

2023年11月01日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

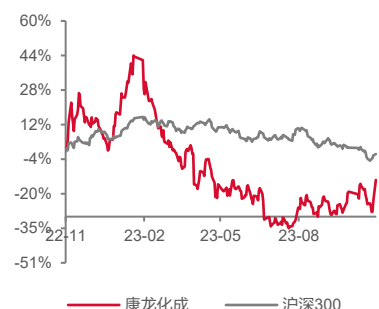
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/11/01
收盘价	32.69
总股本(万股)	119,122
流通A股/B股(万股)	94,729/0
资产负债率(%)	43.38%
市净率(倍)	3.06
净资产收益率(加权)	10.13
12个月内最高/最低价	85.37/25.01



《康龙化成（300759）：基石业务稳健增长，新兴业务放量可期——公司简评报告》2023.08.31

康龙化成（300759）：业绩稳健增长，经营韧性凸显

——公司简评报告

投资要点

- 业绩稳健增长，现金流改善。**2023年前三季度，公司营收与归母净利分别为85.6、11.4亿元，分别同比增加15.6%、18.5%；实现Non-IFRS经调整归母净利14.1亿元，同比增长6.4%；剔除生物资产公允价值变动因素，Non-IFRS经调整归母净利同比增长15.1%。公司经营活动所得现金流量净额为20.3亿元，同比增长45.5%，现金流改善。Q3单季度，公司营收为29.2亿元，同比增加5.5%；归母净利为3.5亿元，同比下降6.1%；Non-IFRS经调整归母净利4.8亿元，同比下降6.8%。整体而言，公司业绩受阶段性因素影响，伴随行业融资逐步回暖，整体业绩增速有望修复。
- 公司客户粘性强，全球服务能力显著，海外贡献主要增速。**1) **按交付地区来看：国内仍为主要交付地，海外交付收入快速增长。**2023年前三季度，公司国内交付收入同比增长14.1%，占比87%；海外交付收入同比增长26.7%，占比13%。2) **按客户所在区域划分：北美客户仍为最大来源，欧洲客户收入快速增长。**2023年前三季度，公司来自北美客户的收入约55.0亿元，同比增长14.6%，占比64%；来自欧洲客户的收入约13.2亿元，同比增长28.9%，占比15%；来自中国客户的收入约15.1亿元，同比增长11.0%，占比18%；来自其他地区客户的收入约2.3亿元，占比3%。3) **公司客户粘性强。**公司客户按照客户类型划分，2023年前三季度，公司来自全球前20大制药企业收入约12.5亿元，同比增长5.4%，占比15%；来自其它原有客户收入约67.8亿元，同比增长19.0%，占比79%；来自于新增客户的收入约5.3亿元，占比6%。
- 基石业务稳健，新业务持续成长。**分业务来看：1) **实验室业务彰显韧性。**实验室业务方面，2023年前三季度，公司收入为50.7亿元(+13.7%)，毛利率为44.4% (-0.6pp)；Q3单季度，收入为16.9亿元(+0.4%)，毛利率为44.4% (-0.6pp)；我们认为在大量biotech融资遇冷，早期项目放缓或取消的前提下，该业务仍能保持增长态势，印证公司临床前服务的专业能力与龙头效应显著。2) **CMC仍处于产能爬坡期。**CMC方面，2023年前三季度收入为19.1亿元(+13.9%)，毛利率为32.4% (-2.0pp)；Q3单季度收入为6.6亿元(+11.3%)，毛利率为32.3% (-4.4pp)；公司CMC收入仍保持双位数增速，预计主要是后期及商业化订单增加所致；毛利率下降主要是产能仍处于爬坡期且新员工增加所致。3) **临床CRO收入快速增长，毛利率持续改善。**临床研究方面，2023年前三季度，公司收入为12.6亿元(+28.5%)，毛利率为32.4% (+8.0pp)；Q3单季度收入为4.6亿元(+14.9%)，毛利率为32.3% (+2.9pp)；主要是当前大环境下，药企优先推动临床阶段项目，公司临床业务逐步放量，毛利率持续改善。4) **大分子与CGT仍处于投入期，收入快速增长。**大分子与CGT方面，2023年前三季度收入为3.1亿元(+19.8%)，毛利率为-7.3% (-10.1pp)；Q3单季度收入为1.1亿元(+35.1%)，毛利率为-5.4% (-0.3pp)；收入快速增长预计主要是临床后期及商业化项目贡献，毛利率下降主要是该业务仍处于投入期。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年的归母净利润分别是18.7、25.2、33.5亿元，EPS分别是1.05元、1.41元、1.87元，对应PE分别31.24、23.22、17.45倍。公司全流程一体化平台持续提升客户粘性，业务间协同效应与全球剪务剪能力强。伴随融资环境改善，公司基石业务稳健发展，新业务成长，前景可期。维持“买入”评级。
- 风险提示：**药物研发失败风险，订单及项目进展不及预期风险，行业竞争加剧及政策风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	5133.60	7443.77	10266.29	12628.13	16083.12	20064.73
同比增速(%)	36.64%	45.00%	37.92%	23.01%	27.36%	24.76%
归母净利润(百万元)	1172.38	1661.03	1374.60	1869.87	2515.68	3346.77
同比增速(%)	114.25%	41.68%	-17.24%	36.03%	34.54%	33.04%
毛利率(%)	37.47%	35.99%	36.71%	36.71%	37.25%	38.29%
每股盈利(元)	1.48	1.40	1.16	1.05	1.41	1.87
ROE(%)	13.22%	16.40%	13.03%	15.03%	17.38%	19.50%
PE(倍)	49.82	35.16	58.49	31.24	23.22	17.45

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 11 月 1 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,266	12,628	16,083	20,065	货币资金	1,497	1,757	2,938	5,002
%同比增速	38%	23%	27%	25%	交易性金融资产	745	775	805	835
营业成本	6,498	7,992	10,092	12,383	应收账款及应收票据	1,882	2,105	2,457	2,787
毛利	3,768	4,636	5,991	7,682	存货	1,041	1,221	1,486	1,685
%营业收入	37%	37%	37%	38%	预付账款	23	24	30	37
税金及附加	67	82	103	128	其他流动资产	1,347	1,541	1,612	1,691
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	6,536	7,423	9,328	12,038
销售费用	230	290	378	492	长期股权投资	630	796	971	1,148
%营业收入	2%	2%	2%	2%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	1,498	1,768	2,171	2,669	固定资产合计	5,665	6,913	7,438	7,727
%营业收入	15%	14%	14%	13%	无形资产	803	913	1,023	1,133
研发费用	282	354	450	562	商誉	2,688	2,838	2,838	2,838
%营业收入	3%	3%	3%	3%	递延所得税资产	59	154	154	154
财务费用	177	143	145	124	其他非流动资产	4,113	4,334	4,594	4,854
%营业收入	2%	1%	1%	1%	资产总计	20,493	23,370	26,345	29,891
资产减值损失	-5	0	0	0	短期借款	663	663	663	663
信用减值损失	-20	0	0	0	应付票据及应付账款	406	466	597	750
其他收益	59	63	64	60	预收账款	0	0	0	0
投资收益	75	88	96	100	应付职工薪酬	624	759	939	1,127
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	188	184	209	241
公允价值变动收益	68	0	0	0	其他流动负债	2,031	2,535	3,092	3,622
资产处置收益	-1	0	0	0	流动负债合计	3,912	4,608	5,499	6,402
营业利润	1,690	2,150	2,904	3,868	长期借款	713	913	1,013	1,023
%营业收入	16%	17%	18%	19%	应付债券	3,741	3,741	3,741	3,741
营业外收支	-24	0	0	0	递延所得税负债	261	257	257	257
利润总额	1,666	2,150	2,904	3,868	其他非流动负债	1,025	1,161	1,161	1,161
%营业收入	16%	17%	18%	19%	负债合计	9,653	10,680	11,672	12,584
所得税费用	314	323	436	580	归属于母公司的所有者权益	10,549	12,441	14,471	17,164
净利润	1,352	1,828	2,469	3,288	少数股东权益	291	249	202	143
%营业收入	13%	14%	15%	16%	股东权益	10,840	12,691	14,673	17,307
归属于母公司净利润	1,375	1,870	2,516	3,347	负债及股东权益	20,493	23,370	26,345	29,891
%同比增速	-17%	36%	35%	33%					
少数股东损益	-22	-42	-47	-59					
EPS (元/股)	1.16	1.05	1.41	1.87					

现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	2,143	2,626	3,386	4,329
投资	677	-196	-205	-207
资本性支出	-2,947	-2,407	-1,450	-1,250
其他	61	12	16	20
投资活动现金流净额	-2,209	-2,591	-1,638	-1,437
债权融资	-23	239	100	10
股权融资	224	397	0	0
支付股利及利息	-405	-530	-666	-837
其他	-1,213	110	0	0
筹资活动现金流净额	-1,417	215	-566	-827
现金净流量	-1,410	259	1,181	2,064

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.16	1.05	1.41	1.87
BVPS	8.86	6.96	8.10	9.61
PE	58.49	31.24	23.22	17.45
PEG	—	0.87	0.67	0.53
PB	7.68	4.69	4.04	3.40
EV/EBITDA	34.35	21.69	16.81	12.84
ROE	13%	15%	17%	19%
ROIC	8%	10%	12%	14%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 11 月 1 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089