

康龙化成 (300759)

证券研究报告

2022年05月04日

业绩增长强劲，CMC 业务有望加速

事件概要

公司公布 2022 年一季度业绩报告:营业收入 21.03 亿元,同比增长 41.19%;扣非归母净利润 3.11 亿元,同比增长 30.83%;经调整 Non-IFRS 归母净利润 3.64 亿元,同比增长 39.1%,业绩增长符合预期。

投资要点

■ 实验室服务优势保持,技术平台持续升级

公司是全球排名前三的临床前 CRO 服务商,实验室化学和生物科学服务协同发展,一体化临床批件申请(IND)一揽子申报服务不断获得认可,持续保持行业领先地位,2022Q1 实验室服务收入为 13.17 亿元,同比增长 38.7%;毛利率为 42%,较去年同期上升 1.13pp,主要基于营收体量扩大规模效应提升,以及一季度人民币升值带来的积极影响。截至 2021 年公司实验室服务板块员工数量为 7136 人,同比增长 25.52%。

■ CMC 服务一体化布局+产能释放,竞争优势显著提升

公司 CMC (CDMO) 板块产能储备充裕,2022 年初绍兴 200m³产能投产,其余 400m³产能将在 2022 年中期交付;收购 Recipharm 旗下位于英国 Cramlington 的 Aesica 药业,在英国实现小分子 CDMO 端到端服务,强化 CDMO 一体化平台+全球化布局,竞争优势显著提升。CMC (CDMO) 板块 2022 Q1 收入为 4.62 亿元,同比增长 51.4%,毛利率为 28.65%,较去年同期下降 1.83pp,主要由于绍兴部分产能投产、固定运营成本增加所致。

■ 临床 CRO 服务国内外协同发展,客户实现交叉销售

公司临床研究服务板块已搭建包括临床研究、现场管理、监管生物分析和放射性标记科学等在内的全球化一站式临床服务平台,得益于客户认可度的提升以及境内外现有客户的交叉销售,2022Q1 临床研究服务收入为 2.65 亿元,同比增长 33.6%。由于一季度国内疫情防控对临床服务业务的交付产生不利影响,且公司临床人员资源超前投入,2021 年临床员工数为 3357 人,同比增长 52%,2022Q1 板块毛利率为 4.65%,较去年同期下降 7.92pp。

■ 大分子&GCT 自建+收购并驾齐驱,新型服务平台快速搭建

随着公司大分子&CGT CDMO 板块服务能力拓展,营业收入实现快速增长,2022Q1 营业收入为 0.52 亿元,同比增长 49.6%;2022Q1 大分子&GCT 服务毛利率为-4.86%,较去年同期下降 36.32pp,亏损主要是由于该业务正处于投入阶段且新收购基因治疗药物 CDMO 运营成本过高所致,我们认为未来随着收入规模的进一步扩大,亏损有望逐步缩小。

盈利预测

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 104.16/136.59/173.12 亿元;归母净利润为 23.07/30.07/38.32 亿元;对应 EPS 为 2.90/3.79/4.82 元/股,维持买入评级。

风险提示: 所服务创新药研发进度及终端市场需求波动风险;新业务开拓进度风险;汇率波动风险;核心人员流失风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,133.60	7,443.77	10,415.56	13,659.48	17,311.65
增长率(%)	36.64	45.00	39.92	31.14	26.74
EBITDA(百万元)	1,802.33	2,447.89	3,141.46	3,907.96	4,794.21
净利润(百万元)	1,172.38	1,661.03	2,306.69	3,006.51	3,831.87
增长率(%)	114.25	41.68	38.87	30.34	27.45
EPS(元/股)	1.48	2.09	2.90	3.79	4.82
市盈率(P/E)	84.81	59.86	43.11	33.07	25.95
市净率(P/B)	11.21	9.82	8.14	6.69	5.42
市销率(P/S)	19.37	13.36	9.55	7.28	5.74
EV/EBITDA	50.99	45.37	31.16	24.04	19.24

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗服务
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	125.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	660.16
流通 A 股股本(百万股)	637.18
A 股总市值(百万元)	84,559.97
流通 A 股市值(百万元)	81,616.12
每股净资产(元)	12.60
资产负债率(%)	44.56
一年内最高/最低(元)	244.60/96.70

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《康龙化成-首次覆盖报告:多领域逐步为营,抢占一体化服务风口》
2022-04-16

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,942.35	3,543.82	1,423.71	5,498.64	7,686.03
应收票据及应收账款	1,076.61	1,228.85	3,689.61	2,760.70	5,414.24
预付账款	9.99	24.95	8.10	39.54	24.53
存货	281.62	680.04	299.32	1,073.49	557.11
其他	1,096.04	2,970.86	1,938.58	2,200.85	2,419.76
流动资产合计	5,406.61	8,448.52	7,359.31	11,573.23	16,101.68
长期股权投资	280.47	452.61	452.61	452.61	452.61
固定资产	2,722.69	3,922.57	3,483.62	3,044.66	2,605.70
在建工程	820.58	1,373.70	1,373.70	1,373.70	1,373.70
无形资产	566.08	692.94	656.81	620.69	584.56
其他	1,978.60	3,303.81	2,817.79	2,862.18	2,890.43
非流动资产合计	6,368.41	9,745.62	8,784.53	8,353.83	7,907.00
资产总计	11,908.79	18,389.12	16,143.84	19,927.06	24,008.68
短期借款	377.27	421.76	433.01	446.51	459.42
应付票据及应付账款	191.50	315.53	324.41	520.98	531.47
其他	939.74	1,565.09	1,376.82	1,907.57	2,051.36
流动负债合计	1,508.50	2,302.38	2,134.24	2,875.06	3,042.25
长期借款	394.81	956.10	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	3,467.09	1,155.70	1,540.93	2,054.57
其他	598.45	688.64	524.13	603.74	605.50
非流动负债合计	993.26	5,111.82	1,679.83	2,144.67	2,660.08
负债合计	2,975.05	8,093.82	3,814.07	5,019.73	5,702.32
少数股东权益	63.42	166.07	117.18	51.54	(34.90)
股本	794.39	794.18	794.18	794.18	794.18
资本公积	6,028.14	6,008.34	6,008.34	6,008.34	6,008.34
留存收益	2,131.49	3,554.39	5,537.35	8,199.49	11,705.80
其他	(83.70)	(227.67)	(127.28)	(146.22)	(167.05)
股东权益合计	8,933.74	10,295.31	12,329.77	14,907.34	18,306.35
负债和股东权益总计	11,908.79	18,389.12	16,143.84	19,927.06	24,008.68

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,146.99	1,620.08	2,306.69	3,006.51	3,831.87
折旧摊销	367.70	484.39	475.08	475.08	475.08
财务费用	88.18	75.41	49.84	(20.57)	(81.31)
投资损失	(157.49)	(307.58)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	396.45	(1,230.36)	(1,673.06)	790.61	(2,305.33)
其它	(193.23)	1,416.10	(379.18)	87.03	(175.05)
经营活动现金流	1,648.61	2,058.04	777.89	4,337.15	1,743.76
资本支出	2,089.85	3,296.55	164.50	(79.61)	(1.76)
长期投资	149.23	172.13	0.00	0.00	0.00
其他	(5,610.13)	(8,726.83)	481.61	(241.20)	164.42
投资活动现金流	(3,371.05)	(5,258.15)	646.11	(320.81)	162.65
债权融资	(124.32)	4,112.69	(3,328.75)	413.41	619.35
股权融资	(188.30)	(163.98)	(215.36)	(354.82)	(338.38)
其他	32.45	(287.31)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(280.18)	3,661.39	(3,544.11)	58.59	280.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,002.62)	461.29	(2,120.11)	4,074.94	2,187.39

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,133.60	7,443.77	10,415.56	13,659.48	17,311.65
营业成本	3,210.08	4,764.85	6,481.96	8,410.56	10,621.65
营业税金及附加	32.90	44.04	71.66	93.98	119.10
营业费用	92.64	155.62	165.49	409.78	467.41
管理费用	653.24	866.81	541.61	1,065.44	1,185.85
研发费用	105.35	151.77	166.65	409.78	519.35
财务费用	82.37	23.21	49.84	(20.57)	(81.31)
资产减值损失	(19.45)	(13.11)	1.02	(0.29)	0.08
公允价值变动收益	190.86	119.59	(322.31)	161.15	(80.58)
投资净收益	157.49	307.58	1.50	1.50	1.50
其他	(695.71)	(890.94)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,323.83	1,914.34	2,618.57	3,452.88	4,400.60
营业外收入	0.80	5.70	40.83	12.71	15.01
营业外支出	5.26	9.05	5.58	6.63	7.08
利润总额	1,319.37	1,911.00	2,653.82	3,458.95	4,408.52
所得税	172.38	290.92	404.00	526.57	671.13
净利润	1,146.99	1,620.08	2,249.82	2,932.38	3,737.39
少数股东损益	(25.39)	(40.95)	(56.87)	(74.12)	(94.47)
归属于母公司净利润	1,172.38	1,661.03	2,306.69	3,006.51	3,831.87
每股收益(元)	1.48	2.09	2.90	3.79	4.82

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	36.64%	45.00%	39.92%	31.14%	26.74%
营业利润	109.64%	44.61%	36.79%	31.86%	27.45%
归属于母公司净利润	114.25%	41.68%	38.87%	30.34%	27.45%
获利能力					
毛利率	37.47%	35.99%	37.77%	38.43%	38.64%
净利率	22.84%	22.31%	22.15%	22.01%	22.13%
ROE	13.22%	16.40%	18.89%	20.24%	20.89%
ROIC	34.25%	32.00%	25.16%	27.26%	39.10%
偿债能力					
资产负债率	24.98%	44.01%	23.63%	25.19%	23.75%
净负债率	-23.25%	14.15%	2.42%	-22.70%	-27.49%
流动比率	2.80	2.90	3.45	4.03	5.29
速动比率	2.65	2.67	3.31	3.65	5.11
营运能力					
应收账款周转率	5.31	6.46	4.24	4.24	4.24
存货周转率	23.39	15.48	21.27	19.90	21.23
总资产周转率	0.47	0.49	0.60	0.76	0.79
每股指标(元)					
每股收益	1.48	2.09	2.90	3.79	4.82
每股经营现金流	2.08	2.59	0.98	5.46	2.20
每股净资产	11.17	12.75	15.38	18.71	23.09
估值比率					
市盈率	84.81	59.86	43.11	33.07	25.95
市净率	11.21	9.82	8.14	6.69	5.42
EV/EBITDA	50.99	45.37	31.16	24.04	19.24
EV/EBIT	61.37	54.35	36.71	27.36	21.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com