

业绩符合预期，赛道优势持续发力

——康龙化成（300759）季报点评

分析师：徐勇

SAC NO: S1150516060001

2019年5月7日

医药——化学制药

证券分析师

徐勇

010-68784235

xuyong@bhq.com

助理分析师

甘英健

SAC No: S1150118020008

ganyingjian@bhq.com

陈晨

SAC No: S1150118080007

chenchen@bhq.com

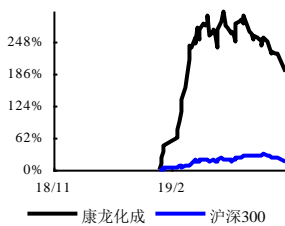
评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：

最新收盘价：**32.13**

最近半年股价相对走势



相关研究报告

事件：

公司发布 2019 年第一季度报告：公司 2019 年一季度实现营收 7.63 亿元，同比增长 31.12%，归母净利润为 5439.64 万元，同比增长 33.24%，扣非后归母净利润为 5337.66 万元，同比增长 32.25%，经营性现金流净额 1.19 亿元，同比增长 71.10%，EPS 为 0.086 元/股，业绩符合预期。

● 费用波动与业绩匹配，营收规模不断扩大

公司费用波动与业绩增速匹配，报告期内销售费用 1275.41 万元，同比增长 26.68%，主要系公司持续加速拓展国内外市场业务所致；管理费用 1.16 亿元，同比增长 38.05%，主要归因于公司经营规模扩大以及 A 股发行上市；研发费用 869.29 万元，同比增长 34.33%，主要是公司大力提高研发能力和专业技术水平所致。整体来看，公司发展态势良好，营收规模不断扩大。

● CRO 赛道方兴未艾，公司增量空间可观

由于新药研发费用持续扩增以及研发难度不断加大，CRO 型企业在创新药物研发系统中的重要性愈加显著，叠加近年我国对创新型医药企业的大力扶持，譬如科创板推行对寻求 CRO 服务意愿较高的初创型药企的敦促作用，预期国内市场在未来几年也将迎来新一轮需求增势，我们看好公司所处 CRO 赛道发展前景。2018 年，国外业务收入占公司营收比重高达 87.6%，表明公司在国际市场已经获得广泛认可，随着国内市场放量推进，公司未来增量空间可观。

● “CRO/CMO+大/小分子”共同发力，助力业绩持续增长

实验室化学服务是公司的优势竞争力所在，在此基础上公司逐步向中后端延伸，现已形成实验室化学、生物科学、CMC、安评及临床 CRO 综合服务平台，目前临床 III 期及商业化阶段药物生产尚在规划中。此外，随着小分子药物可涉及领域的逐步缩小及其创新药物的边际改善空间收窄，具备高选择性、低脱靶毒性、突破性疗法的生物药物研发将是行业追逐的热点，公司拥有为抗体偶联药物提供关键的共价键合成技术，2018 年 8 月设立从事大分子研究开发及生产的孙公司，紧密固化大分子服务能力。我们认为布局大小分子药物服务，实行研产一体化的商业模式，将为公司持续业绩增长提供强劲动力。

● 盈利预测与投资评级

公司为国内 CRO+CMO 一体化优质企业，受益于全球创新药及罕见病药物发展红利，现正处于快速发展时期。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别 4.52 亿元、5.70 亿元、7.08 亿元，EPS 分别为 0.77 元、0.96 元、1.20 元，当前股价对应 PE 分别为 42X、33X、27X。

风险提示：项目推进不及预期，政策变动风险，国际贸易摩擦及汇率波动的风

险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	2294.1	2908.1	3720.6	4748.0	6028.4
(+/-)%	40.38%	26.76%	27.94%	27.61%	26.97%
经营利润 (EBIT)	378	443	609	769	935
(+/-)%	76.81%	17.27%	37.38%	26.22%	21.67%
净利润	227	339	452	570	707
(+/-)%	28.33%	49.33%	33.26%	26.09%	24.16%
每股收益 (元)	0.39	0.57	0.77	0.96	1.20

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	305	321	287	544	919	营业收入	2294	2908	3721	4748	6028
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1543	1963	2527	3229	4115
应收账款	543	655	839	1070	1359	营业税金及附加	16	26	34	43	55
预付款项	2	4	5	7	9	销售费用	47	55	70	89	113
其他应收款	46	74	74	95	121	管理费用	325	391	500	638	810
存货	93	120	154	197	251	财务费用	96	43	55	70	88
其他流动资产	89	106	129	157	193	资产减值损失	2	13	3	3	3
长期股权投资	0	29	29	29	29	投资收益	0	-2	0	0	0
固定资产	1805	2342	2339	2491	2608	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	290	35	383	341	321	营业利润	263	380	533	676	844
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	16	20	21	23	24
无形资产	302	390	312	273	234	税前利润	279	401	554	699	868
长期待摊费用	208	245	196	171	148	减：所得税	51	61	102	129	160
资产总计	3919	4625	5110	5815	6722	净利润	227	339	452	570	707
短期借款	275	382	325	325	325	归属于母公司的净利润	231	339	452	570	708
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	-4	0	0	0	-1
应付账款	92	108	137	176	224	基本每股收益	0.39	0.57	0.77	0.96	1.20
预收款项	107	187	290	421	587	稀释每股收益	0.39	0.57	0.77	0.96	1.20
应付职工薪酬	129	174	174	174	174	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应交税费	35	31	37	45	54	成长性					
其他应付款	105	213	256	307	368	营收增长率	40.4%	26.8%	27.9%	27.6%	27.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	76.8%	17.3%	37.4%	26.2%	21.7%
长期借款	829	876	876	876	876	净利润增长率	30.5%	46.9%	33.3%	26.1%	24.2%
负债合计	1909	2284	2455	2737	3085	盈利性					
股东权益合计	2010	2342	2656	3077	3637	销售毛利率	32.7%	32.5%	32.1%	32.0%	31.7%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率	10.1%	11.7%	12.1%	12.0%	11.7%
净利润	227	339	452	570	707	ROE	11.5%	14.5%	17.0%	18.5%	19.5%
折旧与摊销	195	203	226	247	267	ROIC	9.10%	9.85%	12.10%	13.72%	14.72%
经营活动现金流	552	587	625	725	854	估值倍数					
投资活动现金流	-1280	-816	-300	-300	-301	PE	82.2	55.9	42.0	33.3	26.8
融资活动现金流	572	244	-235	-189	-432	P/S	8.3	6.5	5.1	4.0	3.1
现金净变动	-155	15	90	236	121	P/B	9.44	8.10	7.15	6.17	5.22
期初现金余额	470	305	321	287	544	股息收益率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
期末现金余额	315	321	410	524	665	EV/EBITDA	34.9	31.1	24.1	19.6	16.3

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123
李元玮
+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白琪玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：(010) 68104192

传真：(010) 68104192

渤海证券研究所网址：www.ewww.com.cn