2020 年 08 月 27 日
公司研究●证券研究报告

康龙化成（300759.SZ）

公司快报

疫情下业绩超预期，海外订单持续流入

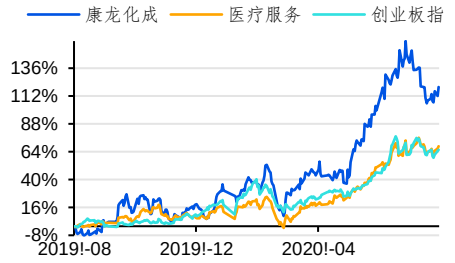
医药 | 医疗服务 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2020-08-25)	98.43 元

交易数据

总市值（百万元）	78,191.56
流通市值（百万元）	27,878.66
总股本（百万股）	794.39
流通股本（百万股）	283.23
12 个月价格区间	40.50/117.70 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.13	33.21	53.9
绝对收益	-11.32	61.07	122.66

分析师 王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

报告联系人 徐梓煜
xuziyu@huajinsc.cn
02120377063

相关报告

康龙化成：Q2 业绩再加速，上半年业绩超预期 2020-07-15

康龙化成：一季度业绩超预期，二季度有望再加速 2020-04-28

康龙化成：黄金赛道龙头企业，业绩符合预期 2020-03-30

投资要点

- **事件：**公司公布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 21.93 亿元，同比增长 34.0%；归母净利润 4.79 亿元，同比增长 196.9%；扣非归母净利润 3.62 亿元，同比增长 132.7%；经营性现金流净额 6.18 亿元，同比增长 144.9%。公司上半年业绩符合市场预期。

- **二季度业绩超预期，下半年有望保持：分季度看，**公司 2020Q2 实现营收 12.34 亿元，同比增长 41.3%；归母净利润 3.77 亿元，同比增长 252.5%；扣非归母净利润 2.41 亿元，同比增长 135.6%。**总的来看，**虽然公司客户主要在国外，但运营实体在国内；随着国内疫情影响消散，公司上半年订单交付正常，业绩超市场预期。由于海外疫情持续扩散，境外 CRO 公司业务基本停滞，部分订单流入疫情稳定的国内，长期加强公司的利润和口碑。公司下半年业绩有望保持上半年的高增速，尤其是实验室服务和 CMC 服务。

- **三大业务条线稳步提升，收入和毛利率双提升：1）实验室服务方面，**由于该业务为非人员密集业务，在做好防护的前提下，新冠疫情对该业务影响较小。Q2 海外疫情蔓延，公司承接了很多因海外疫情而流失的订单，同时依托于研发技术增强和各板块间业务联动加强的优势，公司实验室业务上半年实现收入 14.34 亿元，同比增长 35.28%。得益于规模效应，毛利率提升 3.87pct 至 41.34%。**2）CMC 服务方面，**国内 CMC 产能在 Q1 受到一定影响，在 Q2 随着国内疫情缓解而恢复高增速。上半年 CMC 服务实现营收 5.06 亿元，同比增长 34.4%；毛利率提升 8.26pct 至 29.0%。上半年公司通过不断完善 CMC 服务平台，公司 CMC 服务能力进一步提升，合计进行项目 463 个，其中临床前项目 292 个，临床 I 期和 II 期 134 个，临床 III 期 35 个，商业化阶段 2 个。**3）临床服务方面，**二季度海外临床业务受到较大影响，尤其是美国临床 I 期中心，但公司凭借独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台，公司海外临床服务业绩总体好于预期。国内临床业务在 Q1 受到影响，Q2 开始逐步恢复。上半年临床业务实现收入 2.43 亿元，同比增长 27.5%；毛利率下降 1.25pct 至 21.8%。

- **CRO 行业维持高景气，公司积极布局全产业链：**受到政策推动、老龄化、市场高关注度等影响，我国医药市场维持高速发展，尤其是创新药行业。同时由于近年来新药研发成本升高，研发成本上升等问题，医药研发外包市场成为最优选择，行业维持极高景气度。根据前瞻研究院数据，2013-2017 年我国 CRO 行业规模符合增长率为 24.4%，2017-2022 年复合增长率可达 27.7%， CRO 行业渗透率到 2022 年有望达到 40%以上，行业空间极大。公司为国内 CRO 行业龙头之一，从实验室化学出发，逐渐深入覆盖 CRO 服务，提供从小分子药物研发、CMC 到药物安评、临床研究的全程一体化服务。实验室化学为公司业务的基石，让公司在化合物设计和合成、靶点选择、成药性研究等领域积累了丰富经验，并培养了强大实力的核心团队。同时为公司下游产业延伸提供了坚实的基础。随着公司客户基础、科研技术的持续提升，我们预计公司实验室服务业务将保持高速稳定的增长，增速将维持在 25%左右。作

为公司在 CRO 产业链上的延伸，CMC 业务和临床研究业务为近年公司主要培养的对象。目前公司 CMC 服务已可满足临床三期药物的工艺研发及生产需求。随着药品上市持有人制度的推广和新药研发市场持续增加的景气度，同时借助公司化学实验室带来的协同效应，公司 CMC 业务有望保持接近 30%的增速。临床研究业务稍处于偏早期阶段，随着公司的持续投入，将保持高速增长，增速有望维持 35%以上。公司三大业务将为公司在国内 CRO 黄金赛道上持续发展提供稳定动力。

- **投资建议：**我们公司预测 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 8.61 亿元、12.00 亿元和 15.36 亿元，同比增长分别为 57.3%、39.3%和 28.0%；对应 EPS 分别为 1.08 元、1.51 元和 1.93 元；对应 PE 分别为 95 倍、68 倍和 53 倍。我们看好公司实验室化学和 CMC 业务的成长能力，维持“增持-A”评级。
- **风险提示：**订单扩展不及预期、市场竞争加剧、行业景气度下降、新冠肺炎疫情影响 CRO 行业发展

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,908	3,757	4,971	6,405	8,164
YoY(%)	26.8	29.2	32.3	28.8	27.5
净利润(百万元)	339	547	861	1,199	1,536
YoY(%)	46.9	61.3	57.3	39.3	28.0
毛利率(%)	32.5	35.5	38.1	39.6	41.3
EPS(摊薄/元)	0.43	0.69	1.08	1.51	1.93
ROE(%)	14.5	6.8	9.9	12.3	13.7
P/E(倍)	241.7	149.8	95.2	68.4	53.4
P/B(倍)	35.2	10.6	9.6	8.5	7.4
净利率(%)	11.7	14.6	17.3	18.7	18.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1281	5944	6384	7087	8054
现金	321	4460	4658	4945	5394
应收票据及应收账款	655	857	1167	1426	1889
预付账款	4	5	6	8	10
存货	120	157	186	252	288
其他流动资产	180	465	368	457	475
非流动资产	3345	3991	4537	5386	6333
长期投资	29	131	195	276	348
固定资产	2342	2485	3008	3625	4428
无形资产	390	421	487	566	662
其他非流动资产	584	953	848	918	895
资产总计	4625	9935	10921	12473	14388
流动负债	1256	1270	1632	1561	2036
短期借款	382	214	214	214	214
应付票据及应付账款	108	118	169	192	256
其他流动负债	766	938	1249	1155	1566
非流动负债	**1028**	**827**	**720**	**761**	**740**
长期借款	876	542	502	509	505
其他非流动负债	152	285	218	252	235
负债合计	2284	2097	2352	2322	2776
少数股东权益	13	71	61	52	42
股本	591	794	794	794	794
资本公积	1129	5965	5965	5965	5965
留存收益	619	1078	1842	2880	4161
归属母公司股东权益	2329	7767	8509	10099	11570
负债和股东权益	4625	9935	10921	12473	14388

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	737	939	1218	1575	2096
净利润	339	531	851	1191	1525
折旧摊销	265	320	323	441	582
财务费用	43	72	-1	-28	97
投资损失	2	19	5	6	8
营运资金变动	29	-78	54	-32	-105
其他经营现金流	59	75	-15	-3	-11
投资活动现金流	-715	-1045	-778	-1334	-1505
筹资活动现金流	-16	4246	-243	46	-142
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.69	1.08	1.51	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.18	1.53	1.98	2.64
每股净资产(最新摊薄)	2.93	9.78	10.71	12.16	14.01

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2908	3757	4971	6405	8164
营业成本	1963	2423	3075	3868	4796
营业税金及附加	26	31	35	50	66
营业费用	55	73	97	125	158
管理费用	391	496	652	829	1046
研发费用	32	63	105	144	193
财务费用	43	72	-1	-28	97
资产减值损失	13	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-2	25	6	7	9
投资净收益	-2	-19	-5	-6	-8
营业利润	380	631	1008	1417	1808
营业外收入	23	3	18	15	15
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	401	633	1023	1430	1821
所得税	61	102	173	239	296
税后利润	339	531	851	1191	1525
少数股东损益	-0	-17	-10	-9	-11
归属母公司净利润	339	547	861	1199	1536
EBITDA	737	867	1240	1757	2277

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.8	29.2	32.3	28.8	27.5
营业利润(%)	44.5	66.2	59.6	40.6	27.7
归属于母公司净利润(%)	46.9	61.3	57.3	39.3	28.0
获利能力					
毛利率(%)	32.5	35.5	38.1	39.6	41.3
净利率(%)	11.7	14.6	17.3	18.7	18.8
ROE(%)	14.5	6.8	9.9	12.3	13.7
ROIC(%)	10.3	5.2	8.0	10.2	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	49.4	21.1	21.5	18.6	19.3
流动比率	1.0	4.7	3.9	4.5	4.0
速动比率	0.8	4.4	3.7	4.3	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.9	5.0	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	19.6	21.4	21.4	21.4	21.4
估值比率					
P/E	241.7	149.8	95.2	68.4	53.4
P/B	35.2	10.6	9.6	8.5	7.4
EV/EBITDA	112.9	90.6	63.2	44.4	34.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn