

业绩超预期，产能建设持续推进

——康龙化成（300759）三季度报点评

分析师： 徐勇

SAC NO： S1150516060001

2019年10月28日

医药——化学制药
证券分析师

徐勇

010-68104602

xuyong@bhqz.com

助理分析师

甘英健

SAC No: S1150118020008

ganyingjian@bhqz.com

陈晨

SAC No: S1150118080007

chenchen@bhqz.com

张山峰

SAC No: S1150119080020

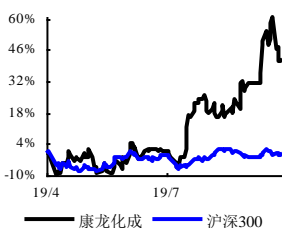
zhangsf@bhqz.com

评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格：

最新收盘价： 50.46

最近半年股价相对走势

相关研究报告
事件：

公司发布2019年第三季度报告：公司2019年前三季度实现营收26.26亿元，同比增长29.03%，实现扣非归母净利润3.27亿元，同比增长46.98%，经营性现金流净额5.33亿元，同比增长9.51%，其中第三季度实现营收9.90亿元，同比增长29.42%，实现扣非归母净利润1.71亿元，同比增长60.68%，增速超预期。

● 费用与营收匹配，下游议价能力逐步提升

报告期内销售费用4637.38万元，同比增长34.78%，其中三季度销售费用同比增速较快（1760.74万元，60.21%），与公司业绩增速相匹配；研发费用4297.23万元，同比增长82.65%，第三季度为1628.52万元，同比增长81.49%，主要系公司持续提高研发能力和专业技术水平；报告期内公司实现33.59%的毛利率水平，同比增长1.78个百分点，主要归因于公司生物化学等高毛利率业务的增长；应收账款7.52亿元，同比增长14.98%，增速趋于缓和，表明随着公司对下游的议价能力逐步提升。

● 一体化建设持续推进，产能储备加大投入

公司持续推进从前端实验室业务向中后端的拓展，增强CMC+CRO一体化服务协同效应，据投资者调研数据，公司体内外生物科学83%的收入来源于与实验室化学的协同效应，77%的CMC收入来源于与药物发现服务的协同效应，为公司业务拓展和服务稳定性提供了强大保证，报告期内公司通过收购南京思睿以及入股北京联斯达进驻临床研究现场管理等方面以发展临床服务项目。此外，报告期公司在建工程1.33亿元，同比增长281.54%，主要系宁波杭州湾生命科技园二期及天津园区三期工程持续投入所致，持续强化公司中短期内的CMC业务承接能力。

● 盈利预测与投资评级

公司为国内CRO+CMC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66X、53X、42X。

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

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。

表：三张表及主要财务指标

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	321	287	544	919	营业收入	2908	3721	4748	6028
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1963	2527	3229	4115
应收账款	655	839	1070	1359	营业税金及附加	26	34	43	55
预付款项	4	5	7	9	销售费用	55	70	89	113
其他应收款	74	74	95	121	管理费用	391	500	638	810
存货	120	154	197	251	财务费用	43	55	70	88
其他流动资产	106	129	157	193	资产减值损失	13	3	3	3
长期股权投资	29	29	29	29	投资收益	-2	0	0	0
固定资产	2342	2339	2491	2608	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	35	383	341	321	营业利润	380	533	676	844
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	20	21	23	24
无形资产	390	312	273	234	税前利润	401	554	699	868
长期待摊费用	245	196	171	148	减：所得税	61	102	129	160
资产总计	4625	5110	5815	6722	净利润	339	452	570	707
短期借款	382	325	325	325	归属于母公司的净利润	339	452	570	708
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	108	137	176	224	基本每股收益	0.57	0.77	0.96	1.20
预收款项	187	290	421	587	稀释每股收益	0.57	0.77	0.96	1.20
应付职工薪酬	174	174	174	174	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
应交税费	31	37	45	54	成长性				
其他应付款	213	256	307	368	营收增长率	26.8%	27.9%	27.6%	27.0%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT 增长率	17.3%	37.4%	26.2%	21.7%
长期借款	876	876	876	876	净利润增长率	46.9%	33.3%	26.1%	24.2%
负债合计	2284	2455	2737	3085	盈利性				
股东权益合计	2342	2656	3077	3637	销售毛利率	32.5%	32.1%	32.0%	31.7%
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率	11.7%	12.1%	12.0%	11.7%
净利润	339	452	570	707	ROE	14.5%	17.0%	18.5%	19.5%
折旧与摊销	203	226	247	267	ROIC	9.85%	12.10%	13.72%	14.72%
经营活动现金流	587	625	725	854	估值倍数				
投资活动现金流	-816	-300	-300	-301	PE	55.9	42.0	33.3	26.8
融资活动现金流	244	-235	-189	-432	P/S	6.5	5.1	4.0	3.1
现金净变动	15	90	236	121	P/B	8.10	7.15	6.17	5.22
期初现金余额	305	321	287	544	股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
期末现金余额	321	410	524	665	EV/EBITDA	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
 王磊
 +86 22 2845 1802

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

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 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

固定收益研究

 崔健
 +86 22 2845 1618
 夏捷
 +86 22 2386 1355
 朱林宁
 +86 22 2387 3123

金融工程研究

 宋昶
 +86 22 2845 1131
 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

 张敬华
 +86 10 6810 4651

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