

康龙化成(300759.SZ)

稀缺的一体化CXO服务商，超前布局提供增长驱动力

推荐（首次）

股价：57.78 元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.pharmaron.com
大股东/持股	HKSCC NOMINEES LIMITED/16.88%
实际控制人	Boliang Lou, 楼小强, 郑北
总股本(百万股)	1,191
流通 A 股(百万股)	946
流通 B/H 股(百万股)	201
总市值(亿元)	642
流通 A 股市值(亿元)	546
每股净资产(元)	8.57
资产负债率(%)	46.5

行情走势图



证券分析师

叶寅

投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn

倪亦道

投资咨询资格编号
S1060518070001
021-38640502
NIYIDAO242@pingan.com.cn



平安观点：

- 公司为稀缺的全流程一体化CRO+CDMO服务商。康龙化成2004年成立于北京，主要从事药物研究、开发及生产服务，其业务主要分为四个板块：1) 实验室服务：为公司旗舰业务，高增速、高毛利的生物科学业务带动板块业绩量质双升；2) CMC（小分子CDMO）服务：前端业务由实验室服务导流快速成长，规模化生产能力从无到有，为板块业绩放量打下基础；3) 临床研究服务：国内一体化服务平台已建成，亏损逐渐收窄，2023年或将实现盈亏平衡；4) 大分子和细胞与基因治疗服务：中长期战略布局，行业高景气度提供长期潜在增长动力。四个板块共同组成研发、生产一体化平台，有助于1)进行现有客户导流，降低获客成本；2)节省项目业务间转换的时间成本，实现研发效率最大化。
- 小分子CDMO规模化生产能力初步建成，国际化布局兑现。2022年前公司欠缺规模化生产能力，CMC项目推进到临床中后期后不能享受到放量收益。绍兴工厂是公司国内首个具有规模化生产能力的工厂，一期工程自2022年2月起陆续落地，共投产600立方米。经过一年的探索和磨合，公司CDMO能力初步构建完成，包括规模化生产需要的团队、项目管理能力及匹配的供应链管理。海外方面，美国考文垂工厂经过6个月的改造于2022年12月开始接单，英国工厂已通过MHRA的GMP检查。中美英三地的产能落地完善了公司全球服务网络，为客户提供极具竞争力的国际化端到端化学与生产服务。同时，项目漏斗效应下，高订单额、高毛利的后端项目的增加将持续改善CMC服务经营效率。
- 潜力业务短期边际改善，中长期提供新增长动能。短期看，临床研究服务内部整合顺利，先行投入边际减少且收入增加，盈利能力逐步改善，2023年或实现盈亏平衡；大分子和CGT业务开始贡献收入，预计于2024年实现盈亏平衡。中长期看，潜力业务扩大公司业务范围，为中长期增长打下基础。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,134	7,444	10,221	12,986	16,302
YOY(%)	36.6	45.0	37.3	27.0	25.5
净利润(百万元)	1,172	1,661	1,389	2,371	3,220
YOY(%)	114.3	41.7	-16.4	70.8	35.8
毛利率(%)	37.5	36.0	37.2	38.6	40.3
净利率(%)	22.8	22.3	13.6	18.3	19.8
ROE(%)	13.2	16.4	12.3	17.9	20.3
EPS(摊薄/元)	0.98	1.39	1.17	1.99	2.70
P/E(倍)	58.7	41.4	49.6	29.0	21.4
P/B(倍)	7.8	6.9	6.2	5.3	4.4

- **投资建议：**预测 2022-2024 年 EPS 分别为 1.17、1.99、2.70 元，对应 2023E 估值 29.0 倍。考虑到公司成熟业务量质提升，潜力业务将迎来边际改善，我们看好公司作为稀缺全流程一体化医疗外包服务商的长期发展，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) **产能建设及投放不及预期：**公司多地产能基地处于建设期，若建设、投放进度不及预期，可能减弱公司后续订单承接能力。；2) **收购资产整合进度不及预期：**公司近年通过频繁收购快速补齐业务范围，若收购公司整合进度不及预期将影响公司业务效率及竞争力。；3) **地缘政策风险：**截至 2022H1 公司海外营收占比 82.3%，若海外国家推出限制政策将影响公司业绩。

正文目录

一、康龙化成：全流程一体化医药研发及生产外包服务平台.....	6
二、行业持续高景气，中国 CXO 正赢得全球市场份额.....	10
3.1 药企研发及生产支出和外包渗透率持续提升，造就 CXO 行业高景气度	10
3.2 内生优势使中国成为 CXO 产业应许之地，市场份额将向头部 CXO 企业集中.....	12
三、旗舰业务量质双增，潜力业务放量在即.....	14
3.1 实验室服务是公司核心业务，生物科学驱动量质双增	14
3.2 CMC 服务初具规模化生产能力，后端项目将推动业绩放量	16
3.3 一站式临床研发服务平台初建成，内部整合推动效率增加毛利率改善	17
3.4 大分子和细胞与基因治疗为中长期战略布局，高行业景气度下或成为潜力增长点	18
四、首次覆盖，给予“推荐”评级	21
五、风险提示	22
5.1 产能建设及投放不及预期	22
5.2 收购资产整合进度不及预期	22
5.3 地缘政策风险	22

图表目录

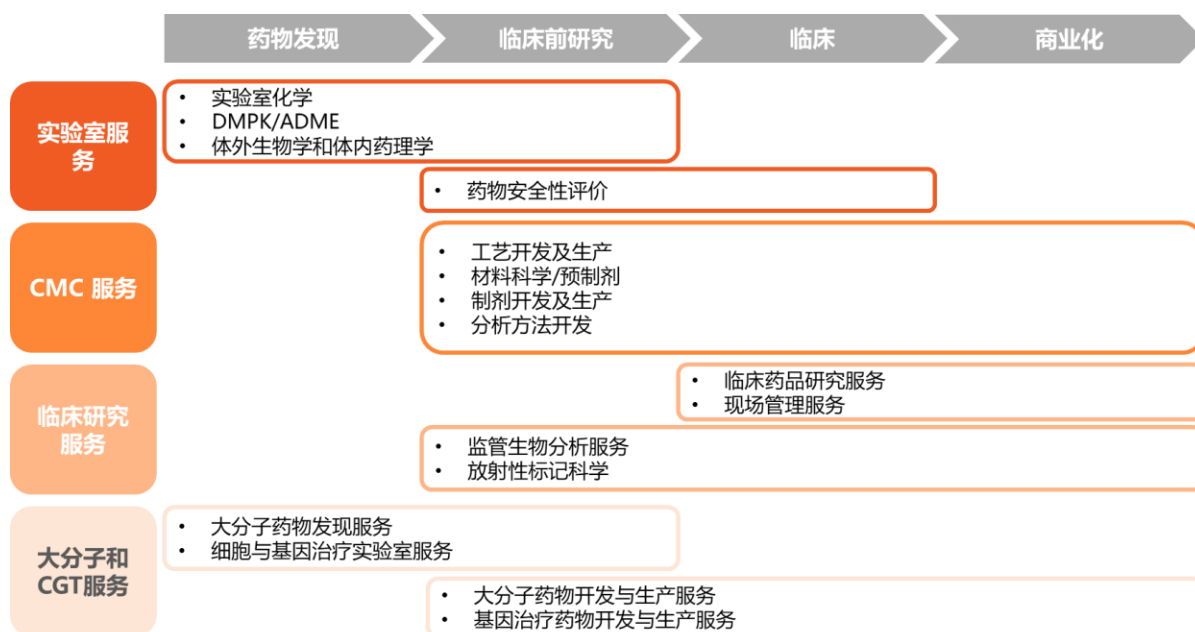
图表 1 公司的主营业务	6
图表 2 公司一体化平台下的协同效应 (2022H1)	6
图表 3 公司 2017-2022 前三季度营业收入(亿元)及 YoY	7
图表 4 公司 2017-2022 前三季度归母净利润(亿元)及 YoY	7
图表 5 公司 2017-2022 前三季度分业务营收 (亿元)	7
图表 6 公司 2017-2022 前三季度各业务营收占比	7
图表 7 公司 2017-2022 前三季度各业务营收增速	8
图表 8 公司 2017-2022 前三季度各业务毛利率	8
图表 9 公司 2017-2022H1 分地区营收 (亿元)及 YoY	8
图表 10 公司 2022H1 分地区营收占比	8
图表 11 公司全球布局情况	9
图表 12 公司 2019-2022H1 资本开支 (亿元)	9
图表 13 公司 2017-2022H1 员工数量及平均人效	9
图表 14 CXO 市场规模组成	10
图表 15 2019-2026E 全球药物市场规模 (十亿美元)	10
图表 16 近十年全球销售额前 20 药企研发费用 (亿美元)	10
图表 17 2012-2022 年全球医疗健康领域投融资 (亿美元)	11
图表 18 2013-2022 平均新药研发费用 (亿美元)	11
图表 19 2013-2022 后期管线投资回报率 (除 EUA)	11
图表 20 2005、2020 按公司规模后期管线占比	11
图表 21 2017-2021 年 CDE 药品注册申请审结量 (件)	12
图表 22 2015-2021 CDE 化药 NDA 平均审批用时 (天)	12
图表 23 2017-2021 年创新药 IND 批准量 (件)	12
图表 24 2017-2021 年创新药 NDA 批准量 (件)	12
图表 25 中国历年硕士和博士毕业人数 (万人)	13
图表 26 2020 年各国平均工资 (千美元/年)	13
图表 27 近年与中国 CXO 行业相关的地缘政治事件	13
图表 28 获得 FDA API DMFs 工厂所在国家占比	14
图表 29 2021 各国大分子产能 (千升)及生产设施数 (个)	14
图表 30 公司实验室服务 2017-2022 前三季度营收(亿元)及 YoY	14
图表 31 公司实验室服务 2022H1 分地区营收占比	14
图表 32 公司实验室服务 2015-22H1 分业务营收占比	15
图表 33 公司 2017-2022 前三季度实验室服务毛利率	15
图表 34 公司实验室服务相关收购	15
图表 35 公司实验室服务相关技术平台	16
图表 36 公司 2017-22H1 实验室服务员工数量及人效	16

图表 37 公司 CMC 服务 2017-2022 前三季度营收(亿元)及 YoY	16
图表 38 公司 CMC 服务 2022H1 分地区营收占比	16
图表 39 公司 CMC 服务各阶段项目数量 (个)	17
图表 40 公司 CMC 服务 2017-2022 前三季度毛利率	17
图表 41 康龙化成 CMC 服务工厂及产能布局	17
图表 42 公司临床服务 2017-2022 前三季度营收(亿元)及 YoY	18
图表 43 公司临床研究服务 2022H1 分地区营收占比	18
图表 44 康龙化成中国临床服务一体化平台	18
图表 45 公司大分子和 CGT 业务 2020-2022 前三季度营收 (亿元)及 YoY	19
图表 46 公司大分子和 CGT 业务 2022H1 分地区营收占比	19
图表 47 康龙化成细胞和基因治疗研发服务平台	19
图表 48 2015-2021 全球销售额 Top 20 药品中生物制剂数量及比例 (除新冠相关药品)	20
图表 49 FDA 按类别获批新药数量 (个)	20
图表 50 CDE 按类别获批新药数量 (个)	20
图表 51 1995-2020 全球基因疗法管线数 (个)	20
图表 52 1995-2020 全球非基因修饰的细胞疗法管线数 (个)	20
图表 53 康龙化成收入拆分及预测	21
图表 54 可比公司估值对比 (对应 2023 年 3 月 23 日)	22

一、康龙化成：全流程一体化医药研发及生产外包服务平台

“自建+并购”快速打造全流程一体化医疗外包平台。康龙化成 2004 年成立于北京，分别于 2019 年 1 月、2019 年 11 月在深交所创业板及港交所上市，是全球少数能提供全流程、一体化医药研发及生产服务的医疗外包企业。公司主要从事药物研究、开发及生产服务，其业务可划分为实验室服务、CMC（小分子 CDMO）服务、临床研究服务、大分子和细胞与基因治疗服务四大服务板块。其中，实验室服务是康龙化成的核心业务，后续通过内部建设和外延并购在十余年中不断拓展业务范围，已基本完成 CRO+CDMO 一体化平台建设。

图表1 公司的主营业务



资料来源：公司招股书、平安证券研究所

一体化平台协同效应显著，加速新业务成长。一体化服务平台具有：1) **实现客户导流**：将上游现有客户导流至下游业务，帮助新业务快速获客、降低获客成本；2) **提高业务效率**：充分发挥业务间的协同效应，节省业务转换及对接所需时间，帮助客户成本最小化、效率最大化。

2022H1 公司的 CMC 服务收入中约 76% 来源于药物发现服务的现有客户；2020 年，药物发现阶段的体内外生物科学超过 80% 的收入来源于实验室化学的现有客户。

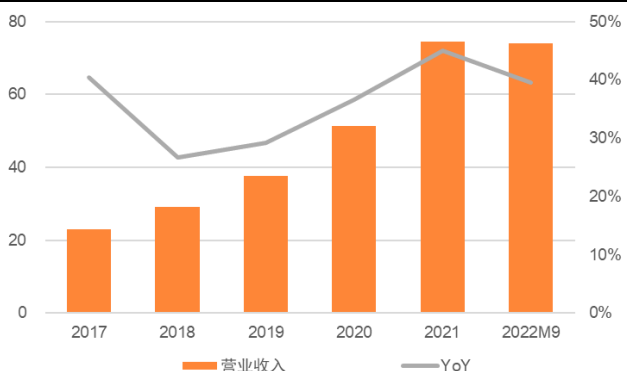
图表2 公司一体化平台下的协同效应（2022H1）



资料来源：公司财报、平安证券研究所

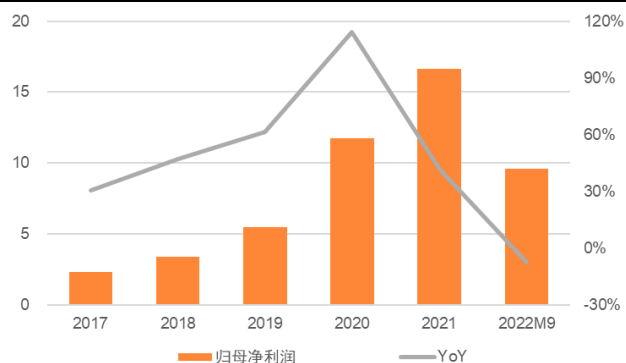
营收保持高速增长，高投入使利润端短期承压。2017-2021 年，公司营业收入以 CAGR 34.2% 从 22.9 亿元增长至 74.4 亿元，归母净利润以 CAGR 63.8% 从 2.3 亿元增长至 16.6 亿元。2022 年 Q1-Q3，公司实现营收 74.0 亿元，同比增长 39.6%；归母净利润为 9.6 亿元，同比下降 7.6%，主要是因为 1) 公司通过自研及并购搭建大分子和细胞与基因治疗服务平台，仍处于投入期，2) 公司分别于 2022 年 1 月和 7 月收购英国和美国工厂布局 CMC 业务的海外产能，处于并入和整合期。在剔除这两项的影响后，成熟业务的经调整净利润 2022 年前三季度同比增长 43.4%。在剔除可转债、汇兑及股权投资损益和股份支付后，2022 前三季度 non-IFRS 经调整净利润同比增长 26.7% 达到 13.3 亿元。

图表3 公司 2017-2022 前三季度营业收入(亿元)及 YoY



资料来源：公司财报、平安证券研究所

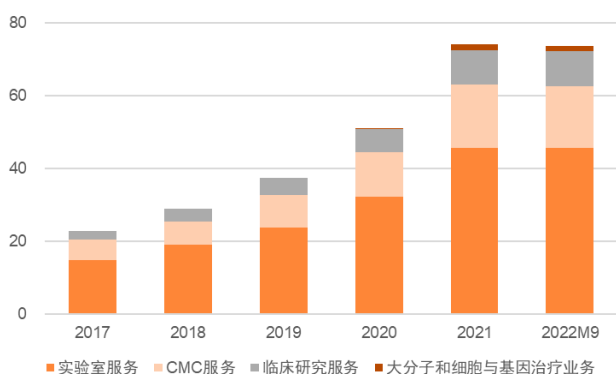
图表4 公司 2017-2022 前三季度归母净利润(亿元)及 YoY



资料来源：公司财报、平安证券研究所

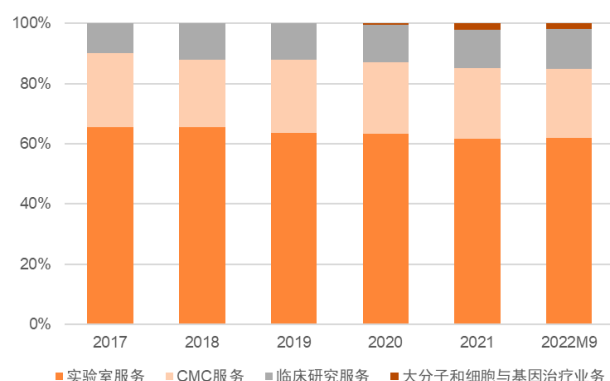
成熟业务盈利质量持续优化，新兴业务厚积待薄发。2022 年前三季度，公司实验室服务、CMC 服务、临床研究服务以及大分子和细胞与基因治疗服务分别贡献营收 45.8、16.8、9.8 以及 1.4 亿元，占比 62.0%、22.8%、13.3% 以及 1.9%。其中，实验室服务作为核心业务营收保持高速增长，2017-2021 年 CAGR 达 33.7%，2022 前三季度同比增长 38.6%；同时，得益于规模效应及高毛利生物科学服务占比的提升，盈利质量持续改善，毛利率从 2017 年的 38.5% 提升至 2022 前三季度的 44.7%。CMC 服务 2017-2021 年 CAGR 39.7%，随着规模化产能的落地和项目推进，业绩有望实现加速放量；受益于规模效应及后期项目占比提升，CMC 服务毛利率由 2017 年 23.6% 提升至 34.4%，待工厂完成效率爬坡后毛利率将进一步改善。临床研究服务已搭建国内一体化服务平台，将步入业绩兑现期。2019 年开始布局的大分子和细胞与基因治疗业务仍处于高投入以及整合阶段，近年大分子和细胞与基因治疗领域的高景气度下，有望成为公司中长期发展提供潜力增长点。

图表5 公司 2017-2022 前三季度分业务营收(亿元)



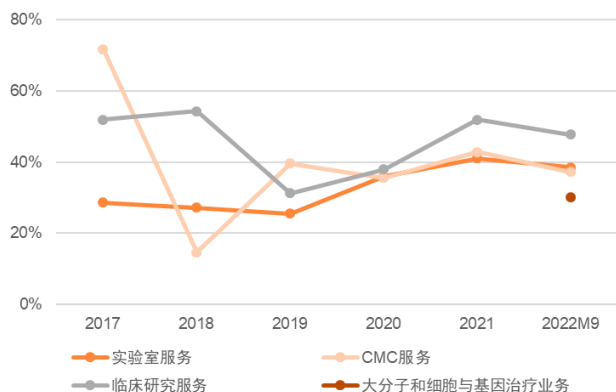
资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表6 公司 2017-2022 前三季度各业务营收占比



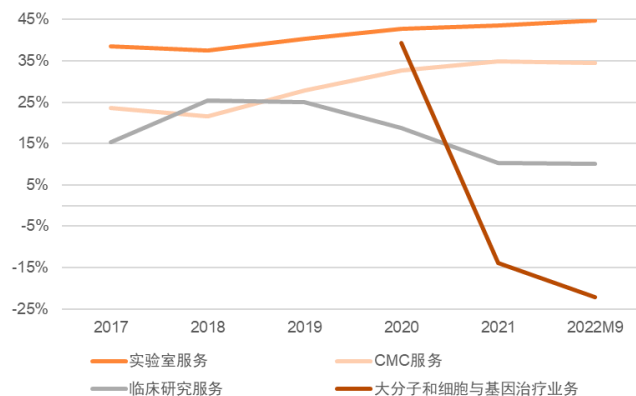
资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表7 公司 2017-2022 前三季度各业务营收增速



资料来源：公司财报、平安证券研究所

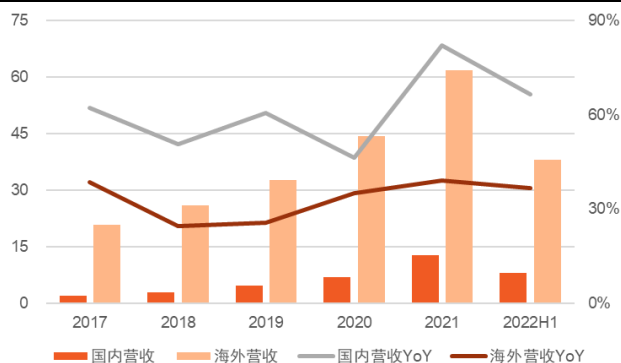
图表8 公司 2017-2022 前三季度各业务毛利率



资料来源：公司财报、平安证券研究所

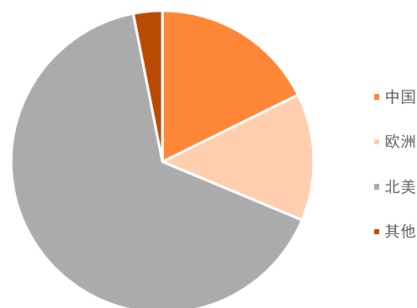
海外布局行业领先，国内业绩高速增长。截至 2022H1，康龙化成在中国、美国、英国分别布局了 9、6、5 个运营实体，在英国和美国有超过 1300 名员工来实现海外交付。三地各业务共同发展，为全球客户提供端对端的高质量服务。2022H1，海外客户贡献营收占比达 82.3%，其中北美、欧洲客户分别贡献总营收的 65.6%、13.6%。2017-2021 年公司国内营收以 CAGR 59.4% 从 2.0 亿元增长至 12.7 亿元，对总营收的占比从 2017 年 8.6% 提高至 2022H1 的 17.7%。区域性较强的临床试验服务对营收贡献比例的提升（2017 年 9.9% 至 2022 前三季度的 13.3%），将进一步提高国内营收占比。

图表9 公司 2017-2022H1 分地区营收 (亿元) 及 YoY



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表10 公司 2022H1 分地区营收占比



资料来源：公司财报、平安证券研究所

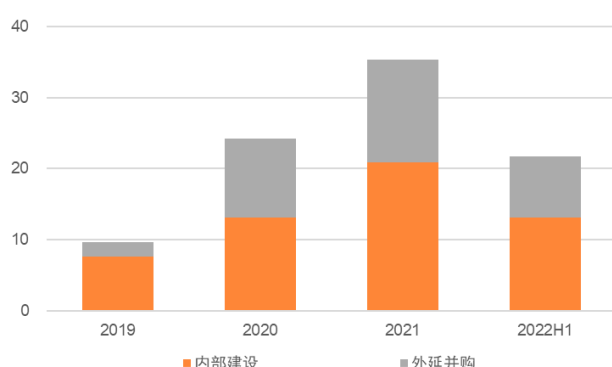
图表11 公司全球布局情况



资料来源：公司官网、平安证券研究所

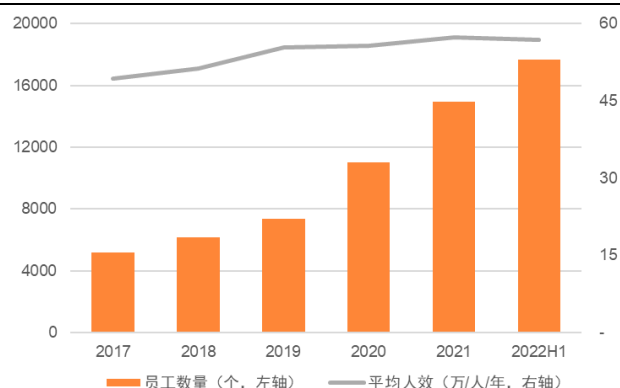
持续高投入扩张，人效提升显著。自2020年，公司加大外延并购力度并持续高投入进行内部建设，2019-2021年资本开支共计69.2亿元，2022H1用于内部建设及外延并购的资本开支分别达到13.1及8.5亿元。2017-2021年康龙化成总员工数量以CAGR30.4%从5166人增长至14923人，并在2022H1达到17650人；在人员快速增长的同时人均创收也不断提高，由2017年49.4万提高至2021年57.4万。高速增长的人才储备及高额业务扩张投入将为公司未来业绩的放量打下坚实的基础。

图表12 公司 2019-2022H1 资本开支 (亿元)



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表13 公司 2017-2022H1 员工数量及平均人效



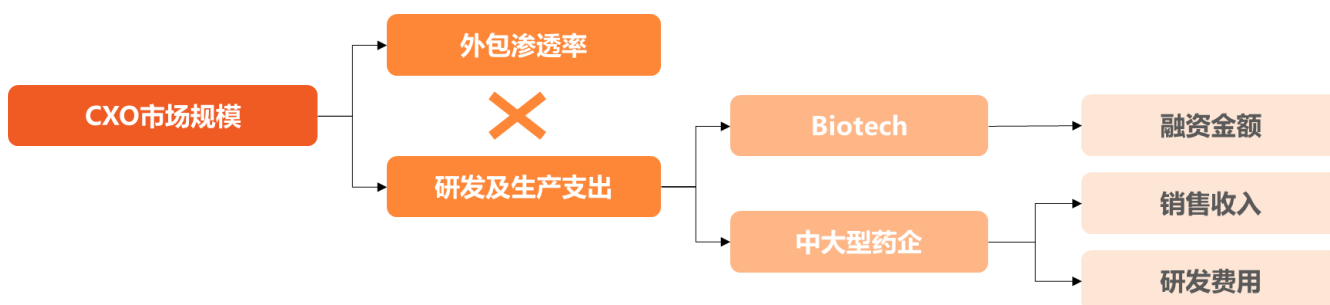
资料来源：公司财报、平安证券研究所

二、行业持续高景气，中国 CXO 正赢得全球市场份额

3.1 药企研发及生产支出和外包渗透率持续提升，造就 CXO 行业高景气度

药企降本增效需求增加，对 CXO 依赖程度提高。随着经济发展、医疗技术的提升，世界范围内人均寿命不断延长，人口老龄化是每个国家都在面临的问题。与此同时，癌症和慢性病的发病率也在增加。人们对创新药日益增长的需求和不断增加的研发及生产成本是制药公司面临的主要矛盾。CXO 产业深入到全球医药产业链中，帮助制药企业降低研发成本，缩短研发周期。CXO 产业的市场规模取决于药企的研发及生产支出和外包渗透率，在主要矛盾的激化下这两个因素将保持上升趋势，推动 CXO 产业保持增长势头。

图表14 CXO 市场规模组成

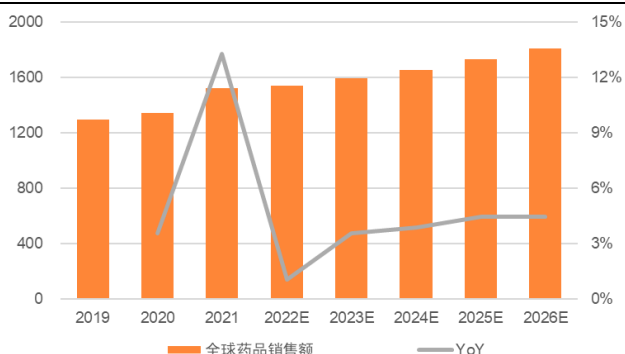


资料来源：平安证券研究所

药物销售收入及研发费用呈上升趋势，全球投融资环境不逊于疫情前水平。根据 IQVIA 数据，全球药物市场规模于 2021 年达到 1.5 万亿美元，2022-2026 年预计将持续上涨至 1.8 万亿美元。2011-2021 年全球营业收入排名前 20 的药企研发费用同样呈现不断上升趋势，以 4.2% CAGR 从 2011 年 938 亿美元增长至 2021 年 1,408 亿美元。

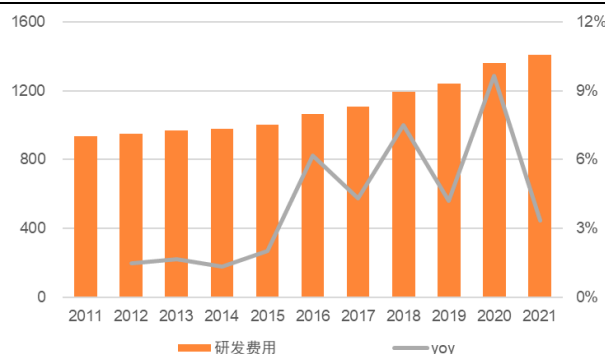
2022 年全球医疗健康领域投融资总额为 7.5 千亿美元，在 2021 年的高基数下同比下降 41.3%。除去 2020 年、2021 年受新冠相关药品及疫苗投融资因素影响的年份，2022 年全球医疗健康领域投融资总额与 2018 年相持平，相比 2019 年增长 15.1%。随着全球经济逐步走出疫情的阴霾，生产恢复活力，全球及中国医疗健康领域投融资额预计将进一步改善，保持上升势头。

图表15 2019-2026E 全球药物市场规模 (十亿美元)



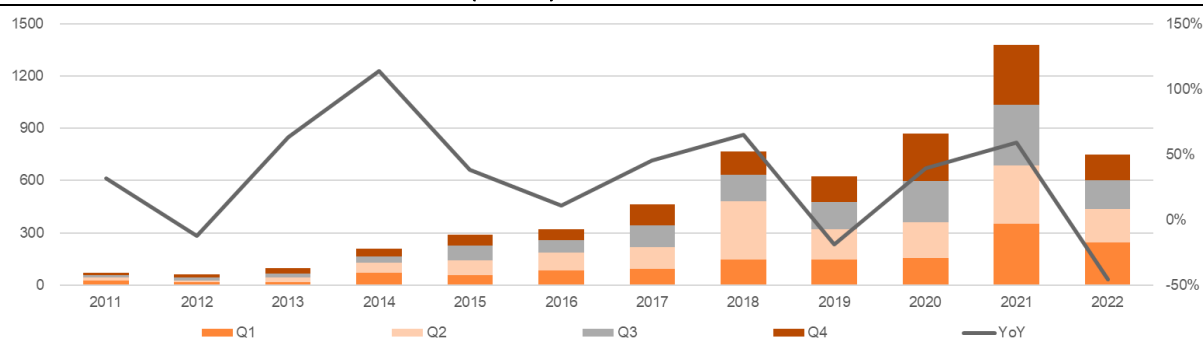
资料来源：IQVIA、平安证券研究所

图表16 近十年全球销售额前 20 药企研发费用 (亿美元)



资料来源：FiercePharma、各公司财报、平安证券研究所

图表17 2012-2022 年全球医疗健康领域投融资 (亿美元)

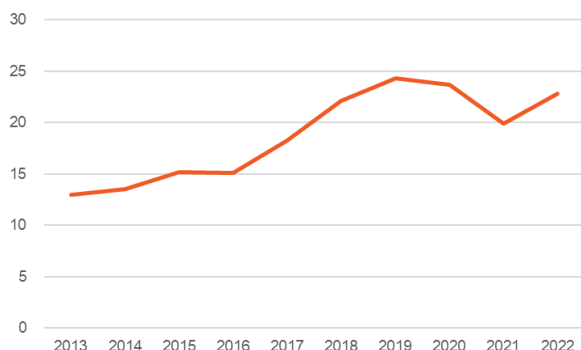


资料来源: VBDATA、平安证券研究所

研发回报率下降、Biotech 管线占比提升及轻资产化趋势促进医疗外包服务渗透率不断提高。受到药物专利悬崖的密集期即将来临、新药研发难度加大、研发周期变长、成本升高、投资回报率下降的影响，药企通过医疗外包服务来提高研发成功率及研发效率的意愿推动医药研发外包服务渗透率不断提高。

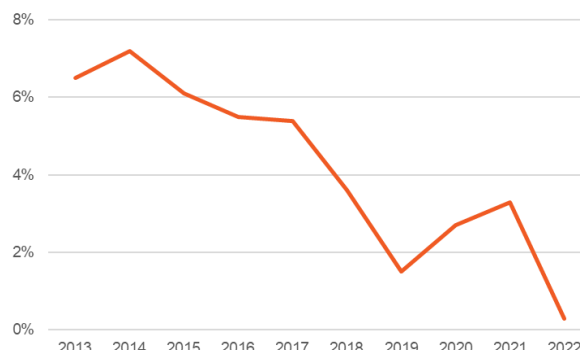
中小型药企由于资金和工作人员的相对匮乏，在药物商业化早期自建生产基地的意愿不高，相较于大型药企对药物生产外包服务的依赖性更强。根据 IQVIA 数据显示，2010-2020 年中小型药企及仅具有 1-2 条管线的 EBP（新型生物医药企业）后期管线占比由 66% 提升至 76%。同时，近年来多家大型跨国药企将药物生产基地关闭或转让以控制成本，实现轻资产化。这两大趋势将持续推动生产外包服务渗透率提高。根据弗若斯特沙利文数据显示，全球医疗外包服务渗透率由 2017 年 20.5% 提升至 2021 年 24.8%，预计 2026 年将进一步提升至 31.9%。与此同时，全球医疗外包市场规模将以 CAGR 12.0% 由 2021 年 1,403 亿美元增长至 2026 年 2,477 亿美元。

图表18 2013-2022 平均新药研发费用 (亿美元)



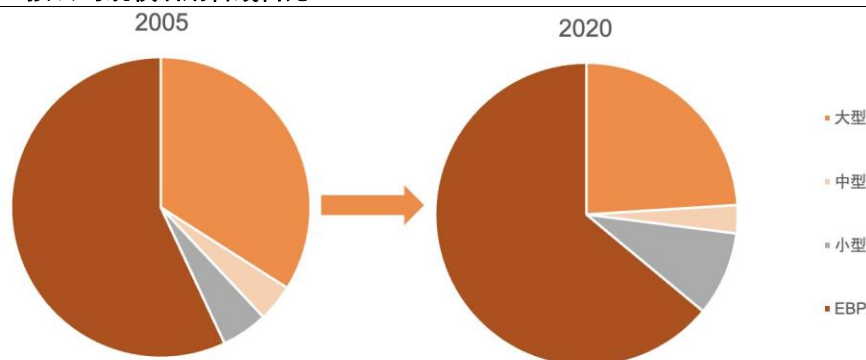
资料来源: Deloitte、平安证券研究所

图表19 2013-2022 后期管线投资回报率 (除 EUA)



资料来源: Deloitte、平安证券研究所

图表20 2005、2020 按公司规模后期管线占比

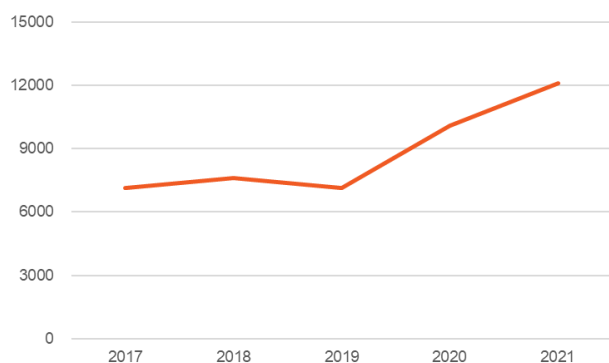


资料来源: IQVIA、平安证券研究所

3.2 内生优势使中国成为 CXO 产业应许之地，市场份额将向头部 CXO 企业集中

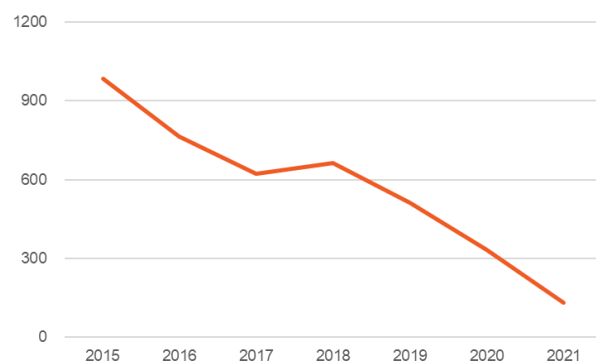
药改、MAH 助力国内外包行业高景气。2015 年 8 月国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，要求 1) 药监局处理积压的药品申请；2) 通过快速通道加快创新药的审批流程，缩短药物研发周期；3) 完善临床试验审批制度。此《意见》开启了中国创新药的新时代，使地域性较为显著的临床前 CRO 和临床 CRO 服务的国内市场景气度大幅提升。2015 年试行、2019 年正式实施的市场许可持有人制度 (MAH) 将药品的上市审批与生产审批分开，降低药企生产建设门槛并将生产需求外流给 C(D)MO 服务商；随着国内第一批创新药逐渐进入商业化收获期，2021 年获批的创新化学药和创新生物制剂数量分别同比增长 84.2%、228.6%，国内 C(D)MO 企业也将从这一过程中获益。

图表21 2017-2021 年 CDE 药品注册申请审结量 (件)



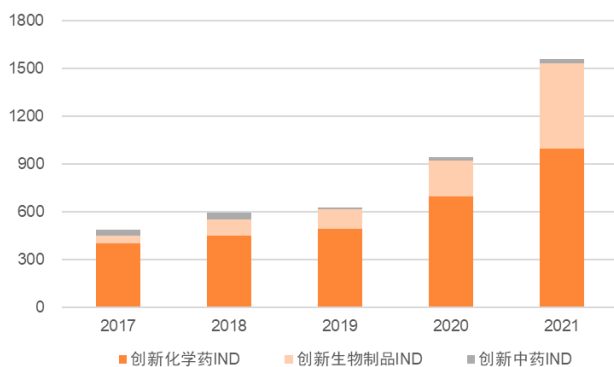
资料来源：CDE、平安证券研究所

图表22 2015-2021 CDE 化药 NDA 平均审批用时 (天)



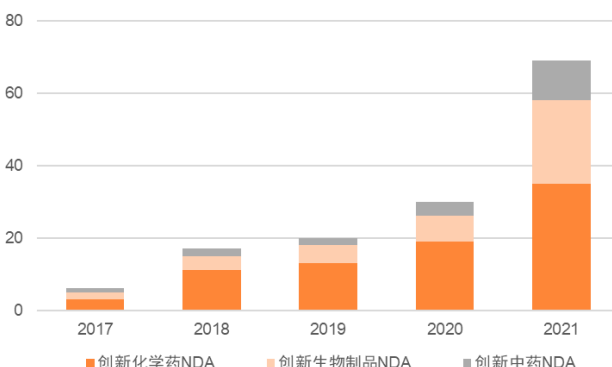
资料来源：CDE、平安证券研究所

图表23 2017-2021 年创新药 IND 批准量 (件)



资料来源：CDE、平安证券研究所

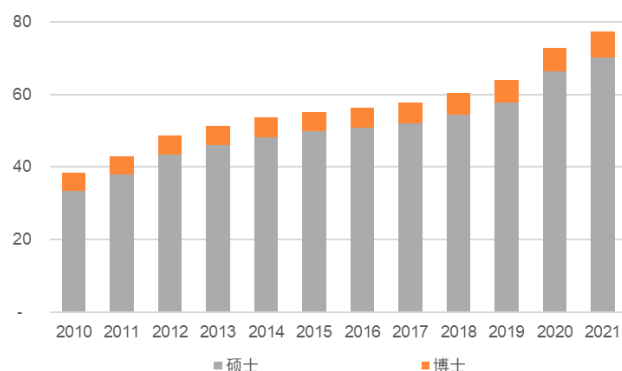
图表24 2017-2021 年创新药 NDA 批准量 (件)



资料来源：CDE、平安证券研究所

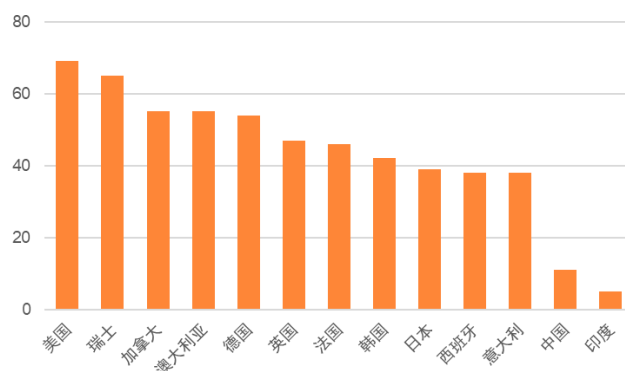
人口和工程师红利、完善的知识产权保护机制使中国成为 CXO 应许之地。根据弗洛斯特沙利文，2017-2021 年中国药物研发及生产外包服务市场规模以 CAGR 27.8% 增长至 1,078 亿元，预计 2021-2026 年将以 26.0% CAGR 持续扩容达到 3,424 亿元。凭借特有的 1) **人口红利**：截至 2022 年中国人口数量世界排名第一，具有疾病种类多样化、病人数量较多的优势，利于临床试验的进行；2) **工程师红利**：过去十年，中国本科、硕士及博士毕业生数量持续增加，在 2021 年分别达到 909 万人、70.1 万人、7.2 万人。与此同时，OECD 数据显示，中国 2020 年人均年薪约 1.1 万美元，仅为欧美发达国家的 1/6 至 1/3。大量高素质人才储备和较低的平均工资使中国 CXO 能以较低价格提供高质量服务，极具市场竞争力；3) **知识产权保护机制完备**：相较于同样具有人口红利以及高性价比劳动力的印度，中国具有完善的药品知识产权保护制度，更能获得创新药企业的信赖及订单；中国医疗外包服务市场占有率不断提升，从 2017 年 6.8% 上涨至 2021 年 11.9%，预计 2026 年将进一步提高至 21.4%。

图表25 中国历年硕士和博士毕业人数(万人)



资料来源：教育部、平安证券研究所

图表26 2020 年各国平均工资(千美元/年)



资料来源：OECD、平安证券研究所

地缘政治影响有限，受到制裁的可能性较小。2022 年 2 月，美国商务部将 33 家中国公司列入“未经核实名单 (UVL)”，包括药明生物无锡及上海子公司，使其一次性生物反应器控制器和超滤膜包受到出口管制。消息一经推出，引发投资人对于美国制裁中国 CXO 企业的担忧，药明生物等 CXO 企业股价暴跌。2022 年 10 月、2022 年 12 月药明生物无锡工厂、上海工厂在接受美国商务部工业与安全局核查后顺利移出 UVL，“恶意制裁”的担忧不攻自破。2022 年 9 月，美国总统签署行政命令，意图加强本土生物技术和生物制造能力，然而详细计划中与中国 CXO 公司相关的制药供应链相关补贴仅 0.4 亿美元，影响微乎其微。鉴于 CXO 的服务业属性、全球制药企业降本增效的强烈诉求，我们认为 CXO 行业受到制裁的可能性很小；而中国 CXO 产业具有的三大核心优势，使中国 CXO 赢得更多市场份额为大势所趋。

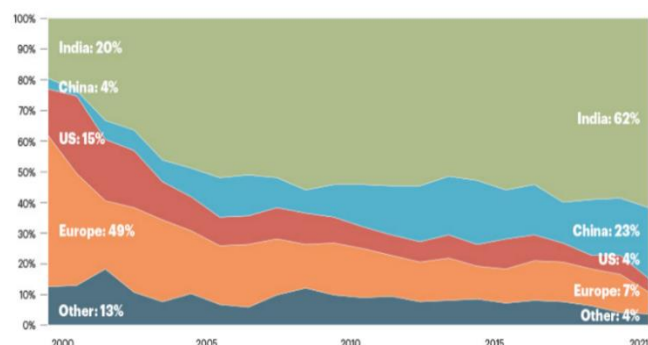
图表27 近年与中国 CXO 行业相关的地缘政治事件

时间	事项	市场反应	结果
2021.12	美国政府将 20 多家中国企业/单位列入实体清单	市场担心中国药企及 CXO 企业受美国制裁而大量失去业务，次日相关公司股价大幅下挫	实际纳入清单的全部是中国的高校及国有研究院，不涉及任何中国药企和 CXO 企业
2022.02	美国商务部将药明生物纳入 UVL，限制对美采购	市场担心以药明生物为代表的中国医药企业将陆续收到制裁，相关公司股价大幅下挫	2022 年 10 月、12 月美国商务部完成现场核查后，将无锡及上海工厂移出 UVL 清单
2022.09	美国总统签署行政命令，意图强化本土生物技术和生物制造能力	市场担心美国加大本土生物制造导致医药外包需求回流，CXO 及上游科研公司股价大幅下挫	2 日后详细生物技术和生物制造计划公布，补贴超 20 亿美元，主要涉及生物质材料、生物安全、化肥、生物经济及环保等。实际与中国 CXO 公司相关的制药供应链相关补贴 0.4 亿美元

资料来源：公司公告、平安证券研究所

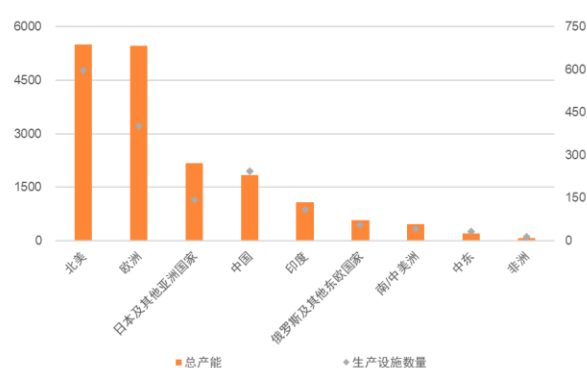
产能将向中国、向头部国际化 CXO 转移。2000-2021 年，FDA 公布的 API Drug Master Files (DMFs) 里中国工厂占比由 4% 提升至 23%，占比增长近 6 倍；同期，印度占比从 20% 增长至 62%，而美欧及其他国家占比从 76% 下降至仅 15%，证明产能持续向更具性价比的地区转移。同理，同地区具有更大产能规模的 CMO 相比小规模 CMO 更具有规模效应且认证体系更加完善，能提供综合性价比更高的服务，即使出现产能过剩的情况，海外业务占比高的头部 CMO 集中度会进一步提高。在结构更为复杂、生产难度更大的大分子上，中国产能从 2018 年 87 万升提升至 2021 年 184 万升，全球总产能占比由 5% 快速提升至 11%，超过印度。随着大分子药物的兴起，中国的总产能占比将进一步提升。

图表28 获得 FDA APIDMFs 工厂所在国家占比



资料来源：USP、平安证券研究所

图表29 2021 各国大分子产能(千升)及生产设施数(个)



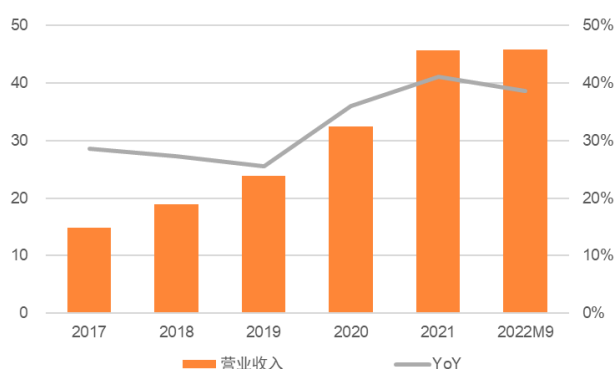
资料来源：BioPlan、平安证券研究所

三、旗舰业务量质双增，潜力业务放量在即

3.1 实验室服务是公司核心业务，生物科学驱动量质双增

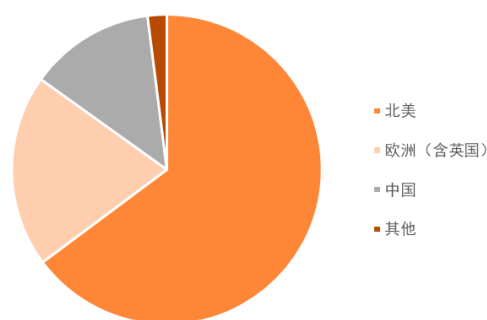
公司实验室服务强竞争力保证板块高速增长。公司的实验室服务为旗舰业务，根据沙利文数据显示，公司2020年为全球市占率第三的药物发现CRO。2016年到2020年，康龙化成在全球CRO市场中市占率由0.4%提升至0.8%，位列全球第8，中国第2。2022年前三季度，实验室服务贡献45.8亿元营收（YoY 38.6%），占总营收62.0%。2022H1，88.3%的板块营收由海外客户贡献。

图表30 公司实验室服务2017-2022 前三季度营收(亿元)及 YoY



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表31 公司实验室服务2022H1 分地区营收占比

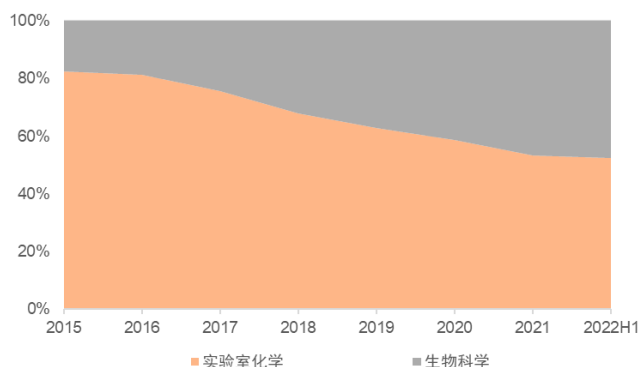


资料来源：公司财报、平安证券研究所

生物科学服务驱动业绩高速增长、毛利率稳中有升。公司的实验室服务主要包括实验室化学和生物科学服务，其中实验室化学是公司业务发展的起点，主要包括药物化学、合成化学、分析及纯化化学和计算机辅助药物设计（CADD）等业务；生物科学服务包括体内外药物代谢及药代动力学、体外生物学和体内药理学、药物安全性评价及美国实验室服务。根据2021年、2022H1实验室化学及生物科学营收占比及实验室服务毛利率估算，实验室化学及生物科学的毛利率分别约为33-38%、50-56%。高毛利的生物科学营收贡献占比不断提高，从2015年17.4%提升至2021年46.6%，并在2022H1达到47.5%，叠加人效提升推动实验室服务毛利率由2017年38.5%稳定上升至2022前三季度的44.7%。

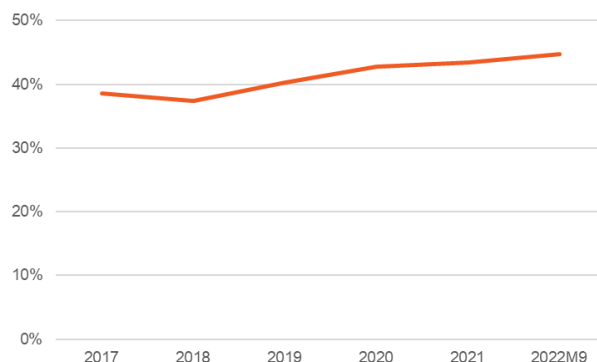
公司 2020 年 11 月收购 Absorption 进一步完善全球在 DMPK/ADME 方面服务网络；于 2021 年起密集收购国内猴场，在实验猴资源紧缺时期加强对实验动物的质量控制和供应体系的稳定，从多方面进一步提升生物科学服务的竞争力。预计在生物科学高增速、高毛利的推动下，公司实验室服务业绩将迎来量质双升。

图表32 公司实验室服务 2015-22H1 分业务营收占比



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表33 公司 2017-2022 前三季度实验室服务毛利率



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表34 公司实验室服务相关收购

时间	被收购公司	所在地	业务范围
2016 年 2 月	Quotient	英国	放射化学合成与代谢动力学研究。
2017 年 1 月	Xceleron	美国	拥有独特的加速器质谱技术，此技术是对发行人放射性标记代谢物分析服务的全方位延展。
2020 年 11 月	Absorption	美国	小分子药物、大分子药物开发过程中所需的 DMPK/ADME 和生物分析服务。
2021 年 6 月	肇庆创药	中国	实验动物供应。
2021 年 10 月	康瑞泰（湛江）	中国	实验动物供应。
2022 年 3 月	北京安凯毅博	中国	实验动物供应。

资料来源：公司财报、平安证券研究所

先进的技术平台是实验室服务核心竞争力，团队壮大为业务扩张打基础。由于药物的分子结构日渐复杂，发现新药物的难度及花费逐步增大，因此通过先进的药物发现及筛选技术、强大的人才团队来提高效率是药物发现 CRO 服务商的核心竞争力。而充足的人员配置和丰富的项目经历是实验室服务另外两个核心竞争力。

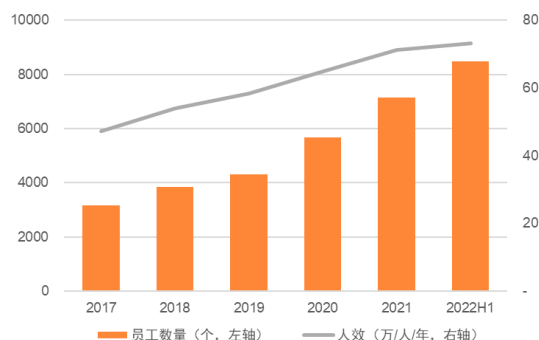
康龙化成具有全球领先的自动化高通量实验设备、基因编码化合物库技术平台以及 3D 细胞微球及类器官筛选平台等特色技术平台，以最先进的药物筛选技术为客户提高药物发现效率、减少花费。2021 年及 2022H1，公司分别参与了 565、576 个药物发现项目。此外，公司实验室服务员工数量以 22.6% CAGR 由 2017 年 3154 人扩充至 2021 年的 7136 人，并于 2022H1 达到 8,492 人，人员规模仅次于药明康德；团队扩张的同时平均人效由 2017 年 47 万/年提升至 73 万/年。7 个特色实验室服务技术平台以及不断壮大的服务团队将巩固公司药物发现 CRO 龙头的地位，为业绩持续放量打下坚实的基础。

图表35 公司实验室服务相关技术平台



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表36 公司 2017-2022H1 实验室服务员工数量及人效

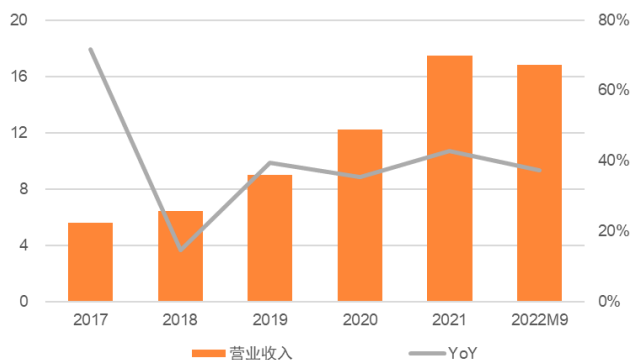


资料来源：公司财报、平安证券研究所

3.2 CMC 服务初具规模化生产能力，后端项目将推动业绩放量

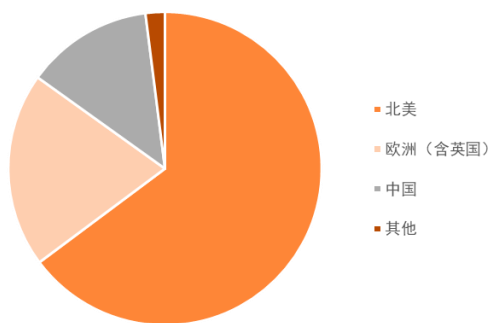
协同效应下获客稳定，海外市场贡献超 85% 营收。公司 CMC 服务主要为客户提供小分子原料药工艺开发及生产、材料科学/预制剂、制剂开发及生产和分析开发服务，覆盖临床前、各阶段临床研究以及商业化生产需求。凭借公司全流程、一体化研发服务平台模式下的协同效应，2022H1 CMC 收入中约 76% 来源于药物发现服务的现有客户，增大客源稳定性的同时减少获客成本。2017-2021 年 CMC 服务营收以 CAGR 32.7% 从 5.6 亿元增长至 17.5 亿元，2022 前三季度同比增长 37.3% 达到 16.8 亿元。2022H1，板块海外营收占比达 86.9%，其中来自北美和欧洲的营收分别占总营收 64.8%、20.1%。

图表37 公司 CMC 服务 2017-2022 前三季度营收(亿元)及 YoY



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表38 公司 CMC 服务 2022H1 分地区营收占比



资料来源：公司财报、平安证券研究所

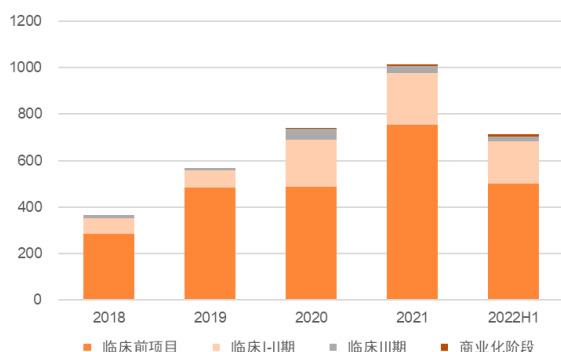
国际化产能布局逐步兑现，推动后期及商业化项目占比提升，业绩迎来放量。公司 CMC 项目数量从 2018 年 364 个增长至 2021 年 1013 个，规模效应及非临床前项目占比的提升推动毛利率由 2018 年 21.6% 增长至 2021 年 34.9%。由于后期及商业化产能的限制，2021 年临床前至临床 II 阶段项目贡献约板块 80% 的营收。

绍兴生产基地是公司在国内建设的首个支持规模化生产的厂房，总占地 250 亩；其中一期项目占地约 170 亩，包括 3 个车间（一个人用药 GMP 车间、一个动物药 GMP 车间及一个 non-GMP 车间），具有 600 立方米反应釜的生产能力，可提供从中试至商业化且符合 cGMP 规范的原料药及中间体生产服务。绍兴一期项目总投资额约 10 亿元，分别于 2022 年 2 月、2022 年 8 月投产 200、400 立方米化学反应釜，将公司的总产能提升至 800L，预计能满足板块未来 2-3 年的增长。经过近一年的探索和磨合，公司 CDMO 能力初步构建完成，已具备符合规模化生产需要的团队和项目管理能力及匹配的供应链管理能力和拥有较多熟悉规模生产的员工。绍兴二期项目预计于 2025 年初投入运营，规模和一期相近。

公司于 2022 年 1 月、7 月分别收购拥有 100 立方米反应釜的英国 Cramlington 原料药生产基地及美国罗德岛州考文垂生产基地，其中英国 Cramlington 工厂因设备老旧正在改造，美国考文垂工厂经过半年的改造于 2022 年 12 月开始接单，两个生产基地均可提供从中试至吨级商业化规模的 cGMP 原料药生产服务，并通过包括英国 MHRA、美国 FDA 在内的多家监管机构核查并获认证。海外产能的落地完善了公司全球服务网络，为客户提供极具竞争力的全球化端对端化学和生产服务。

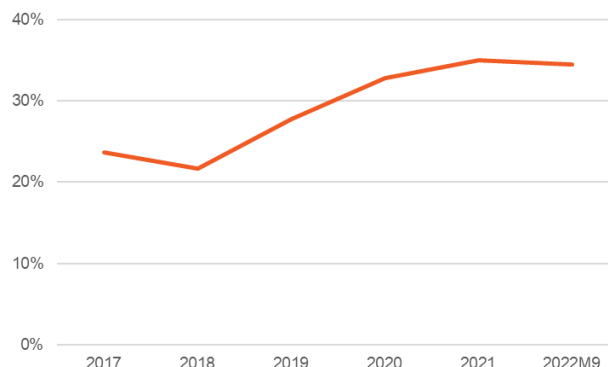
后期及商业化产能的落地将使公司具有后端项目的承接能力，在 CMC 服务项目的漏斗效应下，前端项目将不断向单笔订单金额更高、利润率更高的后端项目推进。项目数量的增长叠加后端项目占比的提升，将推动公司 CMC 服务营收放量、毛利率持续改善。

图表39 公司 CMC 服务各阶段项目数量（个）



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表40 公司 CMC 服务 2017-2022 前三季度毛利率



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表41 康龙化成 CMC 服务工厂及产能布局

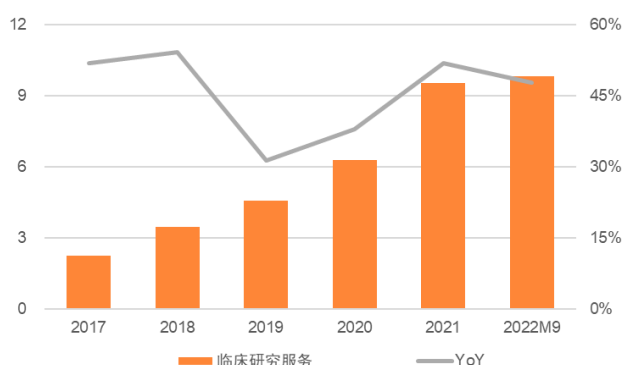
工厂	生产服务产能			
	IND	I&II 期临床	III 期临床	商业化
北京（中国）	GMP 中间体、API			
宁波（中国）		GMP 中间体、API		
天津（中国）		GMP 中间体、API		
		non-GMP 起始原料、中间体		
绍兴（中国）		GMP 中间体、API		
		non-GMP 起始原料、中间体		
考文垂（美国）			GMP 中间体、API	
霍兹登&克拉姆灵顿（英国）			GMP 中间体、API	

资料来源：公司业绩报告 PPT、平安证券研究所

3.3 一站式临床研发服务平台初建成，内部整合推动效率增加毛利率改善

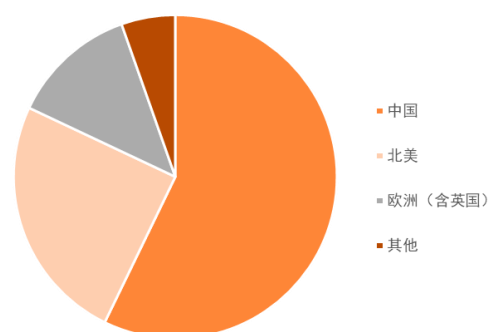
内部整合进程顺利，国内一站式平台提供主要增长点。康龙化成的临床研究服务包括国外和国内临床研究服务，其中国外临床服务包括放射性标记科学及早期临床试验服务；国内临床研究服务包括临床试验服务和临床研究现场管理服务，全面覆盖各阶段临床研究需求。公司临床研发服务与临床前业务深度融合，可同时为客户在中国、美国或欧洲提交 IND 申请，构建临床开发服务一体化平台。2017-2021 年，公司临床研究服务营业收入以 CAGR 43.6% 由 2.3 亿元增长至 9.6 亿元，2022 年前三季度同比增长 47.8% 达到 9.8 亿元。2022H1，中国、北美以及欧洲的客户分别贡献 57.2%、24.8% 以及 12.6% 的板块营收。

图表42 公司临床服务 2017-2022 前三季度营收(亿元)及 YoY



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表43 公司临床研究服务 2022H1 分地区营收占比

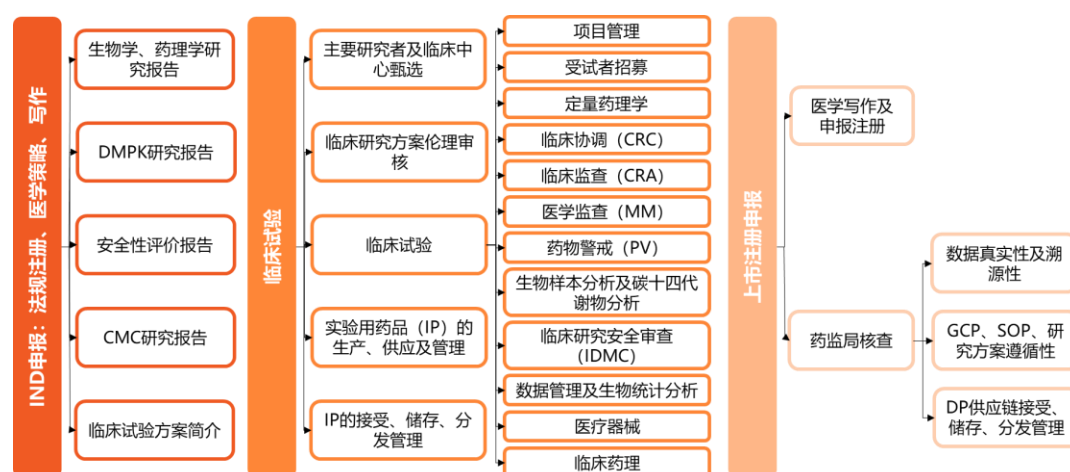


资料来源：公司财报、平安证券研究所

并购快速搭建临床研究服务平台，内部整合优化效率。公司自 2016 年收购康龙英国开启临床 CRO 业务，于 2017 年收购康龙美国分析技术及康龙美国临床服务进一步布局海外临床研究业务，随后于 2019-2021 年相继收购南京思睿、北京联思达、北京恩远医药、杭州德泰迈快速搭建一站式临床服务平台。并于 2021 年 5 月成立康龙化成（成都）临床研究服务有限公司，深度整合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。截至 2022H1，公司从事临床研究服务的员工有 3329 人（同比增加 481 人），其中临床 CRO 员工数 970 人，SMO 员工数 1997 人。由于人员方面超前投入，2022H1 毛利率同比下降 9.0ppt 至 5.1%。预计内部整合完成后，公司临床研究的服务质量、全面性以及效率、毛利率将进一步改善，预计约 2023 年实现盈亏平衡。

国内端对端服务平台，海外放射性标记科学共同打造板块竞争力。公司国内临床服务已初步搭建、整合一体化的临床 CRO 服务平台，覆盖 IND 申报、临床试验及上市注册申报全流程。基于业务板块的协同效应以及更高效的平台化服务优势，国内在 2022Q2 受到疫情影响较大的情况下，2022 前三季度临床研究服务仍实现 47.8% 的高增速。预计未来国内临床研究服务将成为板块的增长驱动力，推动业绩进一步放量。公司全球唯一的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台是海外临床研究服务的核心竞争力，服务包括放射性同位素化合物合成以及使用常规同位素检测分析或高灵敏度同位素 AMS 技术进行人体 ADME 研究。凭借独特的技术优势，公司海外临床研究服务将稳步增长。

图表44 康龙化成中国临床服务一体化平台



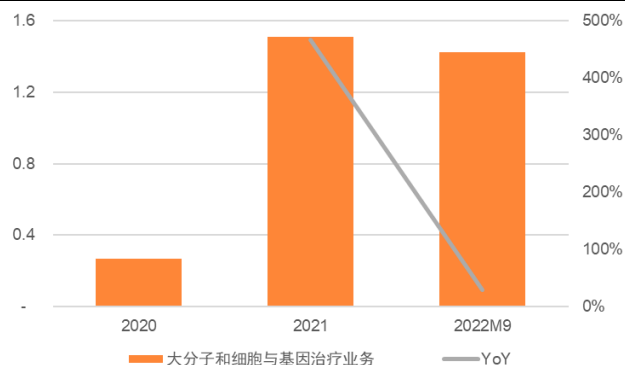
资料来源：公司业绩报告 PPT、平安证券研究所

3.4 大分子和细胞与基因治疗为中长期战略布局，高行业景气度下或成为潜力增长点

仍处于投入期，为中长期发展战略。公司自 2019 年开始布局大分子和细胞与基因治疗服务，包括大分子药物发现及 CDMO、细胞与基因治疗实验室及基因治疗药物 CDMO 服务平台，已基本实现全面的业务覆盖。2022 前三季度板块营收同比上涨

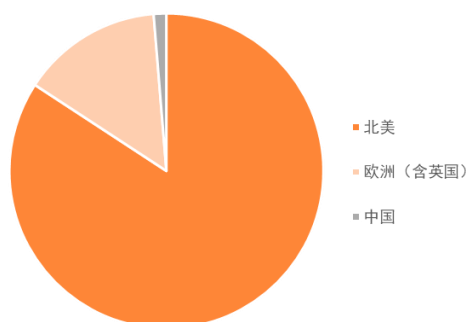
30.1%达到 1.4 亿元。其中北美、欧洲及中国的客户分别贡献 84.2%、14.5%以及 1.3%。截至 2022H1，公司大分子和细胞与基因治疗服务板块员工数量已达 398 人，同比增长 47.4%。随着收购的欧美产能改造的完成、产能逐步投放，预计 2024H2 板块实现收支平衡。

图表45 公司大分子和 CGT 业务 2020-2022 前三季度营收 (亿元)及 YoY



资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表46 公司大分子和 CGT 业务 2022H1 分地区营收占比



资料来源：公司财报、平安证券研究所

内延外购快速建立业务能力。公司于 2022 年 11 月以及 2021 年 4 月通过收购美国 Absorption Systems、英国 Allergan Biologics 建立细胞与基因治疗的实验室服务业务以及细胞与基因治疗 CDMO 领域，整合后已初步构建端对端细胞与基因治疗服务平台。同时，公司也积极建设国内大分子药物 CDMO 平台，宁波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）预计在 2023Q3 开始承接大分子 GMP 生产服务项目。

图表47 康龙化成细胞和基因治疗研发服务平台

药物发现 (候选药物筛选)	概念验证 (Non-GLP)	临床前IND开发 (GLP/Non-GLP)	临床开发 (IND-BLA/MAA)
体内筛选 (啮齿动物)	药效、药代动力学及药效动力学相关性研究 (啮齿动物)	IND的毒理学研究 (啮齿类和大动物)	用于临床研究的生产工艺兼容性和稳定性
生物分析 (分子表达及活性)	临床前药代动力学及药效动力学的生物分析	GLP 生物分析 (组织分布, 病毒散播分析)	临床药代动力学样品的生物分析及临床上病毒散播分析
体液免疫原性 (抗药物抗体)	体液免疫原性 (抗药物抗体、中和抗体)	细胞免疫原性 (ELISpot)	临床样品的生物分析 免疫原性、生物标志物
体外筛选 (细胞株)	研发所需的工作细胞库	GMP 细胞库建立	工艺表征和验证
研发分析及测试	研发阶段药效评估分析方法	药效评估分析方法及其它分析方法的开发验证及定量分析	药效评估分析方法的GMP验证
候选分子克隆	研发制品生产 (质粒、原液)	原液及成品工艺开发及生产	临床用药的GMP生产
针对基因治疗产品			

资料来源：公司财报、平安证券研究所

大分子和细胞与基因治疗是药物研发趋势，研发呈现高景气度。随着靶点和新分子结构的不断发现，小分子药物的开发难度不断加大，已进入瓶颈期。生物制剂作为一种新兴疗法与小分子药物相比具有开发成功率高、特异性强、半衰期长等优点，因此在医药领域发挥着越来越重要的作用。自 2015 年起，生物制剂在全球销售额 Top 20 药品排行榜中都占据半壁江

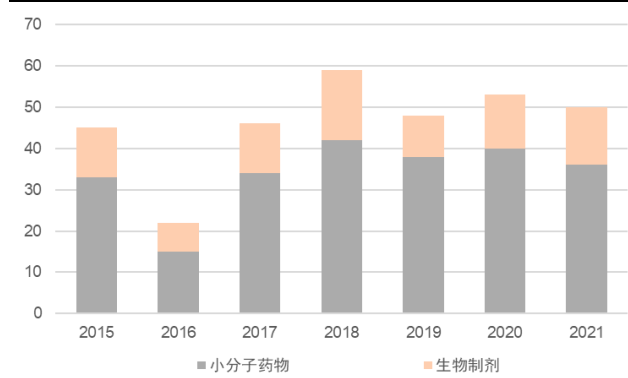
山。根据 FDA 和 CDE 的数据，近年来获批的生物制剂数量及占比呈现增长趋势，显示大分子药物在医药市场中的地位与日俱增。

图表48 2015-2021 全球销售额 Top20 药品中生物制剂数量及比例（除新冠相关药品）

	2015	2016	2018	2019	2020	2021
生物制剂数量	10	9	12	12	14	12
生物制剂占比	50%	45%	60%	60%	70%	60%

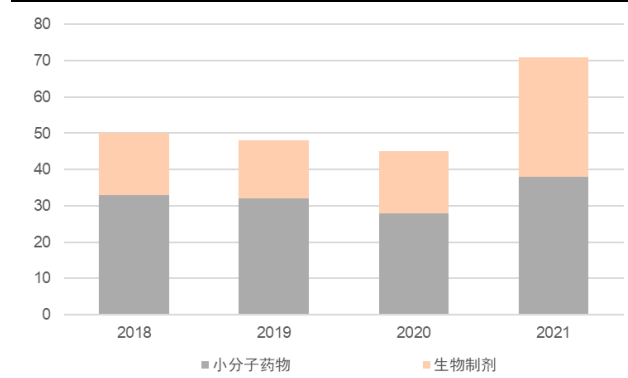
资料来源：公司财报、平安证券研究所

图表49 FDA 按类别获批新药数量（个）



资料来源：FDA、平安证券研究所

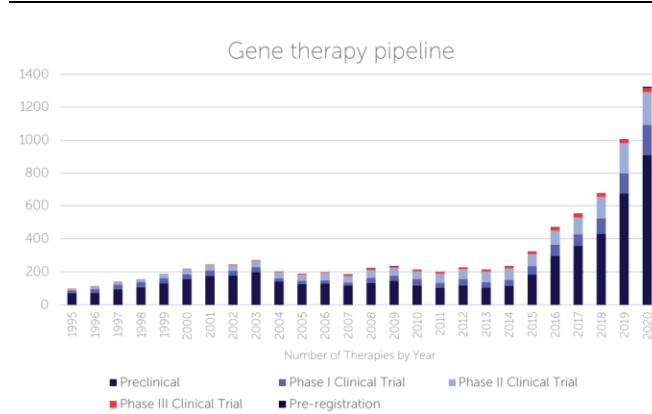
图表50 CDE 按类别获批新药数量（个）



资料来源：CDE、平安证券研究所

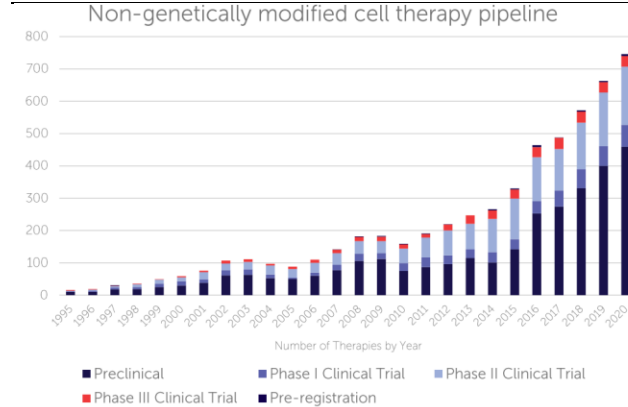
根据 Pharmaprojects 数据显示，截至 2022Q3，全球分别有 22 个基因疗法、59 个非基因修饰的细胞疗法获批。自 2014 年，CGT 管线呈指数级增长，截至 2022Q3 全球共有 2845 个 CGT 研发管线，包括 2031 个基因疗法金额 814 个非基因修饰的细胞疗法。随着管线的推进，将带来大量的研发、临床及生产需求。

图表51 1995-2020 全球基因疗法管线数（个）



资料来源：Pharmaprojects、平安证券研究所

图表52 1995-2020 全球非基因修饰的细胞疗法管线数（个）



资料来源：Pharmaprojects、平安证券研究所

亏损收窄，预计 2024 年实现盈亏平衡。截至目前，板块收入主要由美国实验室服务所贡献。2021 年底 ABL 完成内部业务到对外业务的改造开始接单，全年亏损约 1.2 亿元。由于 CGT 相关课题的交付周期较长，以及受今年通胀影响英国的运营成本

窄，2024 年有望实现盈亏平衡。

四、首次覆盖，给予“推荐”评级

关键假设：

- 1. **实验室服务：**鉴于公司先进的相关技术平台以及丰富的项目经验，实验室服务在手订单充沛。预计 2022-2024 年，实验室服务板块营业收入为 62.4、78.5、97.6 亿元，对应增速 36.7%、25.7%、24.4%。高毛利生物科学业务的占比持续增加叠加规模效应，预计 2022-2024 年板块毛利率将由 45.3%进一步提升至 45.5%。
- 2. **CMC 服务：**绍兴工厂一期工程 600L 产能的释放，将使公司具备规模化生产的能力，推动前端项目向高订单额、高利润率的后期及商业化项目转移。预计 2022-2024 年，CMC 服务营业收入为 24.1、31.0、39.4 亿元，对应增速 37.7%、28.7%、27.2%。后端项目占比的提升、产能爬坡以及规模效应将带动毛利率快速增长，预计 2022-2024 年毛利分别为 35.3%、37.1%、39.0%。
- 3. **临床研究服务：**2021 年 5 月公司成立康龙成都子公司，由楼总亲自带队对收购自产进行整合，通过股权激励保证人员稳定性。2022Q4 及 2023Q1 由于疫情管控放开，临床项目的进院及推进将受到影响，预计公司 2022-2024 年临床研究服务板块营业收入为 13.4、17.4、22.1 亿元，对应增速 40.6%、29.6%、26.7%。由于人员的超前配置及第四季度疫情放开对医院临床项目的影响，预计 2022 年毛利率为 11.2%，2023-2024 年将逐步改善提升至 18.0%、25.2%，板块有望在 2023 年达到盈亏平衡。
- 4. **大分子和细胞及基因治疗服务：**由于全球通胀所导致的运营成本增加以及 CGT 项目普遍交付周期较长，对板块利润增长产生负面影响，预计 2022-2024 年公司大分子和细胞及基因治疗服务营业收入为 2.0、2.7、3.5 亿元，对应增速 29.5%、35.3%、33.6%。项目的逐步交付以及规模效应将带动毛利率逐步改善，预计 2022-2024 年板块毛利率分别为 -23.4%、-11.7%、8.2%。
- 5. **费用率：**考虑到公司人员的超前布置以及收入体量增大所带来的规模效应，预计销售费用率及管理费用率将逐步降低，2022-2024 年分别为 2.1%、2.4%、2.5%以及 14.1%、13.4%、12.8%。预计公司将持续布局、更新技术平台保持技术系先进性及行业竞争力，2022-2024 年研发费用率为 2.4%、2.3%、2.3%。

综合考虑以上关键假设及其他影响因素，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 13.9、23.7、32.2 亿元，对应增速 -16.4%、70.8%、35.8%。对应 2022-2024 年 EPS 为 1.17、1.99、2.70 元，对应 2023E 估值 29.0 倍。考虑到公司成熟业务量质提升，潜力业务将迎来边际改善，我们看好公司作为稀缺全流程一体化医疗外包服务商的长期发展，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表53 康龙化成收入拆分及预测（百万元）						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
实验室服务						
营业收入	2,380	3,236	4,566	6,242	7,847	9,763
YoY	25.5%	36.0%	41.1%	36.7%	25.7%	24.4%
毛利率	40.3%	42.8%	43.5%	45.3%	45.4%	45.5%
占总营收比例	63.3%	63.0%	61.3%	61.1%	60.4%	59.9%
CMC 服务						
营业收入	902	1,222	1,746	2,405	3,095	3,937
YoY	39.6%	35.5%	42.9%	37.7%	28.7%	27.2%
毛利率	27.8%	32.7%	34.9%	35.3%	37.1%	39.0%
占总营收比例	24.0%	23.8%	23.5%	23.5%	23.8%	24.2%
临床研究服务						
营业收入	456	629	956	1,344	1,742	2,207
YoY	31.3%	37.9%	52.0%	40.6%	29.6%	26.7%
毛利率	25.0%	18.8%	10.3%	11.2%	18.0%	25.2%
占总营收比例	12.1%	12.3%	12.8%	13.2%	13.4%	13.5%
大分子和细胞及基因治疗服务						
营业收入	-	27	151	195	265	353
YoY	-	-	466.6%	29.5%	35.3%	33.6%
毛利率	-	39.3%	-13.8%	-23.4%	-11.7%	8.2%

占总营收比例	-	0.5%	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%
其他业务						
营业收入	20	20	24	34	37	41
总营业收入	3,757	5,134	7,444	10,221	12,986	16,302
总毛利率	35.5%	37.5%	36.0%	37.2%	38.6%	40.3%

资料来源：公司财报、平安证券研究所

我们选取药明康德、药明生物以及泰格医药等可比公司进行估值对比。2023 年可比公司平均估值为 26.2X PE，考虑到康龙化成旗舰业务保持龙头优势、CMC 后端产能逐步落地放量在即、潜力业务边际改善提供中长期增长动能，其 29.0X PE 的估值具有性价比，且康龙化成 PEG 显著低于行业平均值。

图表54 可比公司估值对比（对应 2023 年 3 月 24 日）

公司名称	公司代码	最新股价（元）	总市值（亿元）	净利润（亿元）			PE			PS			PEG
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
药明康德	603259.SH	80.14	2377.9	98.9	125.8	156.7	24.1	18.9	15.2	6.0	5.6	4.4	0.7
药明生物	2269.HK	42.79	1809.4	45.5	59.2	77.4	39.8	30.6	23.4	11.9	8.8	6.8	1.0
昭衍新药	603127.SH	53.85	288.5	9.2	11.0	14.1	31.4	26.2	20.4	13.2	9.7	7.2	1.3
泰格医药	300347.SZ	106.18	926.3	29.0	35.7	44.5	32.0	26.0	20.8	13.1	10.2	8.1	1.1
药石科技	300725.SZ	73.71	147.2	3.5	5.0	6.9	41.6	29.3	21.3	8.9	6.4	4.7	0.7
九洲药业	603456.SH	36.89	331.8	9.4	12.6	16.7	35.5	26.4	19.8	5.9	4.5	3.4	0.8
平均值			980.2	32.6	41.6	52.7	34.0	26.2	20.1	9.8	7.5	5.8	0.9
康龙化成	300759.SZ	57.78	688.3	13.9	23.7	32.2	49.6	29.0	21.4	6.7	5.3	4.2	0.4

资料来源：wind、平安证券研究所

五、风险提示

5.1 产能建设及投放不及预期

公司多地产能基地处于建设期，若建设、投放进度不及预期，可能减弱公司后续订单承接能力。

5.2 收购资产整合进度不及预期

公司近年通过频繁收购快速补齐业务范围，若收购公司整合进度不及预期将影响公司业务效率及竞争力。

5.3 地缘政策风险

截至 2022H1 公司海外营收占比 82.3%，若海外国家推出限制政策将影响公司业绩。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8,644	9,095	10,487	13,166
现金	3,544	4,197	4,891	6,274
应收票据及应收账款	1,424	2,053	2,478	3,048
其他应收款	116	167	202	249
预付账款	25	85	97	110
存货	680	1,144	1,136	1,247
其他流动资产	2,855	1,449	1,683	2,239
非流动资产	9,746	11,188	12,256	12,726
长期投资	453	896	1,501	2,217
固定资产	4,437	5,247	6,415	6,415
无形资产	693	626	597	547
其他非流动资产	4,163	4,419	3,743	3,546
资产总计	18,389	20,283	22,743	25,892
流动负债	2,982	3,665	4,680	5,838
短期借款	422	0	0	0
应付票据及应付账款	316	468	610	766
其他流动负债	2,245	3,197	4,070	5,072
非流动负债	5,112	5,214	4,766	4,187
长期借款	1,240	1,242	1,020	615
其他非流动负债	3,871	3,971	3,747	3,572
负债合计	8,094	8,879	9,446	10,025
少数股东权益	166	131	70	-12
股本	794	1,191	1,251	1,313
资本公积	6,008	5,611	5,552	5,489
留存收益	3,327	4,471	6,424	9,077
归属母公司股东权益	10,129	11,273	13,227	15,879
负债和股东权益	18,389	20,283	22,743	25,892

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,965	2,721	3,243	3,889
净利润	1,620	1,353	2,311	3,138
折旧摊销	484	716	933	1,043
财务费用	23	55	38	19
投资损失	-308	245	-136	-61
营运资金变动	121	451	107	-236
其他经营现金流	23	-100	-10	-14
投资活动现金流	-5,258	-1,348	-1,524	-1,202
资本支出	-1,367	1,555	1,570	948
长期投资	-3,251	-453	-587	-694
其他投资现金流	-641	-2,451	-2,507	-1,456
筹资活动现金流	3,661	-720	-1,025	-1,304
短期借款	44	-422	0	0
长期借款	659	2	-223	-405
其他筹资现金流	2,958	-300	-803	-899
现金净增加额	322	653	694	1,383

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表

单位：百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,444	10,221	12,986	16,302
营业成本	4,765	6,421	7,977	9,726
税金及附加	44	70	89	112
营业费用	156	219	306	403
管理费用	867	1,444	1,743	2,079
研发费用	152	244	304	374
财务费用	23	55	38	19
资产减值损失	-4	-4	-8	-12
信用减值损失	-9	-12	-23	-23
其他收益	64	26	45	45
公允价值变动收益	120	77	46	37
投资净收益	308	-245	136	61
资产处置收益	-1	-2	-3	-2
营业利润	1,914	1,608	2,721	3,694
营业外收入	6	8	10	12
营业外支出	9	24	13	15
利润总额	1,911	1,592	2,719	3,692
所得税	291	239	408	554
净利润	1,620	1,353	2,311	3,138
少数股东损益	-41	-35	-61	-82
归属母公司净利润	1,661	1,389	2,371	3,220
EBITDA	2,419	2,364	3,690	4,754
EPS（元）	1.39	1.17	1.99	2.70

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	45.0	37.3	27.0	25.5
营业利润(%)	44.6	-16.0	69.3	35.8
归属于母公司净利润(%)	41.7	-16.4	70.8	35.8
获利能力				
毛利率(%)	36.0	37.2	38.6	40.3
净利率(%)	22.3	13.6	18.3	19.8
ROE(%)	16.4	12.3	17.9	20.3
ROIC(%)	24.0	18.5	26.7	31.1
偿债能力				
资产负债率(%)	44.0	43.8	41.5	38.7
净负债比率(%)	-18.3	-25.9	-29.1	-35.7
流动比率	2.9	2.5	2.2	2.3
速动比率	2.2	1.9	1.7	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.2	5.0	5.2	5.3
应付账款周转率	15.1	13.7	13.1	12.7
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.39	1.17	1.99	2.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	2.28	2.72	3.26
每股净资产(最新摊薄)	8.34	9.30	10.94	13.16
估值比率				
P/E	41.4	49.6	29.0	21.4
P/B	6.9	6.2	5.3	4.4
EV/EBITDA	45.2	28.0	17.8	13.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033