

康龙化成 (300759.SZ)
医疗服务

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月03日

评级: 买入 (维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 崔少煜

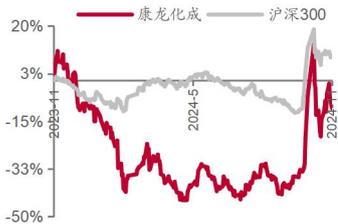
执业证书编号: S0740522060001

Email: cuisy@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,787.39
流通股本(百万股)	1,730.12
市价(元)	28.79
市值(百万元)	51,459.08
流通市值(百万元)	49,810.17

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《康龙化成: 一季度新签订单增长超20%, 发布回购方案, 彰显持续发展信心》2024-04-29
- 《康龙化成: 收入持续稳健, 静待行业逐步回暖》2024-04-01
- 《康龙化成: 收入稳健增长, 多因素扰动 Non-IFRS 归母净利润》2024-02-01

公司盈利预测及估值

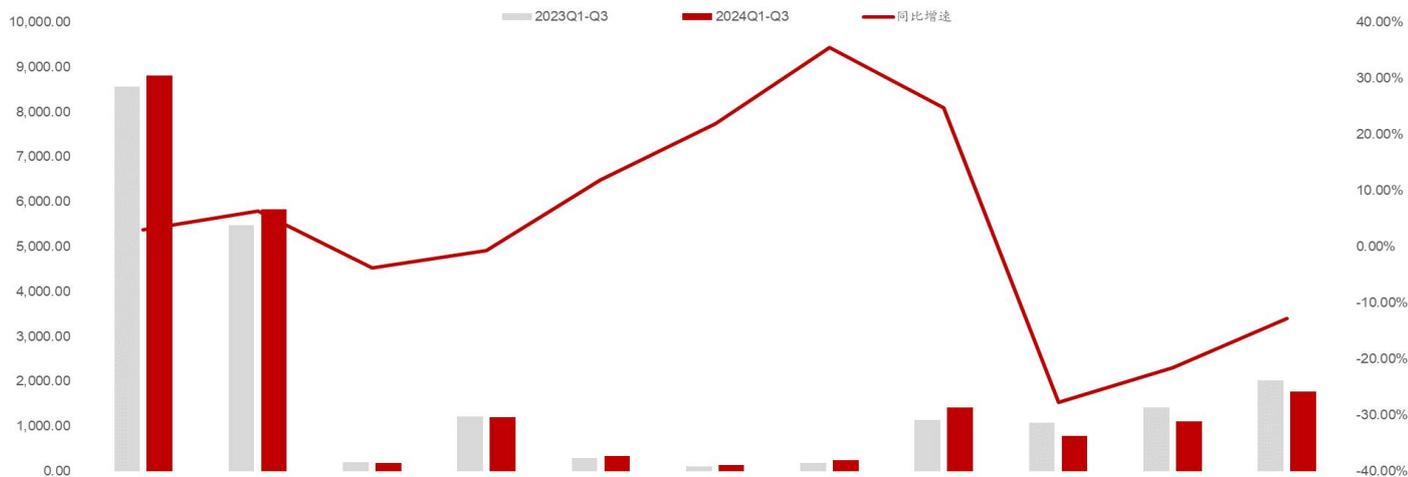
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10266.29	11538.00	12072.30	13881.54	15979.41
增长率 yoy%	37.92%	12.39%	4.63%	14.99%	15.11%
归母净利润(百万元)	1374.60	1601.10	1718.27	1876.64	2223.19
增长率 yoy%	-17.24%	16.48%	7.32%	9.22%	18.47%
每股收益(元)	0.77	0.90	0.96	1.05	1.24
每股现金流量	1.20	1.54	0.91	1.25	1.58
净资产收益率	13.03%	12.75%	11.98%	11.55%	12.04%
P/E	37.44	32.14	29.95	27.42	23.15
P/B	4.88	4.10	3.59	3.17	2.79

备注: 股价截止自2024年11月01日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件: 公司发布2024年三季报, 2024年前三季度公司实现营业收入88.17亿元, 同比增长3.00%; 归母净利润14.22亿元, 同比下降24.82%; 实现扣非净利润7.83亿元, 同比下降27.69%; 实现经调整 Non-IFRS 归母净利润11.07亿元, 同比下降21.60%; 实现经营性现金流净额17.71亿元, 同比下降12.76%。**
- 前三季度新签订单同比增长超过18%, 整体业务有望逐步回暖。**分季度看, 2024Q3 收入32.13亿元(同比+10.02%), 2024Q3 归母3.08亿元(同比-12.62%), 扣非归母3.17亿元(同比-3.43%), 经调整 Non-IFRS 归母4.17亿元(同比-13.20%)。订单方面, 得益于海外客户需求的逐渐恢复, 以及更多的服务项目逐渐进入到中后期临床开发阶段, 2024Q1-Q3 公司新签订单同比增长超过18%。盈利能力上看, 2024Q1-Q3 公司整体毛利率33.87% (-2.09pp), 净利率15.53% (+2.28pp)。销售费用1.87亿元(-0.41%), 费用率2.12%(-0.15pp)。管理费用12.06亿元(-3.81%), 费用率13.68%(-0.50pp)。财务费用1.33亿元(+61.25%), 费用率1.51%(+0.24pp), 研发费用3.32亿元(+21.82%), 费用率3.77%(+0.30pp)。源于订单逐步恢复、产能持续爬坡, 我们预计公司2024年下半年有望实现收入约10%的稳健增长。
- 一体化、多疗法平台竞争优势不断扩大, 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-Q3 收入52.19亿元(+3.0%), 毛利率44.8% (+0.4pp)。实验室服务随着生物科学规模优势持续释放, 2024Q1-Q3 生物科学占比约54%, 新签订单同比+12%。2) 小分子 CDMO: 2024 Q1-Q3 收入19.77亿元(+3.3%), 毛利率30.8% (-1.6pp)。公司 CMC 技术实力雄厚, 项目储备丰富, 2024Q1-Q3 新签订单同比+30%。3) 临床研究服务: 2024Q1-Q3 收入13.06亿元(+3.5%), 毛利率13.2% (-5.0pp), 主要为 SMO 业务带动整体稳健增长。4) 大分子及细胞基因治疗: 2024Q1-Q3 收入3.11亿元(+0.1%), 毛利率-42.8% (-35.5pp)。①C>: 行业需求较弱, 有望积极拓展其它复杂分子类型产品的研发服务带动恢复; ②大分子: 整体处建设投入阶段, 产能落地带来运营成本和折旧提升, 后续随着产能逐步爬坡, 盈利能力有望逐步恢复。
- 盈利预测与投资建议:**考虑到全球投融资扰动对公司前端业务的影响及大分子和 CGT 仍处投入期, 我们调整盈利预测, 我们预计2024-2026年公司营业收入分别为120.72、138.82、159.79亿元(调整前127.26、145.31和167.16亿元), 同比增长4.63%、14.99%、15.11%; 归母净利润分别为17.18、18.77、22.23亿元(调整前17.31、19.65和23.08亿元), 同比增长7.32%、9.22%、18.47%。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善, 有望带动业绩持续增长, 维持“买入”评级。
- 风险提示事件:** 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、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。

图表 1: 康龙化成主要财务指标变化 (单位: 百万元, %)



	营业收入	营业成本	销售费用	管理费用	研发费用	财务费用	所得税	归母净利润	扣非归母净利润	经调整 Non-IFRS 归母	经营现金流
2023 Q1-Q3	8,560.26	5,482.35	193.92	1,213.98	296.76	108.84	186.42	1,139.04	1,083.04	1,412.49	2,029.40
2024 Q1-Q3	8,817.28	5,830.87	186.56	1,206.45	332.25	132.74	252.67	1,421.80	783.16	1,107.39	1,770.50
同比增速	3.00%	6.36%	-3.80%	-0.62%	11.96%	21.96%	35.54%	24.82%	-27.69%	-21.60%	-12.76%

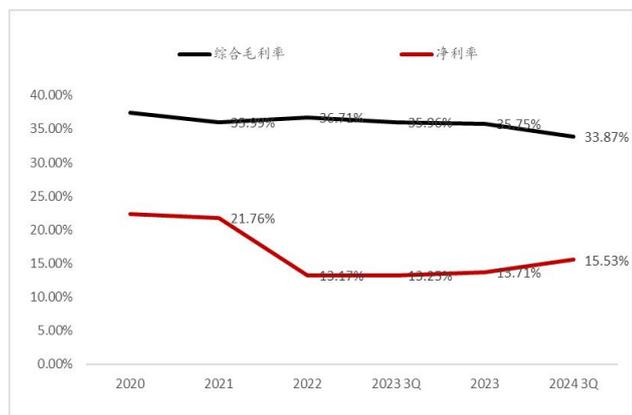
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 康龙化成分季度财务数据 (单位: 百万元, %)

项目	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	2,723.97	2,916.15	2,920.14	2,977.74	2,670.74	2,933.72	3,212.81
营业收入同比	29.53%	15.19%	5.49%	3.99%	-1.95%	0.60%	10.02%
营业收入环比	-4.87%	7.06%	0.14%	1.97%	-10.31%	9.85%	9.51%
营业成本	1,749.00	1,842.02	1,891.33	1,931.16	1,798.59	1,934.69	2,097.58
毛利率	35.79%	36.83%	35.23%	35.15%	32.66%	34.05%	34.71%
销售费用	55.70	71.08	67.14	58.86	55.47	67.48	63.61
管理费用	414.38	398.59	401.01	392.64	398.61	405.44	402.40
研发费用	76.84	105.34	114.59	151.51	93.61	114.19	124.45
财务费用	39.34	28.79	40.71	-103.58	63.44	2.91	66.40
营业利润	431.57	482.31	414.61	519.41	268.41	960.83	397.99
利润总额	426.60	481.92	412.42	516.94	268.62	958.23	395.02
所得税	76.45	48.00	61.96	69.69	52.70	91.21	108.76
归母净利润	348.26	437.84	352.94	462.06	230.56	882.85	308.40
归母净利润同比	39.81%	30.17%	-6.05%	11.74%	-33.80%	101.64%	-12.62%
净利率	12.79%	15.01%	12.09%	15.52%	8.63%	30.09%	9.60%
扣非归母净利润	347.03	407.46	328.55	430.83	187.35	278.53	317.28
扣非归母净利润同比	11.74%	10.37%	-13.04%	18.42%	-46.01%	-31.64%	-3.43%

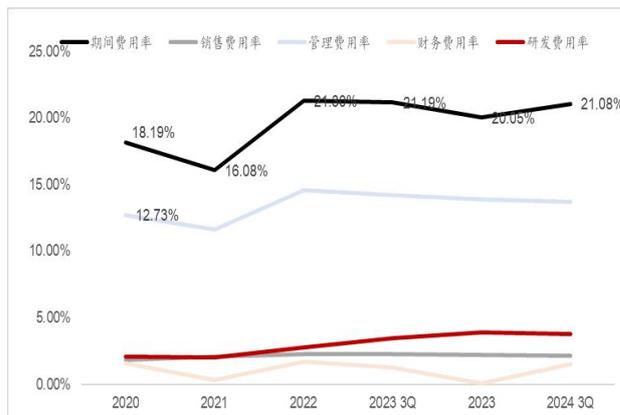
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 康龙化成毛利率净利率概况



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 康龙化成费用率概况



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险

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。

汇率波动的风险

- 公司目前海外收入占比超过 50%，收入主要以美元计价，使公司面临人民币汇率波动风险

图表 5: 康龙化成财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10874	12578	14866	17327	营业收入	11538	12072	13882	15979
现金	5919	7094	8976	10881	营业成本	7414	7972	8872	9856
应收账款	2242	2244	2614	3012	营业税金及附加	83	109	125	144
其他应收款	113	128	140	163	营业费用	253	233	261	300
预付账款	18	26	27	30	管理费用	1607	1569	1735	1965
存货	1013	1160	1286	1417	财务费用	5	77	25	-24
其他流动资产	1569	1926	1823	1823	资产减值损失	-13	0	0	0
非流动资产	15602	14957	14964	14898	公允价值变动收益	19	5	60	80
长期投资	723	723	723	723	投资净收益	45	600	250	0
固定资产	6497	7242	7526	7823	营业利润	1848	2010	2195	2597
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	27535	29831	32224	利润总额	1838	1997	2181	2584
流动负债	3654	3259	3462	3621	所得税	256	300	327	388
短期借款	577	0	0	0	净利润	1582	1697	1854	2196
应付账款	412	476	522	577	少数股东损益	-19	-21	-23	-27
其他流动负债	2665	2783	2940	3043	归属母公司净利润	1601	1718	1877	2223
非流动负债	9584	9274	9486	9530	EBITDA	2676	2927	3190	3662
长期借款	4308	4358	4408	4458	EPS (元)	0.90	0.96	1.05	1.24
其他非流动负债	5276	4916	5077	5071					
负债合计	13239	12532	12947	13150					
少数股东权益	681	660	637	610					
股本	1787	1787	1787	1787					
资本公积	5222	5222	5222	5222					
留存收益	5818	7178	9055	11278					
归属母公司股东权益	12557	14342	16246	18464					
负债和股东权益	26477	27535	29831	32224					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2754	1621	2231	2821	成长能力				
净利润	1582	1697	1854	2196	营业收入	12.4%	4.6%	15.0%	15.1%
折旧摊销	823	839	970	1090	营业利润	9.3%	8.8%	9.2%	18.3%
财务费用	5	77	25	-24	归属于母公司净利润	16.5%	7.3%	9.2%	18.5%
投资损失	-45	-600	-250	0	获利能力				
营运资金变动	64	-174	-346	-422	毛利率(%)	35.7%	34.0%	36.1%	38.3%
其他经营现金流	326	-219	-21	-18	净利率(%)	13.9%	14.2%	13.5%	13.9%
投资活动现金流	-2251	278	-453	-990	ROE(%)	12.8%	12.0%	11.6%	12.0%
资本支出	2865	104	701	949	ROIC(%)	10.4%	11.9%	12.4%	14.0%
长期投资	-558	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	57	382	248	-41	资产负债率(%)	50.0%	45.5%	43.4%	40.8%
筹资活动现金流	3915	-723	104	74	净负债比率(%)	39.44%	36.96%	36.27	36.12
短期借款	577	0	0	0	流动比率	2.98	3.86	4.29	4.79
长期借款	4308	4358	4408	4458	速动比率	2.69	3.50	3.91	4.39
普通股增加	596	-0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-33	0	0	0	总资产周转率	0.49	0.45	0.48	0.52
其他筹资现金流	-1533	-5081	-4304	-4384	应收账款周转率	5	5	6	6
现金净增加额	4429	1175	1882	1905	应付账款周转率	18.11	17.95	17.79	17.94
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.90	0.96	1.05	1.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	0.91	1.25	1.58
					每股净资产(最新摊薄)	7.03	8.02	9.09	10.33
					估值比率				
					P/E	32.14	29.95	27.42	23.15
					P/B	4.10	3.59	3.17	2.79
					EV/EBITDA	20	18	17	15

来源: WIND, 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。