

投资评级 **优于大市** 维持

22 年在手订单 30%增长，看好公司长期稳健增长

股票数据

04月07日收盘价(元)	52.45
52周股价波动(元)	46.39-137.38
总股本/流通A股(百万股)	1191/946
总市值/流通市值(百万元)	62480/60145

相关研究

《康龙化成 2022 年三季报点评：实验室业务稳增长，新业务打开成长天花板》2022.11.07

《业绩高增长，CDMO 业务成长空间大》2022.04.07

《康龙化成：收入增长强劲，看好公司新产能释放后 CDMO 业务的发展》2022.03.14

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-9.9	-26.1	-27.1
相对涨幅 (%)	-11.7	-26.8	-30.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:周航

Tel:(021)23219671

Email:zh13348@haitong.com

证书:S0850523040001

投资要点:

● **公告:** 康龙化成发布 2022 年年报, 2022 年全年, 公司实现营业收入 102.7 亿元, 同比增长 37.9%; 归母净利润 13.7 亿元, 同比下滑 17.2%; 经调整净利润 18.3 亿元, 同比增长 25.5%; 扣非归母净利润 14.2 亿元, 同比增长 6.0%。第四季度, 公司营业收入 28.6 亿元, 同比增长 33.7%; 归母净利润 4.1 亿元, 同比下滑 33.4%; 经调整净利润 5.1 亿元, 同比增长 22.3%; 扣非归母净利润 3.6 亿元, 同比下滑 11.3%。

● **分业务来看:** 1) 实验室服务收入 62.4 亿元, 同比增长 36.8%, 毛利率 45.1%, 相较 2021 年提高 1.7 个百分点, 其中北美客户收入占比 73.5%。实验室服务业务员工数量为 9336 人, 同比 2021 年增加 2200 人。2022 年实验室服务收入中生物科学服务收入占比提升至 49%; 2) 小分子 CDMO 收入 24.1 亿元, 同比增长 37.8%, 毛利率 34.8%, 相较 2021 年降低 0.1 个百分点, 其中北美客户收入占比 63.2%, 小分子 CDMO 服务员工数量为 3978 人, 同比 2021 年增加 1357 人。小分子 CDMO 收入中超过 80% 来源于药物发现服务的现有客户, 其中 15 个项目处于工艺验证和商业化阶段; 3) 临床研究服务收入 13.9 亿元, 同比增长 45.7%, 毛利率 11.5%, 相较 2021 年提高 1.2 个百分点, 中国客户收入占比 58.7%, 中国临床业务收入增速达 65.5%; 4) 大分子和细胞与基因治疗服务收入 2.0 亿元, 同比增长 29.3%, 毛利率-27.7%, 相较 2021 年下滑 13.9 个百分点, 北美客户收入占 86.5%。康龙生物融资完成总金额约为 9.5 亿元人民币, 投后估值约 86 亿元, 投资方包括高瓴等多家机构。

● **在手订单充沛, 股权激励彰显公司长期稳健增长信心。** 2022 年底, 公司在手订单同比增长约 30%。公司发布 2023 年股权激励, 考核目标以 2022 年收入为基数, 2023-2026 年收入增长不低于 20%/40%/60%/80%, 同比增速分别为 20%/17%/14%/13%。

● **盈利预测。** 我们预测公司 2023-2025 年净利润分别为 20.30 亿元、26.79 亿元、34.19 亿元, 同比增长 47.6%、32.0%、27.6%, EPS 分别为 1.70、2.25、2.87 元, 考虑到公司作为国内临床前 CRO 龙头和良好业务拓展预期的稀缺标的, 我们给予其 2023 年 35-40 倍 PE, 对应合理价值区间 59.50-68.00 元, 给予“优于大市”评级。

● **风险提示。** 业务拓展不达预期; 行业竞争恶化; 药企研发费用下降。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7444	10266	13262	17031	21446
(+/-)YoY(%)	45.0%	37.9%	29.2%	28.4%	25.9%
净利润(百万元)	1661	1375	2030	2679	3419
(+/-)YoY(%)	41.7%	-17.2%	47.6%	32.0%	27.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.39	1.15	1.70	2.25	2.87
毛利率(%)	36.0%	36.7%	37.3%	38.2%	38.5%
净资产收益率(%)	16.4%	13.0%	16.1%	17.6%	18.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
药明康德	83.82	1.72	2.97	3.32	4.20	48.80	28.22	25.24	19.94
药石科技	72.98	2.44	1.77	2.51	3.46	29.95	41.23	29.03	21.10
美迪西	163.27	3.24	4.18	7.13	10.51	50.34	39.06	22.89	15.54
平均						43.03	36.17	25.72	18.86

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 股价日期为 2023/4/7 收盘价, 盈利预测为 Wind 一致预测

表 2 康龙化成收入预测 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2023E
实验室服务	3236	4566	6245	7988	9990	12250
CMC	1222	1746	2407	3215	4266	5455
临床研究服务	629	956	1394	1784	2408	3251
大分子和细胞 与基因治疗	27	151	195	244	329	445
其他业务	20	24	26	31	38	45
营业收入合计	5134	7444	10266	13262	17031	21446
YoY	36.64%	45.00%	37.92%	29.18%	28.42%	25.92%
毛利率	37.47%	35.99%	36.71%	37.34%	38.17%	38.51%

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	10266	13262	17031	21446
每股收益	1.15	1.70	2.25	2.87	营业成本	6498	8310	10531	13186
每股净资产	8.86	10.56	12.81	15.68	毛利率%	36.7%	37.3%	38.2%	38.5%
每股经营现金流	1.80	2.84	2.55	4.23	营业税金及附加	67	84	107	139
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	230	318	392	493
P/E	45.45	30.78	23.32	18.27	营业费用率%	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%
P/B	5.92	4.97	4.10	3.35	管理费用	1498	1857	2299	2895
P/S	6.09	4.71	3.67	2.91	管理费用率%	14.6%	14.0%	13.5%	13.5%
EV/EBITDA	34.35	20.56	15.81	12.34	EBIT	1726	2428	3310	4239
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	177	112	114	119
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.7%	0.8%	0.7%	0.6%
毛利率	36.7%	37.3%	38.2%	38.5%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利率	13.4%	15.3%	15.7%	15.9%	投资收益	75	93	0	0
净资产收益率	13.0%	16.1%	17.6%	18.3%	营业利润	1690	2409	3196	4119
资产回报率	6.7%	8.6%	9.8%	10.6%	营业外收支	-24	0	0	0
投资回报率	8.3%	10.5%	12.5%	13.7%	利润总额	1666	2409	3196	4119
盈利增长 (%)					EBITDA	2492	3239	4195	5191
营业收入增长率	37.9%	29.2%	28.4%	25.9%	所得税	314	410	543	700
EBIT 增长率	14.1%	40.6%	36.3%	28.0%	有效所得税率%	18.9%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	-17.2%	47.6%	32.0%	27.6%	少数股东损益	-22	-30	-27	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1375	2030	2679	3419
资产负债率	47.1%	45.6%	43.6%	41.4%					
流动比率	1.67	1.52	1.56	1.68	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.08	1.05	1.06	1.26	货币资金	1497	2178	2642	5096
现金比率	0.38	0.43	0.42	0.67	应收账款及应收票据	1882	2166	3020	3516
经营效率指标					存货	1041	985	1657	1621
应收账款周转天数	54.54	54.94	54.81	54.85	其它流动资产	2115	2283	2406	2651
存货周转天数	47.69	43.90	45.16	44.74	流动资产合计	6536	7612	9724	12884
总资产周转率	0.53	0.60	0.67	0.72	长期股权投资	630	806	982	1158
固定资产周转率	2.14	2.29	2.89	3.68	固定资产	5665	5907	5877	5778
					在建工程	1671	2053	2407	2771
					无形资产	803	918	1031	1145
					非流动资产合计	13957	15987	17734	19416
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	20493	23598	27458	32299
净利润	1375	2030	2679	3419	短期借款	663	838	1036	1226
少数股东损益	-22	-30	-27	0	应付票据及应付账款	406	504	655	794
非现金支出	791	811	885	953	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	190	34	136	146	其它流动负债	2843	3677	4535	5628
营运资金变动	-190	535	-639	527	流动负债合计	3912	5019	6225	7648
经营活动现金流	2143	3379	3035	5044	长期借款	713	713	713	713
资产	-2947	-2680	-2465	-2470	其它长期负债	5027	5027	5027	5027
投资	677	-161	-166	-165	非流动负债合计	5740	5740	5740	5740
其他	61	93	0	0	负债总计	9653	10759	11966	13388
投资活动现金流	-2209	-2748	-2632	-2635	实收资本	1191	1191	1191	1191
债权募资	-23	176	197	190	归属于母公司所有者权益	10549	12578	15258	18677
股权募资	224	0	0	0	少数股东权益	291	261	235	235
其他	-1618	-127	-136	-146	负债和所有者权益合计	20493	23598	27458	32299
融资活动现金流	-1417	49	61	44					
现金净流量	-1410	680	464	2454					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
周航 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,万孚生物,康华生物,智飞生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。