

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

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

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，一体化布局稳健增长

2023年03月31日

事件：康龙化成发布 2022 年年报。2022 年实现营业收入 102.66 亿元（同比+37.92%），归母净利润 13.75 亿元（同比-17.24%），扣非归母净利润 14.21 亿元（同比+6.01%），经调整 Non-IFRS 利润 18.34 亿元（同比+25.46%），经营现金流净额为 21.43 亿元（同比+4.12%）。2022Q4 实现收入 28.63 亿元（同比+33.67%），归母净利润 4.13 亿元（同比-33.41%），扣非归母净利润 3.64 亿元（同比-11.27%）。

点评：

- **客户及收入结构持续优化，盈利能力有所波动。**2022 年，公司前 20 大客户收入集中度为 29.64%，同比降低 4.11pct；同时，前 20 大客户收入同比增长 21.12%，收入结构及客户结构均较佳。盈利能力方面，公司综合毛利率为 36.71%（+0.72pp），归母净利率为 13.39%（-8.92pp），盈利能力有所波动，主要与汇兑亏损、可转债相关亏损及股权投资亏损等非经常损益有关。
- **一体化布局卓有成效，新兴业务稳健增长。**2022 年，公司四大业务板块均获得较好的增长：1）**实验室服务**，实现收入 62.45 亿元（同比+36.77%），毛利率为 45.14%（+1.67pp）。共参与 652 个药物发现项目，相比去年同期增长 87 个。参与 IND/NDA 87 个，其中多国同时申报 79 个。2）**CMC（小分子 CDMO）服务**，实现收入 24.07 亿元（同比+37.83%），毛利率为 34.79%（-0.13pp）。服务 1079 个分子或中间体（同比+87 个），其中临床三期 24 项（同比-6 个），工艺验证&商业化项目 15 项（同比+10 个）。3）**临床研究服务**，实现收入 13.94 亿元（同比+45.72%），毛利率为 11.46%（+1.15pp）。4）**大分子和细胞与基因治疗**，实现收入 1.95 亿元（同比+29.3%），毛利率为-27.73%。
- **在手订单稳健增长，产能建设持续投入。**2022 年，公司在手订单同比增长约 30%，较为稳健。产能方面，2022 年，公司用于内部建设的 CAPEX 为 29.50 亿元，并购及其他股权投资的 CAPEX 为 13.60 亿元，其中，实验室服务板块在宁波、北京、青岛、西安持续投入建设，产能于 2022 年起陆续投入使用；CMC 板块在绍兴工厂产能为 600m³，于 2022 年陆续投入使用，并且收购英国 Cramlington 和美国罗德岛州 Coventry 两处 GMP 原料药基地；大分子领域有近 7W m²的 GMP 产能将于 2023Q3 投入使用，提供一体化开发服务、中试至商业化的原液及制剂生产服务；CGT 领域则拥有质粒和病毒载体的 GMP 生产能力，公司多领域服务能力愈加完善。
- **盈利预测：**我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 132.44/171.22/222.40 亿元，同比增长 29.0%/29.3%/29.9%；归母净利润分别为 23.50/34.13/45.32 亿元，同比增长 71.0%/45.2%/32.8%，对应 2023-2025 年 PE 分别为 25/17/13 倍。
- **风险因素：**行业竞争加剧、医药行业研发投入及外包需求下降、国内国际政策风险、新业务拓展不及预期等风险。



重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,444	10,266	13,244	17,122	22,240
增长率 YoY%	45.0%	37.9%	29.0%	29.3%	29.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,661	1,375	2,350	3,413	4,532
增长率 YoY%	41.7%	-17.2%	71.0%	45.2%	32.8%
毛利率%	36.0%	36.7%	36.5%	37.0%	37.3%
净资产收益率ROE%	16.4%	13.0%	18.2%	21.6%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.16	1.97	2.87	3.80
市盈率 P/E(倍)	100.99	58.49	24.82	17.09	12.87
市净率 P/B(倍)	11.08	7.68	4.52	3.69	2.98

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2023 年 03 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,644	6,536	8,883	12,370	17,360
货币资金	3,544	1,497	2,436	4,386	7,286
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,229	1,882	2,390	3,060	4,006
预付账款	25	23	34	44	55
存货	680	1,041	1,378	1,714	2,243
其他	3,166	2,092	2,646	3,167	3,770
非流动资产	9,746	13,957	14,696	15,362	15,644
长期股权投资	453	630	730	830	930
固定资产	3,923	5,665	6,951	7,238	7,146
无形资产	693	803	918	1,031	1,145
其他	4,678	6,859	6,097	6,262	6,423
资产总计	18,389	20,493	23,579	27,732	33,004
流动负债	2,982	3,912	4,683	5,948	7,492
短期借款	422	663	380	400	430
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	316	406	530	683	880
其他	2,245	2,843	3,773	4,865	6,182
非流动负债	5,112	5,740	5,740	5,790	5,840
长期借款	956	713	663	663	663
其他	4,156	5,027	5,077	5,127	5,177
负债合计	8,094	9,653	10,423	11,738	13,333
少数股东权益	166	291	250	187	107
归属母公司股东权益	10,129	10,549	12,906	15,806	19,565
负债和股东权益	18,389	20,493	23,579	27,732	33,004

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,444	10,266	13,244	17,122	22,240
同比 (%)	45.0%	37.9%	29.0%	29.3%	29.9%
归属母公司净利润	1,661	1,375	2,350	3,413	4,532
同比 (%)	41.7%	-17.2%	71.0%	45.2%	32.8%
毛利率 (%)	36.0%	36.7%	36.5%	37.0%	37.3%
ROE%	16.4%	13.0%	18.2%	21.6%	23.2%
EPS(摊薄)(元)	1.40	1.16	1.97	2.87	3.80
P/E	100.99	58.49	24.82	17.09	12.87
P/B	11.08	7.68	4.52	3.69	2.98
EV/EBITDA	54.51	34.35	18.11	13.54	10.21

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,444	10,266	13,244	17,122	22,240
营业成本	4,765	6,498	8,413	10,782	13,945
营业税金及附加	44	67	86	111	145
销售费用	156	230	265	342	445
管理费用	867	1,498	1,655	2,055	2,669
研发费用	152	282	265	342	445
财务费用	23	177	247	176	155
减值损失合计	-4	-5	-7	-7	-7
投资净收益	308	75	265	342	445
其他	173	105	247	294	362
营业利润	1,914	1,690	2,818	3,943	5,238
营业外收支	-3	-24	-3	-2	-2
利润总额	1,911	1,666	2,816	3,942	5,237
所得税	291	314	507	591	785
净利润	1,620	1,352	2,309	3,350	4,451
少数股东损益	-41	-22	-41	-63	-81
归属母公司净利润	1,661	1,375	2,350	3,413	4,532
EBITDA	2,090	2,492	3,408	4,418	5,585
EPS(当年)(元)	1.40	1.16	1.97	2.87	3.80

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,058	2,143	2,865	3,959	4,760
净利润	1,620	1,352	2,309	3,350	4,451
折旧摊销	578	766	848	929	992
财务费用	75	310	216	210	213
投资损失	10	-27	-308	-75	-265
营运资金变动	189	-190	-170	-56	-320
其它	-96	-21	-73	-132	-132
投资活动现金流	-5,258	-2,209	-1,578	-1,449	-1,027
资本支出	-2,091	-2,947	-2,179	-1,455	-1,155
长期投资	-3,251	677	-422	-416	-406
其他	84	61	1,023	422	535
筹资活动现金流	3,661	-1,417	-349	-560	-833
吸收投资	136	224	0	0	0
借款	4,621	590	-333	20	30
支付利息或股息	-285	-405	-216	-730	-993
现金流净增加额	416	-1,410	938	1,950	2,901

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

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	hanqiu Yue@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	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@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	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	孙僮	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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。