



康龙化成 (3759.HK) 2020 年业绩：毛利率提升，外延增长助力高增速

2020 年收入同比增长 37% 至 51 亿人民币，归母净利润同比增长 114% 至 11.7 亿人民币，较市场预期高约 6%，接近 1 月份公布的业绩预告区间上限。我们重申“买入”评级，维持目标价 175.8 港元。

- 2020 年业绩。**2020 年收入同比增长 37% 至 51 亿人民币，与市场预期一致，IFRS 归母净利润、Non-IFRS 经调整归母净利润（调整股权激励费用和股权投资收益等）分别同比增长 114% 和 94% 至 11.7 亿和 10.6 亿人民币，较市场预期高约 6%，接近 1 月份公布的业绩预告区间上限。净利润增长强劲，主要由于规模效应提升毛利率同比增长 1.9pcts，投资的 Zentalis 于纳斯达克上市，公司通过出售和继续持有股份获得 1.5 亿人民币收益，以及财务成本减少 58 百万元。
- 三大业务板块快速增长，实验室服务和 CMC 服务毛利率提升。**1) 实验室服务收入同比增长 37% 至 32.6 亿元，毛利率同比提升 2.4pcts，得益于规模效应。2) CMC（小分子 CDMO）服务收入同比增长 36% 至 12.2 亿元，得益于更多项目推进临床。目前共有项目 739 个，包括临床前项目 487 个，临床早期和 III 期项目 202 和 47 个，商业化项目 3 个。毛利率同比增长 4.9pcts，主要受益于 2Q 以来产能大幅增长；3) 临床研究服务收入同比增长 38%，可能受到收购的仍处于早期阶段的联斯达下半年新并表影响，毛利率同比下降 6.2pcts。
- 外延增长助力高增速。**在实验室服务方面，公司在 2020 年 11 月收购 Absorption System 拓展了美国实验室服务，丰富了大分子药物、CGT 疗法及医疗器械产品的业务类型。2019 年收入 228.7 百万元人民币，约占实验室服务收入的 9.6%。公司预计 2021 年第 2 季度完成艾伯维在英国利物浦的 Allergan Biologics Limited 的并购以建立 CGT 产品的 CDMO 服务。在临床研究服务方面，公司在 2020 年 6 月收购了北京联斯达，加强 SMO 的业务能力。公司在 2020 年和 2021 年分别出资和拟出资 1.1 和 2.6 亿元成立投资基金，预计公司未来还将有更多收并购行为。
- 重申买入评级，维持目标价 175.8 港元。**公司处于快速成长期，且毛利率有提升空间。我们重申买入评级，并维持目标价 175.8 港元，对应 2022E 年 51 倍和 2023E 年 38 倍 PE，低于行业平均水平。
- 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

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,757	5,134	7,048	9,447	12,479
收入同比增速 (%)	29%	37%	37%	34%	32%
归母净利润	547	1,172	1,639	2,273	3,075
净利润同比增速 (%)	58%	114%	40%	39%	35%
PE (X)	136	76	55	39	29
ROE (%)	11%	14%	17%	20%	21%

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 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 3 月 30 日

评级

买入

目标价 (港元)	175.8
潜在升幅/降幅	30%
目前股价 (港元)	135.5
52 周内股价区间 (港元)	46.4-179.4
总市值 (百万港元)	127,931
近 3 月日均成交额 (百万港元)	196

注：截至 2021 年 3 月 29 日收盘价

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) 业绩前瞻：高速成长期，投资收益波动》(2021-2-24)

《康龙化成 (3759.HK) 3Q20 业绩：利润率持续提升》(2020-11-3)

财务报表分析与预测 - 康龙化成

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,757	5,134	7,048	9,447	12,479
营业成本	-2,425	-3,217	-4,280	-5,664	-7,414
毛利率%	35%	37%	39%	40%	41%
销售费用	-73	-93	-120	-161	-212
销售费用率%	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-526	-685	-810	-1,058	-1,360
管理费用率%	14%	13%	12%	11%	11%
营业利润	633	1,319	1,888	2,645	3,614
摊销	375	438	165	226	303
EBITDA	1,044	1,471	1,861	2,611	3,571
财务费用	-82	-24	-9	-9	-9
财务费用率%	-7%	-6%	-1%	-1%	-1%
其他收入和收益	70	493	247	331	437
其他费用	-12	-144	-22	-30	-39
资产减值损失	-5	-15	-10	-14	-18
税前净利润	633	1,319	1,888	2,645	3,614
所得税	-102	-172	-283	-397	-542
有效所得税率%	16%	13%	15%	15%	15%
净利润	531	1,147	1,605	2,248	3,072
少数股东损益	-17	-25	-34	-25	-3
归母净利润	547	1,172	1,639	2,273	3,075

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,442	2,935	3,072	4,167	6,024
应收款项	857	1,077	1,857	2,334	3,407
存货	97	129	129	510	326
其它流动资产	548	1,400	1,575	1,701	1,860
流动资产合计	5,944	5,540	6,632	8,712	11,617
固定资产	2,973	3,841	4,062	4,352	4,731
使用权资产	18	7	7	7	7
商誉	203	1,166	1,166	1,166	1,166
其他非流动资产	796	1,354	1,654	1,954	2,254
非流动资产合计	3,991	6,368	6,889	7,479	8,158
资产总计	9,935	11,909	13,521	16,191	19,775
短期借款	301	386	386	386	386
应付账款	118	191	255	367	487
其他应付账款	487	819	859	1,137	1,488
其它流动负债	364	585	637	669	710
流动负债合计	1,270	1,982	2,136	2,558	3,071
长期借款	544	395	395	395	395
其它长期负债	284	598	452	452	452
非流动负债合计	827	993	846	846	846
负债总计	2,097	2,975	2,983	3,405	3,917
股本	722	749	749	749	749
储备	7,045	8,121	9,760	12,033	15,108
母公司拥有人应估权益	7,767	8,870	10,509	12,782	15,857
少数股东权益	71	63	30	5	1
负债和所有者权益合计	9,935	11,909	13,521	16,191	19,775

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	-572	-476	-801	-563	-536
经营现金流	939	1,109	969	1,911	2,838
购买物业、厂房及设备	-205	-281	-385	-516	-682
收购	-694	-300	-300	-300	-300
投资现金流	-1,045	-581	-685	-816	-982
债权募资	727	100	100	100	100
股权募资	5,093	0	0	0	0
银行和其他借款还款	-1,289	-800	-100	-100	-100
融资现金流	4,246	-2,046	-147	0	0
现金净流量	4,139	-1,518	137	1,095	1,856

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.8	1.5	2.1	2.9	3.9
每股净资产	11.8	11.2	13.3	16.2	20.1
每股经营现金流	1.4	1.4	1.2	2.4	3.6
每股股利	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
估值 (倍)					
P/E	136.3	76.4	54.6	39.4	29.1
P/B	9.6	10.1	8.5	7.0	5.6
P/S	19.9	17.4	12.7	9.5	7.2
EV/EBITDA	71.5	60.9	48.1	34.3	25.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35%	37%	39%	40%	41%
净利润率	15%	23%	23%	24%	25%
净资产收益率	11%	14%	17%	20%	21%
资产回报率	7%	11%	13%	15%	17%
投资资本回报率	10%	10%	14%	17%	19%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	29%	37%	37%	34%	32%
EBIT增长率	52%	54%	64%	41%	37%
净利润增长率	58%	114%	40%	39%	35%
偿债能力指标					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
流动比率	4.7	2.8	3.1	3.4	3.8
速动比率	4.6	2.7	3.0	3.2	3.7
现金比率	3.5	1.5	1.4	1.6	2.0
经营效率指标					
应收帐款周转天数	71.0	74.0	76.0	81.0	84.0
应付帐款周转天数	17.0	18.0	19.0	20.0	21.0
存货周转天数	12.6	15.6	18.6	20.6	20.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	1.3	1.5	1.8	2.2	2.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 浦银国际目标价: 康龙化成



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	148.3	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	135.5	买入	175.8	2021年2月24日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	96.3	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	21.5	买入	28.0	2020年10月13日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	94.4	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.5	买入	11.8	2021年2月2日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	71.1	买入	98.5	2021年3月25日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	95.1	买入	111.3	2020年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1007.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至3月29日收盘价

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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)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

王奕雯

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼