

评级：买入(维持)

市场价格：19.16

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

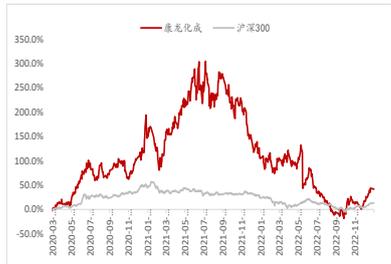
执业证书编号：S0740522060001

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)	19.16
市值(百万元)	34,246.39
流通市值(百万元)	33,149.10

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《康龙化成 (300759) -公司点评：收入持续稳健，静待行业逐步回暖-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》 2024.04.01
- 2 《康龙化成 (300759) -公司点评：收入稳健增长，多因素扰动 Non-IFRS 归母净利润-买入-(中泰证券_祝嘉琦_崔少煜)》 2024.01.30

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10266.29	11538.00	12726.35	14531.23	16715.68
增长率 yoy%	37.92%	12.39%	10.30%	14.18%	15.03%
净利润 (百万元)	1374.60	1601.10	1730.74	1965.38	2307.94
增长率 yoy%	-17.24%	16.48%	8.10%	13.56%	17.43%
每股收益 (元)	0.77	0.90	0.97	1.10	1.29
每股现金流量	1.20	1.54	1.11	1.31	1.43
净资产收益率	13.03%	12.75%	12.06%	12.02%	12.37%
P/E	24.91	21.39	19.79	17.42	14.84
PEG	(1.44)	1.30	2.44	1.29	0.85
P/B	3.25	2.73	2.39	2.09	1.84

备注：截止 2024 年 04 月 28 日

投资要点

- 事件：1) 公司发布 2024 年一季报，2024 年第一季度公司实现营业收入 26.71 亿元，同比略降 1.95%；归母净利润 2.31 亿元，同比下降 33.80%；实现扣非净利润 1.87 亿元，同比下降 46.01%；实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 3.39 亿元，同比下降 22.70%；实现经营性现金流净额 7.46 亿元，同比增长 40.65%。2) 公司发布回购 A 股股份方案，拟以不低于人民币 2 亿元且不超过人民币 3 亿元回购约 645.16 万股至 967.74 万股。
- 一季度新签订单同比增长超过 20%，整体业务有望逐步回暖。收入增速快于归母，我们预计主要源于：①2024Q1 公司持续扩充员工数量带来成本增加；②公司关闭上海地区实验室带来一次性亏损；③2024Q1 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。订单方面，公司全球客户询单和访问较 2023 年同期有所回暖，2024Q1 公司新签订单金额同比增长超过 20%。盈利能力上看，2024Q1 公司整体毛利率 32.66% (-3.13pp)，净利率 8.08% (-4.77pp)。销售费用 5547 万元 (-0.41%)，费用率 2.08% (+0.04pp)。管理费用 3.99 亿元 (-3.81%)，费用率 14.93% (-0.28pp)。财务费用 6344 万元 (+61.25%)，费用率 2.38% (+0.94pp)，研发费用 9361 万元 (+21.82%)，费用率 3.50% (+0.68pp)。
- 一体化、多疗法平台竞争优势持续强化，小分子 CDMO 产能释放，有望推动整体业务持续增长。1) 实验室服务：2024Q1 收入 16.05 亿元 (-2.92%)，毛利率 44.14% (-0.34pp)。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，盈利能力有望逐步恢复。2) 小分子 CDMO：2024Q1 收入 5.82 亿元 (-2.67%)，毛利率 27.90% (-5.05pp)。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 业务有望维持稳健增长。3) 临床研究服务：2024Q1 年收入 3.92 亿元 (+4.60%)，毛利率 9.32% (-4.70pp)。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：2024Q1 年收入 9143 万元 (-4.15%)，毛利率-38.60% (-26.86pp)。①C>：投资 AccuGenGroup，收购 Absorption 及 ABL 打造临床前至临床一体化 C> 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：我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 127.26 亿元、145.31 亿元和 167.16 亿元，同比增长 10.30%、14.18%、15.03%；归母净利润分别为 17.31 亿元、19.65 亿元和 23.08 亿元，同比增长 8.10%、13.56%、17.43%。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，CMC 业务毛利率提升不及预期的风险，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。

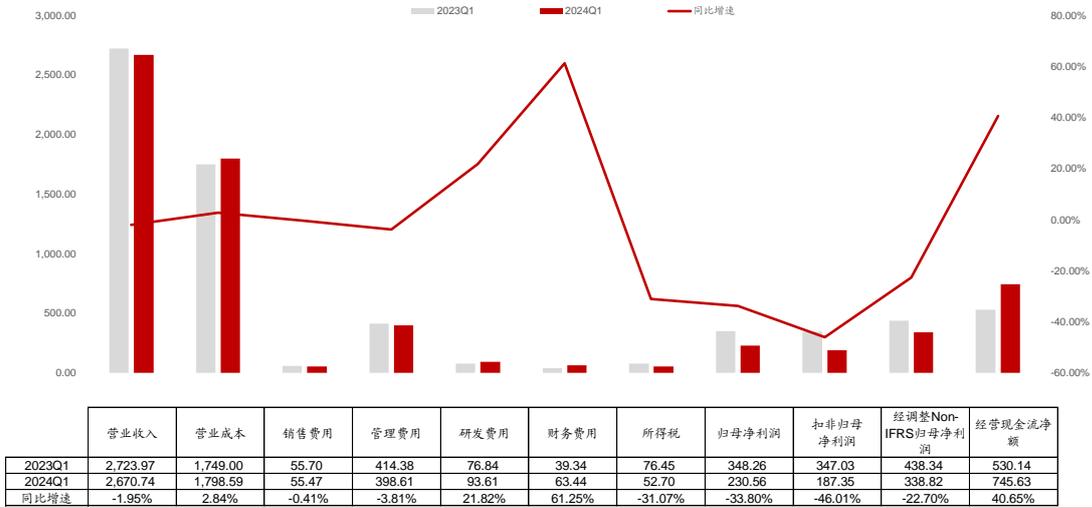
竞争环境恶化风险

- 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: 康龙化成主要财务指标变化 (单位: 百万元)



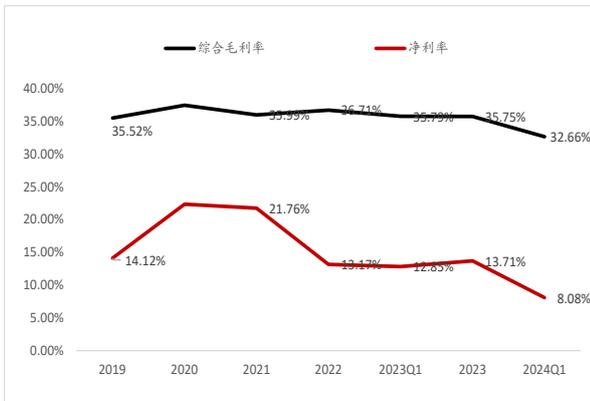
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 康龙化成季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入	2,102.90	2,531.69	2,768.21	2,863.49	2,723.97	2,916.15	2,920.14	2,977.74	2,670.74
营业收入同比	41.19%	40.95%	37.31%	33.67%	29.53%	15.19%	5.49%	3.99%	-1.95%
营业收入环比	-1.84%	20.39%	9.34%	3.44%	-4.87%	7.06%	0.14%	1.97%	-10.31%
营业成本	1,407.27	1,604.68	1,689.76	1,796.17	1,749.00	1,842.02	1,891.33	1,931.16	1,798.59
毛利率	33.08%	36.62%	38.96%	37.27%	35.79%	36.83%	35.23%	35.15%	32.66%
销售费用	46.82	61.29	54.93	67.03	55.70	71.08	67.14	58.86	55.47
管理费用	290.52	345.01	400.73	461.54	414.38	398.59	401.01	392.64	398.61
研发费用	39.65	44.02	93.80	104.86	76.84	105.34	114.59	151.51	93.61
财务费用	40.23	55.92	65.71	15.16	39.34	28.79	39.34	-103.58	63.44
营业利润	320.07	428.88	474.06	466.89	431.57	482.31	414.61	519.41	268.41
利润总额	316.18	426.52	464.77	458.92	426.60	481.92	412.42	516.94	268.62
所得税	79.23	98.17	85.89	50.96	76.45	48.00	61.96	69.69	52.70
归母净利润	249.09	336.35	375.67	413.50	348.26	437.84	352.94	462.06	230.56
归母净利润同比	1.31%	5.45%	-20.95%	-33.41%	39.81%	30.17%	-6.05%	11.74%	-33.80%
净利率	11.84%	13.29%	13.57%	14.44%	12.79%	15.01%	12.09%	15.52%	8.63%
扣非归母净利润	310.56	369.18	377.84	363.81	347.03	407.46	328.55	430.83	187.35
扣非归母净利润同比	30.83%	6.67%	8.79%	-11.27%	11.74%	10.37%	-13.04%	18.42%	-46.01%
Non-IFRS归母净利润	364.00	448.00	515.80	506.50	438.00	494.00	480.00	491.00	338.82
Non-IFRS归母净利润同比	39.14%	15.17%	30.08%	22.34%	20.33%	10.27%	-6.94%	-3.06%	-22.64%

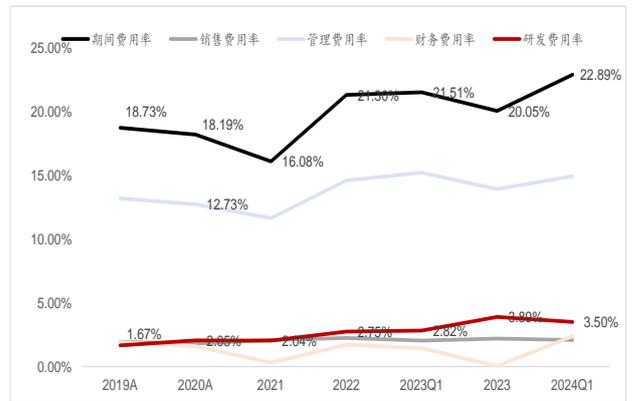
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 康龙化成毛利率净利率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 康龙化成费用率概况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 康龙化成财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10874	12576	14972	17541	营业收入	11538	12726	14531	16716
现金	5919	6999	8939	10872	营业成本	7414	7733	8967	10383
应收账款	2242	2366	2736	3151	营业税金及附加	83	115	131	150
其他应收款	113	135	147	171	营业费用	253	246	273	314
预付账款	18	25	27	31	管理费用	1607	1654	1816	2056
存货	1013	1125	1300	1493	财务费用	5	79	27	-23
其他流动资产	1569	1926	1823	1823	资产减值损失	-13	320	300	300
非流动资产	15602	14957	14964	14898	公允价值变动收益	19	52	60	80
长期投资	723	723	723	723	投资净收益	45	99	200	300
固定资产	6497	7242	7526	7823	营业利润	1848	2025	2298	2695
无形资产	789	799	796	788	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	7594	6193	5920	5564	营业外支出	15	18	18	18
资产总计	26477	27533	29936	32439	利润总额	1838	2011	2284	2682
流动负债	3654	3244	3467	3651	所得税	256	302	343	402
短期借款	577	0	0	0	净利润	1582	1710	1941	2280
应付账款	412	462	527	608	少数股东损益	-19	-21	-24	-28
其他流动负债	2665	2783	2940	3043	归属母公司净利润	1601	1731	1965	2308
非流动负债	9584	9274	9486	9530	EBITDA	2676	2942	3295	3762
长期借款	4308	4358	4408	4458	EPS (元)	0.90	0.97	1.10	1.29
其他非流动负债	5276	4916	5077	5071					
负债合计	13239	12518	12953	13181	主要财务比率				
少数股东权益	681	660	636	608	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
股本	1787	1787	1787	1787	成长能力				
资本公积	5222	5222	5222	5222	营业收入	12.4%	10.3%	14.2%	15.0%
留存收益	5818	7191	9156	11464	营业利润	9.3%	9.6%	13.5%	17.3%
归属母公司股东权益	12557	14355	16347	18650	归属于母公司净利润	16.5%	8.1%	13.6%	17.4%
负债和股东权益	26477	27533	29936	32439	获利能力				
					毛利率(%)	35.7%	39.2%	38.3%	37.9%
					净利率(%)	13.9%	13.6%	13.5%	13.8%
					ROE(%)	12.8%	12.1%	12.0%	12.4%
					ROIC(%)	10.4%	11.9%	12.9%	14.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.0%	45.5%	43.3%	40.6%
					净负债比率(%)	39.44%	37.00%	36.26%	36.03%
					流动比率	2.98	3.88	4.32	4.80
					速动比率	2.69	3.52	3.93	4.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.47	0.51	0.54
					应收账款周转率	5	5	6	6
					应付账款周转率	18.11	17.70	18.14	18.29
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.90	0.97	1.10	1.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.11	1.31	1.43
					每股净资产(最新摊薄)	7.03	8.03	9.15	10.43
					估值比率				
					P/E	21.39	19.79	17.42	14.84
					P/B	2.73	2.39	2.09	1.84
					EV/EBITDA	14	12	11	10

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。