

➤ **康龙化成：全流程、一体化、国际化的医药研发外包服务龙头。**公司成立于2004年，从实验室服务起家，通过自建和收购逐步延伸到临床研究和 CMC 领域，打造了四大业务板块：实验室业务、CMC 服务（小分子 CDMO）、临床研究服务、大分子和细胞与基因治疗服务。公司成熟业务收入和利润保持稳健增长，新兴业务仍处于投入和整合初期。

➤ **CXO 行业高景气度，未来市场空间广阔。**全球医药研发投入持续增长，而医药研发外包市场增速快于研发支出，多肽、寡核苷酸、CGT 等细分领域成长性更强。海外收入是未来国内 CXO 稳健增长的关键，工程师红利带来的成本优势正当时，产业转移和创新成长仍是行业增长的主要动力，国产 CXO 正在逐渐缩小与海外龙头公司的人均创收差距。中国外包市场集中度持续提高，龙头公司凭借平台化优势和优质客户资源将进一步扩大市场份额。

➤ **四大业务协同发展，业务漏斗不断完善。**实验室服务是核心业务，公司从实验室化学起家，不断提升生物科学服务占比，23H1 生物科学占比超过实验室服务收入的 51%，随着承接订单增长和实验室产能扩充，实验室业务将稳健增长。CMC 与实验室业务高度协同，2022 年 CMC 业务有 80% 收入来源于实验室客户导流，中美英三地产能释放加速，项目漏斗效应明显，后期临床和商业化生产收入将逐渐提升。子公司康龙临床整合国内外临床服务能力，临床业务规模将实现快速增长，毛利率触底反弹、经营逐渐改善。前瞻布局大分子和 CGT 业务，在国内积极推进大分子 CDMO 产能建设，国外搭建 CGT 一体化服务平台，有望抢占全球 CGT 领域更多市场份额。

➤ **商业模式确定性强，一体化平台实现业务协同和全球联动，未来新业务持续拓展、利润不断改善。**从药物发现到临床、CDMO 的商业模式展现出显著的漏斗效应优势，业绩确定性更强。公司通过自建+收购搭建了全流程一体化服务平台，各业务间形成良好的客户和项目导流，并且坚定国际化发展战略，深度绑定全球客户。随着新业务的战略布局不断成熟深化，公司经营持续稳健向好，未来几年有望进入毛利率、净利率持续改善的上升周期。

➤ **投资建议：**公司打造全流程、一体化、国际化 CXO 服务平台，实验室服务等成熟业务稳健增长，大分子和 CGT 等新兴业务处于起步阶段，未来逐渐实现盈利。随着新投产设施产能利用率的逐步提高，丰富的管线将驱动业务持续增长，我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 115.15/126.83/145.85 亿元，分别同比增长 12.2%/10.1%/15.0%，归母净利润为 16.00/16.54/19.75 亿元，对应 PE 为 27/26/22 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**市场需求下降风险、人才流失风险、政策监管风险、服务质量风险、汇率风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10,266	11,515	12,683	14,585
增长率 (%)	37.9	12.2	10.1	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,375	1,600	1,654	1,975
增长率 (%)	-17.2	16.4	3.4	19.4
每股收益 (元)	0.77	0.90	0.93	1.10
PE	32	27	26	22
PB	4.1	3.7	3.3	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 6 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

24.27 元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

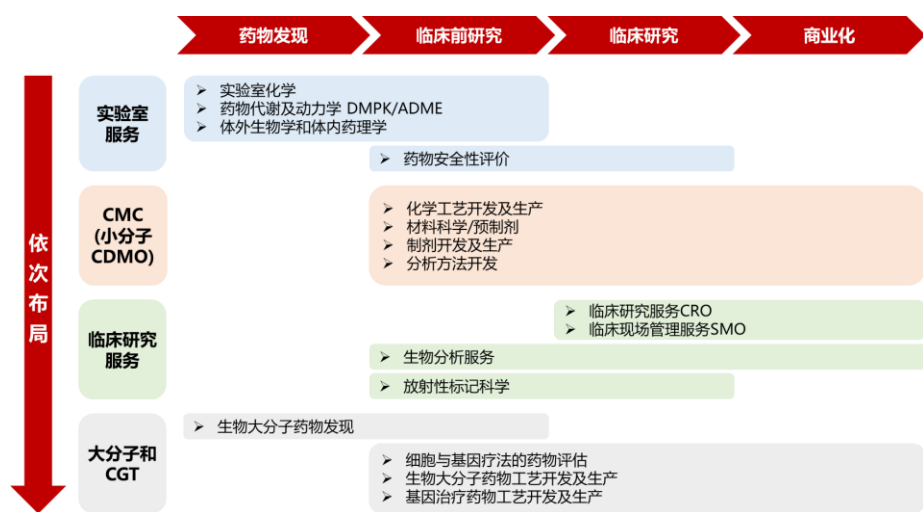
目录

1 康龙化成是全流程、一体化、国际化的 CXO 龙头	3
2 CXO 行业具有高景气度，未来市场空间广阔	6
2.1 药物发现 CRO、CDMO/CMO、临床 CRO 下游需求旺盛，全球市场规模持续扩容	6
2.2 海外收入是未来国内 CXO 稳健增长的关键，中国外包市场集中度将持续提升	8
3 商业模式确定性强，一体化平台实现业务协同和全球联动	13
3.1 从前端发展到后端的商业模式确定性更强，项目管线具有漏斗效应	13
3.2 自建+收购搭建了全流程一体化服务平台，走与药明康德相似的发展路径.....	14
3.3 坚持走国际化发展战略，深度绑定全球客户	17
4 四大业务协同发展，业务漏斗不断完善	19
4.1 实验室服务能力全球领先，生命科学服务强劲增长	19
4.2 CMC 与实验室业务高度协同，中美英三地产能释放带来业绩快速兑现	23
4.3 打造国内外临床研究服务一体化平台，未来盈利能力将快速提高	27
4.4 布局大分子和 CGT 领域，扩展多疗法服务	30
5 盈利预测与投资建议	32
5.1 盈利预测假设与业务拆分	32
5.2 估值分析	33
5.3 投资建议	34
6 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	38

1 康龙化成是全流程、一体化、国际化的 CXO 龙头

康龙化成是一家全球领先的全流程、一体化医药研发外包服务公司，赋能全球客户加速药物研发创新。公司在药物发现、临床前及早期临床 CRO 领域处于领先地位，并且积极拓展下游业务，布局临床后期开发及商业化生产。截至 2022 年，公司已经成为全球 Top 3 临床前 CRO 服务商，服务国内外客户超过 2000 多家。公司长期深耕新药研发领域，依次发展了四大主营业务板块：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。

图1：康龙化成四大业务板块



资料来源：公司公告，民生证券研究院

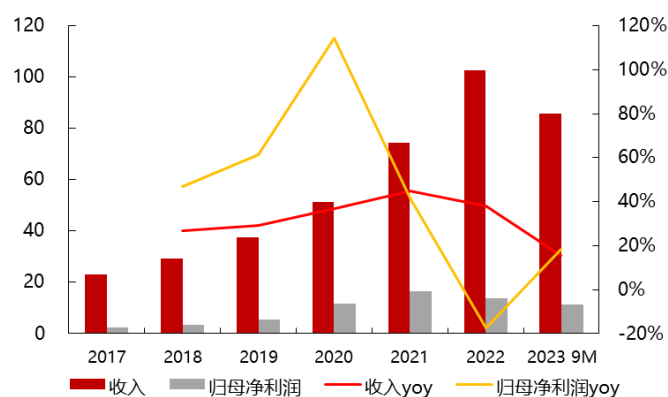
实验室化学为起点,实现 CRO+CDMO 全产业链布局。公司成立于 2004 年,第一阶段的主营业务是实验室化学服务,公司积累了丰富的研发经验,在早期阶段与客户建立稳定合作关系。第二阶段积极提高生物科学服务能力,业务覆盖药物发现全领域,收购康龙昌平以开展安评服务,同时进入 CMC 领域。第三阶段公司将服务范围扩大到临床 CRO 领域,2016 年起在美英进行了一系列收购,并且在天津、绍兴建设 CMC 产能。第四阶段公司打造国内外临床服务一体化平台,成立康龙临床品牌整合优化全球临床资源,提高全球 CDMO 产能和大分子及 CGT 服务能力。通过持续的内部建设、外延收购以及对子公司整合优化,公司完成了药物发现、临床前、临床试验、CDMO 一体化服务平台布局,深度绑定全球客户。

图2：康龙化成发展的四个历史阶段

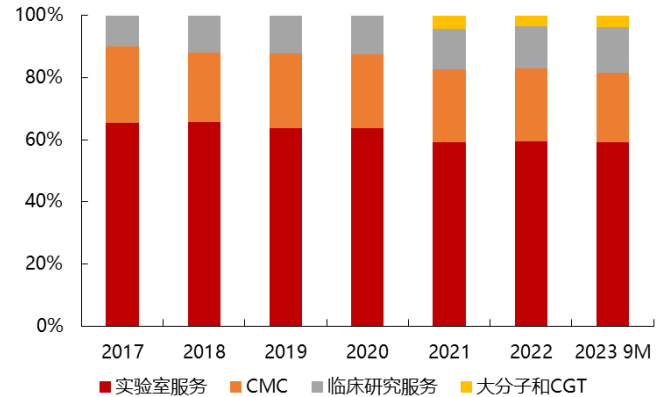

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

成熟业务收入和利润保持高速增长，新兴业务仍处于投入和整合初期。实验室服务、国内 CMC 等成熟业务是收入和利润增长的基石，2022 年公司收入达到 102.66 亿元，同比增长 37.9%，归母净利润 13.75 亿元，同比下降 17.2%，主要系收购 2 个英美原料药基地和大分子及 CGT 业务投入产生一定亏损；2023 年前三季度实现收入 85.60 亿元，同比增长 15.6%；实现归母净利润 11.39 亿元，同比增长 18.5%，收入增速放缓主要系行业投融资遇冷导致下游需求疲软。目前新兴业务处于投入初期和整合阶段，对利润端有一定影响，随着未来新产能的陆续投放以及海外收购基地的整合发展，收入和利润增速有望进一步提升。

从收入结构来看，实验室服务仍为公司核心业务，收入占比在 60%左右，2023 年前三季度收入增速为 13.7%，保持稳健增长。CMC 业务前三季度收入增速下降至 13.9%，主要系生物技术投融资对早期业务有影响，叠加部分客户的临床后期项目取消。临床研究服务和大分子及 CGT 服务收入体量较小，但是增长速度更快，未来实验室服务收入占比预计稳中有降，收入结构将向多元化发展。

图3：公司历年收入和归母净利润（亿元）


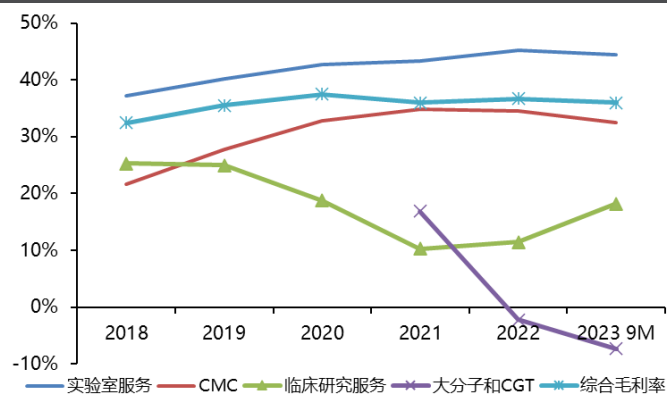
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：公司历年收入结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

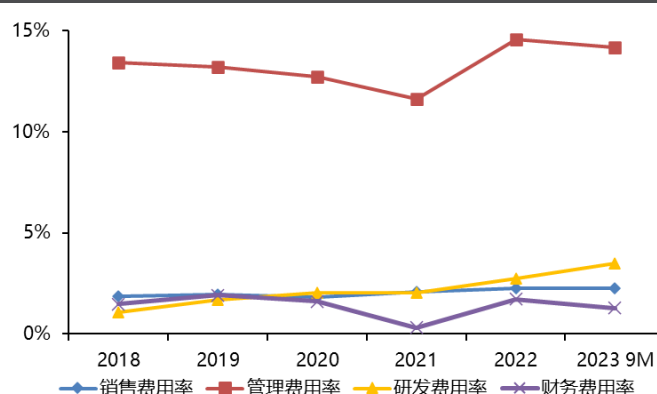
毛利率整体稳定, 大分子和 CGT 板块短期内持续亏损。公司毛利率维持在 36% 左右, 其中实验室服务毛利率最高, CMC 毛利率由于新工厂陆续投产和成本增加而小幅下降, 2023 年前三季度实验室服务和 CMC 毛利率分别为 44.5%和 32.4%。临床服务板块毛利率触底回升, 2023 年前三季度为 18.2%, 通过整合全球临床资源不断增强盈利能力。大分子与 CGT 服务由于处于前期投入阶段且收购的英国 ABL 并表亏损, 前三季度毛利率为-7.3%。公司规模扩大、人员增长导致管理费用率维持高位, 同时持续加大研发投入, 研发费用率逐步增长。

图5: 四大业务板块毛利率情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 公司历年期间费用率



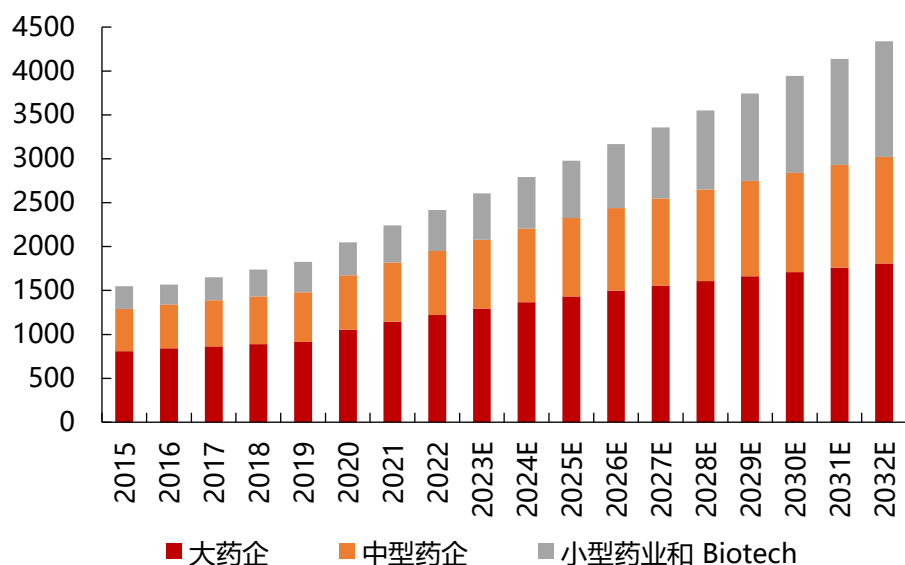
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 CXO 行业具有高景气度，未来市场空间广阔

2.1 药物发现 CRO、CDMO/CMO、临床 CRO 下游需求旺盛，全球市场规模持续扩容

全球新药研发投入保持增长，未来中小公司和 biotech 是研发主力。随着人口老龄化加速、慢性病患者群体规模扩大和各国对医疗卫生总投入增加，全球和中国医药市场持续发展，进而带动医药研发支出的持续增加。根据弗若斯特沙利文，2022 年全球医药研发支出达到 2241 亿美元，预计将以 6.8% 的 CAGR 增长到 2027 年的 3357 亿美元，2023 年将达到 4338 亿美元。其中 MNC 作为 CXO 产业链的重要需求侧，研发投入仍强势增长；小型药企、biotech 等研发支出增速最快，是未来创新研发的主力，预计研发投入将从 2022 年的 465 亿美元增长到 2027 年的 811 亿美元，2022-2027 年的 CAGR 为 11.7%。

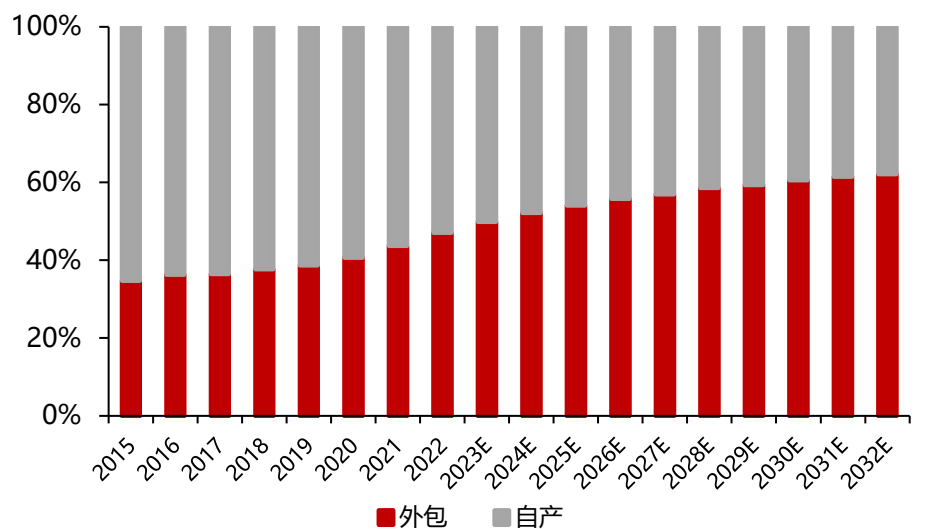
图7：2015-2032 年全球研发支出（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

外包渗透率持续提升，CXO 外包市场仍然长坡厚雪。在新药研发成本增加、专利悬崖的压力以及同靶点竞争加剧的多重压力下，药企对专业的研发生产外包依赖性将不断增加，从而加速产品研发进程和降本增效。根据弗若斯特沙利文，全球 CRO 外包率稳步增长，2022 年为 47.1%，预计 2025 年将达到近 55%，其中美国和中国外包率分别为 60%和 52%。

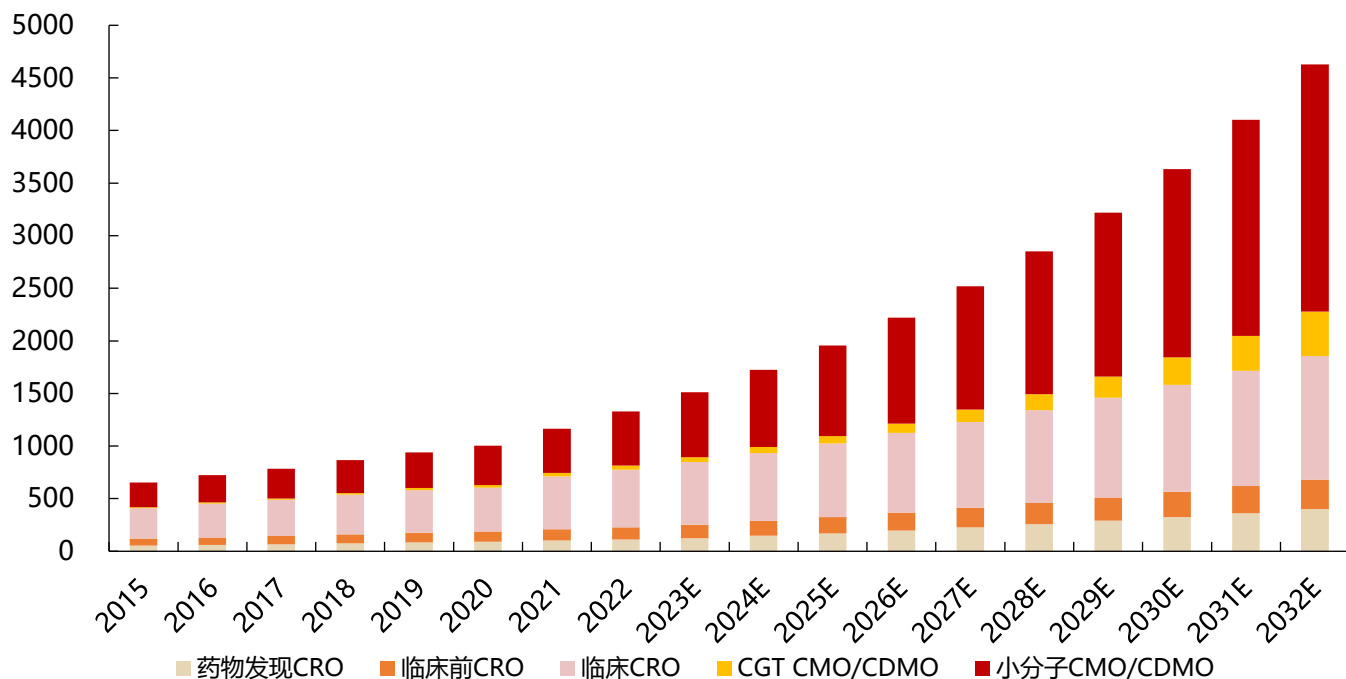
图8: 2015-2032 年全球 CRO 外包率



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

医药研发外包市场增速快于研发支出, 多肽、寡核苷酸、CGT 等细分领域成长性更强。2022 年全球研发外包市场规模为 1330 亿美元, 预计将以 13.6% 的 CAGR 增长到 2027 年的 2520 亿美元。分板块看, 2022 年药物发现、临床前 CRO、临床 CRO 和小分子 CDMO 外包市场分别为 112、117、547、515 亿美元, 2022-2027 年 CAGR 为 15.2%、9.6%、8.4%、17.9%。小分子 CDMO 服务提供具有技术附加值的开发服务和产能支持, 生物技术投融资影响较小, 未来行业将持续放量发展, 其中多肽和寡核苷酸 CDMO 市场增速显著快于其他领域, 预计 2022-2027 年 CAGR 将达到 35.1%和 27.3%。

图9: 2015-2032 年全球医药研发外包市场 (亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

基因细胞治疗赛道处于蓝海市场，CGT CDMO 成为 CXO 企业未来重点布局方向。 CGT 疗法为难治性疾病治疗提供了新选择，2023 年 11 月 CRISPR/Cas9 基因编辑疗法 Casgevy 在英国有条件获批上市，用于治疗输血依赖型 β -地中海贫血和镰刀状细胞贫血病，成为全球首款获批的 CRISPR 基因编辑疗法。由于基因治疗产品研发和生产难度大、周期长、成本高、监管严，更依赖于专业的外包供应商，基因治疗外包渗透率超过 65%，高于大分子和小分子药物。近年来全球头部 CXO 企业纷纷通过收购或自建布局 CGT 领域，海外 CGT CDMO 已占据市场主导地位，国内公司仍具有较大的提升空间。

表1：CXO 公司在 CGT CDMO 领域的并购事件

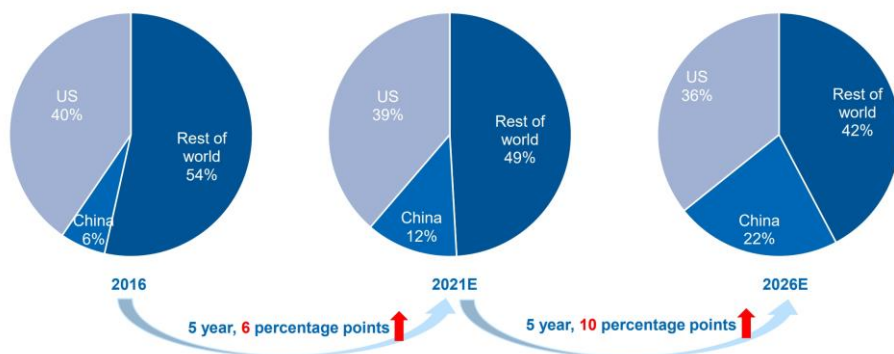
买方	标的	收购时间	主营业务
CRL	Cognate BioServices	2021.3	细胞与基因治疗 CDMO
	Vigene Biosciences	2021.6	基因与治疗 CDMO，可提供基于病毒载体的基因递送解决方案
Siegfried	Dinamiqs	2023.5	专注于开发和生产用于细胞和基因疗法的病毒载体
	Paragon Bioservices	2019.4	病毒载体研发和生产公司
	MaSTherCell Global	2020.2	细胞与基因治疗 CDMO，提供自体 and 异体细胞疗法的开发和制造
Catalent	Skeletal Cell Therapy Support	2020.11	细胞治疗公司
	Delphi Genetics	2021.2	质粒 DNA 生产和基因治疗 CDMO
	Hepatic Cell Therapy Support	2021.4	质粒 DNA 商业规模生产
	RheinCell Therapeutics	2021.8	cGMP 级 iPSC 开发和生产商
	Erytech 的普林斯顿工厂	2022.4	商业化细胞治疗工厂
Fujifilm	Atara Biotherapeutics 的细胞治疗工厂	2022.1	生产同种异体 T 细胞和 CAR-T 免疫疗法
药明康德	OXGENE	2021.3	基因治疗技术公司
康龙化成	Absorption Systems	2020.11	为细胞和基因治疗提供研究及检测服务的 CRO
	艾伯维旗下 ABL	2021.3	生物药、细胞和基因疗法生产基地

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.2 海外收入是未来国内 CXO 稳健增长的关键，中国外包市场集中度将持续提升

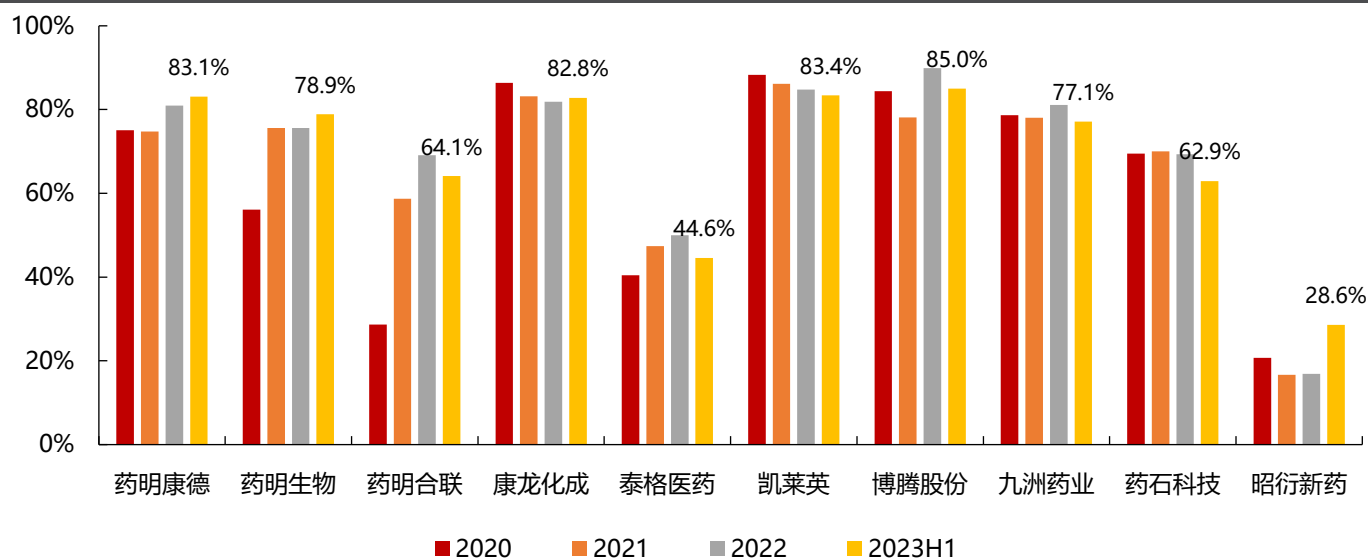
全球对中国研发外包需求快速提升，CXO 稳健增长的基本盘仍是海外市场。 海外 CXO 行业经过五十年左右发展已经进入成熟阶段，培育出较大的市场规模，Lonza、IQVIA、查尔斯河实验室等大型 CXO 公司，占据全球行业大部分的市场份额。随着欧美 CXO 行业的成熟，跨国药企为降低研发生产成本而寻求国际新兴市场，中国、印度等亚洲新兴市场的渗透率持续提高，全球 CXO 产能持续向中国转移。根据沙利文数据，全球对中国研发外包需求从 2016 年的 6% 翻倍到 2021 年的 12%，到 2026 年将再次接近翻番。从收入结构上看，多数头部国内 CXO 企业有 70% 以上的收入来自于海外市场，在国内投融资阶段性遇冷和需求低迷的情况下，药明康德、康龙化成等公司受益于海外客户订单仍保持稳健业绩和龙头地位。

图10: 2016-2026 年全球制药 R&D 外包服务市场 (按地区划分)



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

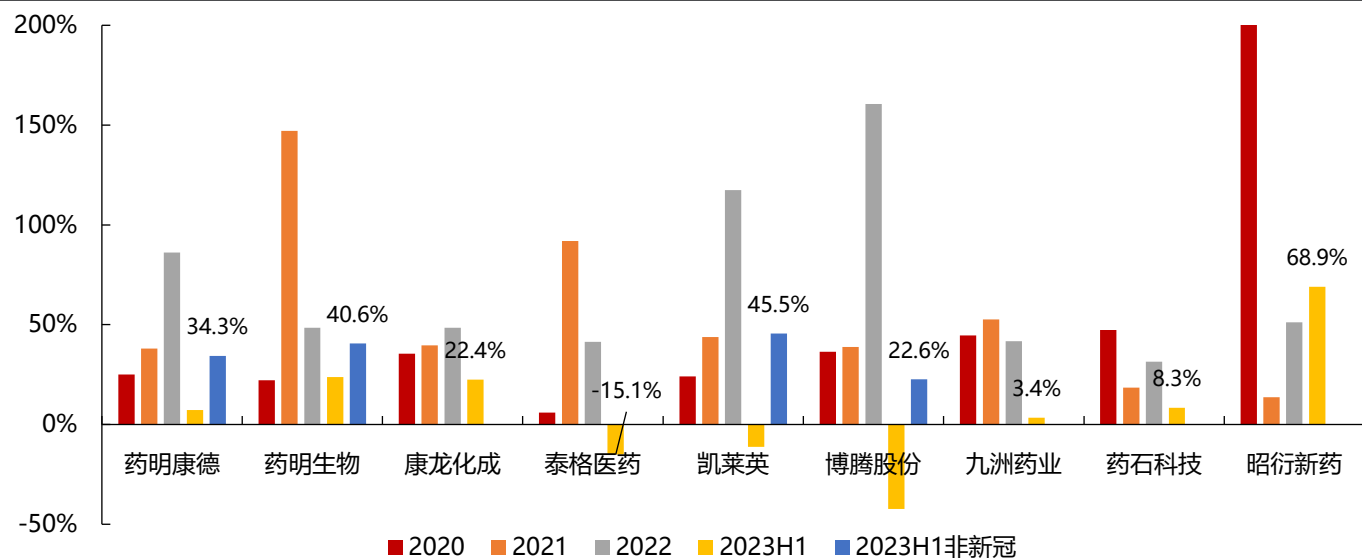
图11: 2020-2023H1 中国 CXO 企业海外收入占比



资料来源: 各公司公告, wind, 民生证券研究院

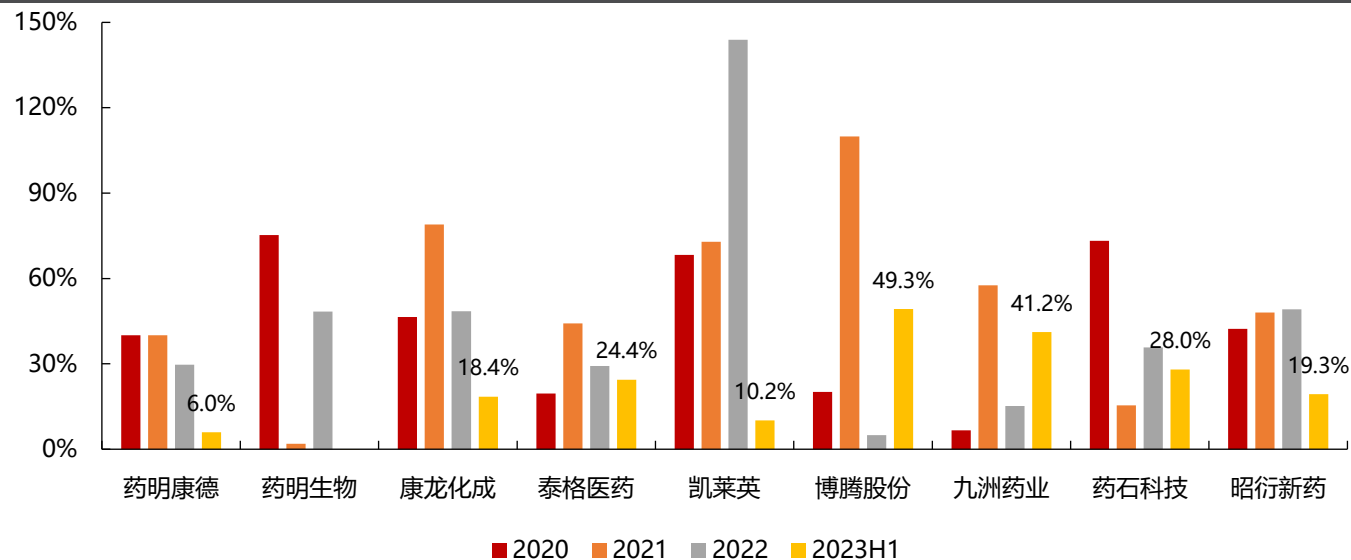
全球投融资和生物技术行业增速的基线将重新确定, 海外市场受益于 GLP-1、ADC、AD 等产品快速放量保持高景气度。2023 年上半年中国主要的 9 个 CXO 企业中, 药明康德、药明生物、康龙化成、昭衍新药的海外收入同比增速高于国内收入同比增速; 剔除新冠项目收入后, 2023 年 H1 药明康德、凯莱英、博腾股份海外非新冠收入同比增长 34.3%、45.5%和 22.6%, 药明生物北美非新冠收入同比增长 40.6%, 海外市场投融资有所恢复, 创新研发需求有望逐渐改善, 未来海外地区预期将持续贡献优异业绩。

图12: 2020-2023H1 中国 CXO 的海外收入同比增速



资料来源: 各公司公告, wind, 民生证券研究院。注: 药明生物 2023H1 北美非新冠收入同比增长 40.6%, 昭衍新药 2020 年海外收入同比增速为 477.5%

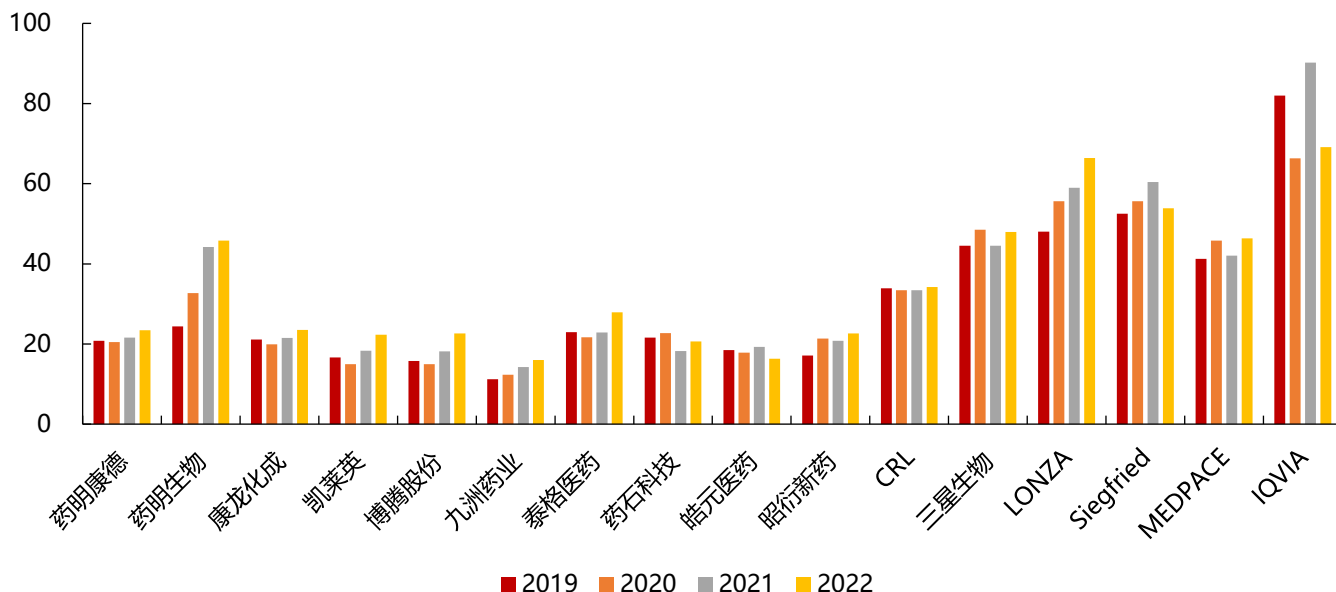
图13: 2020-2023H1 中国 CXO 的国内收入同比增速



资料来源: 各公司公告, wind, 民生证券研究院

国内工程师红利带来了显著的成本效应, 中国试验成本远低于海外。作为劳动密集型的 CXO 行业, 人力成本是服务定价的重要影响因素。从公司人均成本来看, 全球 CRO 龙头 IQVIA 人均薪酬在 70 万元/年以上, Lonza、三星生物等 CDMO 龙头在 50 万元/年以上, 而国内主要 CXO 公司 2019-2022 年的人均薪酬在 15-25 万元/年, 性价比凸显, 工程师红利带来的成本优势正当时。从新药研发不同阶段成本支出来看, 在化合物筛选、临床前和临床试验等阶段, 国内成本是发达国家试验成本的 30%-60%, 中国 CXO 在保障试验质量的基础上能大幅节约药企的研发支出, 对海外 BigPharma 和 Biotech 有很强的吸引力。

图14: 2019-2022 国内外 CXO 企业人均薪酬 (万元)



资料来源: 各公司公告, wind, 民生证券研究院。注: CRL、MEDPACE、IQVIA 为员工中位数薪酬

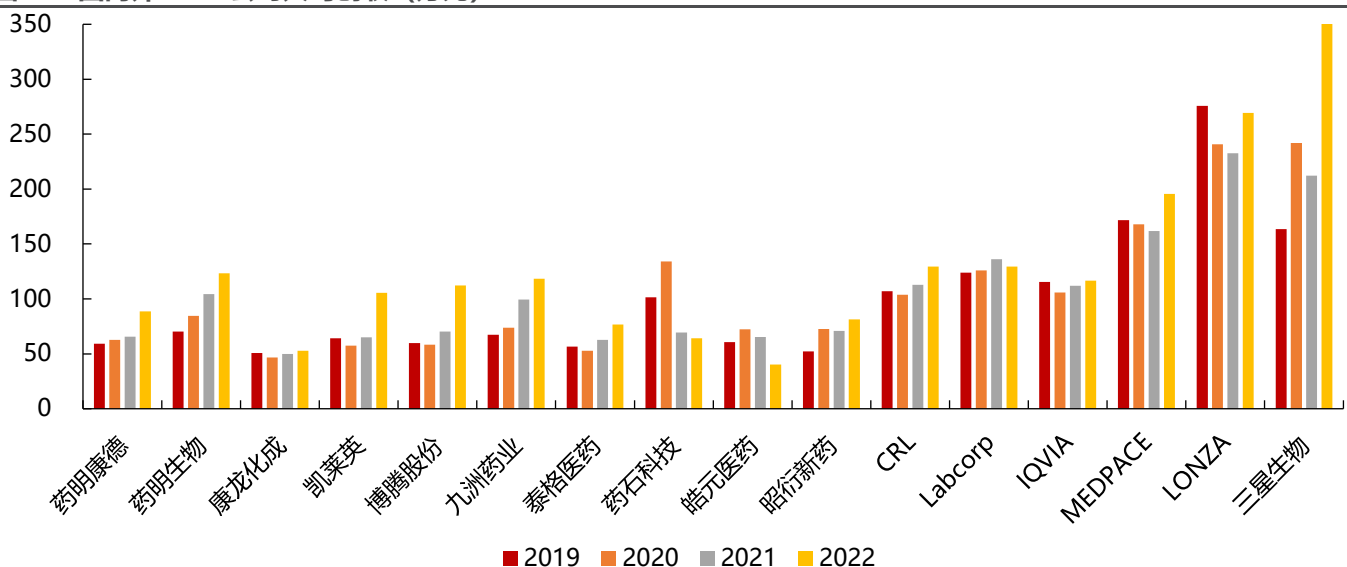
表2: 新药研发不同阶段中国与发达国家成本比较

研发阶段	试验项目	中国试验成本/发达国家试验成本
临床前试验	化合物筛选	30%—60%
	毒理试验	30%
	动物实验	60%
临床试验	I 期临床	30%—60%
	II-III 期临床	30%—60%

资料来源: 上海医药研究临床中心, 民生证券研究院

中国 CXO 企业人均创收快速增长, 逐渐缩小与海外龙头公司的差距。人均创收是衡量 CXO 公司人效的重要指标, 近年来随着中国 CXO 收入规模快速增长, 人均创收也呈现出上升态势, 虽然相比国外龙头公司仍有一定的提升空间, 但是差距在逐步缩小。药明生物、凯莱英、博腾股份、九洲药业等公司 2022 年人均创收均超过了 100 万元, 海外公司人均创收一般在 100-300 万元区间。

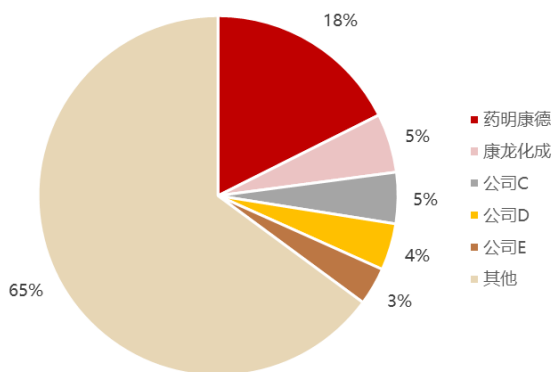
图15: 国内外 CXO 公司人均创收 (万元)



资料来源: 各公司公告, wind, 民生证券研究院。注: 2022 年三星生物人均创收为 365.76 万元

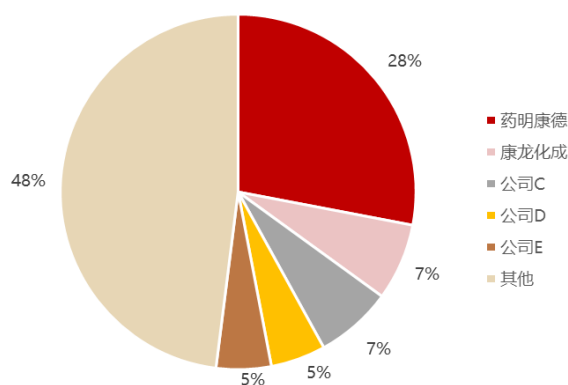
中国外包市场集中度持续提高, 龙头公司凭借平台化优势和优质客户资源将进一步扩大市场份额。早期中国医药研发服务市场较为分散, 2018 年前五大供应商共计占总市场份额的 35.2%, 行业内具有众多参与者进行竞争。平台型龙头和细分领域龙头具有一体化端到端服务能力、符合国际标准的质量体系和多年积累的优质客户资源, 持续扩大市场份额; 叠加 2022 年以来国内投融资遇冷导致行业经历短期阵痛, 供给端产能过剩导致竞争加剧、价格下行, 未来中小服务商将逐渐出清, 市场集中度有望持续提升。

图16: 2018 年中国医药研发服务外包市场竞争格局



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

图17: 2022 年中国医药研发服务外包市场竞争格局



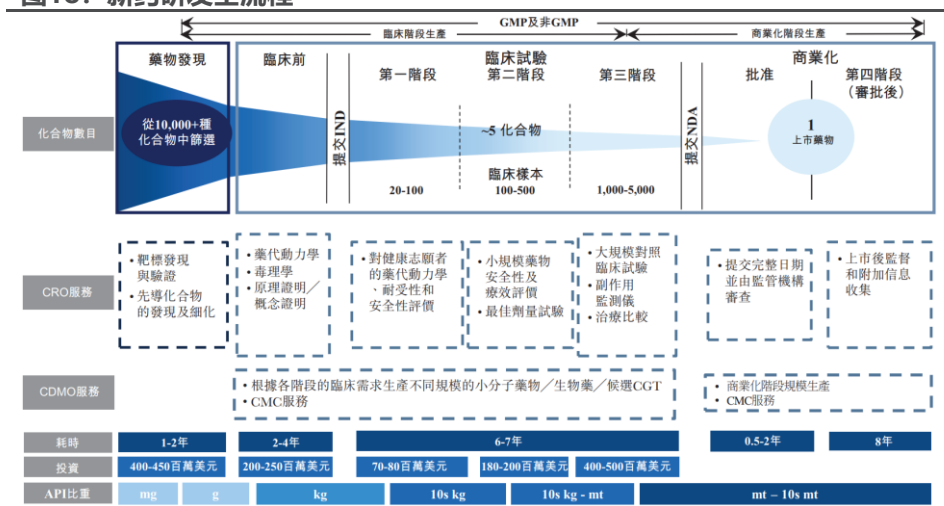
资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

3 商业模式确定性强，一体化平台实现业务协同和全球联动

3.1 从前端发展到后端的商业模式确定性更强，项目管线具有漏斗效应

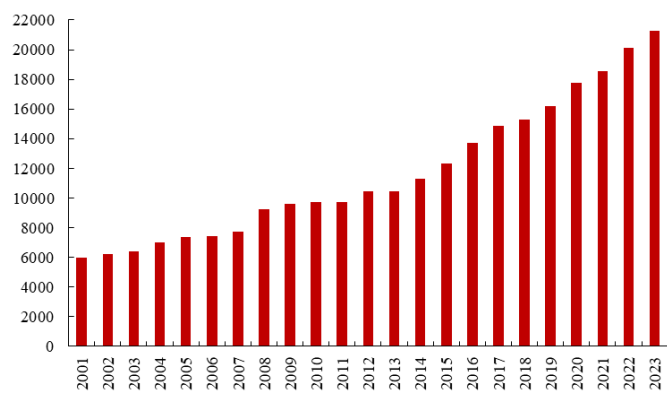
一体化研发外包服务更好匹配了客户研发周期及需求，长期业绩确定性较强。新药研发全流程包括药物发现、临床前研究、临床研究、NDA 和上市、商业化生产等阶段，一款新药从立项研发到商业化推出通常需要经历 10 年时间以上，研发成本超过 10 亿美元。从药物发现向临床研究、CDMO 服务延伸拓展的商业模式更好匹配了客户研发周期及需求，一体化 CXO 公司依托前端领先的实验室技术和客户资源，有利于成为客户在后期服务中的首选供应商，为业务持续增长提供了有效保障，未来发展的确定性更强。

图18：新药研发全流程

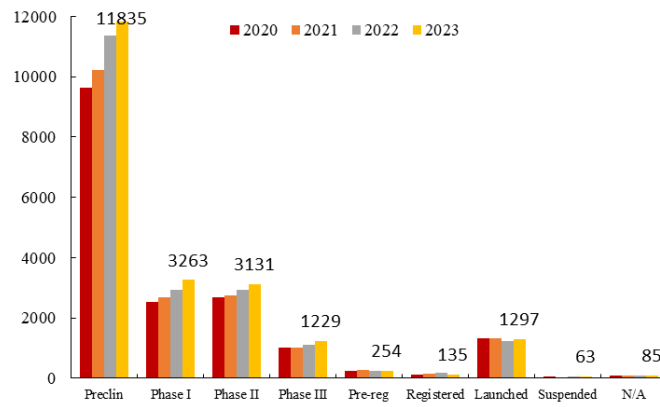


资料来源：凯莱英招股说明书，民生证券研究院

从药物发现到临床前、临床、CDMO 的商业模式展现出显著的漏斗效应优势。全球药物研发管线稳定增长，2023 年总研发管线达到 21292 个，同比增长 5.9%，管线规模再次达到新高，医药外包行业需求端依然充足。尽管 2023 年增速低于去年的 8.2%，但是相比于 2021 年 4.8% 的增速仍有所上升，创新药行业逐渐回归了稳定增长状态。分阶段看：临床前 11835 个，同比增长 4.3%，增速有所放缓；临床 I 期、II 期和 III 期分别有 3263 个、3131 个和 1229 个，增速分别为 10.7%、7.2% 和 9.8%，在去年高增长的基础上进一步提速。早期阶段储备了丰富的研发项目，从药物发现到临床、商业化阶段形成了项目的漏斗效应，后期临床及商业化项目数量增加将产生更高的合同价值，CXO 公司收入增长的稳定性和可预见性持续提升。

图19: 2001-2023 年全球总研发管线规模 (个)


资料来源: Pharma Intelligence, 民生证券研究院

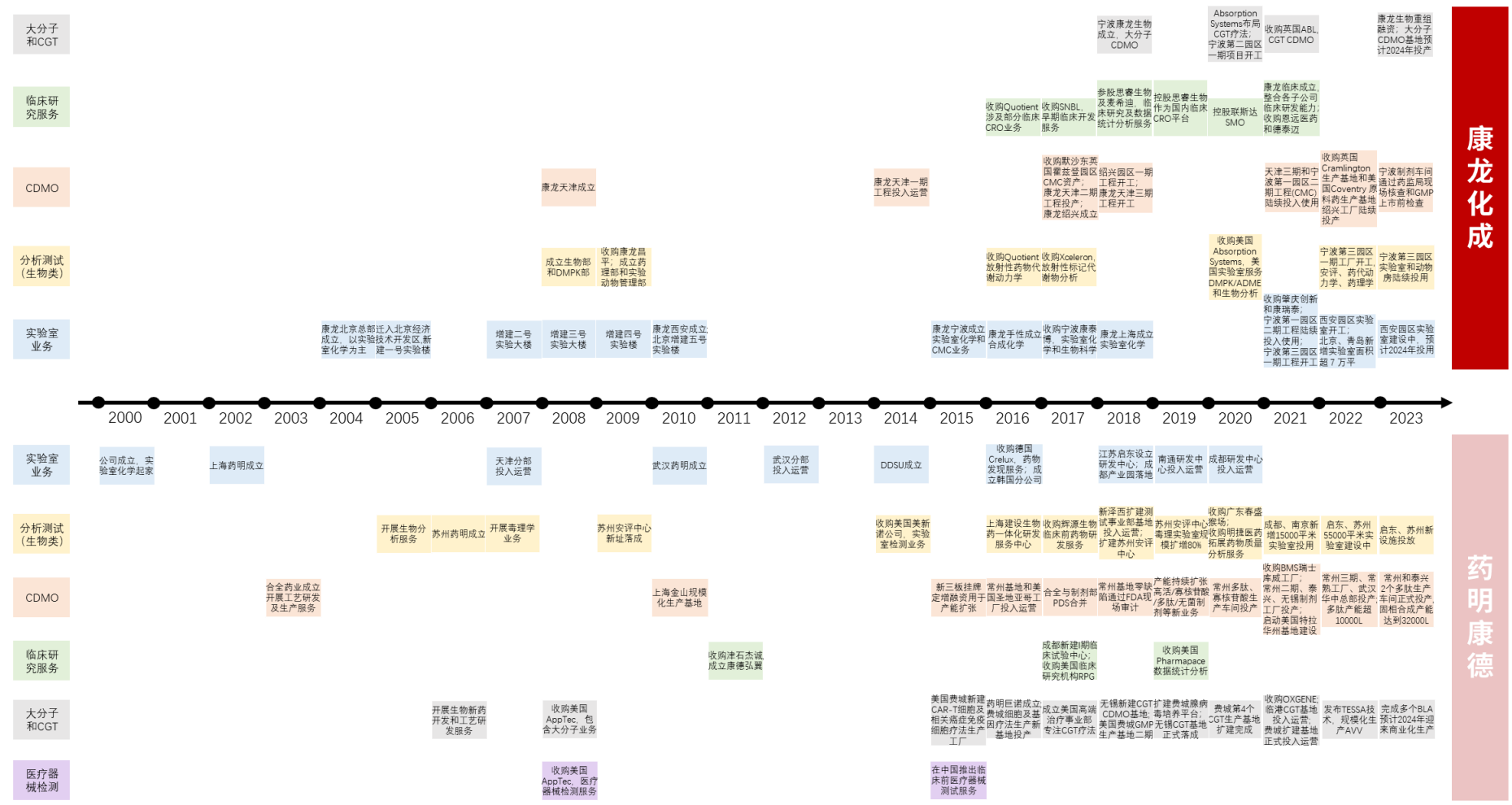
图20: 按照开发阶段划分的全球药物研发管线 (个)


资料来源: Pharma Intelligence, 民生证券研究院

3.2 自建+收购搭建了全流程一体化服务平台, 走与药明康德相似的发展路径

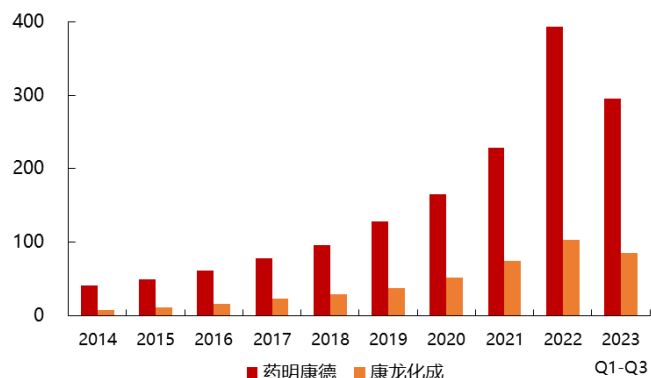
康龙化成业务扩张逻辑和药明康德基本一致, 打造完整的产业服务链。药明康德和康龙化成都是国际领先的一体化新药研发和生产服务供应商, 药明康德创始人李革博士和康龙化成创始人楼柏良博士背景相似, 两家公司都是从实验室化学业务起家, 在持续巩固和强化药物发现领域领导地位的基础上逐步覆盖全产业链, 不断提高 CDMO 业务能力和产能, 加速全球临床 CRO 服务协同发展, 完善大分子和新兴 CGT 服务平台布局, 成长为国际化、一体化、全流程、多疗法的 CXO 龙头企业。通过分析药明康德业务扩张逻辑, 我们预期康龙化成将在未来几年继续提升 CDMO 产能利用率、整合优化国内外临床 CRO 资源, 加速大分子和 CGT 平台的收购和自建进程。

图21：康龙化成和药明康德实验室化学、分析测试（生物类）等业务发展路径



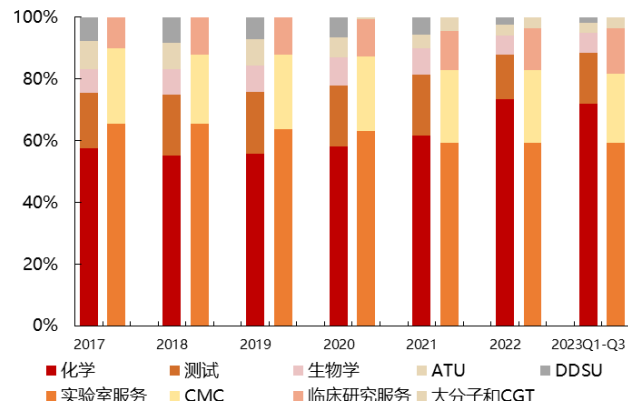
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图22：药明康德和康龙化成收入对比（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

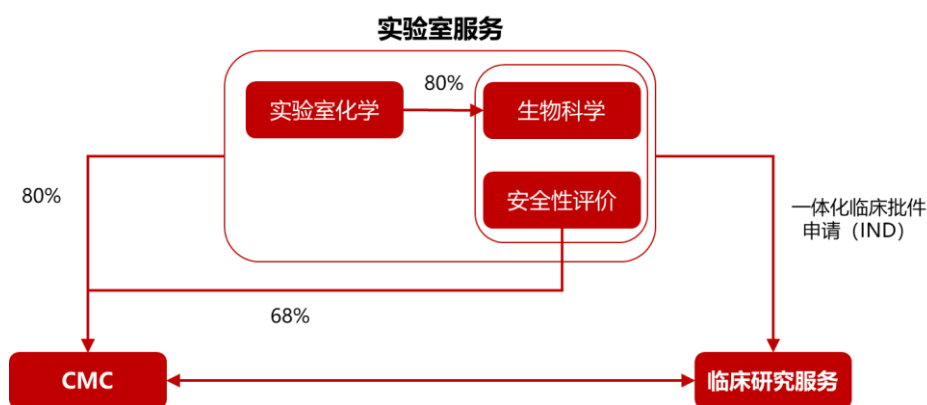
图23：药明康德（左）和康龙化成（右）收入结构对比



资料来源：wind，民生证券研究院。注：图例第一行为药明康德，第二行为康龙化成

一体化平台具有显著的协同效应，各业务间形成良好的客户和项目导流。实验室服务中生物科学与化学高度协同，生物科学业务中超过 80%的收入来源于实验室化学的现有客户；漏斗效应下前端项目逐渐向后端推进，2019 年安全性评价和 CMC 业务的客户重合度已提升至 68%，CDMO 收入中超过 80%来源于实验室服务的现有客户；国内外临床 CRO 平台和临床前业务深度融合，可在中美欧三地为客户提供 IND 申报服务。短期内公司将保持 R&D 带动 M 端的格局，前端业务为后端提供丰富的项目储备，未来 M 端商业化业务有望强劲增长。药明康德也建立一体化 CRDMO 平台，持续增强客户转化，2023 年前三季度使用多部门服务的客户收入达到 272.2 亿元，剔除新冠商业化项目后同比增长 28%，占公司总收入的 92%。

图24：康龙化成各业务间形成了良好的协同效应



资料来源：公司年报，民生证券研究院

领先的全流程一体化服务平台筑起护城河。公司围绕小分子、大分子、细胞与基因治疗等多疗法药物打造了贯穿药物发现、临床前及临床全流程的研发生产服务体系，已经建立 5 个研发服务平台，为客户多样化需求提供一站式解决方案。

图25: 公司构建 5 个研发服务平台



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

3.3 坚持走国际化发展战略, 深度绑定全球客户

国际化是 CXO 核心竞争力之一, 公司通过位于中美英的实验室、临床和生产设施开展全球服务。截至 2023 年上半年公司在中美英三地有 21 个运营实体(中国 10 个、海外 11 个), 打造了国际化的专业服务能力。中、英、美三地的实验室服务团队充分协同, 为客户提供更灵活、全面的实验室服务; 通过收购和自建布局全球 CDMO 产能, 绍兴、英国 Cramlington 和美国 Coventry 提供更灵活、更大规模和更绿色的化学与生产一条龙服务; 临床试验服务深耕中美市场, 美国临床药理学团队与中国团队无缝合作, 为客户创新药项目的中美双报、临床研究与互补性试验提供一站式解决方案。国际化运营有效提高了公司一体化服务能力, 利用全球资源实现跨区域、跨国界协同, 促使客户利益最大化。

图26: 康龙化成在全球的基地布局

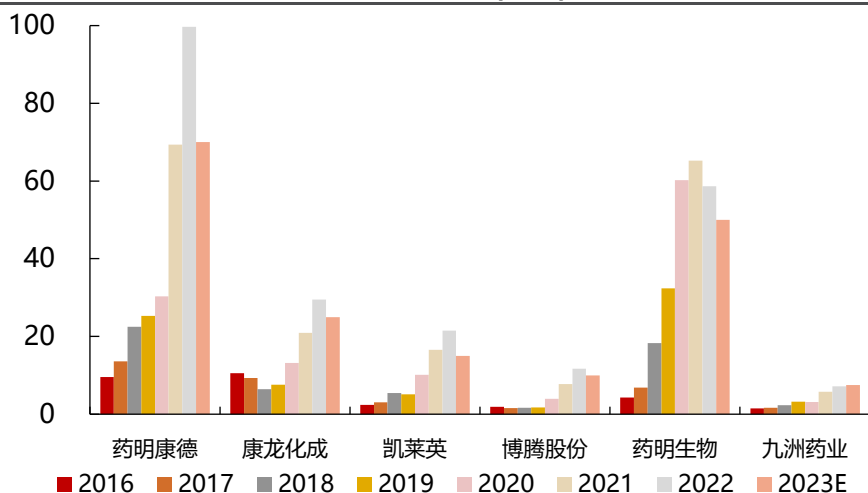


资料来源: 公司业绩推介材料, 民生证券研究院

CXO 公司资本开支节奏整体放缓，未来产能布局将聚焦于新分子和新技术。

在过去几年生物技术投融资高景气、下游研发需求旺盛的背景下，中国 CXO 板块整体规模快速增长，各公司为承接订单规划了大量新产能，实验室面积、反应釜体积、CRO 人数、国内外基地数量都有较大幅度增长。随着 2023 年新冠大订单交付完毕，同时投融资遇冷导致行业需求不及预期，各公司资本开支节奏有所放缓，产能投放将根据订单情况逐步投放，我们预期未来资本开支将更多聚焦于多肽、寡核苷酸、CGT、ADC 等新兴领域。

图27：2016-2023 年 CXO 公司资本开支 (亿元)

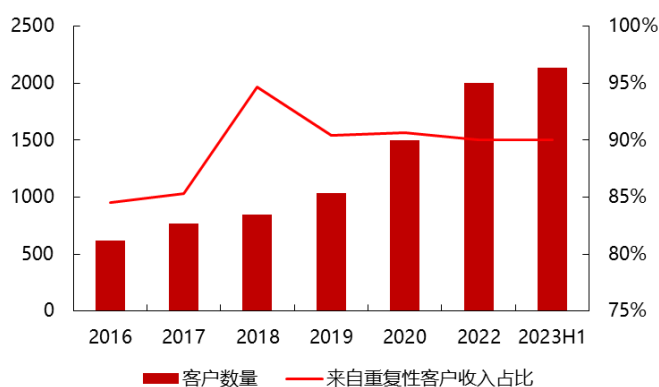


资料来源：各公司公告，wind，民生证券研究院。注：2023 年为民生证券预测值

公司拥有多元化、粘性大和高增长的客户群，未来业绩将持续稳健增长。

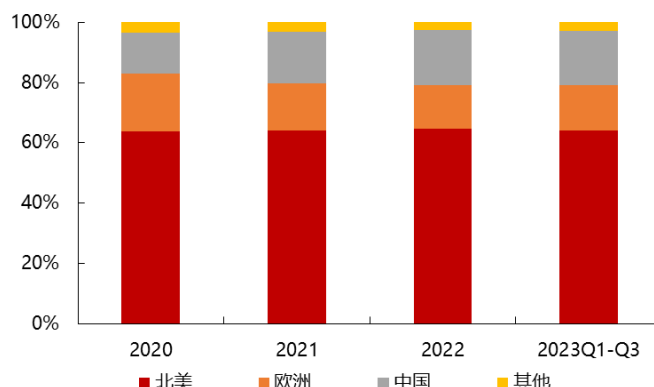
公司已为全球 2000 多家客户提供新药服务，包括全球 TOP20 药企和大量优秀的 biotech 公司；持续积极拓展客户群，2023 年上半年引入新客户数量超过 400 家。公司重复客户的收入占比保持较高水平，2023 年 H1 超过 90% 的收入来自于重复客户。海外客户占比不断提高，2023 年前三季度北美、欧洲客户收入分别增长 14.6%、28.9%，收入占比分别为 64%、15%。公司与客户间建立了良性服务循环，服务能力获得广泛客户认可，逐步成长为更多客户的首选合作伙伴，持续加强更紧密的关系。

图28：公司客户数量和重复客户收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：公司客户结构 (按地域划分)



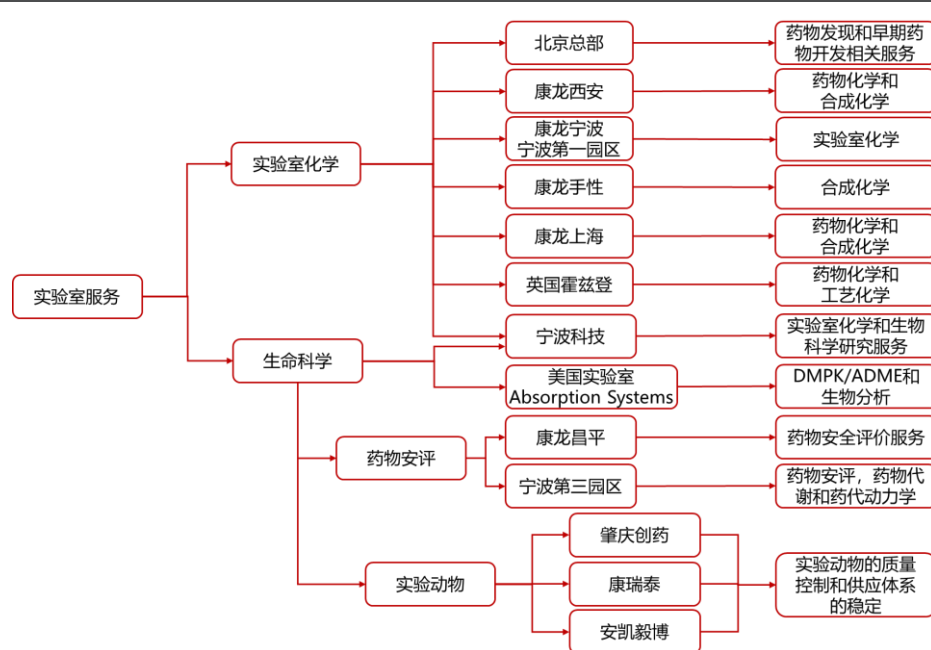
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 四大业务协同发展，业务漏斗不断完善

4.1 实验室服务能力全球领先，生命科学服务强劲增长

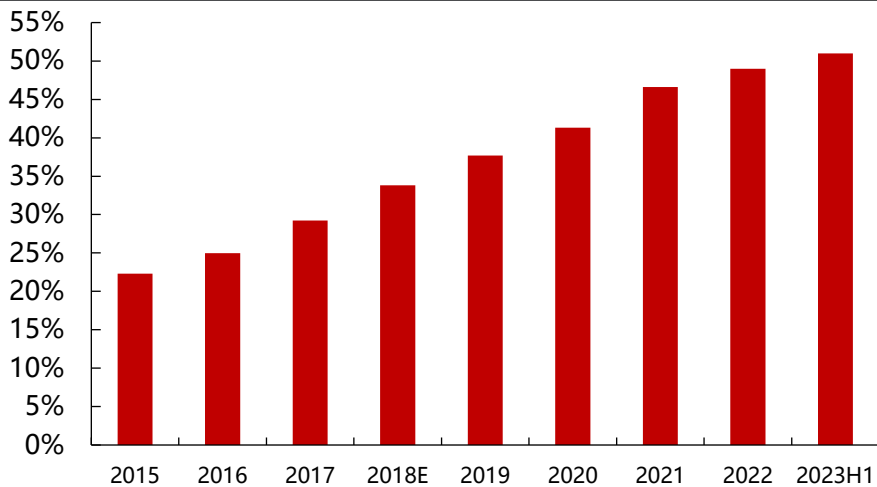
实验室服务是公司核心业务，主要包括实验室化学和生物科学。公司从实验室化学业务起家，覆盖药物化学、合成化学、分析及纯化化学和计算机辅助药物设计等领域，为客户提供化合物库的设计与合成、苗头化合物发现、先导化合物合成及优化、手性及非手性分离纯化等不同的实验室化学服务。生物科学作为实验室服务的重要组成部分，为客户提供体内外药物代谢及药代动力学、体外生物学和体内药理学、药物安全性评价和美国实验室服务，协助客户在各国范围内将研发项目快速推进到临床阶段。

图30：康龙化成实验室业务布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

生物科学收入占比不断提升，与实验室化学业务高度协同。依托核心的实验室化学业务，公司搭建了完整的生物学、药代动力学和药理学等生物科学平台。一体化药物发现平台有利于促进各业务间的协同，公司生物科学与实验室化学的联动持续强劲，2020年生物科学业务超过80%的收入来源于实验室化学的现有客户。由于新靶点需要大量生物科学服务，并且DMPK/ADME客户开始尝试其他生物科学服务，公司交付质量和效率逐渐得到客户认可，生物科学的收入占比持续提高，2023年上半年实验室服务收入中生物科学占比已经超过51%，实现了超过35%的强劲同比增长。

图31：生物科学收入占实验室服务比例


资料来源：公司年报，民生证券研究院。注：2018 年数据缺失，为民生证券测算值

公司在化学和生物领域搭建多个高端技术平台，持续提高研发创新能力。公司基于多年积累的实验室化学和生物科学核心技术，加大开发新技术和新能力，搭建了化学反应筛选平台、基因编码化合物库技术平台、化学蛋白质组学平台、3D 细胞微球及类器官模型、基因编辑技术和影像技术等平台，提供高效的药物发现一体化服务，帮助客户更有效、更绿色的发现先导化合物和临床候选化合物。

表3：康龙化成在实验室服务板块搭建了多个先进的技术平台

类型	技术平台	基本情况	最新进展
化学技术	化学反应筛选平台	利用 24/48/96 孔平行反应器，在 24 小时内评估数十上百个反应条件，为解决化合物的合成问题提供解决方案。	2022 年对 6400 多个反应筛选超过 35 万个反应条件（2021 年筛选超过 22 万个反应条件）
	基因编码化合物库技术平台	将一个化合物与一段独特序列的 DNA 连接，进行 DNA 编码，化合物的结构单元与 DNA 序列存在一一对应关系。在筛选完成后通过高通量测序仪对小分子连接的 DNA 序列进行识别，确定编码对应的化合物分子。	截至 2022 年已包含上百个库超过一百五十亿个结构新颖、独特的有机小分子新药类似化合物（2021 年为超过一百亿个），完成多个基因编码化合物探针、基因编码化合物库的合成项目，成功为多个客户筛选到有生物活性的先导化合物系列。
生物技术	化学蛋白质组学平台	该平台基于生物活性分子的化学分子探针探测与蛋白质组的相互作用，揭示小分子在细胞内或组织内的靶标蛋白，不仅能快速发现药物潜在的新型作用靶点，还能揭示可能存在的脱靶位点，大幅提高药物发现的效率。	2022 年针对不同种类的样品制备进行摸索，提高了实验的灵敏度，降低了样品的需求量。（2021 年平台充分利用化学蛋白质组学的独特优势，结合共价化合物库筛选，建立了高通量条件下发现小分子药物作用的靶标蛋白的能力。）
	3D 细胞微球及类器官模型	在临床前以 3D 细胞微球及类器官为离体模型，评估潜在药物药效及安全性方面具有更大的临床意义。该模型更接近体内复杂的生理条件，更多保留人体细胞及器官的特质，有助于弥合体外和体内系统之间的差距。	公司已建立将近 200 例 3D 细胞微球，用于药物活性的筛选；已成功摸索出适合包括结肠癌、胃癌、肺癌、食道癌等多种肿瘤类器官培养的技术。2023 年将完成生物库建设，开发适合高通量药物筛选的检测平台，支持临床前化合物药效筛选服务。
	基因编辑技术	引进并整合多种先进的编辑技术，显著提高了实验成功率，并缩短了试验周期，涵盖靶向蛋白的表达调控，基于诱导剂非诱导的蛋白过表达、表达抑制。	公司为一系列客户提供基因敲除、基因敲入以及基因定点突变等服务，帮助客户完成早期靶点验证和化合物药效筛选工作。2023 年将基因编辑应用在人原代细胞，并建立 Crispr library 筛选应用于细胞系、原代细胞以及类器官平台。
	影像技术	1) 细胞成像技术应用高内涵等成像技术，检测蛋白质的表达、定位、转位以及细胞形态变化。2) 在体影像技术主要用于原发肿瘤及转移肿瘤相关机理研究和药效评估，通过活体生物发光成像直接监测活体生物体内的肿	1) 2022 年构建带有荧光标记的靶点蛋白的细胞系，完成首个基于高通量平台的化合物库筛选项目，评价化合物对于蛋白转位的作用。2) 已建成 270 株 luciferase-expressed 肿瘤细胞、112 个体内原位肿瘤及转移瘤模型，涵盖 30 种癌症类型；开

瘤细胞生长和转移过程以及药物治疗所产生的反应。

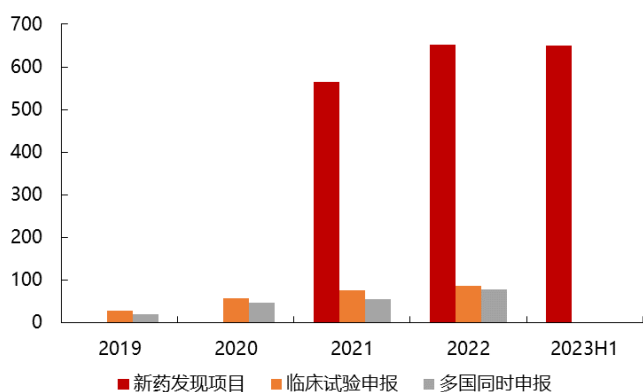
发 31 个脑肿瘤原位和脑转移模型，用于评价药物透过血脑屏障作用于肿瘤的能力，为数十家客户提供珍贵数据和影像资料。

资料来源：公司年报，民生证券研究院

安评中心 TSP 符合国际法规要求，支持全球客户进行 IND/NDA 申报。北京 TSP (康龙昌平) 主营新药临床前安全评价工作，提供毒理学、安全药理、遗传毒理、免疫毒理等服务。安全性评价作为药物早期开发的重要研究工作，是向药物监管部门申报 IND/NDA 必须提供的研究内容之一，开展安评业务有助于公司布局药物研发全产业链。TSP 已经三次通过 FDA 和比利时 OECD 的 GLP 现场检查，并于 2021 年通过 NMPA 的 GLP 复查，具备帮助全球客户提供临床申报或药物上市所需的安评资料的资质。公司安评业务凭借全球性 GLP 法规遵从 (FDA、OECD、NMPA) 优势，持续深入拓展国内外客户，未来药物安全评价业务将保持长期稳健增长趋势。

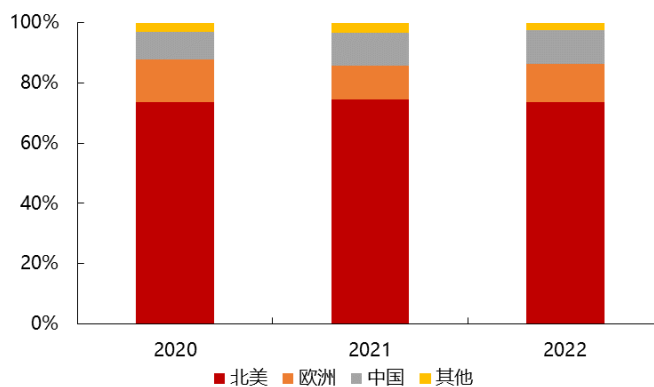
承接项目数持续增长，一体化临床批件申请服务受到客户广泛认可。实验室化学是新药研发的核心，公司实验室化学业务每年为客户合成数十万个新型化合物实体，具备规模优势；同时配合中、英、美三地研发团队和后期药物开发服务协同，提供更灵活更全面的实验室服务。2021 年、2022 年公司共参与 565、652 个药物发现项目，帮助客户进行 77、87 个 IND/NDA 申报，其中多国同时申报的项目达到 56、79 个，临床批件申请的一揽子研发服务受到广泛客户认可。2023 年上半年公司参与 650 个药物发现项目，同比增长 13%。

图32：实验室服务承接的项目数



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：2020-2022 年实验室服务客户地域结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

自建扩充实验室产能，持续加强实验室化学能力。公司以实验室化学为发展起点，自成立起不断扩增实验室面积，2005 年迁入北京经济技术开发区后建设 1-5 号实验楼，截至 2010 年底实验室总面积达到 27500 m²。为满足不断增长的业务需求，近年来公司持续扩大北京、西安、宁波、青岛等地的实验室规模。其中北京、青岛新增 7 万平实验室于 2022 年陆续投用，宁波第一园区二期的第一部分 1.2 万平实验室已于 2021 年 Q1 投入使用，第二部分 4.2 万平于 2023 年陆续投用，西安园区 10.5 万平实验室已开工建设，预计 2024 年投入使用。

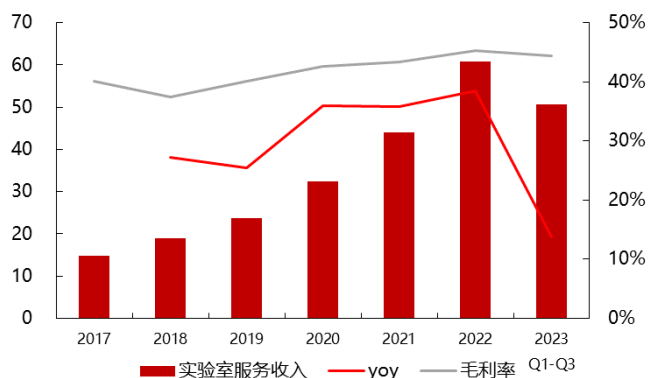
表4：康龙化成的实验室业务自建产能情况

城市	基地	进展情况
北京	北京总部	截至 2010 年实验室总面积达到 27500 m ² 2020 年北京地区增加 22500 m ² 实验室服务设备 2022 年北京、青岛新增实验室面积超过 70000 m ² ，自 2022 年陆续投入使用
	药物安全评价中心 TSP	2019 年扩增 3500 m ² 动物实验设施
西安	康龙西安	2010 年 6000 m ² 实验室面积
	西安园区	2022 年 105000 m ² 实验室开始动工，预计 2024 年投入使用
宁波	第一园区二期工程	第一部分 120000 m ² 实验室于 2021 年 Q1 陆续投入使用 第二部分 42000 m ² 实验室在 2022 年持续推进建设，部分已投入使用
	第三园区一期工程	2021 年 140000 m ² 实验室和动物房开始建设，预计 2023 年下半年陆续投入使用

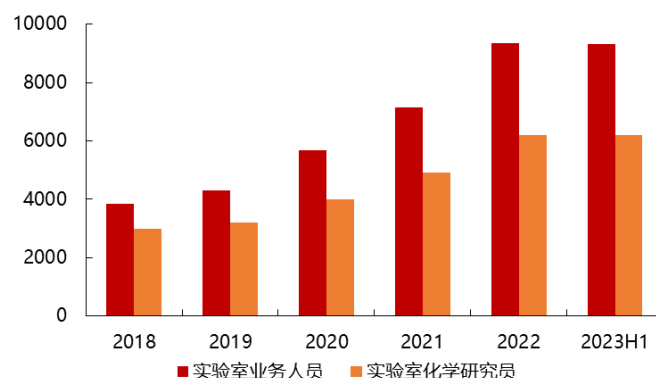
资料来源：公司年报，民生证券研究院

收购+自建提高一体化生物科学服务能力。 1) 公司积极推进海外业务布局，2020 年 11 月收购美国 Absorption Systems 以开展美国实验室服务，向客户提供药物开发过程中所需的 DMPK/ADME 和生物分析服务。本次并购巩固了公司在 DMKP 一体化服务平台的领先地位，也增加了眼科疾病、医疗器械产品研发和 CGT 疗法的药物评估服务。2) 宁波第三园区一期工程的 14 万平实验室和动物房于 2021 年开工，预计 2023 年下半年陆续投用，将大幅提高公司安评、DMPK 和药理学等动物实验服务能力。为了完善实验动物的供应体系和质量控制，公司于 2021 年收购了肇庆创药和康瑞泰、2022 收购安凯毅博，截至 2021 年底 NHP 存栏数近 10000 只。

研发团队保持领先，实验室业务收入稳健增长。 公司研发团队人数保持扩张趋势，截至 2023 年 H1 实验室服务员工达到 9329 人，其中实验室化学研究员近 6200 人，在规模和经验上都达到全球领先水平。随着公司研发能力提高和业务量不断增加，实验室服务收入稳健增长，2022 年达到 60.89 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 33.9%。2023 年起前端业务受到全球生物医药投融资遇冷、需求阶段性疲软影响，整体增速有所放缓，前三季度收入为 50.69 亿元，同比增长 13.7%，Q3 收入增速下降到 0.4%。毛利率稳中有增，2023 年前三季度为 44.4%，高毛利率的生物科学业务增速更快，带动实验室服务板块的盈利能力逐渐提升。

图34：实验室业务收入（亿元）及毛利率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

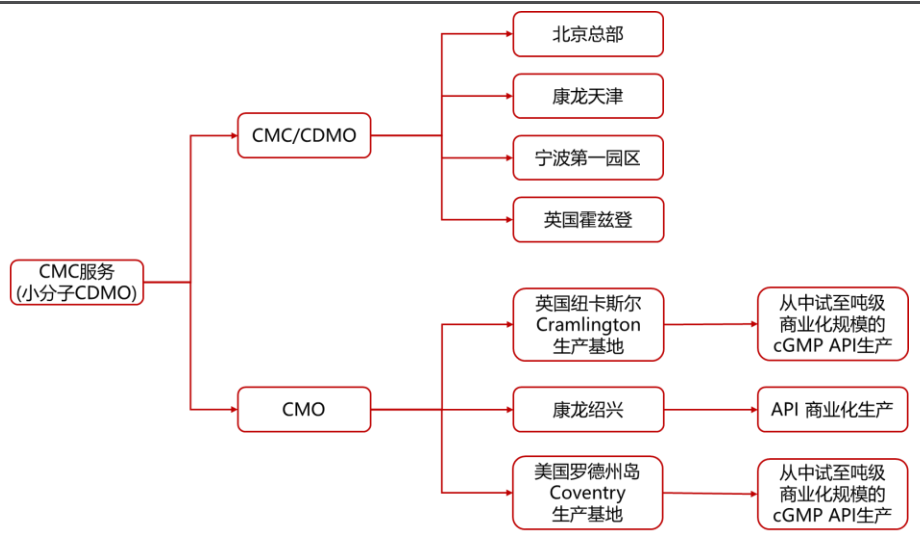
图35：实验室业务及实验室化学员工数量


资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 CMC 与实验室业务高度协同，中美英三地产能释放带来业绩快速兑现

从前端实验室业务向后端延伸，CMC 业务协同发展。公司在药物发现 CRO 领域优势明显，具备全球领先的实验室化学能力，逐渐将业务从药物发现延伸到后端药物开发领域。从前端到后端的发展模式顺应了药物研发的规律和周期，公司能为客户提供全流程一体化服务，业务间的协同效应持续强劲，2022 年 CMC 收入中超过 80% 来源于药物发现的现有客户，实验室服务构筑了项目储备的蓄水池，漏斗效应明显。

图36：康龙化成 CMC 业务布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司提供有技术附加值的工艺开发及生产服务，满足各阶段临床研究和商业化生产需求。CMC 团队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，其中：1) 工艺开发及生产团队提供发现及开发高效和绿色的合成工艺路线、优化现有合成路线及放大工艺等服务；2) 材料科学/预制剂团队为晶型筛选、工艺开发和早期配方开发提供服务；3) 制剂开发团队负责设计、修改及制备口服配方；4) 分析开发团队为原料药和药品的工艺开发及制造提供全面的分析测试支持服务。公司不断探索和应用新技术，重点加强流体化学和生物酶催化技术的应用，提高合成效率并强化 CMC 全服务的竞争优势。

表5：CMC 业务领域的核心技术

技术平台	基本情况	最新进展
流体化学	作为一项革命性的绿色制药技术，可以减少催化剂、溶剂的使用量，并减少反应过程对产品的破坏程度，具有生产工艺安全性高、产品收率高、杂质带入少、三废排放少等巨大优势。	1、2022 年公司引入连续光化学、Online-Mass 在线监控等新技术，技术能力进一步提高。2022 年连续化技术应用于 100 多个 PDM 项目的放大及生产中，有效解决危险反应、高温高压反应、不稳定反应、选择性反应等常规手段不容易解决的化学问题，收效显著。 2、在产能建设方面，2022 年在天津工厂建设了 non-GMP 连续反应、连续淬灭、连续分离以及 PAT 连续在线监控等全流程连续化技术平台，实现吨级项目生产。GMP 条件下连续化生产也在加速建设，公斤级生产实验室预计在 2023 年中投入使用，全连续大规模生产车

间（包括连续加氢）预计在 2023 年下半年启用。

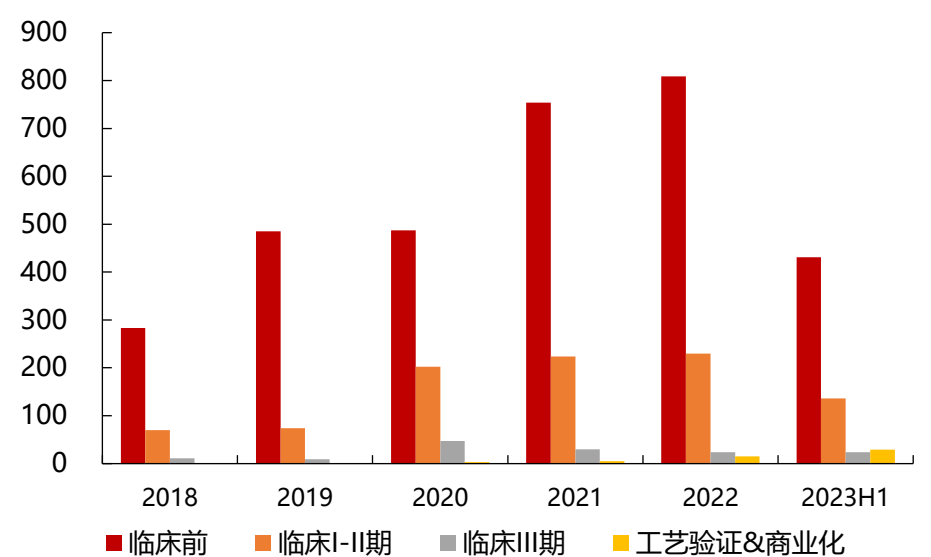
生物酶催化	生物酶比一般化学催化剂的效率高 10^7 - 10^{12} 倍，具有无毒、无污染、低耗能、高效率、高选择性等优点，应用生物酶催化有机化学反应是化学工业生产向“绿色化学”过渡的重要技术。	<p>1、截至 2022 年已有近 3000 个生物催化酶，其中有 600 多个基因改造的突变酶，2022 年开发了 700 多种酶，开发效率持续提高。酶催化剂筛选平台和酶的定向进化平台为多家客户的放大生产项目筛选出了具有较高转化率和立体选择性的催化酶。</p> <p>2、公司将继续扩充生物催化剂的种类和数量，进一步完善催化酶筛选和定向进化平台；建立催化酶的生产发酵车间，酶发酵车间计划在 2023 年下半年投入使用。</p>
-------	---	--

资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司建立稳健增长的小分子 CDMO 管线，临床后期和商业化订单逐步放量。

公司依托实验室业务的显著优势与客户建立高粘性合作关系，随着前端项目向后端导流有望持续获得商业化项目。截至 2023 年 H1 公司具有 620 个 CMC 项目，其中临床前项目 431 个、临床 I/II 期 136 个、临床 III 期 24 个、工艺验证和商业化阶段 29 个。受到全球投融资遇冷对早期研发需求的影响，临床前和临床早期项目有所下降，23H1 临床前和临床 I/II 期项目比去年同期分别减少 69 个和 46 个；CMC 管线持续向后推进，工艺验证和商业化项目比去年同期增加 19 个，拉动整体 CMC 项目平均收入同比增长 33%。2022 年公司 CMC 收入约 80% 来源于临床前至临床 II 期阶段，随着后期项目增加和商业化产能爬坡，商业化阶段的收入贡献将会逐渐提升。

图37：康龙化成 CMC 业务项目情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表6: 2019-2023H1 CDMO 项目数对比 (按临床分期)

	发展路径	公司	2019	2020	2021	2022	2023H1
临床前、临床 I/II期项目	R→D→M	药明康德	933	1241	1575	2234	2704
	R→D→M	康龙化成	353	559	689	978	1039
	CDMO	凯莱英	146	147	235	297	224
	CDMO	博腾股份	187	224	238	281	191
	CDMO	九洲药业	330	438	582	764	839
临床III期	R→D→M	药明康德	40	45	49	57	59
	R→D→M	康龙化成	9	47	30	24	24
	CDMO	凯莱英	39	42	55	62	52
	CDMO	博腾股份	34	41	42	55	45
	CDMO	九洲药业	37	40	49	61	66
商业化	R→D→M	药明康德	21	28	42	50	56
	R→D→M	康龙化成	0	3	5	15	29
	CDMO	凯莱英	30	32	38	40	34
	CDMO	博腾股份	87	94	89	113	87
	CDMO	九洲药业	11	16	20	26	29

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

中美英三地产能加速释放, 丰富公司的全球生产服务网络。灵活、充足的产能是为客户提供持续开发生产的保障, 公司在天津、北京、宁波、绍兴、英国、美国均拥有生产设施并持续提升产能, 为客户提供符合全球质量标准的生产服务。随着绍兴工厂 API 产能逐渐爬坡和 Cramlington 及 Coventry 生产基地的收购, 大幅强化了公司的全球生产网络布局, 满足国内外客户对不同生产规模、不同产品工艺开发及生产的需求。

(1) 2021 年天津三期 (4 万 m²) 和宁波第一园区二期工程陆续投产, 增加 CMC 工艺开发及分析研发人员近 1000 人, 提高公司 CDMO 的工艺开发能力。2023 年 5 月宁波第一园区的制剂车间顺利通过国家药监局 PAI 现场核查和 GMP 上市前检查, 被核查制剂产品有望在 2024 年初上市。

(2) 绍兴工厂一期工程 (8.1 万 m²) 小分子原料药生产基地于 2022 年正式投产, 增加 600m³化学反应釜体积, 满足从早期项目向后期商业化生产延伸的战略需求。目前绍兴工厂产能利用率正处于爬坡阶段, 2023 年产能利用率预计维持 30%以上。

(3) 外延收购补充海外 CMC 产能。公司在 2022 年 1 月和 7 月先后收购英国 Cramlington 基地和美国 Coventry 基地, 两个基地均可提供从中试至吨级的商业化规模 cGMP 原料药生产服务, 并且通过了 FDA、MHRA 等监管机构核查并获认证。其中 Cramlington 基地拥有超过 100m³反应釜产能, 能联合英国 Hoddesdon 的工艺开发和早期 cGMP 原料药生产团队为客户提供端到端的化学生产服务, 发挥积极的协同效应。

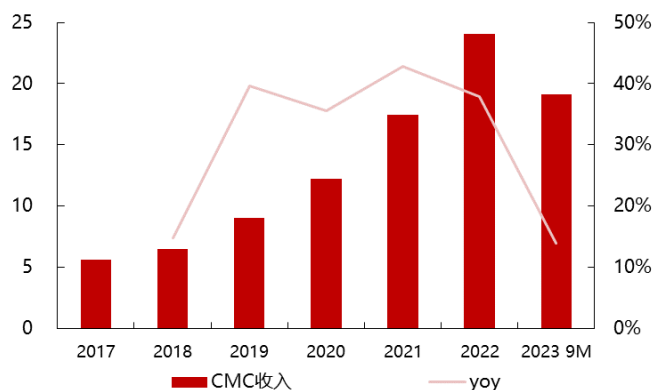
图38: 康龙化成全球 CMC 生产服务网络



资料来源: 公司业绩推介材料, 民生证券研究院

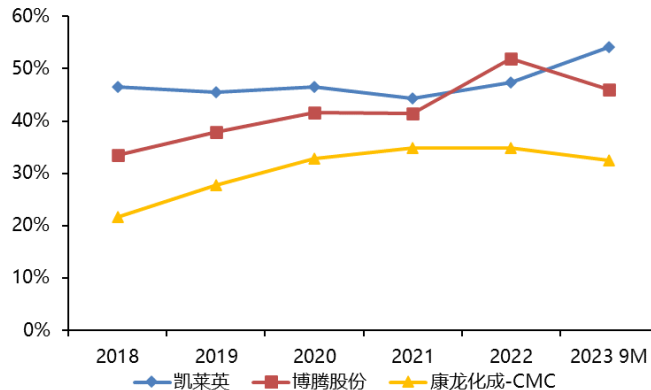
CMC 业务是未来重要的业绩贡献板块, 毛利率有较大提升空间。公司 CMC 项目数量和研发管线持续加强, 随着海外内 CMC 产能的快速释放和中美英团队的紧密合作, CMC 业务进入快速增长阶段。2022 年 CMC 收入 24.07 亿元, 同比增长 37.83%, 2023 年前三季度收入 19.13 亿元, 同比增长 13.94%, 主要系投融资遇冷导致客户需求放缓, 部分跨国药企取消项目订单, 但 23H1 项目平均收入同比增长 33%。公司毛利率相比于头部 CDMO 仍然有一定差距, 2023 年前三季度 CMC 毛利率为 32.42%, 同比下降 2.01pct, 主要系绍兴基地投产后运营成本较高。随着中国绍兴、美国 Coventry 和英国 Cramlington 工厂的产能利用率逐渐提高, 规模效应会逐渐体现, 毛利率有望持续改善。

图39: CMC 业务收入 (亿元) 及增长率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图40: 可比公司 CDMO 毛利率对比情况

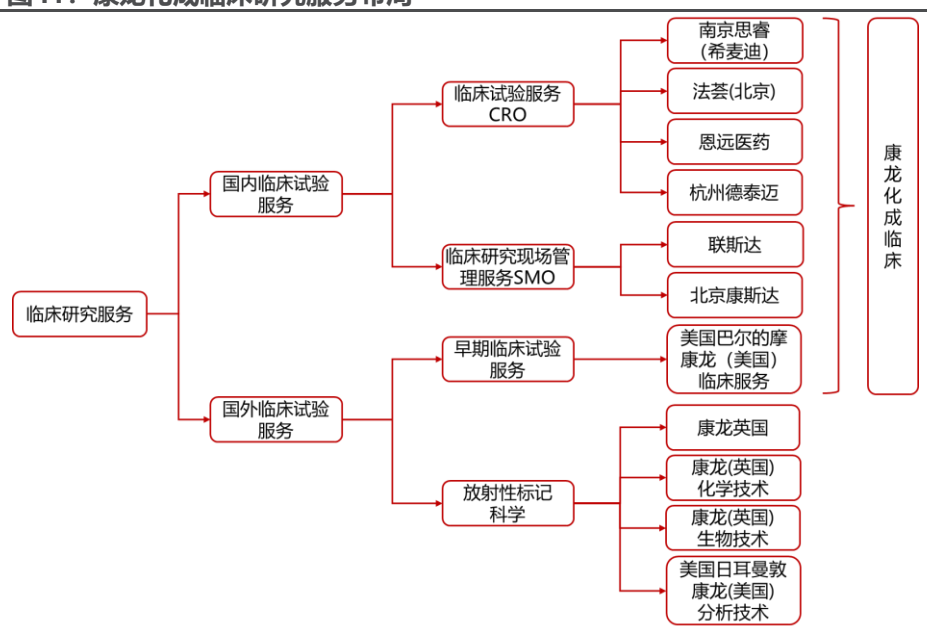


资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

4.3 打造国内外临床研究服务一体化平台,未来盈利能力将快速提高

公司提供国外和国内临床服务,支持客户新药在全球尤其是中美两地的审批。国外临床研究服务包括放射性标记科学和早期临床试验服务,其中(1)放射性标记科学服务帮助客户合成碳¹⁴及氘放射性标记化合物,用于研究各类化合物在人体内的吸收、扩散、代谢与排泄,加速新药临床开发进程;(2)美国马里兰州的Pharmaron CPC提供早期临床服务。国内临床研究服务包括临床CRO和SMO,其中(1)临床试验服务覆盖监管及法规注册、医学事务、医学监察、临床运营、数据管理及统计分析、生物样本分析、药物警戒及定量药理等;(2)临床研究现场管理服务提供CRC服务、医院调研与甄选、SSU快速启动、受试者招募与管理、质量保证与培训、上市后研究等。

图41: 康龙化成临床研究服务布局



资料来源:公司公告,民生证券研究院

海外临床业务打造“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台。公司海外临床服务来源于收购,2016年起陆续收购了Quotient、Xceleron和SNBL CPC。放射性同位素分析是重要药物代谢分析技术,公司通过收购英国Quotient和美国Xceleron完善了放射性药物代谢动力学服务链条。美国巴尔的摩SNBL CPC临床中心拥有96个床位,配备了一支经验丰富的临床试验团队,已成功实施超过250例早期临床试验,支持客户新药的临床开发。随着2018年初美国临床中心取得放射性同位素使用许可证后,公司打造了全球唯一一个“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化平台,得到客户高度认同。

表7：海外临床研究服务收购情况

收购公司	现用名	收购时间	主营业务
Quotient 及其子公司	康龙（英国），子公司为康龙（英国）化学技术和康龙（英国）生物技术	2016	康龙英国专注于放射化学合成与代谢动力学研究，子公司康龙（英国）化学技术主营放射性药物标记业务，子公司康龙（英国）生物技术主营放射性化合物合成业务
Xceleron	康龙（美国）分析技术	2017	拥有独特的加速器质谱技术，是对公司放射性标记代谢物分析服务的全方位延展
SNBL CPC	康龙（美国）临床服务 Pharmaron CPC	2017	坐落于美国马里兰州大学医疗中心，提供临床研究的全面服务，包括综合性首次人体试验、疫苗开发/感染挑战试验、综合性碳 14 药物吸收、分布与排泄实验、TQT/心脏安全性以及跨种族桥接实验等

资料来源：公司公告，民生证券研究院

在中国建立临床服务一体化平台，打通 CRO+SMO 桥梁。

(1) 收购布局 CRO。2019 年康龙化成控股思睿生物及其全资子公司希麦迪，思睿生物主营临床 CRO 业务，具有药物和器械临床研发一站式服务平台，已为全球 250+ 医药客户、900+ 项目提供了优质可靠的临床研发服务。2021 年公司收购恩远医药和德泰迈，加强在定量药理学、药物警戒、医学监查、医学撰写等方面的能力。(2) 收购布局 SMO。联斯达是中国领先的 SMO 公司，拥有近 3000 名员工、覆盖中国 150 多个城市，与 600 余家医院达成稳定合作关系，服务药械 SMO 项目超过 1600 个，其中 85% 为 I 类新药及生物制品。2020 年公司控股联斯达后，通过联斯达收购了松乔医药（现名康斯达）和北京法荟，为客户提供更加优质的药械 SMO、受试者招募和医疗器械合规解决方案等服务。

成立临床服务子公司，深度整合公司一体化临床研究能力。

2021 年 5 月公司成立康龙临床，整合各子公司和部门的临床服务能力，为客户提供完整、高效、端到端的 I-IV 期临床开发服务。经过股权重组后，康龙临床持有南京思睿、联斯达、康斯达、北京法荟、恩远医药、德泰迈和 Pharmaron CPC，加深了中美两地临床服务的紧密合作，为客户开展中美两国间的临床研究与互补性试验提供一站式解决方案。2023 年 H1 公司临床 CRO 服务项目 912 个，其中有 74 个 III 期临床试验、400 个 I/II 期临床试验和 438 个其它临床试验；SMO 服务项目超过 1400 个，覆盖中国 120 个城市的约 600 家医院及临床试验中心。

表8：国内临床研究服务收购情况

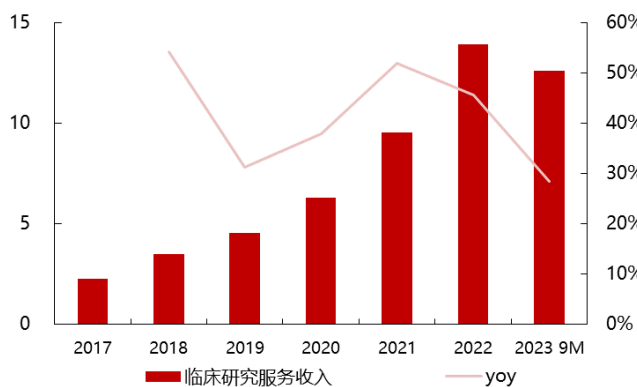
收购公司	收购时间	主营业务
南京思睿及子公司希麦迪	2019 年	从事药物临床试验服务的合同研究组织（CRO），能够提供包括注册申报、医学事务、临床运营、数据管理和生物统计、药物警戒以及生物样本分析等业务在内的 I-III/IV 期和 BE 临床试验相关服务。
联斯达	2020 年	中国率先进入互联网化管理的第三方独立专业的临床研究现场管理组织（SMO），致力于为申办方或研究者提供一站式临床研究解决方案，服务内容包括研究中心快速启动、临床研究协调服务、受试者招募与患者教育、研究者发起临床研究、真实世界研究、器械临床试验与法规注册咨询等。
松乔医药	2020 年	提供第三方受试者招募服务 PRO 和器械临床试验现场管理服务，是中国最早提供受试者招募服务组织之一，已经提供近百个临床试验的受试者招募服务；同时是中国头部器械 SMO 公司，多年来在心内科、血管外科、透析科、骨科、医疗美容等领域提供器械临床研究现场管理服务，与上百家申办方和研究中心合作超过 300 个科研项目。

北京法荟	2020年	专注于医疗器械法规服务, 涵盖建立 GMP 厂房和管理体系、研发合规辅导、临床试验、临床评价以及产品注册、驻场办公服务、第三方稽查服务、为出口到美国的医疗器械产品提供美国 FDA 上市前许可服务等。目前全职员工超过 140 人, 已为超过 200 家国内外客户提供服务, 团队拥有 1000+成功案例的经验积累。
恩远医药	2021年	国际化 CRO 公司, 拥有专业、高效、稳定的优秀临床研究团队和国内外资深医药研发专家顾问团, 为客户提供高质量的定量药理研究及精细化临床开发服务。通过与国内外药企合作, 建立了符合中国实际的国际化标准操作规程 (SOP), 在心血管、神经、肿瘤、儿科、呼吸、内分泌、抗生素、皮肤病、妇科等临床研究领域与全国临床研究机构建立了稳定良好的合作关系。业务范围已涵盖中国、美国、欧盟, 项目产品已覆盖药品、医疗器械、诊断试剂。
德泰迈	2021年	专注于医药产品生命周期风险管理的创新临床 iCRO, 以一体化药物警戒为主要特色, 同时涵盖高端医学药政咨询、医学监查、医学撰写、临床注册、一期临床服务和一体化信息平台软件等业务, 已为近百家客户提供 300 多项在全球范围内开展的药物警戒、医学监查或一期临床等服务。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

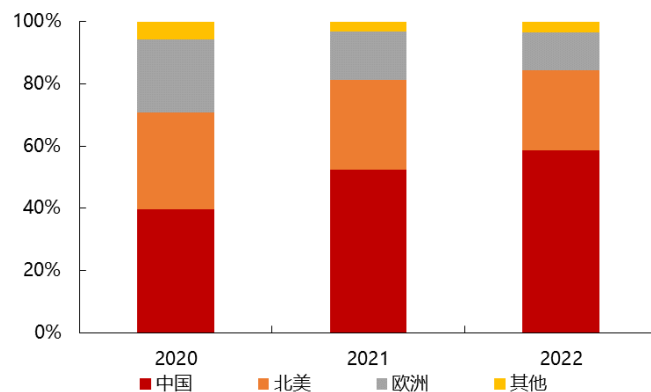
整合全球临床资源, 临床 CRO 业务规模将实现高速增长。随着公司陆续收购、整合国内外临床资源, 南京思睿及希麦迪 (专注于临床 CRO)、联斯达 (专注于 SMO) 以及美国巴尔的摩临床中心等形成了一体化临床服务平台, 协同促进临床业务快速增长。2022 年公司临床研究服务实现收入 13.94 亿元, 同比增长 45.71%, 2023 年前三季度收入为 12.62 亿元, 同比增长 28.48%。公司持续加大国内临床研究服务能力的投入, 国内收入占比持续增加, 2022 年中国客户收入占比为 58.7%, 北美客户占比为 25.7%, 未来国内临床研究将占据主导地位, 协同拉动海外收入增长。

图42: 临床研究服务收入 (亿元) 及增长率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

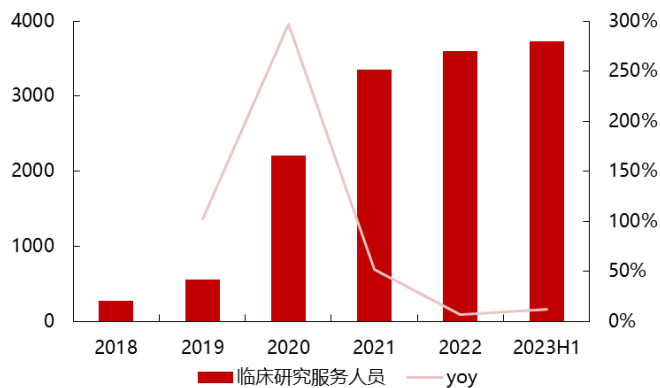
图43: 2020-2022 年临床服务客户构成



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

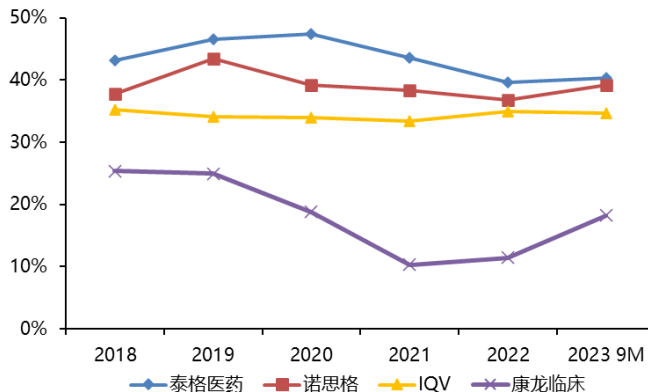
人员超前投入, 毛利率触底反弹、持续改善。临床 CRO 属于人力密集型行业, 公司为配合临床研究服务的发展策略加大了人才储备, 2020 年收购联斯达导致人员迅速上升, 截至 2023 年 H1 临床研究服务员工达到 3729 人。人员和其他资源的超前投入使公司毛利率在短期承压, 相比于成熟 CRO 企业的毛利率水平有一定差距, 2022 年 Q1 毛利率达到最低点 4.65%。康龙临床成立后品牌效应逐步体现, 收入增长下规模效应也持续凸显, 充分发挥国内外一体化大平台的协同优势, 2023 年前三季度毛利率为 18.24%, 同比提高 8.05pct, 保持稳健上升趋势。

图44: 临床研究服务员工情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图45: 可比公司临床服务毛利率对比

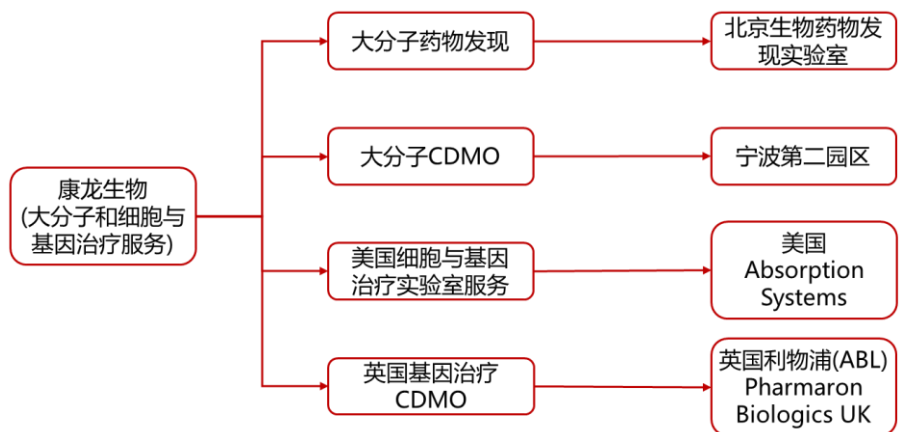


资料来源: 各公司公告, 同花顺, 民生证券研究院

4.4 布局大分子和 CGT 领域, 扩展多疗法服务

大分子和 CGT 业务起步期, 积极布局全球产能和 CGT 服务平台。公司从 2018 年起逐步培育大分子研究服务能力, 积极拓展大分子和 CGT 服务平台, 致力成为多疗法的全球药物研发领军企业。2021 年作为中长期发展战略的大分子和细胞与基因治疗服务模块开始独立核算, 主要包括大分子药物发现、大分子药物 CDMO、CGT 实验室服务和 CGT CDMO 四大板块。

图46: 康龙生物 (大分子和细胞与基因治疗) 服务布局



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

国内持续推进大分子 CDMO 产能建设。公司大分子药物发现服务从实验室业务延伸而来, 包括大分子药物质粒设计、细胞筛选、目标大分子表达纯化、分析方法开发等, 满足早期研发课题对细胞、蛋白及单抗的需求。公司正在加快大分子 CDMO 平台建设, 2020 年初选定宁波杭州湾第二园区一期项目作为大分子 CDMO 基地 (近 70000 m²), 建设 2 条 2000L 产能的一次性生物反应器, 预计 2024 年初投产, 提供细胞培养工艺、上下游生产工艺、制剂处方集灌装生产工艺的开发服务和 200L-2000L 中试至商业化的原液及制剂生产服务。

通过国外收购搭建了基因药物“实验室分析-IND 研究-工艺开发及生产”一体化平台。公司于2020年11月收购 Absorption Systems，在美国建立了领先的小分子、大分子药及 CGT 药物的药品分析及评估平台。2021 年公司收购艾伯维位于英国利物浦的 ABL，从内部研发中心转变为向第三方客户提供 CGT CDMO 服务，增强了公司的基因产品工艺开发及 GMP 生产能力。美国 Absorption Systems 和英国 ABL 在业务上高度协同，为客户提供从临床前研究、产品开发到商业化生产的 CGT 服务大平台。

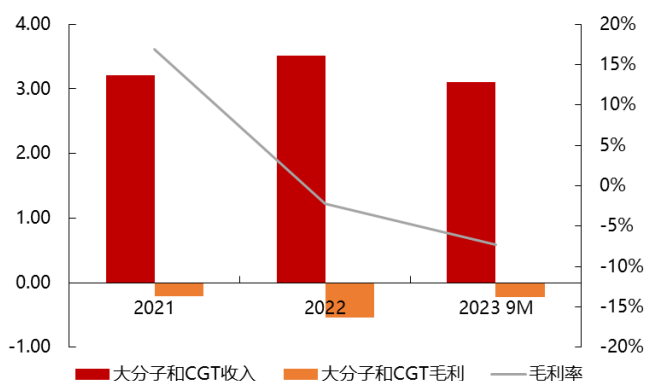
表9：海外 CGT 业务收购情况

收购公司	收购时间	主营业务
Absorption Systems 及其全资子公司	2020 年 11 月	技术领先的美国 CRO 公司，为医药公司、生物技术公司、医疗器械公司、监管机构提供小分子药、大分子药、细胞和基因治疗、眼科和医疗器械产品所需的研究及检测服务，在美国费城、圣地亚哥、波士顿均有运营实体。核心业务包括提供大分子药、小分子药开发过程中所需的 DMPK/ADME 和生物分析服务，尤其擅长在转运体、人体药代动力学预测和转化药剂学领域的研发服务。
Allergan Biologics Limited (ABL)	2021 年 2 月	拥有 150 多名员工，在英国利物浦配备了先进、灵活的 cGMP 生物药生产设施。凭借其在范围广泛的生物制品所累积的业界领先的工艺研发、cGMP 生产及先进分析能力，ABL 进一步在 CGT 产品开发方面打造了坚实的基础和专业能力，其运用的悬浮系统生产平台能达到商业化规模。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

搭建端到端大分子和 CGT CDMO 服务平台，板块收入快速增长。2023 年 3 月公司对国内大分子 CDMO、英国 ABL 和美国 Absorption System 进行重组，成立康龙生物并对外融资 9.5 亿元，高瓴和康君资本领投、投后估值约 85.5 亿元。2023 年 H1 Absorption Systems 为 26 个 CGT 项目提供分析测试服务，包括 2 个商业化项目；安评业务方面已经完成和正在进行 21 个 CGT 药物的 GLP 和 non-GLP 毒理试验。ABL 从 2021 年起承接外部订单，2023 年 H1 为 11 个基因治疗项目提供 CDMO 服务，包括 2 个 III 期项目、7 个 I/II 临床项目和 2 个临床前项目。2023 年前三季度大分子和 CGT 业务收入 3.11 亿元，同比增长 19.8%，服务获得越来越多客户认可，市占率不断提高。由于该板块处于前期投入阶段，并且新收购的 CGT CDMO 运营成本较高，短期仍处于亏损状态。

图47：大分子和 CGT 收入、毛利（亿元）和毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院。注：左轴为收入毛利、右轴毛利率

图48：公司构建了端到端细胞与基因治疗服务平台



资料来源：公司业绩推介材料，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

实验室服务是基石业务和项目导流入口。我们预计员工和实验室设施保持稳健增长，2023年H1实验室业务人员9329人，比2022年底增加107人；宁波第三园区实验室和动物房建设正常推进中，西安园区实验室预计将于2024年陆续投产。产能提高有利于承接订单数量的持续增长，我们预计2023-2025年实验室业务收入分别为66.57、69.90及77.61亿元，分别同比增长9.33%、5.00%及11.04%；高毛利率的生物科学业务收入占比持续提高，预计2023-2025年毛利率分别为44.26%、44.50%及44.46%。

CMC业务将成为第二增长引擎。CMC新产能不断释放，2022年收购英国Cramlington和美国Coventry原料药生产基地，新投产的绍兴工厂进入产能利用率爬坡期。项目漏斗效应充分体现，早期项目向临床后期和商业化阶段导流顺利，我们预计2023-2025年CMC业务收入分别为26.96、31.00及37.20亿元，分别同比增长12.00%、15.00%及20.00%；CMC业务毛利率基本稳定，预计2023-2025年毛利率分别为34.00%、34.00%及34.00%。

临床研究服务收入规模和盈利能力将大幅提升。2016-2021年是临床CRO板块快速扩张期，公司在国内外收购多家公司，人员超前投入，毛利率短期承压。2021年成立子公司康龙临床进行资源整合，国内外业务协同效应和品牌效应逐步显现，我们预计2023-2025年临床研究服务收入分别为17.05、20.46及24.45亿元，分别同比增长22.35%、20.00%及19.50%，预计2023-2025年毛利率分别为16.68%、17.66%及18.65%。

大分子和CGT业务是战略新兴业务。大分子和CGT目前收入体量较小，仍处于发展初期，国内新产能的投放和国外业务整合发展将促进该板块迅速成长，我们预计2023-2025年大分子和CGT业务收入分别为4.28、5.14及6.17亿元，分别同比增长22.00%、20.00%及20.00%；未来将实现扭亏为盈，预计2023-2025年毛利率分别为-7.00%、-4.00%及1.00%。

展望未来发展前景，我们预计2023-2025年康龙化成总收入分别为115.15、126.83及145.85亿元，同比增长12.17%、10.14%及15.00%，毛利率预计为35.82%、35.60%及35.59%。

费用率预测：1) 销售费用整体稳定，预计2023-2025年销售费用率分别为2.2%/2.2%/2.2%。2) 管理费用由于员工数量增长、新产能投产等因素保持高位，预计2023-2025年管理费用率分别为13.8%/14.0%/13.8%。3) 研发是公司核心竞争力，预计2023-2025年研发费用率分别为3.0%/3.0%/2.9%。

表10：康龙化成收入拆分与预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	51.34	74.44	102.66	115.15	126.83	145.85
yoy	36.64%	45.00%	37.92%	12.17%	10.14%	15.00%
成本	32.10	47.65	64.98	73.90	81.68	93.95
毛利	19.24	26.79	37.68	41.25	45.15	51.91
毛利率	37.47%	35.99%	36.71%	35.82%	35.60%	35.59%
一、实验室业务						
收入	32.63	43.95	60.89	66.57	69.90	77.61
yoy	37.12%	34.70%	38.54%	9.33%	5.00%	11.04%
成本	18.68	24.92	33.31	37.11	38.79	43.10
毛利	13.95	19.03	27.58	29.46	31.10	34.51
毛利率	42.74%	43.30%	45.30%	44.26%	44.50%	44.46%
二、CMC（小分子CDMO）						
收入	12.22	17.46	24.07	26.96	31.00	37.20
yoy	35.54%	42.90%	37.83%	12.00%	15.00%	20.00%
成本	8.22	11.36	15.69	17.79	20.46	24.55
毛利	4.00	6.10	8.37	9.16	10.54	12.65
毛利率	32.73%	34.92%	34.79%	34.00%	34.00%	34.00%
三、临床研究服务						
收入	6.29	9.56	13.94	17.05	20.46	24.45
yoy	37.94%	51.95%	45.72%	22.35%	20.00%	19.50%
成本	5.11	8.58	12.34	14.21	16.85	19.89
毛利	1.18	0.99	1.60	2.84	3.61	4.56
毛利率	18.78%	10.31%	11.46%	16.68%	17.66%	18.65%
四、大分子和 CGT 服务						
收入		3.21	3.51	4.28	5.14	6.17
yoy			9.35%	22.00%	20.00%	20.00%
成本		2.67	3.59	4.58	5.34	6.10
毛利		0.54	-0.08	-0.30	-0.21	0.06
毛利率		16.90%	-2.20%	-7.00%	-4.00%	1.00%

资料来源：公司年报，wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取同样是 A 股上市的医药外包服务 CXO 产业链的泓博医药、阳光诺和、圣诺生物作为可比公司，2023-2025 年可比公司的 PE 平均值分别为 36、29 及 22 倍，康龙化成为 27、26 及 22 倍，估值水平略低于可比公司。公司作为平台型国际化 CXO 龙头，是稀缺的一体化标的，商业模式确定性较强，并且随着国内外小分子 CDMO、大分子及 CGT 产能加速释放，未来收入端和利润端增长的潜力较大；其次公司在短期内受到美国法案波动的风险较小，目前实验室业务是公司最大的收入来源，客户粘性较好。

表11: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688621.SH	阳光诺和	58.18	1.95	2.39	2.74	3.78	30	24	21	15
301230.SZ	泓博医药	27.55	0.87	0.80	1.04	1.36	32	34	26	20
688117.SH	圣诺生物	28.91	0.81	0.58	0.76	0.97	36	50	38	30
							32	36	29	22
300759.SZ	康龙化成	24.27	0.77	0.90	0.93	1.10	32	27	26	22

资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 可比公司数据采用 wind 一致预期, 股价时间为 2024 年 3 月 6 日

5.3 投资建议

公司打造全流程、一体化、国际化 CXO 服务平台, 实验室服务等成熟业务稳健增长, 大分子和 CGT 等新兴业务处于起步阶段, 未来逐渐实现盈利。随着新投产设施产能利用率的逐步提高, 丰富的管线将驱动业务持续增长, 我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 115.15/126.83/145.85 亿元, 分别同比增长 12.17%/10.14%/15.00%, 归母净利润为 16.00/16.54/19.75 亿元, EPS 为 0.90/0.93/1.10 元, 对应 PE 为 27/26/22 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 市场需求下降风险。尽管全球医药行业预期将在人口老龄化、高水平的可支配收入及医疗开支增加等因素的带动下持续增长，但无法保证医药行业将按公司预期的速度增长。如果未来全球医药市场增长速度放缓，可能导致客户暂缓进行项目研发或削减研发预算，从而将对公司的经营业绩及前景造成不利影响。

2) 人才流失风险。公司已经建立了一支经验丰富、执行能力强劲的人才队伍，拥有及时向客户提供优质服务和紧跟医药研发尖端科技及发展的能力，如果公司未来不能在吸引、挽留优秀科研技术人员方面保持竞争力，可能会导致公司无法为客户提供优质的服务，从而对公司的业务造成重大不利影响。

3) 政策监管风险。在药品最终拟销往的许多国家或地区都有严格的法律、法规和行业标准来规范药品开发及生产的过程，如果未来公司不能持续满足监管政策的要求或未通过监管机构的现场检查，将可能导致公司被取消从业资格或受到其他行政处罚，致使客户终止合作。

4) 服务质量风险。服务质量及客户满意度是公司保持业绩增长的重要因素之一，公司药物研究、开发及生产服务向客户提供的成果主要是实验数据和样品，上述实验数据和样品是客户进行后续研发生产的重要基础。如果公司未能保持高水平的服务质量，提供的实验数据或样品存在瑕疵，或者服务设施未能通过客户审计，这将导致公司可能面临违约赔偿，还可能由于声誉受损而使客户流失，从而对公司的业务产生不利影响。

5) 汇率风险。公司来自于海外的收入占比较高，主要以美元、欧元和英镑计价，人民币汇率波动或对公司服务业务产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,266	11,515	12,683	14,585
营业成本	6,498	7,390	8,168	9,395
营业税金及附加	67	74	76	88
销售费用	230	253	279	321
管理费用	1,498	1,589	1,776	2,013
研发费用	282	345	381	423
EBIT	1,726	1,922	2,067	2,419
财务费用	177	124	239	248
资产减值损失	-5	-51	0	0
投资收益	75	69	63	73
营业利润	1,690	1,817	1,892	2,245
营业外收支	-24	-6	-9	-10
利润总额	1,666	1,811	1,883	2,235
所得税	314	217	235	268
净利润	1,352	1,593	1,647	1,967
归属于母公司净利润	1,375	1,600	1,654	1,975
EBITDA	2,492	2,766	3,077	3,604

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,497	1,994	1,986	2,624
应收账款及票据	1,882	2,186	2,432	2,797
预付款项	23	33	37	42
存货	1,041	1,073	1,119	1,287
其他流动资产	2,092	1,965	1,872	1,957
流动资产合计	6,536	7,252	7,446	8,707
长期股权投资	630	699	762	835
固定资产	5,665	6,532	7,127	7,674
无形资产	803	805	806	806
非流动资产合计	13,957	15,849	16,706	17,515
资产合计	20,493	23,100	24,152	26,222
短期借款	663	583	643	673
应付账款及票据	406	445	448	515
其他流动负债	2,843	3,009	3,158	3,563
流动负债合计	3,912	4,037	4,248	4,750
长期借款	713	873	4,343	4,343
其他长期负债	5,027	5,188	1,328	1,359
非流动负债合计	5,740	6,061	5,670	5,701
负债合计	9,653	10,098	9,919	10,452
股本	1,191	1,787	1,787	1,787
少数股东权益	291	1,238	1,232	1,224
股东权益合计	10,840	13,002	14,233	15,770
负债和股东权益合计	20,493	23,100	24,152	26,222

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	37.92	12.17	10.14	15.00
EBIT 增长率	14.14	11.34	7.55	17.03
净利润增长率	-17.24	16.38	3.39	19.38
盈利能力 (%)				
毛利率	36.71	35.82	35.60	35.59
净利润率	13.39	13.89	13.04	13.54
总资产收益率 ROA	6.71	6.93	6.85	7.53
净资产收益率 ROE	13.03	13.60	12.72	13.57
偿债能力				
流动比率	1.67	1.80	1.75	1.83
速动比率	1.08	1.29	1.29	1.37
现金比率	0.38	0.49	0.47	0.55
资产负债率 (%)	47.10	43.72	41.07	39.86
经营效率				
应收账款周转天数	66.91	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	58.50	53.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.53	0.53	0.54	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.90	0.93	1.10
每股净资产	5.90	6.58	7.27	8.14
每股经营现金流	1.20	1.14	1.46	1.76
每股股利	0.30	0.23	0.24	0.29
估值分析				
PE	32	27	26	22
PB	4.1	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	19.12	17.23	15.48	13.22
股息收益率 (%)	1.24	0.96	0.99	1.18

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,352	1,593	1,647	1,967
折旧和摊销	766	844	1,010	1,184
营运资金变动	-190	-390	-197	-151
经营活动现金流	2,143	2,044	2,614	3,153
资本开支	-2,947	-2,888	-1,627	-1,735
投资	677	-61	0	0
投资活动现金流	-2,209	-2,407	-1,482	-1,735
股权募资	224	952	0	0
债务募资	-23	378	-371	30
筹资活动现金流	-1,417	860	-1,140	-781
现金净流量	-1,410	497	-8	638

插图目录

图 1: 康龙化成四大业务板块.....	3
图 2: 康龙化成发展的四个历史阶段.....	4
图 3: 公司历年收入和归母净利润 (亿元)	4
图 4: 公司历年收入结构.....	4
图 5: 四大业务板块毛利率情况.....	5
图 6: 公司历年期间费用率.....	5
图 7: 2015-2032 年全球研发支出 (亿美元)	6
图 8: 2015-2032 年全球 CRO 外包率.....	7
图 9: 2015-2032 年全球医药研发外包市场 (亿美元)	7
图 10: 2016-2026 年全球制药 R&D 外包服务市场 (按地区划分)	9
图 11: 2020-2023H1 中国 CXO 企业海外收入占比.....	9
图 12: 2020-2023H1 中国 CXO 的海外收入同比增速.....	10
图 13: 2020-2023H1 中国 CXO 的国内收入同比增速.....	10
图 14: 2019-2022 国内外 CXO 企业人均薪酬 (万元)	11
图 15: 国内外 CXO 公司人均创收 (万元)	12
图 16: 2018 年中国医药研发服务外包市场竞争格局.....	12
图 17: 2022 年中国医药研发服务外包市场竞争格局.....	12
图 18: 新药研发全流程.....	13
图 19: 2001-2023 年全球总研发管线规模 (个)	14
图 20: 按照开发阶段划分的全球药物研发管线 (个)	14
图 21: 康龙化成和药明康德实验室化学、分析测试 (生物类) 等业务发展路径.....	15
图 22: 药明康德和康龙化成收入对比 (亿元)	16
图 23: 药明康德 (左) 和康龙化成 (右) 收入结构对比.....	16
图 24: 康龙化成各业务间形成了良好的协同效应.....	16
图 25: 公司构建 5 个研发服务平台.....	17
图 26: 康龙化成在全球的基地布局	17
图 27: 2016-2023 年 CXO 公司资本开支 (亿元)	18
图 28: 公司客户数量和重复客户收入占比.....	18
图 29: 公司客户结构 (按地域划分)	18
图 30: 康龙化成实验室业务布局.....	19
图 31: 生物科学收入占实验室服务比例.....	20
图 32: 实验室服务承接的项目数.....	21
图 33: 2020-2022 年实验室服务客户地域结构.....	21
图 34: 实验室业务收入 (亿元) 及毛利率情况.....	22
图 35: 实验室业务及实验室化学员工数量.....	22
图 36: 康龙化成 CMC 业务布局	23
图 37: 康龙化成 CMC 业务项目情况.....	24
图 38: 康龙化成全球 CMC 生产服务网络.....	26
图 39: CMC 业务收入 (亿元) 及增长率.....	26
图 40: 可比公司 CDMO 毛利率对比情况.....	26
图 41: 康龙化成临床研究服务布局	27
图 42: 临床研究服务收入 (亿元) 及增长率.....	29
图 43: 2020-2022 年临床服务客户构成.....	29
图 44: 临床研究服务员工情况.....	30
图 45: 可比公司临床服务毛利率对比.....	30
图 46: 康龙生物 (大分子和细胞与基因治疗) 服务布局.....	30
图 47: 大分子和 CGT 收入、毛利 (亿元) 和毛利率	31
图 48: 公司构建了端到端细胞与基因治疗服务平台.....	31

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: CXO 公司在 CGT CDMO 领域的并购事件	8
表 2: 新药研发不同阶段中国与发达国家成本比较	11
表 3: 康龙化成在实验室服务板块搭建了多个先进的技术平台	20
表 4: 康龙化成的实验室业务自建产能情况	22
表 5: CMC 业务领域的核心技术	23
表 6: 2019-2023H1 CDMO 项目数对比 (按临床分期)	25
表 7: 海外临床研究服务收购情况	28
表 8: 国内临床研究服务收购情况	28
表 9: 海外 CGT 业务收购情况	31
表 10: 康龙化成收入拆分与预测 (亿元)	33
表 11: 可比公司 PE 数据对比	34
公司财务报表数据预测汇总	36

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026