



康龙化成 (3759.HK/300759.CH)：收购英国原料药产能，国内疫情反复影响有限

管理层对两项近期业务进展作出点评：1) 收购英国原料药商业化生产基地 Aesica，虽然短期内收入贡献有限但将贡献逾 100 立方米的产能、为现有海外小分子 CDMO 能力提供补充；2) 国内疫情反复对天津和绍兴 CMO 业务影响有限；绍兴一期 600 立方米产能上半年全部投产的预期不变。我们维持康龙化成 H 股和 A 股买入评级，以及 H 股目标价 202.6 港元，A 股目标价 208.5 元人民币。在近期股价大幅波动之后，我们认为当前是配置康龙化成的绝佳时机。

- 收购 Recipharm 英国原料药商业化生产基地 Aesica Pharmaceuticals Limited (APL)，进一步增强公司海外 CDMO 能力：**APL 位于英国 Cramlington，现有超过 100 立方米的产能和约 120 人左右的生产团队，此前主要进行仿制药原料药的生产。虽然短期内 APL 对康龙化成收入贡献较小，且缺少创新药工艺开发的能力，但 APL 的成熟生产体系和 FDA/MRHA 生产资格认证可为公司现有英国 CDMO 业务和工艺开发/早期原料药生产团队提供很好的补充，后续改造升级和扩产的空间也相当可观。公司此前于 2017 年从默沙东收购位于英国 Hoddesdon 厂房，目前工艺及运营团队人数已超过 200 人。后续两大厂房将协同满足海外 CMC 和客户在不同地区生产原料药的需求，并能在全球疫情反复的大环境下，更好地管理各地产能安排。
- 现有业务和新产能释放受国内疫情反复影响有限：**近期国内疫情反复波及公司在天津和绍兴的 CMO 业务运营，但管理层表示整体影响有限。公司在天津的厂房位于经济技术开发区西区，不在政府严控的范围内，虽然有约 1/6 的员工受疫情管控措施影响，无法离开居住区域，但总体影响仅持续 1-2 天。绍兴上虞一期工程的前 200 立方米产能投产有 3-4 周的延误，但目前准备工作已经全部恢复，预计 1 月中旬会实现第一次投料，其他工作进度也在积极追赶中。一期的后 400 立方米预计将于二季度投入使用，与此前预期一致。目前绍兴 CMO 产能已经接收到一些订单，我们预期一期正式投产后将支撑未来 2-3 年 30-40% 的收入增长。
- 近期股价回调后有买入机会：**经过近期回调，公司估值基本已处于有卖方盈利预测以来的历史底部：A 股 2022E PE 为 51.7x，低于历史平均 1.1 个标准差；H 股 2022E PE 为 37.1x，低于历史平均 2.4 个标准差。因此，我们维持对公司的买入评级和目标价。我们 A 股/H 股的目标价分别为人民币 208.5 元/港币 202.6 元，对应 84x/68x 2022E PE 和 2.2x/1.7x 2022E PEG；A 股和 H 股目标 PE 均较历史平均高 1 个标准差，而 A 股和 H 股目标 PEG 均与历史平均水平相当。
- 投资风险：**项目订单增长慢于预期；投资收益波动；疫情大幅反复。

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	7,330	10,023	13,189
收入同比增速 (%)	29.2%	36.6%	42.8%	36.7%	31.6%
归母净利润	547	1,172	1,406	1,972	2,713
净利润同比增速 (%)	57.6%	114.3%	19.9%	40.3%	37.6%
扣非归母净利润	505	801	NA	NA	NA
PE (X)	111.2	62.1	52.0	37.1	27.0
ROE (%)	10.9%	14.1%	14.7%	17.5%	19.9%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2022 年 1 月 11 日

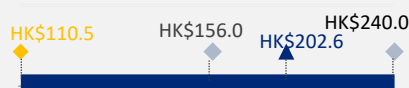
康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	202.6
潜在升幅/降幅	83%
目前股价 (港元)	110.5
52 周内股价区间 (港元)	101.5-212.0
总市值 (百万港元)	119,404
近 3 月日均成交额 (百万港元)	159

注：截至 2022 年 1 月 10 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

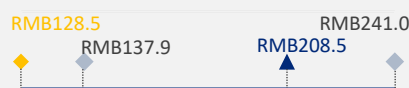
康龙化成 (300759.CH)

买入

目标价 (人民币)	208.5
潜在升幅/降幅	62%
目前股价 (人民币)	128.5
52 周股价区间 (人民币)	100.0-244.6
总市值 (百万人民币)	97,665
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	734

注：截至 2022 年 1 月 10 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



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 康龙化成(3759.HK)

利润表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,757	5,134	7,330	10,023	13,189
营业成本	-2,425	-3,217	-4,596	-6,241	-8,138
毛利润	1,332	1,916	2,735	3,782	5,051
销售费用	-73	-93	-139	-190	-251
管理费用	-526	-685	-865	-1,153	-1,477
研发费用	-63	-105	-147	-190	-237
营业利润	669	1,033	1,584	2,248	3,086
财务费用	-82	-24	-45	-76	-76
其他收入和收益	70	493	279	381	501
其他费用	-12	-144	-198	-271	-356
资产减值损失	-5	-15	0	1	1
分占联营公司亏损	-7	-25	-14	-19	-26
税前净利润	633	1,319	1,606	2,263	3,130
所得税	-102	-172	-241	-340	-469
税后利润	531	1,147	1,365	1,924	2,660
少数股东损益	-17	-25	-41	-48	-53
归母净利润	547	1,172	1,406	1,972	2,713

现金流量表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
除税前利润	633	1,319	1,606	2,263	3,130
物业、厂房及设备折旧	307	349	450	597	703
使用权资产折旧	62	78	88	103	87
存货增加/(减少)	-27	-120	-70	-58	-94
贸易及其他应收款增加	-253	-104	-658	-402	-857
贸易及其他应付款项增加	10	278	84	117	131
其他	207	-151	-20	-106	-215
经营现金流	939	1,649	1,480	2,515	2,883
购买物业、厂房及设备	-205	-1,308	-1,700	-1,500	-1,300
收购	-694	-1,083	0	0	0
其他	-146	-399	-756	0	0
投资现金流	-1,045	-2,790	-2,456	-1,500	-1,300
计息负债变动	-563	-47	530	2	2
股权募资	5,093	6	0	0	0
其他	-284	-239	3,618	0	0
融资现金流	4,246	-280	4,148	2	2
现金净流量	4,139	-1,421	3,172	1,017	1,585

资产负债表

(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,442	2,935	6,107	7,124	8,710
应收款项	857	1,077	1,735	2,137	2,994
存货	97	129	199	256	350
其它流动资产	548	1,400	1,560	1,720	1,904
流动资产合计	5,944	5,540	9,600	11,237	13,958
固定资产	2,973	3,841	5,091	5,994	6,591
使用权资产	18	7	20	20	21
商誉	203	1,166	1,805	1,805	1,805
其他非流动资产	796	1,354	1,731	1,630	1,540
非流动资产合计	3,991	6,368	8,647	9,449	9,957
资产总计	9,935	11,909	18,247	20,686	23,915
短期借款	301	386	416	417	419
应付账款	118	191	276	393	524
其他应付账款	487	819	1,011	1,342	1,709
其它流动负债	364	585	965	1,013	1,064
流动负债合计	1,270	1,982	2,668	3,165	3,715
长期借款	544	395	895	896	896
其它长期负债	284	598	4,268	4,285	4,303
非流动负债合计	827	993	5,163	5,181	5,200
负债总计	2,097	2,975	7,831	8,346	8,915
股本	722	749	749	749	749
储备	7,045	8,121	9,527	11,499	14,213
母公司拥有他人应占权益	7,767	8,870	10,276	12,248	14,961
少数股东权益	71	63	140	92	39
负债和所有者权益合计	9,935	11,909	18,247	20,686	23,915

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	1.8	2.5	3.4
每股净资产	11.8	11.2	12.9	15.4	18.8
每股营收	5.7	6.5	9.2	12.6	16.6
每股经营现金流	1.4	2.1	1.9	3.2	3.6
估值 (倍)					
P/E	111.2	62.1	52.0	37.1	27.0
P/B	7.8	8.2	7.1	6.0	4.9
P/S	16.2	14.2	10.0	7.3	5.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.4%	37.3%	37.3%	37.7%	38.3%
归母净利率	14.6%	22.8%	19.2%	19.7%	20.6%
净资产收益率	10.9%	14.1%	14.7%	17.5%	19.9%
总资产收益率	7.2%	10.5%	9.1%	9.9%	11.9%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	29.2%	36.6%	42.8%	36.7%	31.6%
营业利润增长率	51.7%	54.4%	53.3%	41.9%	37.2%
归母净利润增长率	57.6%	114.3%	19.9%	40.3%	37.6%
偿债能力指标					
计息负债/权益	10.9%	8.8%	12.8%	10.7%	8.8%
流动比率	468.2%	279.6%	359.8%	355.0%	375.7%
现金比率	349.9%	148.1%	228.9%	225.1%	234.4%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	71.0	68.7	70.0	70.5	71.0
应付帐款周转天数	17.0	17.6	18.6	19.6	20.6
存货周转天数	12.6	12.8	13.0	13.3	13.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 2: 港股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率 (x)		市盈率 (x)			2021-23E 净 利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均值	2021E	2022E	2023E		
2359 HK	药明康德	120.9	398,484	(24.8)	(7.8)	45.6	61.6	61.6	45.9	35.9	31.0%	1.5
2269 HK	药明生物	82.7	352,297	(15.6)	(8.3)	55.0	95.8	81.6	55.5	38.7	45.3%	1.2
3759 HK	康龙化成	110.5	118,481	(25.2)	(8.3)	36.8	59.1	52.0	37.1	27.0	38.9%	1.0
3347 HK	泰格医药	85.6	113,924	(29.7)	(13.1)	25.1	64.2	28.2	25.3	20.5	19.6%	1.3
6821 HK	凯莱英	259.6	109,980	(29.0)	(17.9)	NA	NA	NA	NA	NA	39.6%	NA
1548 HK	金斯瑞	32.1	67,460	(21.8)	(7.7)	NA	132.6	NA	NA	NA	NA	NA
6127 HK	昭衍新药	58.6	43,264	(34.6)	(11.9)	28.8	53.3	38.1	29.0	22.3	23.9%	1.2
1873 HK	维亚生物	4.3	8,379	(20.9)	(8.3)	13.7	22.1	20.8	13.8	9.7	48.1%	0.3
1521 HK	方达控股	4.0	8,287	(12.5)	1.3	28.3	41.1	42.8	28.5	22.3	37.1%	0.8
市值加权平均						43.0	38.0	69.1	53.1	38.3	28.4	

*除药明康德、药明生物及康龙化成外，E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 1 月 10 日

图表 3: A 股 CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (人民币)	市值 (人民币 百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动远期 市盈率 (x)		市盈率 (x)			2021-23E 净 利润 CAGR	PEG (x)
						现值	3 年均值	2021E	2022E	2023E		
603259 CH	药明康德	112.0	325,938	(17.5)	(2.6)	50.7	64.8	68.5	51.0	39.9	31.0%	1.6
300759 CH	康龙化成	128.5	96,910	(26.4)	(7.8)	51.3	68.1	72.5	51.7	37.6	38.9%	1.3
300347 CH	泰格医药	112.9	93,183	(20.0)	(10.8)	39.9	58.4	46.8	40.2	32.9	18.5%	2.2
002821 CH	凯莱英	350.6	89,957	(26.0)	(20.0)	54.3	56.2	84.2	54.7	43.6	39.6%	1.4
603127 CH	昭衍新药	101.3	35,387	(20.6)	(13.2)	61.3	63.2	83.4	61.9	46.4	33.0%	1.9
300363 CH	博腾股份	76.4	41,593	(20.1)	(15.1)	58.2	52.7	86.0	58.7	46.7	37.4%	1.6
688202 CH	美迪西	451.0	27,998	(17.4)	(8.4)	57.3	73.0	98.0	58.2	38.9	58.6%	1.0
300725 CH	药石科技	115.5	23,063	(22.8)	(19.6)	53.5	59.6	46.1	54.1	38.9	7.3%	7.4
市值加权平均						43.0	51.1	62.8	70.3	51.5	39.8	

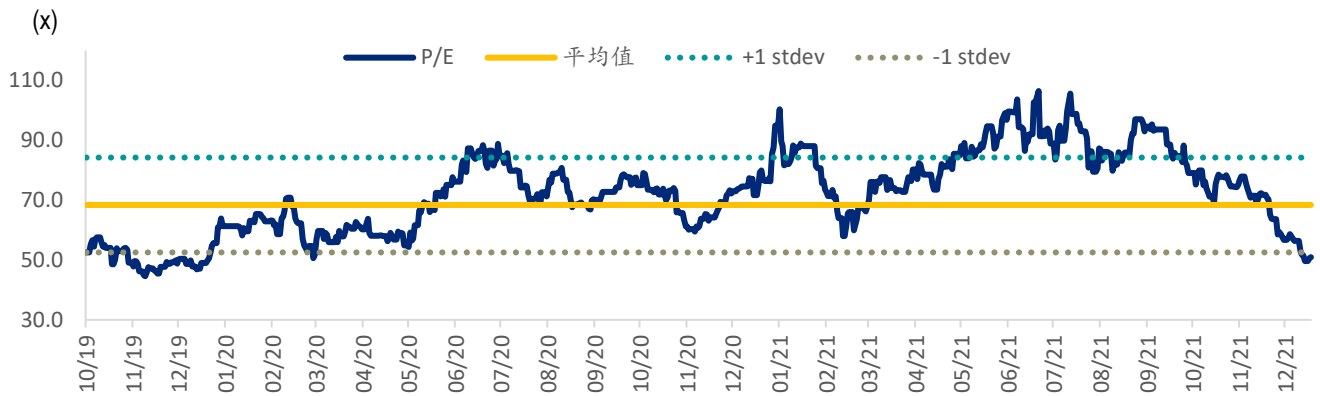
*除药明康德、药明生物及康龙化成外，E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 1 月 10 日

图表 4: 康龙化成港股 (3759.HK) PE Band



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: 康龙化成 A 股 (300759.CH) PE Band



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 浦银国际目标价: 康龙化成港股 (3759.HK)



注: 截至 2022 年 1 月 10 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 浦银国际目标价: 康龙化成 A 股 (300759.CH)



注: 截至 2022 年 1 月 10 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	120.9	买入	240.0	2021 年 1 月 27 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	112.0	买入	210.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	110.5	买入	202.6	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	128.5	买入	208.5	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	82.7	买入	155.0	2021 年 8 月 24 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	7.0	持有	7.7	2021 年 12 月 22 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	28.9	买入	40.7	2021 年 11 月 17 日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.2	买入	9.5	2021 年 5 月 13 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	31.6	买入	84.4	2021 年 12 月 17 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	69.0	买入	145.0	2021 年 8 月 27 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	423.0	买入	974.0	2021 年 12 月 10 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	5.4	买入	25.2	2021 年 6 月 28 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	6.2	买入	9.1	2021 年 12 月 30 日	制药

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 1 月 10 日收盘价

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

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

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

