康龙化成（300759）

2020 年年报点评：全年业绩高增，一体化竞争优势凸显

买入（维持）

2021 年 03 月 28 日

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 周新明
执业证号：S0600520090002
zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,134	6,612	8,523	10,926
同比（%）	36.6%	28.8%	28.9%	28.2%
归母净利润（百万元）	1,172	1,526	2,009	2,664
同比（%）	114.3%	30.2%	31.6%	32.6%
每股收益（元/股）	1.48	1.92	2.53	3.35
P/E（倍）	94.80	72.83	55.32	41.72

投资要点

- **事件：**公司 2020 年实现营收 51.34 亿元，同比增长 36.64%；实现归母净利润 11.72 亿元，同比增长 114.25%；扣非归母净利润 8.01 亿元，同比增长 58.51%；经营性现金流净额 16.49 亿元，同比增长 75.65%。同时公司披露经调整非会计准则归母净利润 10.64 亿元，同比增长 93.77%。
- **Q4 保持高增长，全年各业务板块齐头并进。**公司 2020 年 Q4 单季度实现营业收入 15.48 亿元，同比增长 36.88%，实现归母净利润 3.83 亿元，同比增长 75.19%，全年业绩符合我们的预期。分业务看，2020 年公司实验室服务（实验室化学）实现营收 32.63 亿元，同比增长 37.12%，主要增长动力来自客户订单的增长以及生物科学服务的快速发展（实验室服务中收入占比提升至 41.33%）。实验室服务业务全年为国内医药及生物科技公司开展 58 个 IND 或 NDA 临床试验申报，其中多国同时申报项目 46 个；CMC 服务实现营收 12.22 亿元，同比增长 35.54%，主要增长动力来自前期积累的众多药物发现项目进入药物开发阶段，同时公司产能配合不断扩张。2020 年，公司化学工艺开发及生产服务共涉及药物分子或中间体 739 个，其中临床前 487 个、临床 I-II 期 202 个、III 期 47 个、商业化 3 个，制剂开发团队则完成 26 个 GMP 项目；临床研究服务业务实现营收 6.29 亿元，同比增长 37.94%，主要业绩增长动力来自独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”平台，以及海外临床服务的稳健增长。2020 年，公司完成对北京联斯达的收购，打造了临床 CRO+SMO 的一体化服务平台，临床服务人员增加 1652 人至 2208 人。
- **一体化平台优势凸显，毛利率不断提升，产能与人员持续扩张。**康龙化成拥有业内少有的一体化、端到端新药研发平台，业务间协同效应持续体现。2020 年公司分别实现毛利率 37.47%（+1.95pt）与扣非归母净利率 15.6%(+2.16pt)，其中实验室服务毛利率提升 2.48pt 至 42.74%，CMC 业务毛利率提升 4.96pt 至 32.73%，体现了公司盈利能力的不断提升。同时公司产能与人员持续扩张，产能方面绍兴工厂 8.1 万平米一期工程、北京地区 2.25 万平米实验室服务设施、天津工厂 4 万平米工程建设及宁波园区实验室与工厂扩建均推进良好，人员方面 2020 年公司员工增加 3619 人至 11012 人。2020 年公司服务全球超 1500 家客户，新增客户 721 家，客户资源及订单充裕配合产能人员扩张，未来业绩可期。
- **布局大分子 CDMO+外延式收购扩张，打开长期成长空间。**2020 年，公司加快大分子及细胞和基因疗法等研发服务能力的建设，通过收购（收购美国 Absorption Systems 与艾伯维旗下 Allergan Biologics）的方式加速外延扩张，进入增速更快的大分子 CDMO 赛道，打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司毛利率的提升带动盈利能力不断加强，我们调整 2021-2022 年 EPS 至 1.92(+0.30)/2.53(+0.41)，预计 2023 年 EPS 为 3.35 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 73/55/42 倍。考虑到公司小分子一体化平台优势持续凸显，大分子加剧布局，未来三年盈利复合增速有望超 30%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单获取不及预期；新项目研发不及预期；汇兑损益风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	139.91
一年最低/最高价	54.92/169.66
市净率(倍)	12.53
流通 A 股市值(百万元)	39627.18

基础数据

每股净资产(元)	11.17
资产负债率(%)	24.98
总股本(百万股)	794.39
流通 A 股(百万股)	283.23

相关研究

1、《康龙化成公司点评报告：Q3 高增持续，全年业绩可期》2020-10-29

2、《康龙化成（300759）：Q2 业绩超预期，一体化布局持续展开》2020-08-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

康龙化成三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**5,540**	**6,812**	**7,668**	**10,067**
现金	2,942	4,314	4,626	6,150
应收账款	1,077	1,545	1,793	2,448
存货	282	270	435	461
其他流动资产	1,240	683	815	1,009
非流动资产	**6,368**	**6,366**	**7,614**	**9,080**
长期股权投资	280	363	464	566
固定资产	2,723	3,554	4,504	5,624
在建工程	821	778	777	816
无形资产	566	637	707	792
其他非流动资产	1,979	1,034	1,162	1,281
资产总计	**11,909**	**13,178**	**15,282**	**19,147**
流动负债	**1,982**	**2,105**	**2,192**	**3,433**
短期借款	377	324	305	336
应付账款	191	200	293	339
其他流动负债	1,413	1,581	1,594	2,759
非流动负债	**993**	**646**	**697**	**715**
长期借款	395	310	291	269
其他非流动负债	598	335	406	447
负债合计	**2,975**	**2,751**	**2,889**	**4,149**
少数股东权益	63	30	-13	-71
归属母公司股东权益	8,870	10,396	12,405	15,070
负债和股东权益	**11,909**	**13,178**	**15,282**	**19,147**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,649	1,325	1,824	3,314
投资活动现金流	-3,371	368	-1,568	-1,947
筹资活动现金流	-280	-321	56	157
现金净增加额	-2,088	1,372	312	1,524
折旧和摊销	368	358	464	597
资本开支	1,316	194	1,067	1,324
营运资本变动	206	-255	-332	418

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**5,134**	**6,612**	**8,523**	**10,926**
减:营业成本	3,210	4,033	5,156	6,556
营业税金及附加	33	52	64	80
营业费用	93	112	145	186
管理费用	759	946	1,219	1,464
研发费用	105	132	162	175
财务费用	82	-43	-20	-100
资产减值损失	-4	-6	-7	-9
加:投资净收益	157	74	119	93
其他收益	45	26	35	35
资产处置收益	-7	-3	-4	-5
营业利润	**1,324**	**1,722**	**2,265**	**3,003**
加:营业外净收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	**1,319**	**1,717**	**2,261**	**2,998**
减:所得税	172	224	295	392
少数股东损益	-25	-33	-44	-58
归属母公司净利润	**1,172**	**1,526**	**2,009**	**2,664**
EBIT	1,280	1,642	2,156	2,865
EBITDA	1,648	1,999	2,620	3,462

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.48	1.92	2.53	3.35
每股净资产(元)	11.17	13.09	15.62	18.97
发行在外股份(百万股)	794	794	794	794
ROIC(%)	20.1%	23.8%	25.2%	29.6%
ROE(%)	12.8%	14.3%	15.9%	17.4%
毛利率(%)	37.5%	39.0%	39.5%	40.0%
销售净利率(%)	22.8%	23.1%	23.6%	24.4%
资产负债率(%)	25.0%	20.9%	18.9%	21.7%
收入增长率(%)	36.6%	28.8%	28.9%	28.2%
净利润增长率(%)	116.1%	30.2%	31.6%	32.6%
P/E	94.80	72.83	55.32	41.72
P/B	12.53	10.69	8.96	7.38
EV/EBITDA	65.98	53.76	40.85	30.45

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn