

2024年09月03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	2024/09/02
收盘价	19.50
总股本(万股)	178,673
流通A股/B股(万股)	142,094/0
资产负债率(%)	40.55%
市净率(倍)	2.55
净资产收益率(加权)	8.54
12个月内最高/最低价	37.00/17.70

**相关研究**

《康龙化成（300759）：一体化龙头彰显韧性，业务间导流贡献增长动力——公司简评报告》2024.04.01

《康龙化成（300759）：业绩稳健增长，经营韧性凸显——公司简评报告》2023.11.01

康龙化成（300759）：新签订单快速回暖，业绩有望持续修复

——公司简评报告

投资要点

➤ **环比业绩改善，新签订单持续回暖。**2024H1，公司营收为56.04亿元（YoY-0.6%），归母净利润为11.13亿元（YoY+41.6%），归母净利强劲增长主要是参股公司PROTEOLOGIX被合并收购；扣非净利润为4.66亿元（YoY-38.3%）；Non-IFRS经调整归母净利润为6.90亿元（YoY-25.9%）。Q2单季度，公司营收为29.34亿元（YoY+0.6%），环比增长9.9%；归母净利为8.8亿元（YoY+101.6%），环比增长282.9%；扣非归母净利为2.79亿元（YoY-31.6%），环比增长48.7%。2024H1新签订单同比增长15%+，连续两个季度实现温和复苏。伴随海外融资持续回暖，公司业绩环比持续改善。

➤ **基石业务稳健增长，新业务成长良好：**

1. 实验室：基石业务彰显韧性，新签订单同比增长10%+。2024H1，公司实验室收入为33.71亿元（-0.3%），毛利率为44.5%（-0.6pct）；共参与666个药物发现项目，同比增加约2.5%；新签订单同比增长10%+，预期持续改善。实验室化学自2023Q4以来呈现逐季度环比温和改善趋势；生物科学同比保持稳健增长，收入占比超过53%。

2. CMC：Q3起预计更多订单将交付，全年业绩可期。2024H1，公司CMC收入为11.76亿元（-6.0%）；毛利率为28.3%（-4.16pct），毛利率下降主要是受2023Q4起绍兴新的模块转固，以及中国和英国员工数量同比有所增加等所致。报告期内，公司CMC业务涉及695个项目，包括16（-13）个工艺验证和商业化项目、19（-5）个PhIII项目、162（+26）个PhI/II项目、498（+67）个临床前项目。创新药商业化生产突破：报告期内及8月，公司先后助力两款客户研发的制剂产品获得NMPA批准上市，成为公司第一、二个创新药制剂商业化生产项目，是公司创新药制剂商业化生产服务的新的里程碑。上半年，CMC板块新签订单同比增长25%+，预计更多的订单将从2024Q3开始交付，全年业绩可期。

3. 临床项目数量持续增加，盈利能力有望持续改善。2024H1，公司临床CRO收入为8.43亿元（+4.7%），毛利率为12.55%（-4.43pct），由于执行的订单结构变化，叠加服务价格市场竞争充分，毛利率阶段性承压，伴随收入增加，2Q2024毛利率环比实现改善，全年有望环比持续改善。报告期内，公司临床CRO服务项目1112（+200）个，包括77（+3）个PhIII临床试验、409（+9）个PhI/II临床试验和626（+188）个其它临床试验；SMO服务项目1,500+（+约100）个，覆盖140+（+约20）个城市650+（+约20）家医院和临床试验中心。

4. 大分子与CGT仍处于投入期。2024H1，公司大分子与CGT收入为2.1亿元（+5.5%），毛利率为-31.3%（-23.0pct）；板块仍处于投入期。报告期内，公司创新双抗CDMO项目交付；为来自于17个客户的21个不同开发阶段的CGT产品提供效率测定放行服务，包括2个商业化项目和9个临床阶段的项目；已经完成和正在进行12个CGT产品的GLP和non-GLP毒理试验；涉及11个基因治疗CDMO项目，包括1个PhIII项目、6个PhI/II项目和4个临床前项目。

➤ **投资建议：**随着融资环境改善，公司新签订单快速增长，业绩有望持续回暖。我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别是17.6、20.5、23.7（原值：17.6、20.6、23.7）亿元，EPS分别是0.99、1.15、1.32（原值：0.99、1.15、1.33）元，对应PE分别19.78、16.97、14.74倍。维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**融资环境恶化风险，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

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	7,443.77	10,266.29	11,538.00	13,031.65	14,970.50	17,001.32
同比增速(%)	45.00%	37.92%	12.39%	12.95%	14.88%	13.57%
归母净利润(百万元)	1,661.03	1,374.60	1,601.10	1,762.25	2,054.05	2,365.34
同比增速(%)	41.68%	-17.24%	16.48%	10.07%	16.56%	15.15%
毛利率(%)	35.99%	36.71%	35.75%	35.95%	36.44%	36.92%
每股盈利(元), 摊薄	0.93	0.77	0.90	0.99	1.15	1.32
ROE(%)	16.40%	13.03%	12.75%	12.92%	13.48%	13.85%
PE(倍)	20.98	25.36	21.77	19.78	16.97	14.74

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 9 月 2 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,538	13,032	14,971	17,001
%同比增速	12%	13%	15%	14%
营业成本	7,414	8,346	9,515	10,724
毛利	4,124	4,686	5,456	6,278
%营业收入	36%	36%	36%	37%
税金及附加	83	94	108	122
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	253	287	344	425
%营业收入	2%	2%	2%	3%
管理费用	1,607	1,759	2,006	2,312
%营业收入	14%	14%	13%	14%
研发费用	448	456	569	663
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	5	217	214	198
%营业收入	0%	2%	1%	1%
资产减值损失	-13	0	0	0
信用减值损失	-32	0	0	0
其他收益	99	100	105	116
投资收益	45	78	75	85
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	19	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,848	2,051	2,394	2,758
%营业收入	16%	16%	16%	16%
营业外收支	-10	0	0	0
利润总额	1,838	2,051	2,394	2,758
%营业收入	16%	16%	16%	16%
所得税费用	256	308	359	414
净利润	1,582	1,743	2,035	2,344
%营业收入	14%	13%	14%	14%
归属于母公司的净利润	1,601	1,762	2,054	2,365
%同比增速	16%	10%	17%	15%
少数股东损益	-19	-19	-19	-21
EPS (元/股)	0.90	0.99	1.15	1.32

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.90	0.99	1.15	1.32
BVPS	7.03	7.63	8.53	9.55
PE	21.77	19.78	16.97	14.74
PEG	1.32	1.97	1.02	0.97
PB	2.78	2.55	2.29	2.04
EV/EBITDA	19.83	12.16	10.42	8.88
ROE	13%	13%	13%	14%
ROIC	7%	8%	9%	9%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,919	6,033	7,240	8,758
交易性金融资产	622	652	702	802
应收账款及应收票据	2,242	2,534	2,828	3,070
存货	1,013	1,113	1,242	1,370
预付账款	18	21	24	27
其他流动资产	1,060	1,051	1,202	1,361
流动资产合计	10,874	11,404	13,238	15,388
长期股权投资	723	723	723	723
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	6,497	7,344	8,121	8,991
无形资产	789	796	851	904
商誉	2,781	2,781	2,781	2,781
递延所得税资产	153	190	190	190
其他非流动资产	4,660	4,118	3,631	2,920
资产总计	26,477	27,356	29,535	31,898
短期借款	577	637	707	757
应付票据及应付账款	412	452	505	560
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	669	718	790	858
应交税费	238	274	314	357
其他流动负债	1,759	1,823	2,000	2,181
流动负债合计	3,654	3,903	4,316	4,713
长期借款	4,308	4,158	4,158	4,158
应付债券	3,892	3,962	4,002	4,052
递延所得税负债	290	242	242	242
其他非流动负债	1,094	785	935	1,035
负债合计	13,239	13,049	13,652	14,199
归属于母公司的所有者权益	12,557	13,645	15,240	17,077
少数股东权益	681	662	643	622
股东权益	13,238	14,307	15,883	17,699
负债及股东权益	26,477	27,356	29,535	31,898

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	2,754	2,353	3,051	3,534
投资	558	-30	-50	-100
资本性支出	-2,857	-1,150	-1,250	-1,250
其他	49	167	-10	5
投资活动现金流净额	-2,251	-1,013	-1,310	-1,345
债权融资	3,612	-92	260	200
股权融资	971	-102	0	0
支付股利及利息	-458	-729	-794	-871
其他	-209	-360	0	0
筹资活动现金流净额	3,915	-1,283	-534	-671
现金净流量	4,429	114	1,207	1,518

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 9 月 2 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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
 电话：(8621) 20333619
 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
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089