

业务建设期短期利润承压，未来发展动力十足

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 2022 年上半年公司实现营业收入 46.3 亿元, 同比增长 41.1%; 实现归母净利润 5.9 亿元, 同比增长 3.7%; 实现归母扣非净利润 6.8 亿元, 同比增长 16.5%。
- **业绩稳健增长, 利润端短期承压。** 公司克服疫情影响, 上半年收入维持高增。2022H1 毛利率为 35%(-1.3pp), 净利率为 12.2%(-4.5pp), 主要由欧美通货膨胀带来运营成本增加所致; 销售费用率为 2.3%(+0.4pp), 管理费用率为 13.7%(+2.6pp), 研发费用率为 1.8%(-0.2pp), 财务费用率为 2.1%(+2.1pp), 管理费用增长主要由于人工成本和并购相关费用增加, 财务费用大幅增长主要由利息费用和汇兑损失大幅增加所致。分季度看, 2022Q2 公司实现营业收入 25.3 亿元(+41%), 实现归母净利润 3.4 亿元(+5.5%), 实现归母扣非净利润 3.7 亿元(+6.7%), 疫情扰动下收入端仍持续增长。
- **主要业务保持高速增长, 新兴业务未来可期。** 公司为客户提供药物研究、开发与生产及临床全流程的一体化服务, 目前公司员工共 17650 人(+38.1%), 其中研发、生产技术和临床服务人员占 89.6%。**1) 实验室服务:** 实现收入 28.6 亿元(+41.1%), 其中北美客户占 73.9%, 欧洲客户占 11.3%, 中国客户占 11.7%, 毛利率为 43.7%(+1.7pp)。公司实验室化学服务团队规模和经验在全球均处于领先地位, 上半年共参与 576 个药物发现项目, 为国内医药生物技术公司开展 IND/NDA 临床试验申报 52 个, 其中多国同时申报项目 48 个。**2) CMC 服务:** 实现收入 10.8 亿元(+42.3%), 其中北美客户占 64.8%, 欧洲客户占 20.1%, 中国客户占 13.1%, 毛利率为 33.2%(-3.5pp)。公司各阶段药物研发无缝衔接, CMC 业务收入中约 76%来源于药物发现服务的现有客户, 目前服务涉及药物分子或中间体 714 个(其中临床前项目 500 个, 临床 I-II 期 182 个, 临床 III 期 22 个, 工艺验证和商业化阶段 10 个)。**3) 临床研究服务:** 实现收入 5.8 亿元(+38.3%), 其中北美客户占 24.8%, 欧洲客户占 12.6%, 中国客户占 57.3%, 毛利率为 5.11%(-9pp), 公司为配合业务发展策略加大人才储备, 毛利率较低。目前临床试验服务正在进行项目超 800 个; 临床研究现场管理服务正在进行项目约 1100 个。**4) 大分子和细胞与基因治疗服务:** 实现收入 9547 万元(+33.2%, 其中北美客户占 84.2%, 欧洲客户占 14.5%, 中国客户占 1.3%), 毛利率-19.8%, 主要由于业务处于投入阶段以及欧美通胀导致成本提高。
- **业务布局持续加速, 新增产能助力业绩快速增长。****1) 实验室服务:** 宁波第一园区 II 期的第二部分 4.2 万平方米持续推进内部安装工作, 部分已经投入使用; 宁波第三园区 I 期超过 14 万平方米实验室预计 2024H1 投入使用; 西安园区 10.5 万平方米实验室预计 2024 年投入使用。此外上半年收购安凯毅博 100% 股权, 进一步强化公司在药物安全性评价等生物科学方面能力。**2) CMC 服务:** 绍兴 I 期 200 立方米反应釜已投入生产, 剩余 400 立方米将于 2022H2 陆续投入使用, 此外上半年先后在英国、美国收购两个生产基地。**3) 大分子和细胞与基因治疗服务:** 宁波第二园区 I 期预计在 2023H1 开始承接大分子 GMP 生产服务项目。整体来看公司各板块业务均持续加速布局, 未来业绩将持续高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.6 元、2.17 元、2.96 元, 对应 PE 分别为 39、28、21 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单数量下滑或波动, 产能投运不及预期, 业务拓展不及预期。

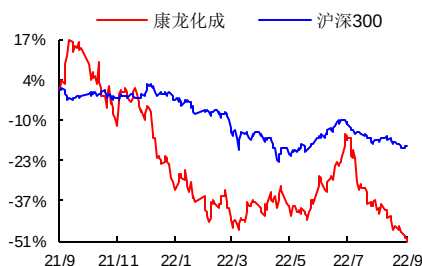
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7443.77	10091.79	13394.72	17493.37
增长率	45.00%	35.57%	32.73%	30.60%
归属母公司净利润(百万元)	1661.03	1904.78	2589.05	3525.05
增长率	41.68%	14.67%	35.92%	36.15%
每股收益 EPS(元)	1.39	1.60	2.17	2.96
净资产收益率 ROE	15.74%	16.15%	18.49%	20.72%
PE	44	39	28	21
PB	7.27	6.33	5.32	4.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.91
流通 A 股(亿股)	9.42
52 周内股价区间(元)	61.8-221.01
总市值(亿元)	736.08
总资产(亿元)	183.89
每股净资产(元)	12.50

相关研究

1. 康龙化成(300759): 一体化加速业绩兑现, CDMO 高速增长有望延续 (2022-03-29)
2. 康龙化成(300759): 营收增长强劲, 新业务成长空间大 (2021-10-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7443.77	10091.79	13394.72	17493.37	净利润	1620.08	1904.78	2589.05	3525.05
营业成本	4764.85	6457.52	8434.07	10801.39	折旧与摊销	484.39	345.84	370.72	394.88
营业税金及附加	44.04	65.39	84.12	109.96	财务费用	23.21	50.46	66.97	87.47
销售费用	155.62	222.02	294.68	384.85	资产减值损失	-3.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	866.81	1362.39	1781.50	2274.14	经营营运资本变动	-904.53	-1200.12	-737.88	-1011.88
财务费用	23.21	50.46	66.97	87.47	其他	838.53	-300.95	-299.68	-300.11
资产减值损失	-3.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2058.04	800.02	1989.18	2695.42
投资收益	307.58	300.00	300.00	300.00	资本支出	-2846.66	-550.00	-560.00	-570.00
公允价值变动损益	119.59	0.00	0.00	0.00	其他	-2411.49	200.00	200.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5258.15	-350.00	-360.00	-370.00
营业利润	1914.34	2234.00	3033.38	4135.55	短期借款	44.49	-121.76	100.00	100.00
其他非经营损益	-3.34	-2.24	-2.50	-2.55	长期借款	561.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	1911.00	2231.76	3030.88	4133.01	股权融资	-20.01	0.00	0.00	0.00
所得税	290.92	326.98	441.83	607.95	支付股利	-238.12	-332.21	-380.96	-517.81
净利润	1620.08	1904.78	2589.05	3525.05	其他	3313.76	-270.45	-56.97	-77.47
少数股东损益	-40.95	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3661.39	-724.41	-337.93	-495.28
归属母公司股东净利润	1661.03	1904.78	2589.05	3525.05	现金流量净额	415.78	-274.40	1291.25	1830.14
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3543.82	3269.42	4560.67	6390.81	成长能力				
应收和预付款项	1369.89	1978.57	2571.78	3381.12	销售收入增长率	45.00%	35.57%	32.73%	30.60%
存货	680.04	927.34	1214.69	1559.34	营业利润增长率	44.61%	16.70%	35.78%	36.33%
其他流动资产	3049.75	3317.28	3894.18	4610.06	净利润增长率	41.25%	17.57%	35.92%	36.15%
长期股权投资	452.61	452.61	452.61	452.61	EBITDA 增长率	36.53%	8.60%	31.96%	33.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5296.28	5540.99	5760.83	5956.50	毛利率	35.99%	36.01%	37.03%	38.25%
无形资产和开发支出	2789.20	2765.81	2752.41	2749.02	三费率	14.05%	16.20%	16.00%	15.70%
其他非流动资产	1207.54	1290.38	1373.22	1456.06	净利率	21.76%	18.87%	19.33%	20.15%
资产总计	18389.12	19542.40	22580.40	26555.52	ROE	15.74%	16.15%	18.49%	20.72%
短期借款	421.76	300.00	400.00	500.00	ROA	8.81%	9.75%	11.47%	13.27%
应付和预收款项	958.19	1287.93	1689.83	2166.84	ROIC	21.82%	18.94%	22.52%	27.29%
长期借款	956.10	956.10	956.10	956.10	EBITDA/销售收入	32.54%	26.06%	25.91%	26.40%
其他负债	5757.78	5204.65	5532.64	5923.51	营运能力				
负债合计	8093.82	7748.67	8578.57	9546.45	总资产周转率	0.49	0.53	0.64	0.71
股本	794.18	1191.07	1191.07	1191.07	固定资产周转率	2.24	2.48	3.07	3.80
资本公积	6008.34	5611.45	5611.45	5611.45	应收账款周转率	6.46	6.63	6.44	6.44
留存收益	3554.39	5126.97	7335.07	10342.31	存货周转率	9.67	7.91	7.78	7.72
归属母公司股东权益	10129.24	11627.66	13835.76	16843.00	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.50%	—	—	—
少数股东权益	166.07	166.07	166.07	166.07	资本结构				
股东权益合计	10295.31	11793.73	14001.82	17009.07	资产负债率	44.01%	39.65%	37.99%	35.95%
负债和股东权益合计	18389.12	19542.40	22580.40	26555.52	带息债务/总负债	59.86%	60.95%	56.22%	51.57%
					流动比率	2.90	3.61	3.55	3.62
					速动比率	2.67	3.26	3.20	3.27
					股利支付率	14.34%	17.44%	14.71%	14.69%
					每股指标				
					每股收益	1.39	1.60	2.17	2.96
					每股净资产	8.50	9.76	11.62	14.14
					每股经营现金	1.73	0.67	1.67	2.26
					每股股利	0.20	0.28	0.32	0.43
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2421.94	2630.30	3471.07	4617.90					
PE	44.31	38.64	28.43	20.88					
PB	7.27	6.33	5.32	4.37					
PS	9.89	7.29	5.50	4.21					
EV/EBITDA	19.80	27.51	20.48	15.00					
股息率	0.32%	0.45%	0.52%	0.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn