

# 成熟业务保持强劲增长，新兴业务有望成为长期增长驱动力

——康龙化成 2022 年&1Q23 业绩点评

## 核心观点

- 收入端保持快速发展，利润增长暂时承压。**公司 2022 年实现营业收入 102.7 亿元 (+37.9%)；实现归母净利润 13.7 亿元 (-17.2%)。利润端增速放缓主要是大分子及细胞基因治疗业务目前处于投入阶段，以及小分子 CDMO 的海外产能自 22 年收购以来仍处于整合初期，投入较大。公司 2023 年第一季度实现营业收入 27.24 亿元 (+29.5%)；实现归母净利润 3.48 亿元 (+39.8%)，业绩的快速恢复彰显公司一体化平台的强大韧性。
- 继续增强一体化平台建设，成熟业务高速增长，新业务未来可期。**分业务看，成熟板块业务和运营效率持续快速提升：1) 实验室服务 22 年实现收入 60.89 亿元 (+38.5%)，1Q23 实现收入 16.53 亿元 (+29.7%)。在继续保持全球领先水平的同时，运营效率持续提升，毛利率持续上升。2) 小分子 CDMO 服务 22 年实现收入 24.07 亿元 (+37.8%)，1Q23 实现收入 5.98 亿元 (+29.6%)。随着管线向后期延伸，临床后期业务的收入占比有望进一步提升。3) 临床研究服务 22 年实现收入 13.94 亿元 (+45.7%)，1Q23 实现收入 3.74 亿元 (+41.1%)。在疫情扰动下依然实现强劲发展。新兴业务处于早期投入阶段：4) 大分子和细胞与基因治疗服务 22 年实现收入 3.51 亿元 (+9.3%)，1Q23 实现收入 0.95 亿元 (+0.5%)，随着公司大分子 GMP 新产能的投入使用，未来收入规模和运营效率有望逐步提升。
- 通过国际化布局服务全球，承接海外订单能力有望进一步增强。**截至目前，公司在中国、美国、英国分别有 9 个、6 个、5 个运营实体。22 年公司围绕一体化布局，进行了多项国际收并购，有效提高公司国际化运营能力。全球产能布局下，一方面，可以使得公司在全球多地的业务同时持续增长；另一方面，为客户在中国、美国或欧洲并行提交 IND 提供了可能性与申报效率，进一步增强客户粘性。未来随着新增产能逐步释放，有望助力业绩快速增长。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑到公司成熟业务增长稳健，小幅上调收入假设，以及新兴业务处于投入阶段，上调费用假设。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 1.76、2.28、2.93 元，原 23-24 年预测值为 2.11、2.65 元，根据可比公司，给予公司 23 年 31 倍市盈率，对应目标价为 54.56 元，维持“增持”评级。

## 风险提示

- 医药研发服务市场需求下降的风险、行业竞争加剧的风险、汇率波动的风险等

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,444	10,266	12,601	15,576	19,572
同比增长(%)	45.0%	37.9%	22.7%	23.6%	25.7%
营业利润(百万元)	1,914	1,690	2,448	3,173	4,082
同比增长(%)	44.6%	-11.7%	44.9%	29.6%	28.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,661	1,375	2,098	2,720	3,495
同比增长(%)	41.7%	-17.2%	52.6%	29.6%	28.5%
每股收益(元)	1.39	1.15	1.76	2.28	2.93
毛利率(%)	36.0%	36.7%	36.2%	35.9%	35.4%
净利率(%)	22.3%	13.4%	16.7%	17.5%	17.9%
净资产收益率(%)	17.5%	13.3%	17.7%	19.0%	20.5%
市盈率	35.1	42.4	27.8	21.4	16.7
市净率	5.8	5.5	4.4	3.8	3.1

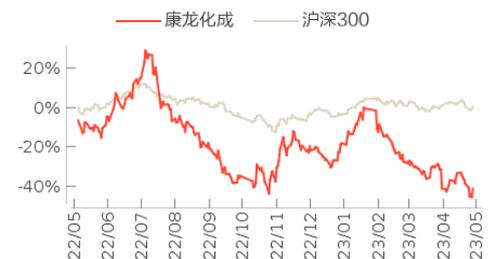
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持 (维持)
股价 (2023年04月28日)	48.96 元
目标价格	54.56 元
52 周最高价/最低价	114.14/45.09 元
总股本/流通 A 股 (万股)	119,122/114,672
A 股市值 (百万元)	58,322
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.96	-16.35	-40.8	-42.46
相对表现	-3.87	-17.09	-37.15	-45.21
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



## 证券分析师

刘恩阳 01066218100\*828  
liuenyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519040001  
香港证监会牌照：BSW684

## 相关报告

营收保持快速发展，业务版图持续拓宽 2022-10-28  
收入维持稳健增长，一体化长期值得期待 2022-08-16  
业绩高速增长，一体化全球布局长期看好 2021-08-30

**图 1：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023/4/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
药明康德	603259	67.53	1.72	2.97	3.31	4.17	39.31	22.74	20.41	16.20
皓元医药	688131	115.83	1.79	1.81	2.94	4.33	64.88	63.99	39.41	26.72
昭衍新药	603127	49.49	1.04	2.01	2.12	2.60	47.55	24.68	23.37	19.05
和元生物	688238	17.53	0.11	0.08	0.11	0.13	159.36	221.62	163.07	131.02
药石科技	300725	55.88	2.44	1.57	2.06	2.79	22.93	35.51	27.09	20.06
阳光诺和	688621	96.78	1.32	1.95	2.78	3.88	73.27	49.65	34.86	24.92
	最大值						159.36	221.62	163.07	131.02
	最小值						22.93	22.74	20.41	16.20
	平均数						67.89	69.70	51.37	39.66
	调整后平均						56.26	43.46	31.18	22.69

数据来源：wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,544	1,497	1,317	1,769	3,452	营业收入	7,444	10,266	12,601	15,576	19,572
应收票据、账款及款项融资	1,229	1,882	2,344	2,775	3,572	营业成本	4,765	6,498	8,043	9,992	12,634
预付账款	25	23	32	42	49	营业税金及附加	44	67	79	98	123
存货	680	1,041	1,048	1,443	1,832	营业费用	156	230	242	278	349
其他	3,166	2,092	1,774	2,569	2,419	管理费用及研发费用	1,019	1,780	1,746	2,031	2,386
<b>流动资产合计</b>	<b>8,644</b>	<b>6,536</b>	<b>6,514</b>	<b>8,598</b>	<b>11,323</b>	财务费用	23	177	310	277	270
长期股权投资	453	630	638	574	614	资产、信用减值损失	13	25	3	2	2
固定资产	3,923	5,665	6,446	7,191	7,816	公允价值变动收益	120	68	120	120	120
在建工程	1,374	1,671	1,731	1,774	1,804	投资净收益	308	75	97	97	97
无形资产	693	803	937	1,064	1,185	其他	63	58	53	58	56
其他	3,304	5,189	5,689	5,660	5,661	<b>营业利润</b>	<b>1,914</b>	<b>1,690</b>	<b>2,448</b>	<b>3,173</b>	<b>4,082</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,746</b>	<b>13,957</b>	<b>15,441</b>	<b>16,263</b>	<b>17,080</b>	营业外收入	6	3	3	4	3
<b>资产总计</b>	<b>18,389</b>	<b>20,493</b>	<b>21,955</b>	<b>24,861</b>	<b>28,403</b>	营业外支出	9	27	14	16	19
短期借款	422	663	487	524	558	<b>利润总额</b>	<b>1,911</b>	<b>1,666</b>	<b>2,437</b>	<b>3,161</b>	<b>4,067</b>
应付票据及应付账款	316	406	505	638	797	所得税	291	314	383	497	639
其他	2,245	2,843	2,646	3,084	3,456	<b>净利润</b>	<b>1,620</b>	<b>1,352</b>	<b>2,054</b>	<b>2,664</b>	<b>3,428</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,982</b>	<b>3,912</b>	<b>3,638</b>	<b>4,246</b>	<b>4,810</b>	少数股东损益	(41)	(22)	(44)	(56)	(67)
长期借款	956	713	713	713	713	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,661</b>	<b>1,375</b>	<b>2,098</b>	<b>2,720</b>	<b>3,495</b>
应付债券	3,467	3,741	3,000	3,000	3,000	每股收益(元)	1.39	1.15	1.76	2.28	2.93
其他	689	1,286	1,221	1,221	1,221						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,112</b>	<b>5,740</b>	<b>4,934</b>	<b>4,934</b>	<b>4,934</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,094</b>	<b>9,653</b>	<b>8,572</b>	<b>9,180</b>	<b>9,744</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	166	291	247	191	124	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	794	1,191	1,191	1,191	1,191	营业收入	45.0%	37.9%	22.7%	23.6%	25.7%
资本公积	5,707	4,586	5,254	5,254	5,254	营业利润	44.6%	-11.7%	44.9%	29.6%	28.7%
留存收益	3,554	4,574	6,672	9,026	12,070	归属于母公司净利润	41.7%	-17.2%	52.6%	29.6%	28.5%
其他	74	197	19	19	19	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,295</b>	<b>10,840</b>	<b>13,384</b>	<b>15,681</b>	<b>18,658</b>	毛利率	36.0%	36.7%	36.2%	35.9%	35.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,389</b>	<b>20,493</b>	<b>21,955</b>	<b>24,861</b>	<b>28,403</b>	净利率	22.3%	13.4%	16.7%	17.5%	17.9%
						ROE	17.5%	13.3%	17.7%	19.0%	20.5%
						ROIC	13.1%	9.6%	13.7%	15.4%	17.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	44.0%	47.1%	39.0%	36.9%	34.3%
净利润	1,620	1,352	2,054	2,664	3,428	净负债率	14.2%	35.6%	22.8%	16.9%	5.4%
折旧摊销	438	632	737	892	1,050	流动比率	2.90	1.67	1.79	2.02	2.35
财务费用	23	177	310	277	270	速动比率	2.67	1.40	1.50	1.68	1.97
投资损失	(308)	(75)	(97)	(97)	(97)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(968)	(156)	(451)	(659)	(747)	应收账款周转率	6.5	6.6	6.0	6.1	6.2
其它	1,252	212	(876)	(118)	(118)	存货周转率	9.7	7.5	7.7	8.0	7.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,058</b>	<b>2,143</b>	<b>1,677</b>	<b>2,960</b>	<b>3,785</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
资本支出	(2,143)	(2,951)	(1,640)	(1,734)	(1,754)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(128)	(317)	(65)	20	(113)	每股收益	1.39	1.15	1.76	2.28	2.93
其他	(2,987)	1,059	482	(211)	440	每股经营现金流	2.59	1.80	1.41	2.48	3.18
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,258)</b>	<b>(2,209)</b>	<b>(1,223)</b>	<b>(1,925)</b>	<b>(1,427)</b>	每股净资产	8.50	8.86	11.03	13.00	15.56
债权融资	4,092	115	(818)	23	10	<b>估值比率</b>					
股权融资	(276)	(723)	668	0	0	市盈率	35.1	42.4	27.8	21.4	16.7
其他	(154)	(809)	(485)	(607)	(686)	市净率	5.8	5.5	4.4	3.8	3.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,661</b>	<b>(1,417)</b>	<b>(635)</b>	<b>(583)</b>	<b>(676)</b>	EV/EBITDA	24.7	23.5	16.8	13.5	10.9
汇率变动影响	(46)	73	-0	-0	-0	EV/EBIT	30.3	31.4	21.3	17.0	13.5
<b>现金净增加额</b>	<b>416</b>	<b>(1,410)</b>	<b>(180)</b>	<b>452</b>	<b>1,683</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。