

# 康龙化成 (300759)

公司研究/点评报告

## Q3 盈利能力加速提升，上调评级

—康龙化成 2019 年三季度报点评

点评报告/医药

2019 年 10 月 28 日

### 一、事件概述

2019.10.26, 公司发布 2019 年三季度报, 营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 29.0%、46.3%、47.0%, 经营活动产生的现金流净额 5.32 亿元, 同比增长 9.5%; 三季度单季看, 营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别同比增长 29.4%、54.6%、60.7%。

### 二、分析与判断

➤ **增量业务收入端加速, 2019Q3 盈利能力呈现加速提升的趋势, 验证我们对于公司能力边界突破期的判断**

①**收入端分析, 增量业务 (CMC) 或延续收入加速增长趋势。**2019Q3 单季度实现收入同比增长 29.4%, 和前三季度的同比增速匹配良好, 同时特别提示的是该增速水平在 2018 年 26% 的同比增速水平上, 略提高 3 个百分点, 收入端的这种环比提升, 我们认为更多的是在行业集中度提升的同时, 公司增量业务 (生物科学、CMC、安评业务等) 或延续了上半年收入加速增长的趋势。②**2019Q3 盈利能力呈现加速提升的趋势,**2019Q3 单季毛利率同比、环比分别提升 1.4、4.8 个百分点, 三项费用率同比、环比分别降低 2.3、1.8 个百分点, 主要是管理费用率的降低导致, 我们估计 CMC 业务延续了上半年的趋势, 随着产能利用率的提升, 在收入加速增长的同时、规模性效应持续体现导致如上情况, 进而导致 2019Q3 净利率同比、环比提高 2.0、4.3 个百分点, 如果考虑投资收益 (衍生金融工具投资损失) 的负贡献, 我们估计 Q3 单季净利率改善趋势更加明显, 我们认为这也印证了收入端的变化, 随着增量业务收入加速增长带来的规模性效应更加明显, 从而导致净利率提升速度加速, 我们短中期看好公司生物科学、CMC 增量业务拓展带来的盈利能力窗口期, 中长期关注公司更多服务产业链的持续纵向拓展带来的长期天花板提升。

➤ **经营性现金流稳定增长, 体现了较高的增长质量**

2019 年前三季度, 公司经营性现金流净额达到 5.32 亿元, 同比增长 9.5%, 考虑医药外包业务收入确认特点, 我们认为该数据体现了较高的增长质量, 特别是增量业务加速拓展期, 我们更加关注收入端的表现及“销售商品、提供劳务收到的现金”和收入的配平性, 而 2019 年前三季度该数据呈现较高的匹配, 总之, 我们认为公司 2019 年前三季度的增长质量较高。

➤ **服务产业链纵向拓展加速, 我们认为有望提升投资者对于公司业务天花板认知** 我们认为上市以来公司重点在做的就是存量业务产能拓展和服务链的纵向拓展, 这也为公司长期业务天花板的提升及协同效应的进一步增加奠定基础。

①**存量业务产能持续拓展。**公司前三季度在宁波杭州湾三期生命科技园二期及天津三期工程持续投入, 导致在建工程 1.33 亿元, 同比增长 281%, 我们认为这也体现了公司短中期在产能方面拓展的持续性 (存量业务及 CDMO 业务)。②**产业链纵向拓展力度加强。**2019 年前三季度在资本开支方面除了在建工程外, 就是在临床业务方面的股权拓展, 相继投入 2.4 亿元, 合并南京思睿 (临床 CRO)、持股北京联斯达 (SMO), 我们认为这种服务产业链的纵深布局, 体现了公司提升中长期业务天花板的战略意图, 我们也将给予持续的跟踪关注。

**推荐**

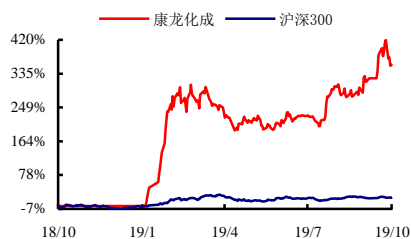
上调评级

当前价格: 50.46 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低 (元)	57.22/11.03
总股本 (百万股)	656
流通股本 (百万股)	66
流通股比例 (%)	10.00
总市值 (亿元)	331
流通市值 (亿元)	33

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 孙建

执业证号: S0100519020002

电话: 021-60876703

邮箱: sunjian@mszq.com

相关研究

1. 康龙化成 (300759) 2019 年三季度报预告点评: 协同效应驱动弹性释放, 业绩加速有望持续
2. 康龙化成 (300759) 2019 年中报点评: 协同导流持续助力盈利改善

### 三、投资建议

我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.74、1.04、1.44 元，按 2019 年 10 月 25 日收盘价对应 2019 年 69 倍 PE (2020 年 49 倍)，参考可比公司估值，同时考虑公司增量业务对净利率拉动效应的兑现，略超我们对于该节奏的认识，我们上调评级，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

业务布局加速带来的管理风险，订单短期波动，临床业务布局带来的管理挑战。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,908	3,847	4,946	6,257
增长率 (%)	26.8	32.3	28.6	26.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	339	483	682	945
增长率 (%)	46.9	42.3	41.3	38.4
每股收益 (元)	0.57	0.74	1.04	1.44
PE (现价)	88.5	68.6	48.5	35.1
PB	12.8	10.2	8.4	6.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,908	3,847	4,946	6,257
营业成本	1,963	2,579	3,281	4,083
营业税金及附加	26	35	45	57
销售费用	55	76	98	124
管理费用	391	517	665	841
研发费用	32	38	49	63
EBIT	441	602	808	1,090
财务费用	43	51	20	(7)
资产减值损失	13	3	2	3
投资收益	(2)	3	3	3
营业利润	380	550	787	1,095
营业外收支	20	0	0	0
利润总额	401	570	806	1,115
所得税	61	88	124	171
净利润	339	483	682	944
归属于母公司净利润	339	483	682	945
EBITDA	706	846	1,064	1,357
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	321	1268	2058	3008
应收账款及票据	655	867	1115	1410
预付款项	4	5	6	7
存货	124	161	205	251
其他流动资产	106	106	106	106
流动资产合计	1281	2498	3601	4931
长期股权投资	29	32	35	38
固定资产	2342	2442	2542	2642
无形资产	390	468	545	621
非流动资产合计	3345	3283	3256	3225
资产合计	4625	5781	6857	8156
短期借款	382	482	582	682
应付账款及票据	108	148	184	232
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1256	1498	1893	2248
长期借款	876	876	876	876
其他长期负债	124	124	124	124
非流动负债合计	1028	1028	1028	1028
负债合计	2284	2526	2921	3276
股本	591	656	656	656
少数股东权益	13	13	12	12
股东权益合计	2342	3255	3937	4881
负债和股东权益合计	4625	5781	6857	8156

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	26.8	32.3	28.6	26.5
EBIT 增长率	21.8	36.4	34.3	34.9
净利润增长率	46.9	42.3	41.3	38.4
<b>盈利能力</b>				
毛利率	32.5	33.0	33.7	34.7
净利润率	11.7	12.6	13.8	15.1
总资产收益率 ROA	7.3	8.4	10.0	11.6
净资产收益率 ROE	14.6	14.9	17.4	19.4
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.0	1.7	1.9	2.2
速动比率	0.9	1.6	1.8	2.1
现金比率	0.3	0.8	1.1	1.3
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	74.1	73.7	73.9	73.8
存货周转天数	19.9	19.6	19.6	19.6
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.6	0.7	1.0	1.4
每股净资产	3.9	4.9	6.0	7.4
每股经营现金流	1.2	1.0	1.5	1.7
每股股利	0.1	0.1	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	88.5	68.6	48.5	35.1
PB	12.8	10.2	8.4	6.8
EV/EBITDA	46.4	37.7	29.3	22.4
股息收益率	0.2	0.2	0.0	0.0
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	339	483	682	944
折旧和摊销	278	247	258	271
营运资金变动	29	(130)	(20)	(129)
经营活动现金流	737	637	964	1,132
资本开支	619	159	208	213
投资	(96)	0	0	0
投资活动现金流	(715)	(159)	(208)	(213)
股权募资	0	503	0	0
债务募资	117	0	0	0
筹资活动现金流	(16)	469	35	31
现金净流量	7	947	790	949

## 分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。