

康龙化成(300759.SZ/03759.HK)

加快 CGT 业务能力建设，营收保持高增速

核心观点：

- **收入增长势头不减，打造一体化研发服务平台。**2022H1 公司实现营业收入 46.35 亿元，同比增长 41.06%；实现归母净利润 5.85 亿元，同比增长 3.65%。扣非归母净利润 6.80 亿元，同比增长 16.50%。2022Q2 实现营业收入 25.32 亿元，同比增长 40.95%；归母净利润 3.36 亿元，同比增长 5.45%；扣非归母净利润 3.69 亿元，同比增长 6.67%。
- **各项业务高速增长，盈利能力有望后续恢复。**2022H1 公司实验室业务实现收入 28.60 亿元，同比增长 41.10%；毛利率 43.69%，同比提高 1.71 个百分点。CMC（小分子 CDMO）服务实现收入 10.85 亿元，同比增长 42.29%；毛利率 33.16%，同比下降 3.49 个百分点。临床研究服务实现收入 5.85 亿元，同比增长 38.29%；毛利率 5.11%，同比下降 8.99 个百分点。大分子和细胞与基因治疗服务实现营业收入 0.95 亿元，同比增长 33.22%；毛利率-19.82%。
- **新业务能力布局全面，未来显著增厚业绩可期。**公司持续加快细胞与基因治疗服务能力的建设，通过整合美国 CGT 实验室服务和英国基因治疗 CDMO 服务的能力构建了端到端的技术研发平台，至今已进行或正在进行约 20 个不同服务范畴和阶段的基因治疗 CDMO 项目。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年公司归母净利润分别为 20.23 亿元、27.49 亿元、38.01 亿元，EPS 分别为 1.70 元/股、2.31 元/股、3.19 元/股，对应 PE 分别为 38.59 倍、28.40 倍、20.54 倍。公司新业务布局逐渐成熟，参考可比公司估值，我们认为适合给予公司 22 年 50 倍 PE 合理估值，对应 A 股价格 84.93 元/股，维持“买入”评级。H 股方面，考虑 AH 溢价因素，公司 H 股合理价值为 65.23 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**重点客户订单波动风险，上游原料供应风险，汇率风险。

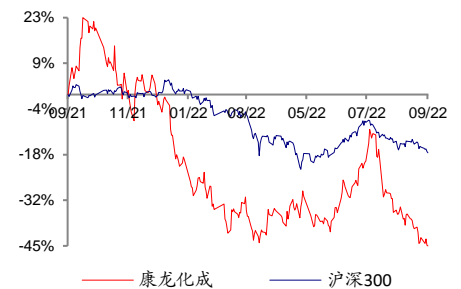
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,134	7,444	10,433	13,981	18,540
增长率（%）	36.6%	45.0%	40.2%	34.0%	32.6%
EBITDA（百万元）	1,477	2,038	3,132	4,015	5,304
归母净利润（百万元）	1,172	1,661	2,023	2,749	3,801
增长率（%）	114.3%	41.7%	21.8%	35.9%	38.3%
EPS（元/股）	1.48	2.09	1.70	2.31	3.19
市盈率（x）	81.58	67.54	38.59	28.40	20.54
ROE（%）	13.2%	16.4%	15.9%	16.9%	18.1%
EV/EBITDA（x）	63.46	55.90	25.01	18.93	13.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	65.55 元/50.30 港元
合理价值	84.93 元/65.23 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-09-05

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

康龙化成 (300759.SZ/03759.HK):业绩 高增长延续，利润率稳步提高	2022-04-29
康龙化成 (300759.SZ/03759.HK):板块 协同拉动增长，一体化逻辑兑 现	2022-04-05

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,540	8,644	11,029	14,418	19,173
货币资金	2,942	3,544	5,081	7,430	10,852
应收及预付	1,087	1,254	1,755	2,352	3,118
存货	282	680	902	1,197	1,574
其他流动资产	1,230	3,166	3,291	3,439	3,630
非流动资产	6,368	9,746	10,809	12,049	13,482
长期股权投资	280	453	453	453	453
固定资产	2,723	3,923	4,278	4,751	5,354
在建工程	821	1,374	1,952	2,588	3,288
无形资产	566	693	820	947	1,074
其他长期资产	1,979	3,304	3,307	3,310	3,313
资产总计	11,909	18,389	21,838	26,467	32,655
流动负债	1,982	2,982	3,812	4,902	6,284
短期借款	377	422	464	510	561
应付及预收	191	316	418	555	730
其他流动负债	1,413	2,245	2,930	3,836	4,992
非流动负债	993	5,112	5,112	5,112	5,112
长期借款	395	956	956	956	956
应付债券	0	3,467	3,467	3,467	3,467
其他非流动负债	598	689	689	689	689
负债合计	2,975	8,094	8,924	10,014	11,395
股本	794	794	1,191	1,191	1,191
资本公积	6,028	6,008	5,611	5,611	5,611
留存收益	2,131	3,554	6,163	9,689	14,475
归属母公司股东权益	8,870	10,129	12,738	16,263	21,050
少数股东权益	63	166	176	190	209
负债和股东权益	11,909	18,389	21,838	26,467	32,655

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,649	2,058	2,806	3,655	4,791
净利润	1,147	1,620	2,033	2,763	3,820
折旧摊销	438	578	758	831	912
营运资金变动	269	189	-65	-4	-12
其它	-205	-328	79	65	72
投资活动现金流	-3,371	-5,258	-979	-1,018	-1,084
资本支出	-1,313	-2,091	-1,240	-1,298	-1,362
投资变动	-2,061	-3,251	0	0	0
其他	3	84	261	280	278
筹资活动现金流	-280	3,661	-290	-288	-285
银行借款	733	4,621	42	46	51
股权融资	6	136	397	0	0
其他	-1,019	-1,096	-729	-334	-336
现金净增加额	-2,088	416	1,537	2,349	3,421
期初现金余额	4,442	2,354	3,544	5,081	7,430
期末现金余额	2,354	2,770	5,081	7,430	10,852

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	36.6%	45.0%	40.2%	34.0%	32.6%
营业利润增长	109.6%	44.6%	25.3%	35.9%	38.3%
归母净利润增长	114.3%	41.7%	21.8%	35.9%	38.3%
获利能力					
毛利率	37.5%	36.0%	39.4%	40.0%	40.5%
净利率	22.3%	21.8%	19.5%	19.8%	20.6%
ROE	13.2%	16.4%	15.9%	16.9%	18.1%
ROIC	9.0%	7.9%	11.0%	12.4%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	44.0%	40.9%	37.8%	34.9%
净负债比率	33.3%	78.6%	69.1%	60.9%	53.6%
流动比率	2.80	2.90	2.89	2.94	3.05
速动比率	2.58	2.60	2.58	2.61	2.71
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.40	0.48	0.53	0.57
应收账款周转率	4.77	6.06	6.06	6.06	6.06
存货周转率	18.23	10.95	11.57	11.68	11.78
每股指标 (元)					
每股收益	1.48	2.09	1.70	2.31	3.19
每股经营现金流	2.08	2.59	2.36	3.07	4.02
每股净资产	11.17	12.75	10.69	13.65	17.67
估值比率					
P/E	81.58	67.54	38.59	28.40	20.54
P/B	10.78	11.08	6.13	4.80	3.71
EV/EBITDA	63.46	55.90	25.01	18.93	13.70

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,134	7,444	10,433	13,981	18,540
营业成本	3,210	4,765	6,318	8,388	11,027
营业税金及附加	33	44	62	83	110
销售费用	93	156	209	285	378
管理费用	653	867	1,252	1,734	2,225
研发费用	105	152	219	308	408
财务费用	82	23	332	334	336
资产减值损失	-4	-4	-6	-8	-10
公允价值变动收益	191	120	0	0	0
投资净收益	157	308	261	280	278
营业利润	1,324	1,914	2,399	3,259	4,506
营业外收支	-4	-3	0	0	0
利润总额	1,319	1,911	2,399	3,259	4,506
所得税	172	291	365	496	686
净利润	1,147	1,620	2,033	2,763	3,820
少数股东损益	-25	-41	10	14	19
归属母公司净利润	1,172	1,661	2,023	2,749	3,801
EBITDA	1,477	2,038	3,132	4,015	5,304
EPS (元)	1.48	2.09	1.70	2.31	3.19

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：高级分析师，南加州大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱新彦：高级分析师，香港中文大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李桢桐：高级研究员，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 田鑫：高级研究员，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。