并通过收购英国 Cramlington 工厂及美国 Coventry 工厂增加 GMP 产能；大分子和小基因治疗方面，宁波第二园区一期项目（7W m<sup>2</sup>）预计于 2023 年投入使用，将提升公司中试及商业化阶段的原液+制剂生产能力。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 99.85、134.56、181.61 亿元，同比增速 34.1%、34.8%、35.0%，归母净利润分别为 20.02、26.98、38.56 亿元，同比增速 20.5%、34.8%、43.0%，对应 PE 分别为 40x、30x、21x。
- **风险因素：**行业竞争加剧、核心技术人员流失、医药研发投入下降或外包率下降、新业务进度不及预期等风险。

| 重要财务指标        | 2020A  | 2021A | 2022E | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)    | 5,134  | 7,444 | 9,985 | 13,456 | 18,161 |
| 增长率 YoY %     | 36.6%  | 45.0% | 34.1% | 34.8%  | 35.0%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,172  | 1,661 | 2,002 | 2,698  | 3,856  |
| 增长率 YoY%      | 114.3% | 41.7% | 20.5% | 34.8%  | 43.0%  |
| 毛利率%          | 37.5%  | 36.0% | 36.1% | 36.4%  | 36.7%  |
| 净资产收益率ROE%    | 13.2%  | 16.4% | 16.0% | 17.9%  | 20.7%  |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.48   | 2.10  | 1.68  | 2.26   | 3.24   |
| 市盈率 P/E(倍)    | 81.21  | 67.33 | 39.79 | 29.53  | 20.66  |
| 市净率 P/B(倍)    | 10.78  | 11.08 | 6.35  | 5.30   | 4.28   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 08 月 29 日收盘价

| 资产负债表    |        |        | 单位:百万元 |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度     | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 流动资产     | 5,540  | 8,644  | 10,057 | 12,282 | 15,985 |
| 货币资金     | 2,942  | 3,544  | 3,830  | 5,152  | 7,298  |
| 应收票据     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应收账款     | 1,077  | 1,229  | 2,269  | 2,736  | 3,725  |
| 预付账款     | 10     | 25     | 25     | 36     | 50     |
| 存货       | 282    | 680    | 701    | 1,000  | 1,368  |
| 其他       | 1,230  | 3,166  | 3,232  | 3,358  | 3,544  |
| 非流动资产    | 6,368  | 9,746  | 10,828 | 12,214 | 13,472 |
| 长期股权投资   | 280    | 453    | 553    | 653    | 753    |
| 固定资产(合计) | 2,723  | 3,923  | 5,270  | 6,670  | 7,794  |
| 无形资产     | 566    | 693    | 826    | 957    | 1,089  |
| 其他       | 2,799  | 4,678  | 4,179  | 3,934  | 3,837  |
| 资产总计     | 11,909 | 18,389 | 20,885 | 24,496 | 29,457 |
| 流动负债     | 1,982  | 2,982  | 3,532  | 4,742  | 6,164  |
| 短期借款     | 377    | 422    | 420    | 500    | 530    |
| 应付票据     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款     | 191    | 316    | 311    | 483    | 638    |
| 其他       | 1,413  | 2,245  | 2,800  | 3,759  | 4,996  |
| 非流动负债    | 993    | 5,112  | 4,702  | 4,672  | 4,722  |
| 长期借款     | 395    | 956    | 496    | 416    | 416    |
| 其他       | 598    | 4,156  | 4,206  | 4,256  | 4,306  |
| 负债合计     | 2,975  | 8,094  | 8,233  | 9,414  | 10,886 |
| 少数股东权益   | 63     | 166    | 117    | 52     | -42    |
| 归属母公司    | 8,870  | 10,129 | 12,535 | 15,030 | 18,613 |
| 负债和股东权益  | 11,909 | 18,389 | 20,885 | 24,496 | 29,457 |

| 重要财务指标       |        |       | 单位:百万元 |        |        |
|--------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 会计年度         | 2020A  | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 营业总收入        | 5,134  | 7,444 | 9,985  | 13,456 | 18,161 |
| 同比 (%)       | 36.6%  | 45.0% | 34.1%  | 34.8%  | 35.0%  |
| 归属母公司净利润     | 1,172  | 1,661 | 2,002  | 2,698  | 3,856  |
| 同比 (%)       | 114.3% | 41.7% | 20.5%  | 34.8%  | 43.0%  |
| 毛利率 (%)      | 37.5%  | 36.0% | 36.1%  | 36.4%  | 36.7%  |
| ROE%         | 13.2%  | 16.4% | 16.0%  | 17.9%  | 20.7%  |
| EPS ( 摊薄)(元) | 1.48   | 2.10  | 1.68   | 2.26   | 3.24   |
| P/E          | 81.21  | 67.33 | 39.79  | 29.53  | 20.66  |
| P/B          | 10.78  | 11.08 | 6.35   | 5.30   | 4.28   |
| EV/EBITDA    | 62.38  | 54.51 | 30.90  | 23.18  | 16.62  |

| 利润表         |       |       | 单位:百万元 |        |        |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 会计年度        | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 营业总收入       | 5,134 | 7,444 | 9,985  | 13,456 | 18,161 |
| 营业成本        | 3,210 | 4,765 | 6,379  | 8,564  | 11,498 |
| 营业税金及附加     | 33    | 44    | 50     | 81     | 100    |
| 销售费用        | 93    | 156   | 180    | 249    | 327    |
| 管理费用        | 653   | 867   | 1,048  | 1,453  | 1,907  |
| 研发费用        | 105   | 152   | 185    | 256    | 327    |
| 财务费用        | 82    | 23    | 86     | 101    | 69     |
| 减值损失合计      | -4    | -4    | -12    | -12    | -12    |
| 投资净收益       | 157   | 308   | 200    | 269    | 363    |
| 其他          | 214   | 173   | 54     | 90     | 143    |
| 营业利润        | 1,324 | 1,914 | 2,299  | 3,099  | 4,428  |
| 营业外收支       | -4    | -3    | -2     | -2     | -2     |
| 利润总额        | 1,319 | 1,911 | 2,297  | 3,097  | 4,426  |
| 所得税         | 172   | 291   | 345    | 465    | 664    |
| 净利润         | 1,147 | 1,620 | 1,953  | 2,633  | 3,762  |
| 少数股东损益      | -25   | -41   | -49    | -65    | -94    |
| 归属母公司净利润    | 1,172 | 1,661 | 2,002  | 2,698  | 3,856  |
| EBITDA      | 1,503 | 2,090 | 2,611  | 3,427  | 4,655  |
| EPS (当年)(元) | 1.48  | 2.10  | 1.68   | 2.26   | 3.24   |

| 现金流量表   | 单位:百万元 |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度    | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| 经营活动现金流 | 1,649  | 2,058  | 1,870  | 3,385  | 4,110  |
| 净利润     | 1,147  | 1,620  | 1,953  | 2,633  | 3,762  |
| 折旧摊销    | 438    | 578    | 469    | 574    | 652    |
| 财务费用    | 88     | 75     | 200    | 193    | 196    |
| 投资损失    | -2     | -17    | -157   | -308   | -200   |
| 营运资金变动  | 269    | 189    | -601   | 203    | -190   |
| 其它      | -136   | -96    | 49     | 51     | 53     |
| 投资活动现金流 | -3,371 | -5,258 | -1,369 | -1,711 | -1,568 |
| 资本支出    | -1,313 | -2,091 | -1,468 | -1,870 | -1,821 |
| 长期投资    | -2,061 | -3,251 | -100   | -110   | -110   |
| 其他      | 3      | 84     | 200    | 269    | 363    |
| 筹资活动现金流 | -280   | 3,661  | -215   | -353   | -396   |
| 吸收投资    | 6      | 136    | 397    | 0      | 0      |
| 借款      | 733    | 4,621  | -462   | 0      | 30     |
| 支付利息或股息 | -135   | -285   | -200   | -403   | -476   |
| 现金流净增加额 | -2,088 | 416    | 287    | 1,321  | 2,146  |

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

**赵晓翔**，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域       | 姓名  | 手机          | 邮箱                        |
|----------|-----|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监   | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiyue@cindasc.com      |
| 华北区销售总监  | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com  |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com   |
| 华北区销售    | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 魏冲  | 18340820155 | weichong@cindasc.com      |
| 华北区销售    | 樊荣  | 15501091225 | fanrong@cindasc.com       |
| 华北区销售    | 章嘉婕 | 13693249509 | zhangjiatie@cindasc.com   |
| 华东区销售总监  | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@cindasc.com      |
| 华东区销售副总监 | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com  |
| 华东区销售    | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com      |
| 华东区销售    | 朱尧  | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com        |
| 华东区销售    | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com   |
| 华东区销售    | 方威  | 18721118359 | fangwei@cindasc.com       |
| 华东区销售    | 俞晓  | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com        |
| 华东区销售    | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com     |
| 华东区销售    | 孙瞳  | 18610826885 | suntong@cindasc.com       |
| 华东区销售    | 贾力  | 15957705777 | jiali@cindasc.com         |
| 华东区销售    | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com    |
| 华东区销售    | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com     |
| 华南区销售总监  | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com   |
| 华南区销售副总监 | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com     |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 刘韵  | 13620005606 | liuyun@cindasc.com        |
| 华南区销售    | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com     |
| 华南区销售    | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。