

## 评级：买入(维持)

市场价格：22.16

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：崔少煜

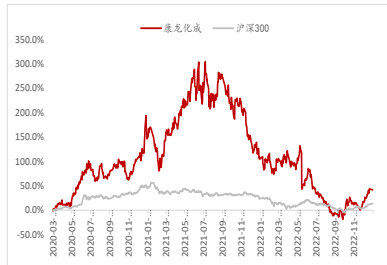
执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

## 基本状况

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股)  | 1787.39   |
| 流通股本(百万股) | 1730.12   |
| 市价(元)     | 22.16     |
| 市值(百万元)   | 39,608.56 |
| 流通市值(百万元) | 38,339.46 |

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 《康龙化成 (300759) -公司点评：收入增长稳健，生物性资产价值变动扰动利润-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2023.10.30
- 《康龙化成 (300759) -公司点评：成熟业务持续强劲，四大板块稳健增长-买入-(中泰证券\_祝嘉琦\_崔少煜)》 2023.08.28

## 公司盈利预测及估值

| 指标        | 2021A   | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|-----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7443.77 | 10266.29 | 11514.02 | 13010.79 | 15072.44 |
| 增长率 yoy%  | 45.00%  | 37.92%   | 12.15%   | 13.00%   | 15.85%   |
| 净利润(百万元)  | 1661.03 | 1374.60  | 1600.35  | 1806.50  | 2058.47  |
| 增长率 yoy%  | 41.68%  | -17.24%  | 16.42%   | 12.88%   | 13.95%   |
| 每股收益(元)   | 0.93    | 0.77     | 0.90     | 1.01     | 1.15     |
| 每股现金流量    | 1.15    | 1.20     | 1.18     | 1.13     | 1.15     |
| 净资产收益率    | 16.40%  | 13.03%   | 12.97%   | 12.73%   | 12.66%   |
| P/E       | 23.85   | 28.81    | 24.75    | 21.93    | 19.24    |
| PEG       | 0.57    | (1.67)   | 1.51     | 1.70     | 1.38     |
| P/B       | 3.91    | 3.75     | 3.21     | 2.79     | 2.44     |

备注：截止 2024 年 01 月 29 日

## 投资要点

- **事件：公司发布 2023 年业绩预告，2023 年公司预计实现营业收入 113.96-117.04 亿元，同比增长 11%-14%；归母净利润 15.67-16.36 亿元，同比增长 14%-19%；扣非归母净利润 14.78-15.49 亿元，同比增长 4%-9%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 18.53-19.44 亿元，同比增长 1%-6%。**
- **收入持续稳健，多因素扰动 Non-IFRS 归母净利润。**取业绩预告中值，2023 公司预计营收 115.50 亿元 (+12%)；归母净利润 16.01 亿元 (+17%)；扣非归母净利润 15.14 亿元 (+6%)；经调整 Non-IFRS 归母净利润 18.98 亿元 (+4%)。分季度看，2023Q4 预计营收 29.89 亿元 (+4%)；归母净利润 4.62 亿元 (+12%)；扣非归母净利润 4.31 亿元 (+18%)；经调整 Non-IFRS 归母净利润 4.86 亿元 (-4%)。归母增速快于经调整 Non-IFRS 归母净利润，我们预计主要源于：①2023 年海外运营成本受欧美通货膨胀及处早期投入阶段的影响继续有所提高，带来成本端的压力；②2023 公司持有的生物资产公允价值变动收益较去年同期降低所致，我们预计剔除生物资产公允价值变动影响，公司 2023 年经调整 Non-IFRS 归母净利润增长约+9%-14%。
- **一体化、多疗法平台竞争优势显著，小分子 CDMO 产能释放，有望推动整体业务持续高增。**1) 实验室服务：实验室服务随着化学及生物科学规模优势持续释放、生物科学占比持续提升，盈利能力有望持续加大。2) 小分子 CDMO：公司 CMC 技术实力雄厚，项目储备丰富，随着外延及内生商业化产能逐步落地，临床后期项目占比不断提升，小分子 CDMO 业务有望持续快速增长。3) 临床研究服务：随着一体化临床研究服务平台整合逐步完备，德泰迈、南京思睿、联斯达优势互补，未来有望持续保持快速增长。4) 大分子及细胞基因治疗：①C&GT：投资 AccuGenGroup、收购 Absorption 及 ABL 打造临床前至临床一体化 C&GT 服务平台；②大分子：从实验室服务延伸大分子发现研究服务、宁波自建大分子生产基地打造端到端大分子研发生产平台，有望逐步开始承接大分子 GMP 生产服务项目。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司业务受海外投融资及产能释放后成本端有望受折旧摊销影响较大，我们调整盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 115.14 亿元、130.11 亿元和 150.72 亿元(调整前 2023-2025 年约 123.41 亿元、152.70 亿元和 192.48 亿元)，同比增长 12.15%、13.00%、15.85%；归母净利润分别为 16.00 亿元、18.07 亿元和 20.58 亿元(调整前 2023-2025 年约 17.24 亿元、22.19 亿元和 29.65 亿元，同比增长 16.42%、12.88%、13.95%，2023-2025 年对应 PE 估值分别为 24.8、21.9、19.2 倍。公司作为国内 CRO+CDMO 龙头企业之一，一体化服务平台优势显著，未来随着端到端、多疗法服务平台持续完备，有望带动业绩持续快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**创新药企业研发投入不达预期风险，新业务进展不及预期的风险，竞争环境恶化风险，汇率波动风险。

## 风险提示

### 创新药企业研发投入不达预期风险

- 创新药企业研发投入直接关系到公司的订单来源，若由于经济形势、医药政策等外部因素导致药企研发投入不达预期，则公司收入会受到不利影响。

### CMC 业务毛利率提升不及预期的风险

- 公司未来 3 年增长的一大动力来自于 CMC 业务的快速成长，存在由于项目数增长不及产能扩张增速导致产能利用率不升反降，影响收入增长和毛利率提升。

### 竞争环境恶化风险

- 国内 CRO/CDMO 行业由分散到集中的过程中会发生一定竞争，公司面临一定的竞争环境恶化的风险。

### 汇率波动风险

- 公司收入 80%以上来自境外，存在汇率波动风险。

图表 1: 康龙化成财务报表预测

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度           | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度            | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| <b>流动资产</b>    | 6536  | 7468  | 9575  | 11505 | <b>营业收入</b>     | 10266  | 11514  | 13011  | 15072  |
| 现金             | 1497  | 2035  | 3626  | 4993  | 营业成本            | 6498   | 7049   | 7917   | 9311   |
| 应收账款           | 1882  | 2094  | 2337  | 2728  | 营业税金及附加         | 67     | 104    | 117    | 136    |
| 其他应收款          | 95    | 129   | 147   | 165   | 营业费用            | 230    | 222    | 247    | 283    |
| 预付账款           | 23    | 28    | 32    | 37    | 管理费用            | 1498   | 1497   | 1652   | 1884   |
| 存货             | 1041  | 1002  | 1174  | 1380  | 财务费用            | 177    | 17     | -24    | -62    |
| 其他流动资产         | 1997  | 2180  | 2260  | 2203  | 资产减值损失          | -5     | 320    | 300    | 300    |
| <b>非流动资产</b>   | 13957 | 12762 | 13213 | 13643 | 公允价值变动收益        | 68     | 0      | 50     | 0      |
| 长期投资           | 630   | 630   | 630   | 630   | 投资净收益           | 75     | 0      | 40     | 300    |
| 固定资产           | 5665  | 6062  | 6278  | 6649  | <b>营业利润</b>     | 1690   | 1867   | 2107   | 2400   |
| 无形资产           | 803   | 890   | 972   | 1054  | 营业外收入           | 3      | 4      | 4      | 4      |
| 其他非流动资产        | 6859  | 5180  | 5334  | 5309  | 营业外支出           | 27     | 17     | 19     | 20     |
| <b>资产总计</b>    | 20493 | 20230 | 22789 | 25148 | <b>利润总额</b>     | 1666   | 1853   | 2092   | 2384   |
| <b>流动负债</b>    | 3912  | 2956  | 3253  | 3486  | 所得税             | 314    | 278    | 314    | 358    |
| 短期借款           | 663   | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 1352   | 1575   | 1778   | 2026   |
| 应付账款           | 406   | 446   | 503   | 589   | 少数股东损益          | -22    | -25    | -28    | -32    |
| 其他流动负债         | 2843  | 2510  | 2750  | 2897  | <b>归属母公司净利润</b> | 1375   | 1600   | 1807   | 2058   |
| <b>非流动负债</b>   | 5740  | 4667  | 5112  | 5198  | EBITDA          | 2498   | 2578   | 2869   | 3220   |
| 长期借款           | 713   | 763   | 813   | 863   | EPS (元)         | 1.15   | 0.90   | 1.01   | 1.15   |
| 其他非流动负债        | 5027  | 3904  | 4298  | 4334  |                 |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 9653  | 7624  | 8365  | 8684  | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 291   | 266   | 238   | 206   | 会计年度            | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
| 股本             | 1191  | 1787  | 1787  | 1787  | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 资本公积           | 5254  | 4659  | 4659  | 4659  | 营业收入            | 37.9%  | 12.2%  | 13.0%  | 15.8%  |
| 留存收益           | 4574  | 5817  | 7623  | 9682  | 营业利润            | -11.7% | 10.5%  | 12.9%  | 13.9%  |
| 归属母公司股东权益      | 10549 | 12341 | 14186 | 16258 | 归属于母公司净利润       | -17.2% | 16.4%  | 12.9%  | 13.9%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 20493 | 20230 | 22789 | 25148 | <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
|                |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 36.7%  | 38.8%  | 39.1%  | 38.2%  |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | 净利率(%)          | 13.4%  | 13.9%  | 13.9%  | 13.7%  |
| 会计年度           | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | ROE(%)          | 13.0%  | 13.0%  | 12.7%  | 12.7%  |
| <b>经营活动现金流</b> | 2143  | 2118  | 2017  | 2051  | ROIC(%)         | 11.4%  | 12.2%  | 12.9%  | 13.6%  |
| 净利润            | 1352  | 1575  | 1778  | 2026  | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 折旧摊销           | 631   | 694   | 786   | 883   | 资产负债率(%)        | 47.1%  | 37.7%  | 36.7%  | 34.5%  |
| 财务费用           | 177   | 17    | -24   | -62   | 净负债比率(%)        | 16.73% | 12.46% | 12.10% | 12.26% |
| 投资损失           | -75   | 0     | -40   | -300  | 流动比率            | 1.67   | 2.53   | 2.94   | 3.30   |
| 营运资金变动         | -367  | -388  | -353  | -510  | 速动比率            | 1.40   | 2.18   | 2.58   | 2.90   |
| 其他经营现金流        | 425   | 220   | -130  | 14    | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>投资活动现金流</b> | -2209 | -360  | -866  | -777  | 总资产周转率          | 0.53   | 0.57   | 0.60   | 0.63   |
| 资本支出           | 2950  | 59    | 715   | 949   | 应收账款周转率         | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 长期投资           | -1699 | 7     | -4    | 1     | 应付账款周转率         | 18.00  | 16.54  | 16.69  | 17.05  |
| 其他投资现金流        | -958  | -294  | -155  | 173   | <b>每股指标(元)</b>  |        |        |        |        |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1417 | -1220 | 439   | 93    | 每股收益(最新摊薄)      | 0.77   | 0.90   | 1.01   | 1.15   |
| 短期借款           | 663   | 0     | 0     | 0     | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.20   | 1.18   | 1.13   | 1.15   |
| 长期借款           | 713   | 763   | 813   | 863   | 每股净资产(最新摊薄)     | 5.90   | 6.90   | 7.94   | 9.10   |
| 普通股增加          | 397   | 596   | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| 资本公积增加         | -754  | -596  | 0     | 0     | P/E             | 28.81  | 24.75  | 21.93  | 19.24  |
| 其他筹资现金流        | -2436 | -1984 | -374  | -770  | P/B             | 3.75   | 3.21   | 2.79   | 2.44   |
| <b>现金净增加额</b>  | -1410 | 537   | 1591  | 1367  | EV/EBITDA       | 17     | 16     | 15     | 13     |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。