

2020年03月29日

# Q1 实现超高速增长，受益于“收入+毛利率” 双升逻辑

## 康龙化成(300759)

评级:	增持	股票代码:	300759
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	68.6/32.13
目标价格:		总市值(亿)	459.39
最新收盘价:	57.83	自由流通市值(亿)	163.79
		自由流通股数(百万)	283.23

### 事件概述

(1) 公司发布 2019 年年报：全年实现营业收入 37.57 亿元，同比增长 29.20%；归母净利润 5.47 亿元，同比增长 64.30%；扣非净利润 5.05 亿元，同比增长 58.15%。2019 年 Q4 实现营业收入 11.31 亿元，同比增长 29.57%；归母净利润 2.19 亿元，同比增长 101.65%；扣非净利润 1.78 亿元，同比增长 83.54%。

(2) 公司发布 2020 年一季度业绩预告：归母净利润为 0.92~1.08 亿元，同比增长 70%~100%；扣非净利润为 1.05~1.21 亿元，同比增长约为 97%~127%。

### 分析判断：

#### ► 2020 年 Q1 业绩实现超高速增长，受益于“收入+毛利率”双升逻辑

2020 年 Q1 扣非净利润中位数为 1.13 亿元，同比增速约为 112%，实现翻倍增长；考虑到 Q1 时核心业务实验室业务、CMC 业务将继续呈现高速增长的趋势，再叠加毛利率提升的影响，即受益于“收入+毛利率”双升逻辑，利润端呈现超市场预期。Q1 期间受疫情影响，公司推迟复工一周即在 2 月 10 日正式实现复工，预计 2 月订单的交付时间略微有所延迟，但整体上来看影响极为有限。

#### ► 2019 年报解读：各业务条线均保持高速增长，夯实实验室业务、CMC 业务的基础上，战略布局临床服务业务

2019 年公司实现了“A+H”的发行上市，收入端和利润端均呈现高速增长，战略上继续夯实实验室业务、CMC 业务，战略性布局国内临床试验服务业务。公司 2019 年新增客户 192 家，合计达到 1038 家（包括 TOP 20 药企），客户数量继续呈现上升趋势、巩固行业领导者地位。

► **实验室业务——呈现高速增长趋势，单人产值呈现上升趋势：**公司实验室业务主要包括化学合成、生物科学、安评等，2019 年实现营业收入 23.80 亿元，同比增长 25.52%，毛利率为 40.26%，同比上升 2.72%：（1）化学合成业务作为公司的核心业务，继续保持稳健快速增长；（2）生物科学业务受益于一体化战略，继续呈现高速增长。截止 2019 年底员工数量合计为 4301 人（同比增长 11.5%）、单人产值达到 58.34 万元（同比增长 7.9%），其中实验室化学研究员约为 3200 人（同比增长 6.67%）、生物科学与安评等业务约 1100 人（同比增长 55.8%）。

► **CMC 业务——项目数量呈现高速增长，延续“收入+毛利率”双升逻辑：**2019 年实现营业收入 9.02 亿元，同比增长 39.60%、毛利率为 27.77%，同比上升 5.99%，受益于天津 I 期/II 期等生产基地产能利用率提升，“收入+毛利率”继续呈现双升趋势。2019 年公司国内团队完成和在研的 CMC 项目达到 568 个，同比增长 56.0%，其中临床前项目 485 个，临床 I 期 54 个，临床 II 期 20 个，临床 III 期 9 个，另外英国团队完成了 20 个临床前和临床早期的项目。为满足日益增长的 CMC 服务需求、公司积极扩充 CMC 服

务团队，即 2019 年底员工达到 1544 人，同比增长 21.0%。

➤ **临床试验服务业务——战略性布局国内临床试验服务业务，预计将享受国内创新药繁荣的红利：**公司战略上加速布局国内临床试验服务业务，即 2019 年 5 月完成对临床试验 CRO 公司南京思睿的并表、2019 年 6 月战略性入股 SMO 细分龙头企业北京联斯达（预期将于 2020 年 Q2 实现并表），未来将实现国内临床 CRO+SMO 业务的布局，将享受国内创新药繁荣的红利。2019 年临床试验服务业务实现营业收入 4.56 亿元，同比增长 31.30%、毛利率为 24.97%，毛利率基本与 2018 年实现持平，收入端若扣除南京思睿的并表影响（2019 年 5 月并表、增厚收入约 4041 万元）增速约为 19.7%，继续维持较快增长。

▶ **“一体化”服务战略下业务协同效应凸显，CMC 业务将继续为公司贡献业绩弹性**

公司在全流程、一体化协同发展战略下，实现药物发现与药物开发业务之间的协同、致力于提升一体化研发服务综合水平。2019 年公司一体化 IND 的一揽子研发服务越来越受到客户的认可，即 2019 年公司安评业务与 CMC 业务重合度达到 68%。公司 CMC 业务随着康龙天津 II 期项目的投产和规模效应下，呈现“收入+毛利率”双升，且未来随着宁波康泰博商业化 CDMO 产能的投产，公司将积极拓展临床后期及商业化阶段业务，参照类似公司凯莱英、和全药业临床后期和商业化阶段业务占比情况，预期公司 CMC 业务将出现爆发式增长、贡献业绩弹性。

### 投资建议

公司作为全球具有核心竞争力的 CRMO 企业，未来立足于核心业务药物发现，在协同效应下和新产能逐渐投产的驱动下，CMC 业务将迎来“收入+毛利率”双升，我们判断未来 3-5 年利润端将继续保持高速增长。略微调整 2020-2021 年业绩预测，预计 2020-2022 年营业收入分别为 48.11/62.60/79.77 亿元（原预测 2020-2021 年营业收入为 47.94/60.40 亿元），同比增长分别为 28.1%/30.1%/27.4%；归母净利润分别为 8.12/11.05/15.07 亿元（原预测 2020-2021 年归母净利润为 7.89/10.69 亿元），同比增长分别为 48.4%/36.1%/36.4%，对应 2020/2021 年 PE 估值分别为 56/42 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

业务拓展低于预期、募投项目宁波康泰博投产低于预期、行业竞争加剧及景气度下降、海外新冠疫情爆发影响需求端变化。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,908	3,757	4,811	6,260	7,977
YoY (%)	26.8%	29.2%	28.1%	30.1%	27.4%
归母净利润(百万元)	333	547	812	1,105	1,507
YoY (%)	44.3%	64.3%	48.4%	36.1%	36.4%
毛利率 (%)	32.7%	35.5%	37.1%	38.2%	39.6%
每股收益(元)	0.42	0.69	1.02	1.39	1.90
ROE	14.4%	7.0%	9.4%	11.4%	13.4%
市盈率	137.94	83.95	56.57	41.57	30.48

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系人：徐顺利

邮箱：xusl1@hx168.com.cn

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,757	4,811	6,260	7,977	净利润	531	833	1,132	1,541
YoY (%)	29.2%	28.1%	30.1%	27.4%	折旧和摊销	320	304	245	259
营业成本	2,423	3,028	3,870	4,817	营运资金变动	-66	-44	-155	-137
营业税金及附加	31	42	53	69	经营活动现金流	884	1,082	1,217	1,657
销售费用	73	92	121	153	资本开支	-751	-583	-588	-586
管理费用	496	644	832	1,064	投资	-264	0	0	0
财务费用	72	0	0	0	投资活动现金流	-1,045	-566	-577	-573
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	5,093	0	0	0
投资收益	-19	-13	-24	-27	债务募资	727	-214	0	0
营业利润	631	992	1,349	1,834	筹资活动现金流	4,246	-214	0	0
营业外收支	1	-4	-4	-4	现金净流量	4,135	302	640	1,084
利润总额	633	988	1,345	1,830	<b>主要财务指标</b>				
所得税	102	155	214	289	<b>成长能力 (%)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	531	833	1,132	1,541	营业收入增长率	29.2%	28.1%	30.1%	27.4%
归属于母公司净利润	547	812	1,105	1,507	净利润增长率	64.3%	48.4%	36.1%	36.4%
YoY (%)	64.3%	48.4%	36.1%	36.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.69	1.02	1.39	1.90	毛利率	35.5%	37.1%	38.2%	39.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	14.1%	17.3%	18.1%	19.3%
货币资金	4,460	4,792	5,432	6,516	总资产收益率 ROA	5.5%	7.5%	9.0%	10.6%
预付款项	5	6	7	9	净资产收益率 ROE	7.0%	9.4%	11.4%	13.4%
存货	157	192	248	307	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1,323	1,556	1,972	2,410	流动比率	<b>4.68</b>	<b>5.11</b>	<b>4.79</b>	<b>4.71</b>
流动资产合计	5,944	6,545	7,659	9,241	速动比率	4.48	4.91	4.56	4.49
长期股权投资	131	131	131	131	现金比率	3.51	3.74	3.40	3.32
固定资产	2,485	2,736	2,955	3,206	资产负债率	21.1%	19.5%	19.8%	19.7%
无形资产	421	480	525	577	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	3,991	4,263	4,600	4,920	总资产周转率	0.38	0.45	0.51	0.56
资产合计	9,935	10,808	12,259	14,161	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	214	0	0	0	每股收益	0.69	1.02	1.39	1.90
应付账款及票据	118	157	195	247	每股净资产	9.78	10.84	12.23	14.13
其他流动负债	938	1,123	1,404	1,714	每股经营现金流	1.11	1.36	1.53	2.09
流动负债合计	1,270	1,280	1,599	1,960	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	542	542	542	542	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	285	285	285	285	PE	83.95	56.57	41.57	30.48
非流动负债合计	827	827	827	827	PB	5.27	5.34	4.73	4.09
负债合计	2,097	2,108	2,426	2,787					
股本	794	794	794	794					
少数股东权益	71	92	118	152					
股东权益合计	7,838	8,701	9,833	11,374					
负债和股东权益合计	9,935	10,808	12,259	14,161					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

徐顺利：北京大学硕士，曾就职于南华基金，2020年1月加入华西证券，负责CXO、医疗服务及部分药品领域。

### 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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。