康龙化成（300759）

Q2 业绩超预期，一体化布局持续展开

买入（首次）

2020 年 08 月 26 日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,757	5,021	6,604	8,722
同比（%）	29.2%	33.6%	31.5%	32.1%
归母净利润（百万元）	547	963	1,150	1,505
同比（%）	64.3%	78.1%	19.3%	30.6%
每股收益（元/股）	0.69	1.21	1.45	1.89
P/E（倍）	149.82	85.14	71.26	54.49

投资要点

- **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 21.93 亿元，同比增长 34.01%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比增长 196.89%；扣非归母净利润 3.62 亿元，同比增长 132.66%；经营性现金流 6.18 亿元，同比增长 144.91%。

- **Q2 业绩超预期，各板块业务齐头并进。**2020Q2，公司实现营收 12.34 亿，同比增长 41.32%，归母净利润 3.77 亿，同比增长 252.48%，较 Q1 大幅提速，公司业绩表现超预期。**分业务看**，上半年，实验室服务实现收入 14.34 亿，同比增长 35.28%，优质客户业务量不断增加且部分受益海外客户因疫情影响向国内转移订单；CMC 服务实现收入 5.06 亿，同比增长 34.38%，主要动力来自前期积累的药物发现项目进入开发阶段、CMC 服务范围拓展及技术提升、产能扩大等。公司 CMC 订单质量持续提高，上半年完成及在研项目 463 个，其中临床前 292 个，临床 I/II 期 134 个，III 期 35 个，商业化阶段 2 个；临床研究服务受累于一季度疫情影响，上半年实现收入 2.43 亿，同比增长 27.51%，Q2 公司国内业务迅速恢复带动业绩回稳。公司各板块业务全面推进，全年高增可期。

- **完善一体化平台建设，业务协同增强核心竞争力。**公司以小分子药物作为基石逐步构建 CRO+CMO 一体化服务平台，于产业链上下游不断拓展延伸业务。其中新药研发方面，公司上半年完成对细胞和基因治疗领域公司 AccuGen Group 的投资，临床服务方面，完成对 SMO 企业联斯达的并购。目前，公司已具备从药物发现至符合 GMP 标准生产的全面化学技术平台，贯穿新药研发阶段的药代动力学研发服务平台（包括全球唯一一个“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化平台），及提供完整的临床批件申请解决方案平台。广泛布局下，公司各板块协同能力不断增强，综合竞争力逐步凸显，未来有望带动业绩加速成长。

- **持续投入研发，优质客户资源促进盈利能力增强。**公司全球拥有 8000 名研发、生产技术和临床服务人员，中层管理队伍中有 1381 名技术主管及高端科研人才。近年来，公司加大对 DNA 编码化合物库等项目的研发投入，2020H1 研发费用达 4310 万，同比增长 61.52%。强大的技术实力为公司带来全球性优质客户，上半年公司引入了超过 190 家新客户，同时公司通过深化老客户合作不断承接优质项目，90%以上收入来自重复客户。2020H1 公司综合毛利率达 36.41%，同比提升 4.34pp；费用率方面，销售费用率 1.84%（+0.08pp），管理费用率 15.11%（-0.29pp），财务费用率-1.48%，受利息收入增加及借款费用下降同比降低 3.92pp。未来公司有望依托优质客户资源和自身研发优势，稳步提升盈利水平。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 9.63 亿、11.50 亿和 15.05 亿元，相应 EPS 分别为 1.21 元、1.45 元和 1.89 元，对应 PE 估值分别为 85 倍、71 倍、54 倍。考虑到公司一体化布局发展潜力，未来三年盈利复合增速有望超 40%，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**研发进度不及预期；订单获取不及预期；汇兑损益风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	103.20
一年最低/最高价	40.44/117.70
市净率(倍)	10.08
流通 A 股市值(百万元)	29229.68

基础数据

每股净资产(元)	10.24
资产负债率(%)	17.78
总股本(百万股)	794.39
流通 A 股(百万股)	283.23

相关研究

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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,944**	**5,946**	**5,788**	**6,289**
现金	4,460	4,138	3,519	3,333
应收账款	857	1,148	1,508	2,020
存货	157	201	259	337
其他流动资产	470	459	502	599
非流动资产	**3,991**	**4,833**	**5,867**	**7,181**
长期股权投资	131	170	214	262
固定资产	2,485	3,237	4,141	5,331
在建工程	217	288	342	399
无形资产	421	498	576	651
其他非流动资产	736	640	593	538
资产总计	**9,935**	**10,779**	**11,655**	**13,470**
流动负债	**1,270**	**1,388**	**1,306**	**1,827**
短期借款	214	0	0	0
应付账款	118	182	208	296
其他流动负债	938	1,205	1,098	1,531
非流动负债	**827**	**727**	**620**	**511**
长期借款	542	434	325	217
其他非流动负债	285	294	295	294
负债合计	**2,097**	**2,115**	**1,926**	**2,338**
少数股东权益	71	53	31	-0
归属母公司股东权益	7,767	8,611	9,698	11,132
负债和股东权益	**9,935**	**10,779**	**11,655**	**13,470**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	939	1,206	1,065	2,050
投资活动现金流	-1,045	-1,187	-1,479	-1,888
筹资活动现金流	4,246	-340	-205	-349
现金净增加额	4,135	-322	-619	-186
折旧和摊销	320	326	426	553
资本开支	755	832	984	1,264
营运资本变动	-78	66	-527	-148

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,757**	**5,021**	**6,604**	**8,722**
减:营业成本	2,423	3,157	4,067	5,245
营业税金及附加	31	42	55	73
营业费用	73	97	128	169
管理费用	558	723	986	1,321
财务费用	72	-116	32	168
资产减值损失	-1	8	9	10
加:投资净收益	-19	-9	-10	-11
其他收益	32	16	19	20
营业利润	**631**	**1,123**	**1,342**	**1,755**
加:营业外净收支	1	10	9	8
利润总额	**633**	**1,133**	**1,351**	**1,763**
减:所得税费用	102	187	223	289
少数股东损益	-17	-18	-22	-31
归属母公司净利润	**547**	**963**	**1,150**	**1,505**
EBIT	547	1,026	1,249	1,669
EBITDA	867	1,353	1,675	2,222

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.69	1.21	1.45	1.89
每股净资产(元)	9.78	10.84	12.21	14.01
发行在外股份(百万股)	794	794	794	794
ROIC(%)	12.0%	18.6%	17.0%	18.4%
ROE(%)	6.8%	10.9%	11.6%	13.2%
毛利率(%)	35.5%	37.1%	38.4%	39.9%
销售净利率(%)	14.6%	19.2%	17.4%	17.2%
资产负债率(%)	21.1%	19.6%	16.5%	17.4%
收入增长率(%)	29.2%	33.6%	31.5%	32.1%
净利润增长率(%)	64.3%	78.1%	19.3%	30.6%
P/E	149.82	85.14	71.26	54.49
P/B	10.55	9.52	8.45	7.36
EV/EBITDA	90.58	58.05	47.15	35.56

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