



# 康龙化成 (3759.HK) 3Q20 业绩： 利润率持续提升

维持买入评级，提高 12 个月目标价为 135.0 港元，潜在升幅 20.6%。

- 收入和利润增长强劲：** 3Q20 收入 13.9 亿人民币，同比增长 41%，继续维持较高增速。公司三大业务板块实验室服务、CMC 以及临床研究服务 3Q20 收入同比增长 42%、40%和 39%。其中实验室服务继续受益于海外订单转移，业务需求强劲。公司参股的 Zentalis 于 2020 年 4 月在纳斯达克上市，由于 Zentalis 股价于 3Q20 下跌 32%，导致公司 3Q20 录得相应公允价值损失约 1,900 万人民币。3Q20 归母净利润 3.1 亿人民币，同比增长 86%。剔除 Zentalis 投资收益、外汇合约及固定资产处置等相关损益，公司 3Q20 扣非归母净利润增长 42%至 2.44 亿人民币。
- 利润率持续上升：** 3Q20 毛利率由于规模效应同比提升 3.7 个百分点至 39.7%。2020 年前三季度，实验室服务、CMC 服务以及临床研究服务分别为 43.3%、31.7%以及 18.0%。根据公司于 1H20 业绩会上给出的指引，预期实验室服务毛利率未来几年将上升到 44-45%。销售费用和管理费用分别增长 40.9%和 29.4%。财务费用 3Q20 下降 78.8%，得益于上市后资金充裕偿还了部分银行借款，且利息收入同比大增。净利润率由 3Q19 的 16.9%上升至 3Q20 的 22.3%。
- 重申买入评级，提高目标价至 135.0 港元：** 我们重申买入评级，提高目标价至 135.0 港元，对应 2021 年的 67.5 倍的 PE，略低于中国 CRO 公司行业平均水平。基于前三季度的增长和持续提升的利润率水平，我们调高财务数据预测，2020 年的收入和净利润增长率分别增长 38%和 97%，2021 年分别增长 36%和 31%。
- 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	5,182	7,048	9,447
总收入同比增速	27%	29%	38%	36%	34%
股东应占净利	347	547	1,080	1,416	1,944
净利润同比增速	56%	58%	97%	31%	37%
PE (X)	169.6	120.4	73.3	55.9	40.7
ROE	16%	11%	13%	15%	17%

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

朱倩岚  
医疗分析师  
vicky\_zhu@spdbi.com  
(852) 2808 6439

胡泽宇  
助理分析师  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446  
2020 年 11 月 3 日

## 评级 买入

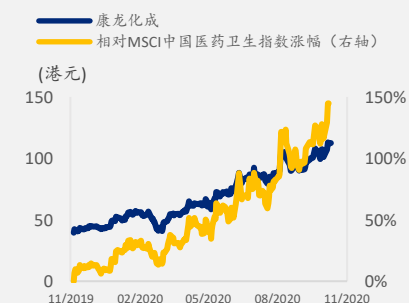
目标价 (港元)	135.0
潜在升幅/降幅	20.6%
目前股价 (港元)	111.9
52 周内股价区间 (港元)	38.0-116.0
总市值 (百万港元)	102,018.3
近 3 月日均成交额 (百万港元)	84.1

## 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：

《康龙化成 (3759.HK) 1H20 业绩：高速增长长期，盈利能力持续提升》(2020-08-28)

## 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	5,182	7,048	9,447
营业成本	-1,960	-2,425	-3,208	-4,280	-5,664
毛利率%	33%	35%	38%	39%	40%
销售费用	-55	-73	-101	-137	-184
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-420	-526	-726	-987	-1,324
管理费用率%	14%	14%	14%	14%	14%
营业利润	407	633	1,249	1,653	2,292
摊销	316	375	120	166	226
EBITDA	757	1,044	1,160	1,663	2,305
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	155	211	283
其他费用	-7	-12	-16	-22	-30
资产减值损失	-9	-5	-8	-10	-14
税前净利润	407	633	1,249	1,653	2,292
所得税	-60	-102	-201	-266	-369
有效所得税率%	15%	16%	16%	16%	16%
净利润	347	531	1,048	1,387	1,922
少数股东损益	0	-17	-33	-29	-21
归母净利润	347	547	1,080	1,416	1,944

### 资产负债表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	307	4,442	4,063	4,586	5,293
应收款项	604	857	1,243	1,690	2,501
存货	70	97	177	259	380
其它流动资产	295	548	623	721	847
流动资产合计	1,276	5,944	6,106	7,256	9,022
固定资产	2,677	2,973	3,136	3,355	3,645
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	4,453	4,972	5,563
资产总计	4,802	9,935	10,560	12,228	14,584
短期借款	535	301	101	101	101
应付账款	108	118	199	247	374
其他应付账款	404	487	644	859	1,137
其它流动负债	261	364	392	411	439
流动负债合计	1,308	1,270	1,335	1,617	2,051
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	2,475	2,097	1,662	1,944	2,378
股本	591	722	722	722	722
储备	1,723	7,045	8,126	9,542	11,486
母公司拥有人应佔权益	2,314	7,767	8,847	10,263	12,207
少数股东权益	13	71	38	9	-12
负债和所有者权益合计	4,802	9,935	10,549	12,217	14,573

### 现金流量表

(百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营运资金变动	38	-572	-275	-345	-624
经营现金流	802	939	893	1,208	1,524
购买物业、厂房及设备	-524	-205	-283	-385	-516
收购	-74	-694	-300	-300	-300
投资现金流	-715	-1,045	-583	-685	-816
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	-390	523	708

### 主要财务比率

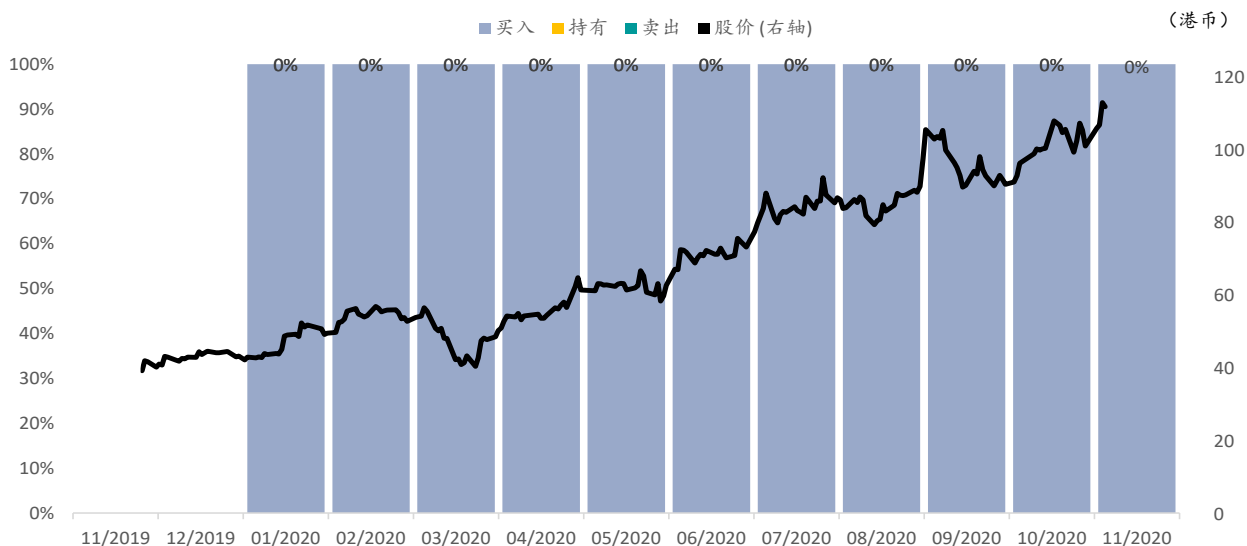
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益	0.6	0.8	1.4	1.8	2.4
每股净资产	3.9	11.8	11.1	12.9	15.4
每股经营现金流	1.4	1.4	1.1	1.5	1.9
每股股利	0.0	0.1	0.1	0.3	0.4
<b>估值 (倍)</b>					
P/E	169.6	120.4	73.3	55.9	40.7
P/B	25.5	8.5	9.0	7.7	6.5
P/S	20.3	17.5	15.3	11.2	8.4
EV/EBITDA	77.8	63.1	68.3	47.6	34.4
股息率 (%)	0%	21%	22%	22%	22%
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	33%	35%	38%	39%	40%
净利润率	12%	15%	21%	20%	21%
净资产收益率	16%	11%	13%	15%	17%
资产回报率	8%	7%	11%	12%	14%
投资资本回报率	13%	10%	10%	13%	15%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	27%	29%	38%	36%	34%
EBIT增长率	23%	52%	55%	44%	39%
净利润增长率	56%	58%	97%	31%	37%
<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	4.6	4.5	4.4
速动比率	0.9	4.6	4.4	4.3	4.2
现金比率	0.2	3.5	3.0	2.8	2.6
<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	1.7	2.2	2.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

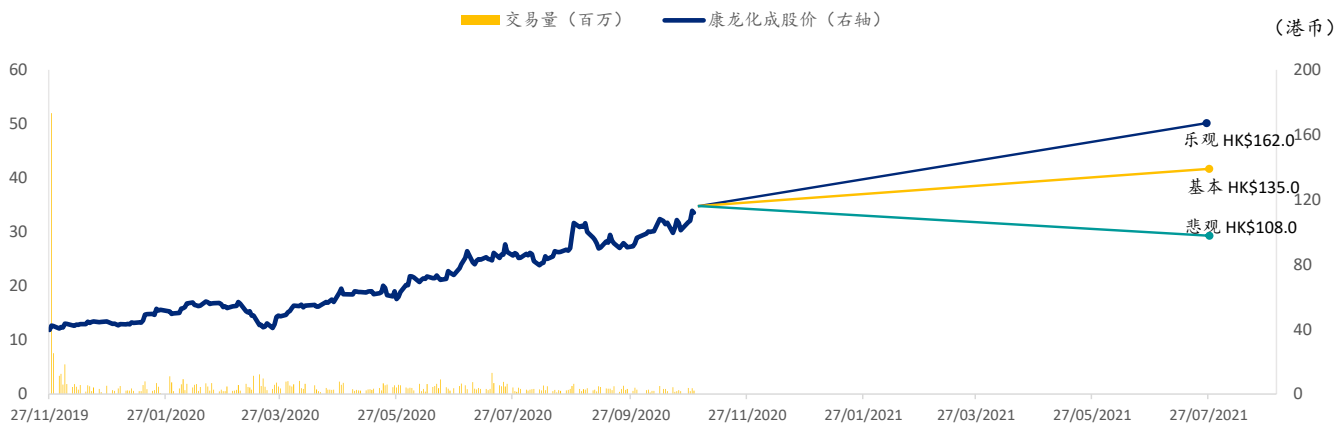
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 2: 康龙化成市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 康龙化成 SPDBI 情景假设



## 乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 162.0 港元

- 客户拓展和项目进展好于预期;
- 公司继续积极进行收并购, 使总收入增长好于预期;
- CMC 业务发展迅速, 产能利用率提升, 从而使利润率提升。

## 悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 108.0 港元

- 经济衰退情况下, 欧美制药企业缩减研发开支和暂缓研发项目, 导致公司收入不及预期;
- CMC 业务开展缓慢, 利润率提升不及预期
- 研发阶段的项目失败, 造成客户流失, 影响收入和未完成订单。

资料来源: 浦银国际

## 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

许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

#### 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