



# 康龙化成 (3759.HK) 1H20 业绩： 高速增长期，盈利能力持续提升

- 收入和利润增长强劲：** 公司上半年实现营业收入 21.9 亿元人民币，同比增长 34.2%，高于市场预期 5%（见之前报告 [《CRO 行业恢复高速增长，长期看好》](#)）。归母净利润增加 197% 至 4.8 亿元，盈利高于市场预期 99%。由于所投资的 Zentails (ZNTL) 在美股上市，公司获得 101 百万元收益。扣非后归母净利润实现 133% 的增长至 3.6 亿元。分板块看，实验室服务实现 14.3 亿元收入，增长 35.3%；CMC 服务实现 5.1 亿元收入，增长 34.4%；临床研究服务实现收入 2.4 亿元，增长 27.5%。我们预计公司 2020 年全年净利润同比增长 84%，继续保持高速增长。
- 利润率持续上升，财务费用下降：** 毛利率随着规模效应进一步提升 4.3pcts 至 36.2%。实验室服务毛利率上升 3.8pcts 至 41.1%，CMC 服务毛利率上升 8.2pcts 至 28.8%，临床研究服务由于疫情影响稍微下降 1.3% 至 21.8%。实验室服务毛利率将会在未来几年上升到 44-45%，对于 CMC 的毛利率，公司预期未来将在长期达到 40% 以上。销售费用和管理费用分别同比增长 40.5% 和 28.0%。财务费用继续延续 1Q20 的情况，得益于上市后资金充裕偿还了大部分银行借款，利息收入大增，使财务费用有 32 百万元收入。净利润率由 1H19 的 10% 升至 1H20 的 22%，预期 2020 年净利润率也将受益于财务费用下降。
- 未来 2-3 年高速成长阶段：** 公司管理层表示，未来生物科学服务将在未来达到与化学业务的规模，且盈利水平更高，公司利润率有望得到进一步提升。产能方面，目前公司的产能利用率大约为 70%，天津三期的产能将在今年底投入运营，绍兴一期产能将于 2021 年投入使用，未来可能在海外建立产能。我们维持对 2020 年财务数据预测，收入和净利润增长率分别为 33% 和 84%。
- 重申买入评级，维持目标价 105.2 港元：** 我们重申买入评级，维持目标价 105.2 港元，对应 2021 年的 67 倍的 PE，低于中国 CRO 公司行业合理水平。
- 投资风险：** 投资收益波动；汇率变动；研发项目失败。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入净额	2,908	3,757	5,015	6,603	8,577
总收入同比增速	27%	29%	33%	32%	30%
股东应占净利	347	547	1,009	1,099	1,464
净利润同比增速	56%	58%	84%	9%	33%
PE (X)	148.0	105.0	68.1	62.5	47.0
ROE	16%	11%	12%	12%	14%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky\_zhu@spdbi.com

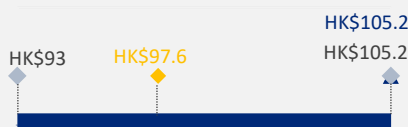
(852) 2808 6439

2020 年 8 月 28 日

**评级** **买入**

目标价 (港元)	105.2
潜在升幅/降幅	7.8%
目前股价 (港元)	97.6
52 周内股价区间 (港元)	38.0-98.5
总市值 (百万港元)	91,575.4
近 3 月日均成交额 (百万港元)	95.9

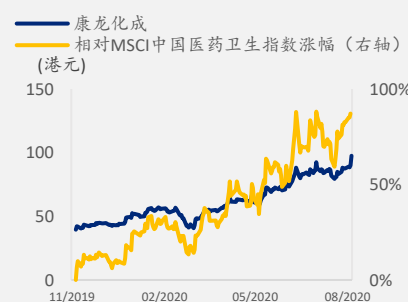
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

[《CRO 行业恢复高速增长，长期看好》](#)

(2020-07-24)

## 财务报表分析与预测 - 康龙化成

### 利润表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,908	3,757	5,015	6,603	8,577
营业成本	-1,960	-2,425	-3,200	-4,176	-5,368
毛利率%	33%	35%	36%	37%	37%
销售费用	-55	-73	-97	-128	-167
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-420	-526	-703	-925	-1,202
管理费用率%	14%	14%	14%	14%	14%
营业利润	407	633	1,166	1,283	1,726
摊销	316	375	120	161	212
EBITDA	757	1,044	1,031	1,398	1,874
财务费用	-71	-82	88	-9	-9
财务费用率%	-6%	-7%	-6%	-6%	-6%
其他收入和收益	54	70	201	99	129
其他费用	-7	-12	-16	-21	-27
资产减值损失	-9	-5	-7	-10	-13
税前净利润	407	633	1,166	1,283	1,726
所得税	-60	-102	-188	-207	-278
有效所得税率%	15%	16%	16%	16%	16%
净利润	347	531	978	1,077	1,448
少数股东损益	0	-17	-30	-23	-16
归母净利润	347	547	1,009	1,099	1,464

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	307	4,442	4,074	4,337	4,731
应收款项	604	857	1,176	1,573	2,232
存货	70	97	176	249	356
其它流动资产	295	548	614	698	802
流动资产合计	1,276	5,944	6,040	6,857	8,121
固定资产	2,677	2,973	3,127	3,327	3,584
使用权资产	13	18	18	18	18
商誉	140	203	203	203	203
其他非流动资产	695	796	1,096	1,396	1,696
非流动资产合计	3,526	3,991	4,444	4,944	5,501
资产总计	4,802	9,935	10,484	11,801	13,622
短期借款	535	301	101	101	101
应付账款	108	118	198	237	352
其他应付账款	404	487	642	838	1,077
其它流动负债	261	364	388	394	414
流动负债合计	1,308	1,270	1,329	1,570	1,943
长期借款	899	544	44	44	44
其它长期负债	268	284	284	284	284
非流动负债合计	1,167	827	327	327	327
负债总计	2,476	2,097	1,657	1,897	2,271
股本	591	722	722	722	722
储备	1,723	7,045	8,054	9,153	10,617
母公司拥有人应估权益	2,314	7,767	8,776	9,875	11,339
少数股东权益	13	71	41	18	2
负债和所有者权益合计	4,802	9,935	10,473	11,790	13,611

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	38	-572	-204	-314	-496
经营现金流	802	939	894	924	1,163
购买物业、厂房及设备	-524	-205	-274	-361	-469
收购	-74	-694	-300	-300	-300
投资现金流	-715	-1,045	-574	-661	-769
债权募资	541	727	100	100	100
股权募资	0	5,093	0	0	0
银行和其他借款还款	-480	-1,289	-800	-100	-100
融资现金流	-69	4,246	-700	0	0
现金净流量	18	4,139	-380	263	394

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益	0.6	0.8	1.3	1.4	1.9
每股净资产	3.9	11.8	11.1	12.5	14.3
每股经营现金流	1.4	1.4	1.1	1.2	1.5
每股股利	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	148.0	105.0	68.1	62.5	47.0
P/B	22.2	7.4	7.8	7.0	6.1
P/S	17.7	15.3	13.7	10.4	8.0
EV/EBITDA	67.8	55.0	66.7	49.2	36.7
股息率 (%)	0%	21%	22%	22%	22%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	33%	35%	36%	37%	37%
净利润率	12%	15%	20%	17%	17%
净资产收益率	16%	11%	12%	12%	14%
资产回报率	8%	7%	10%	10%	12%
投资资本回报率	13%	10%	8%	11%	13%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	27%	29%	33%	32%	30%
EBIT增长率	23%	52%	36%	36%	34%
净利润增长率	56%	58%	84%	9%	33%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
流动比率	1.0	4.7	4.5	4.4	4.2
速动比率	0.9	4.6	4.4	4.2	4.0
现金比率	0.2	3.5	3.1	2.8	2.4
<b>经营效率指标</b>					
应收帐款周转天数	69.0	71.0	74.0	76.0	81.0
应付帐款周转天数	18.6	17.0	18.0	19.0	20.0
存货周转天数	12.0	12.6	15.6	18.6	20.6
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
固定资产周转率	1.2	1.3	1.6	2.0	2.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼