

增持

——上调

康龙化成 (300759)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2019年10月29日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号: S0870119030007

### 基本数据 (2019Q3)

报告日股价 (元)	50.46
12mth A 股价格区间 (元)	11.03-57.22
总股本 (百万股)	656.29
无限售 A 股/总股本	10%
流通市值 (亿元)	33.12
每股净资产 (元)	4.56
PBR (X)	11.06
DPS (Y2018, 元)	无

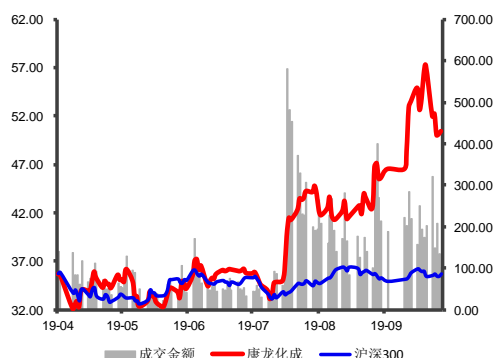
### 主要股东 (2019Q3)

深圳市信中康成投资合伙企业(有限合伙)	23.94%
天津君联闻达股权投资合伙企业(有限合伙)	15.77%
Pharmaron Holdings Limited	14.87%

### 收入结构 (2019H1)

药物发现与研究业务	64.8%
药物开发与生产服务	34.7%
其他业务	0.6%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



# 利润增速略超预期 产能扩张逐步推进

## ■ 公司动态事项

公司发布2019年第三季度报告。

## ■ 事项点评

### 毛利率持续提升，利润增速略超预期

2019年前三季度，公司实现营业收入26.26亿元，同比增长29.03%；实现归母净利润3.28亿元，同比增长46.25%；扣非后归母净利润3.27亿元，同比增长46.98%；实现经营活动产生的现金流量净额5.33亿元，相比去年同期增长9.51%。其中公司第三季度实现营收9.90亿元，同比增长29.42%；实现归母净利润1.67亿元，同比增长54.59%；实现扣非归母净利润1.71亿元，同比增长60.68%。

2019年前三季度，公司整体毛利率为33.59%，较去年同期提升1.78pct，环比提升4.78pct，我们认为主要是高毛利业务增长快速以及产能利用率逐步改善所致。期间费用率方面，2019年前三季度，公司的销售费用率和管理费用率分别为1.77%和14.83%，分别同比增加0.08pct和0.18pct，费用控制较为良好。

### 临床布局不断完善，产能扩张保障业务承接能力

业务拓展方面，公司于上半年分别完成了对南京思睿和联斯达的合并及持股，进一步完善公司在国内临床研究服务市场的布局。由于临床业务的复制难度相对较低，未来随临床业务的整合完成，有望带动业绩的迅速成长。除外延并购外，报告期内公司在建工程达到1.33亿元，同比增长281.54%，主要是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，产能的持续扩张提升公司未来的业务承接能力。

## ■ 风险提示

行业监管政策变化风险；医药研发服务行业竞争加剧风险；科研技术人才流失的风险；知识产权保护风险

## ■ 投资建议

### 上调至“增持”评级

考虑到公司盈利能力的逐步提高，我们上调公司19、20年EPS至0.75、1.03元，以10月25日收盘价50.46元计算，动态PE分别为67.1倍和48.8倍。我们认为，公司作为CRO全产业链的龙头企业之一，业绩将有望受益于全球新药研发热潮以及公司自身业务范围的持续拓展，

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

具备明确成长性。未来伴随临床业务的逐步整合以及产能利用率的持续提升，公司毛利率将不断改善。我们看好公司未来发展，上调公司至“增持”评级。

#### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,908.12	3,718.50	4,721.77	5,945.08
年增长率	26.76%	27.87%	26.98%	25.91%
归属于母公司的净利润	339.22	493.41	678.70	892.33
年增长率	46.94%	45.45%	37.55%	31.48%
每股收益 (元)	0.52	0.75	1.03	1.36
PER (X)	97.62	67.12	48.79	37.11

注：有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	321	965	1,722	2,578
存货	120	147	189	230
应收账款及票据	730	955	1,184	1,510
其他	110	111	112	113
流动资产合计	1,281	2,179	3,207	4,431
长期股权投资	29	29	29	29
固定资产	2,342	2,141	1,941	1,740
在建工程	35	35	35	35
无形资产	390	380	370	361
其他	549	457	401	354
非流动资产合计	3,345	3,042	2,776	2,518
<b>资产总计</b>	<b>4,625</b>	<b>5,221</b>	<b>5,983</b>	<b>6,949</b>
短期借款	382	382	382	382
应付账款及票据	321	327	488	527
其他	553	640	607	752
流动负债合计	1,256	1,349	1,477	1,660
长期借款和应付债券	876	876	876	876
其他	152	118	136	135
非流动负债合计	1,028	995	1,012	1,012
<b>负债合计</b>	<b>2,284</b>	<b>2,344</b>	<b>2,489</b>	<b>2,672</b>
少数股东权益	13	13	13	13
股东权益合计	2,342	2,877	3,494	4,277
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,625</b>	<b>5,221</b>	<b>5,983</b>	<b>6,949</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	339	493	679	892
折旧和摊销	265	210	210	210
营运资本变动	25	(91)	(97)	(122)
<b>经营活动现金流</b>	<b>737</b>	<b>704</b>	<b>895</b>	<b>1,080</b>
资本支出	(88)	0	0	0
投资收益	(2)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(715)</b>	<b>(3)</b>	<b>9</b>	<b>(5)</b>
股权融资	0	0	0	0
负债变化	47	0	0	0
股息支出	(72)	(35)	(64)	(113)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(16)</b>	<b>(57)</b>	<b>(147)</b>	<b>(218)</b>
<b>净现金流</b>	<b>7</b>	<b>644</b>	<b>757</b>	<b>856</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,908</b>	<b>3,719</b>	<b>4,722</b>	<b>5,945</b>
营业成本	1,963	2,461	3,091	3,848
营业税金及附加	26	32	41	51
营业费用	55	63	76	89
管理费用	391	511	642	844
研发费用	43	92	103	99
财务费用	43	92	103	99
资产减值损失	13	7	9	12
投资收益	(2)	0	0	0
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>380</b>	<b>552</b>	<b>759</b>	<b>1,001</b>
营业外收支净额	20	22	24	26
<b>利润总额</b>	<b>401</b>	<b>574</b>	<b>783</b>	<b>1,027</b>
所得税	61	80	104	135
净利润	339	493	679	892
少数股东损益	(0)	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>339</b>	<b>493</b>	<b>679</b>	<b>892</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	26.76%	27.87%	26.98%	25.91%
EBITDA 增长率	32.46%	27.87%	25.49%	22.23%
EBIT 增长率	26.87%	41.11%	33.81%	27.65%
净利润增长率	46.94%	45.45%	37.55%	31.48%
毛利率	32.48%	33.82%	34.53%	35.27%
EBITDA/总收入	22.97%	22.97%	22.70%	22.04%
EBIT/总收入	15.69%	17.32%	18.25%	18.50%
净利润率	11.66%	13.27%	14.37%	15.01%
资产负债率	49.37%	44.89%	41.60%	38.45%
流动比率	1.0	1.6	2.2	2.7
速动比率	0.9	1.5	2.0	2.5
总资产回报率 (ROA)	7.33%	9.45%	11.34%	12.84%
净资产收益率 (ROE)	14.57%	17.23%	19.50%	20.93%
EV/营业收入	0.0	0.0	8.0	6.2
EV/EBITDA	0.0	35.0	27.3	21.7
PE	97.6	60.4	43.9	33.4
PB	14.2	10.4	8.6	7.0

## 分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。