

康龙化成(300759)/医疗服务

全流程一体化外包服务平台, 规模效应逐步凸显

评级: 买入(首次)

市场价格: 66.66

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

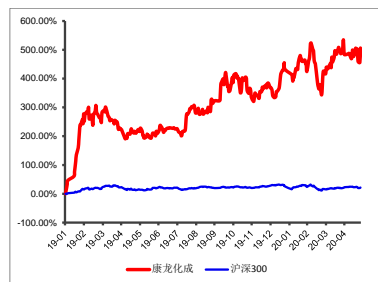
分析师: 赵磊

执业证书编号: S0740518070007

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	794.39
流通股本(百万股)	283.23
市价(元)	66.66
市值(百万元)	52954.04
流通市值(百万元)	18880.11

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,908.12	3,757.16	4,784.67	6,149.57	7,854.36
增长率 yoy%	26.76%	29.20%	27.35%	28.53%	27.72%
净利润	333.04	547.19	775.05	1,060.04	1,371.79
增长率 yoy%	44.26%	64.30%	41.64%	36.77%	29.41%
每股收益(元)	0.42	0.69	0.98	1.33	1.73
每股现金流量	1.00	1.18	1.08	1.39	1.75
净资产收益率	14.40%	7.05%	9.00%	10.96%	12.42%
P/E	159.00	96.77	68.32	49.95	38.60
PEG	3.59	1.51	1.64	1.36	1.31
P/B	22.90	6.82	6.15	5.48	4.80

备注: 数据截至 2020.05.26

投资要点

- 基于低成本的人才资源、完善的基础原料市场和覆盖全国的物流, 中国 CRO/CDMO 企业具备极强竞争优势, 处于全球产业转移叠加国内市场快速成长的黄金期, 康龙化成作为头部企业实现 2014-2019 年收入复合 37% 的快速增长。当前时点, 我们尝试用 20 页读懂康龙化成, 探讨关键性问题: (1) 康龙化成的竞争优势是什么? (2) 公司的长期成长性如何?
- 不断强化服务能力边界, 一体化平台竞争优势凸显。公司自成立以来历经起始阶段(2004 年-2008 年, 以实验室化学服务为主的实验室服务)、扩大规模阶段(2008 年-2013 年, 药物发现全领域+安评+CMC)以及快速发展阶段(2013 年至今, 延伸至临床研究阶段), 不断夯实自身服务能力, 并通过并购快速推进业务布局和提升研发服务能力, 收购 Quotient 和 Xceleron 加强实验室服务能力, 收购 SNBL 和南京思睿、战略参股北京联斯达医药加码临床试验服务业务, 收购宁波康泰博等扩展实验室和 CMC 产能等。目前已成为具备药物研发和药物开发全面服务能力, 立足中国、服务全球的全流程一体化 CRO+CMO 公司, 药物发现全球第三、外包服务中国第二, 年服务客户数超过 1000 家。
- CMC 业务进入产能释放阶段, 随临床后期项目占比提升持续高速增长, 带动公司持续高增长。公司依托于核心基石的实验室服务(占比 65%), 发挥特色的放射性标记化学合成技术等优势, 项目逐步向后延伸发展至 CMC 服务。2015-2019 年 CMC 服务实现年复合 32% 的快速增长, 2019 年末完成及在研项目 568 个, 其中临床前项目 485 个、临床 I 期 54 个、临床 II 期 20 个、临床 III 期 9 个。我们预计, 未来 3-5 年随着天津 3 期建设项目、宁波 2 期以及其他 CMC 产能的逐步建设完成及投产运营, 公司 CMC 业务有望保持持续快速扩张, 伴随客户候选药物研发推进临床后期项目逐步增加带来单项目金额逐步提升, 随着产能利用率的逐步提升毛利率有望逐步提升至 35%-40%。
- 早期布局临床研究服务和大分子服务, 打造长期发展动力。(1) 临床阶段研发费用占新药研发总费用的 75% 以上, 是医药服务外包的黄金细分市场。2016 年起公司加速布局, 收购康龙(英国)、康龙(美国)、南京思睿及战略入股北京联斯达医药, 打造全球唯一“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台, 临床研究服务初现规模, 2019 年临床研究服务实现收入 4.56 亿元, 占比 12.14%, 同比增长 31.30%。(2) 2019 年逐步布局进入生物药研发服务领域。根据 Frost&Sullivan 预测, 全球生物药 CDMO 市场规模预计 2021 年有望达到 220 亿美元, 2023 年达到 324 亿美元, CAGR 达到 22.4%, 市场规模大且处于快速成长期, 大有可为。公司逐步加码大分子端到端服务能力, 未来有望分享生物药市场的成长。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 47.85、61.50 和 78.54 亿元, 同比增长 27.35%、28.53%、27.72%; 归母净利润分别为 7.75、10.60 和 13.72 亿元, 同比增长 41.64%、36.77%、29.41%, 对应 EPS 为 0.98、1.33 和 1.73 元。考虑到公司为国内 CRO+CMO 龙头企业之一, 一体化服务平台完善、客户黏性高, CMC 业务受益于产能释放未来 3-5 年保持快速增长, 我们给予 2021 年 65 倍 PE、合理估值区间约 689 亿元, 首次覆盖、给予“买入”评级。
- 风险提示: 创新药企业研发投入不达预期风险, CMC 业务毛利率提升不及预

期的风险，竞争环境恶化风险，汇率波动风险。

内容目录

业绩稳健、平台完整的全球化 CRO+CMO 公司	- 5 -
15 年专注小分子药物研发平台建设，成长为服务全球的 CRO+CMO 一体化公司	- 5 -
业务持续发展，2014-2019 年扣非归母净利润实现复合 78% 的快速增长	- 7 -
市场需求和政策端双重推动，行业持续高速增长	- 9 -
全球及中国创新药市场逐步发展，CRO+CMO 服务行业保持较快增长	- 9 -
政策趋势确立，我国医药外包服务行业迎来 5-10 年黄金发展期	- 10 -
不断强化服务能力边界，一体化平台竞争优势凸显	- 11 -
自研+并购不断强化服务能力，逐步形成一体化全流程服务平台	- 11 -
客户粘性强，各业务板块协同效应突出	- 12 -
行业地位显著，药物发现全球第三，外包服务 CRO+CMO 中国第二	- 14 -
立足实验室服务，CMC 业务进入快速扩张期、毛利率有望不断提升	- 14 -
随临床后期项目占比提升、产能逐步扩张，CMC 业务有望实现持续快速增长	- 14 -
生物科学服务进入发展快车道，实验室服务业务稳步增长可期	- 16 -
早期布局临床研究服务和大分子服务，打造长期发展动力	- 17 -
临床研究服务初现规模，2019 年收入同比增长 31%	- 17 -
进入大分子研发服务领域，分享广阔市场	- 19 -
盈利预测与估值	- 20 -
盈利预测	- 20 -
投资建议：合理估值区间 689 亿元	- 21 -
风险提示	- 22 -
创新药企业研发投入不达预期风险	- 22 -
CMC 业务毛利率提升不及预期的风险	- 22 -
竞争环境恶化风险	- 22 -
汇率波动风险	- 22 -

图表目录

图表 1：公司主要业务领域	- 5 -
图表 2：康龙化成股权架构	- 6 -
图表 3：康龙化成核心管理层履历	- 6 -
图表 4：2014-2019 年公司营业收入及增速情况（单位：百万元，%）	- 7 -
图表 5：2014-2019 年公司归母净利润及增速情况（单位：百万元，%）	- 7 -
图表 6：2015-2019 年分业务收入占比（单位：%）	- 7 -
图表 7：2016-2019 年分业务收入增速（单位：%）	- 7 -
图表 8：2015-2019 年公司分业务毛利占比（单位：%）	- 8 -
图表 9：2016-2019 年公司分业务毛利增速（单位：%）	- 8 -
图表 10：2015-2019 年各业务板块毛利率情况（单位：%）	- 8 -
图表 11：2015-2019 年各地区销售及中国大陆地区占比情况（单位：万元，%）	- 8 -
图表 12：全球药物市场（单位：十亿美元）	- 9 -

图表 13: 全球药企研发投入 (单位: 十亿美元, %)	- 9 -
图表 14: 全球 BioPharma VC 投资额 (单位: 亿美元, %)	- 10 -
图表 15: 全球制药市场外包服务渗透率 (单位: %)	- 10 -
图表 16: 全球 CRO+CMO 服务市场规模及中国市场占比 (单位: 亿美元, %)	- 10 -
图表 17: 中国 CRO+CMO 服务市场规模及增速 (单位: 亿美元, %)	- 10 -
图表 18: 我国近年出台的鼓励创新药研发政策	- 11 -
图表 19: 公司成立以来并购情况	- 12 -
图表 20: 成立以来康龙化成服务能力拓展情况	- 12 -
图表 21: 公司服务客户数量 (单位: 家)	- 13 -
图表 22: 前 5 大客户销售比例 (单位: %)	- 13 -
图表 23: 公司各业务板块协同效应示意图	- 13 -
图表 24: 全球药物发现 CRO 前三企业营收 (单位: 百万美元)	- 14 -
图表 25: 全球药物发现 CRO 前三企业市场份额 (单位: %)	- 14 -
图表 26: 2018 年中国 CRO+CMO 服务市场竞争格局	- 14 -
图表 27: 2015-2019 年 CMC 服务收入及增速 (单位: 万元, %)	- 15 -
图表 28: 2015-2019 年 CMC 服务毛利及增速 (单位: 万元, %)	- 15 -
图表 29: 公司 CMC 业务与合全药业业务对比	- 15 -
图表 30: 康龙化成 CMC 业务产能情况及未来规划	- 16 -
图表 31: 康龙化成 CMC 业务与同行毛利率对比	- 16 -
图表 32: 2015-2019 年实验室服务销售收入及增速 (单位: 万元, %)	- 17 -
图表 33: 2015-2019 年实验室服务毛利及增速 (单位: 万元, %)	- 17 -
图表 34: 部分国内药物发现 CRO 特色技术与服务	- 17 -
图表 35: 药物研发不同阶段费用及占比情况 (单位: 百万美元, %)	- 18 -
图表 36: 药物研发不同阶段耗费时长占比情况 (单位: 年)	- 18 -
图表 37: 2015-2019 年临床研究服务销售收入及增速 (单位: 万元, %)	- 18 -
图表 38: 2015-2019 年临床研究服务毛利及增速 (单位: 万元, %)	- 18 -
图表 39: 全球生物创新药及生物类似药市场规模 (单位: 十亿美元, %)	- 19 -
图表 40: 中国生物药市场规模 (单位: 十亿元, %)	- 19 -
图表 41: 2018 年中国生物药 CDMO 市场竞争格局 (单位: %)	- 20 -
图表 42: 中国生物药 CDMO 龙头企业药明生物毛利率水平	- 20 -
图表 43: 康龙化成分业务预测 (单位: 百万元, %)	- 21 -
图表 44: 康龙化成期间费用率和所得税率假设 (单位: %)	- 21 -
图表 45: 康龙化成可比公司估值	- 22 -
图表 46: 康龙化成财务报表预测 (单位: 百万元)	- 23 -

业绩稳健、平台完整的全球化 CRO+CMO 公司

15 年专注小分子药物研发平台建设，成长为服务全球的 CRO+CMO 一体化公司

- 公司成立于 2004 年，经过十几年的发展逐步成长为立足中国、服务全球的小分子药物服务外包一体化企业。随着规模的扩大和客户需求的演进，公司业务从早期的药物实验室发现，逐步拓展至药物临床和商业化，进而打造了完整的 CRO+CMO 服务外包型平台。药物发现方面，公司以实验室合成化学为基础，辐射形成了包括生物学、药代动力学、药理学等全方位药物合成和优化平台；药物开发方面，提供化学及制剂工艺开发及生产服务（CMC）、药物安全评价服务以及临床研究服务，提供符合 NMPA、FDA 和 EMA 三重 GLP 安全性评价、IND 和 NDA 全申报流程、放射性标记药代检测以及早期临床试验服务。

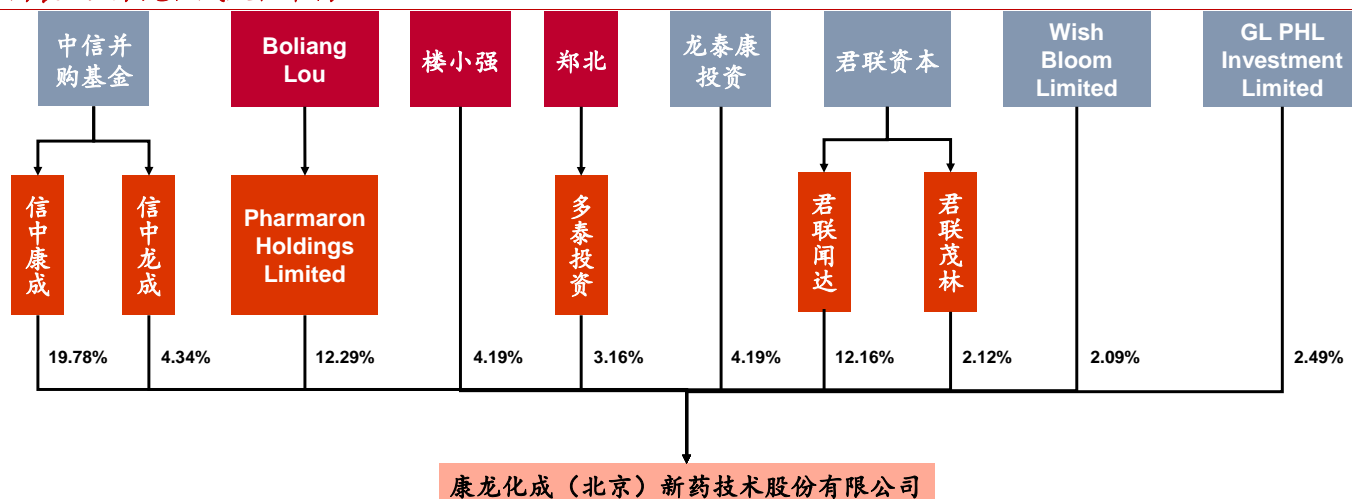
图表 1：公司主要业务领域



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 实际控制人为楼氏家族，核心高管团队具有深厚的专业背景和实业经验。公司实际控制人为 Boliang Lou 博士、楼小强先生和郑北女士，三者作为一致行动人合计持有公司 19.64% 股权。此外，中信并购基金、君联资本等是公司主要股东，分别持有公司 24.12% 和 14.28% 股权。公司创始人具备高水平的学科专业知识素养及丰富的医药企业从业经验，核心管理层多数具备化学相关深厚学术背景，且在海外工作多年、具备国际化视野。

图表 2: 康龙化成股权架构



来源: Wind, 中泰证券研究所 (截止 2020.03.18)

图表 3: 康龙化成核心管理层履历

姓名	职位	教育背景	相关工作背景
Boliang Lou	董事长、首席执行官	毕业于中科院上海有机所, 加拿大蒙特利尔大学博士后, 中组部“千人计划”	先后就职于美国加州Cytel公司 (1994-1996), Ontogen公司 (1996-1998), 美国肯塔基州Helios药物公司 (1998-2003, 后更名为Advanced SynTech药物公司)。2003年创办Pharmaron, LLC。
楼小强	董事、首席运营官	北京航空航天大学材料科学及工程学士及硕士	历任日立亚洲北京办事处销售主管、香港晶电科技有限公司销售经理和办事处经理、香港 E-SMART 公司北京办事处经理。
郑北	董事、执行副总裁	北京大学法学学士及硕士	曾就职于成都市委党校、北京华夏资讯有限公司
Hua Yang	首席科学官	英国曼彻斯特大学博士	曾担任加拿大蒙特利尔大学博士后研究员
Gilbert Shing Chung Li	财务负责人、董事会秘书	香港科技大学工商管理专业学士 (会计学), 中欧商学院 EMBA	曾担任毕马威会计师事务所助理经理
Jane Jinfang Zhang	首席质量官	上海有机化学所博士	曾担任加拿大蒙特利尔大学、美国加利福尼亚大学博士后研究员
Katherine Lee	高级副总裁、全球业务拓展总负责人	美国南达科他矿业技术学院获得化学学士、美国德州大学奥斯汀分校 MBA	曾供职于陶氏化学, Helios制药和雅培生物研究中心
Connie Sun	高级副总裁	美国北卡罗莱纳大学药物化学专业博士	曾担任美国辉瑞制药公司博士后研究员、SUGEN/Pharmacia/Pfizer公司化学部经理、美国Ponidard制药有限公司化学部高级经理、AGY公司化学部高级经理

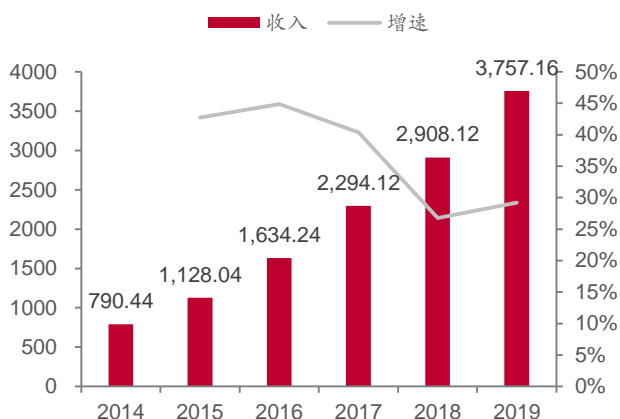
来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

- **2019 年公司实现“A+H”股双落地, 加速融资扩充产能和业务布局。** 2019 年 1 月 28 日, 公司在深交所成功上市, 获得直接融资 5.03 亿元人民币, 募资净额 4.33 亿元人民币。根据招股书, 募集资金主要用于杭州湾生命科技产业园——生物医药研发服务基地项目建设, 提升公司药物实验室发现和 CMC 业务的服务能力。同年 11 月 28 日, 公司成功登陆港交所, 成为国内 CRO 行业第二个“A+H”股上市公司。港股上市直接募资净额为 43.44 亿港元, 主要用于扩展中国实验室及生产设施的产能及能力 (包括宁波设施 2 期、天津设施 3 期、其他 CMC 产能), 美国及英国业务的进一步扩张, 建立有关研发生物制剂的服务平台, 扩展临床开发服务实力及能力, 以及潜在收购在美国、欧洲、日本或中国提供医药研发服务且拥有尖端研发技术的合同研发服务及合同生产服务公司及其业务。

业务持续发展，2014-2019 年扣非归母净利润实现复合 78% 的快速增长

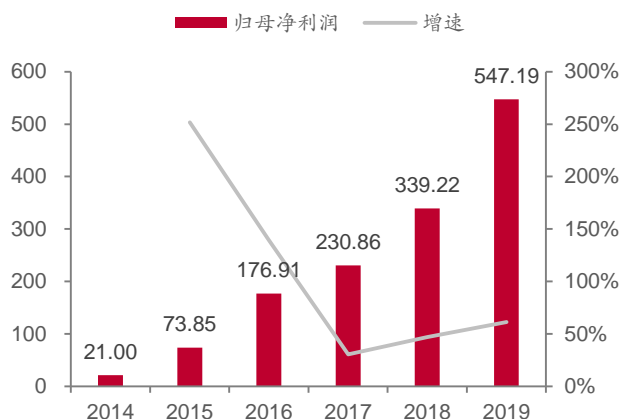
- 2019 年公司实现营业收入 37.57 亿元，同比增长 29.20%；实现归母净利润 5.47 亿元，同比增长 64.30%；实现扣非归母净利润 5.05 亿元，同比增长 58.15%。2014-2019 年公司实现收入 CAGR 36.6%，净利润 CAGR 92%，扣非归母净利润 CAGR 78% 的快速增长。

图表 4：2014-2019 年公司营业收入及增速情况（单位：百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

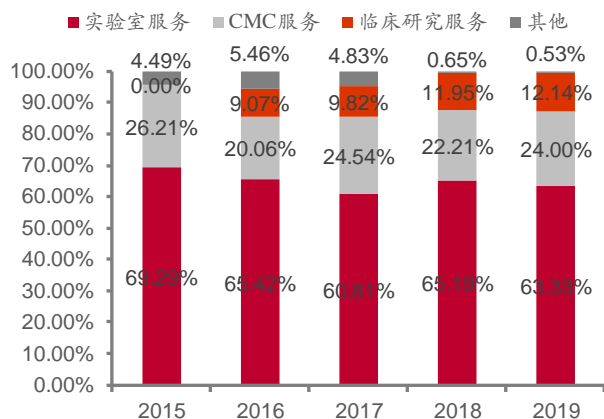
图表 5：2014-2019 年公司归母净利润及增速情况（单位：百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

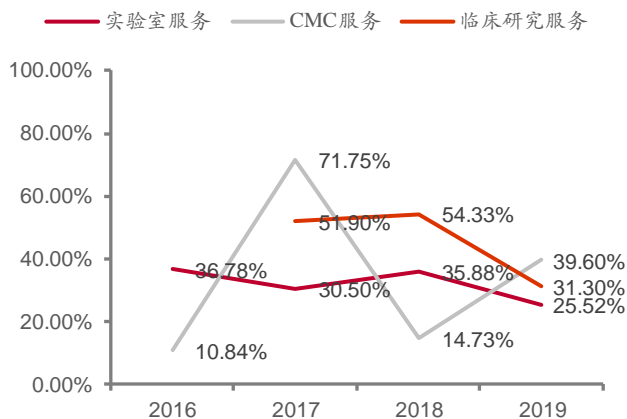
- 公司主营业务分为实验室服务、CMC 服务及临床研究服务三大板块，实验室服务为核心。2019 年实验室服务实现收入 23.80 亿元，占总收入的 63.33%；CMC 服务实现收入 9.02 亿元，占总收入的 24.00%；临床研究服务实现收入 4.56 亿元，占总收入的 12.14%。实验室服务收入占比小幅下降，CMC 业务占比快速提升。
- 实验室服务毛利率逐年提升，CMC 服务由于前期投入导致毛利率下降，2019 年随着产能利用率提升毛利率大幅提升。实验室服务是公司核心业务，2019 年实现毛利率 40% 左右、提升 2.72 个百分点；CMC 服务毛利率受固定资产及相关业务人员的先期投入影响前期毛利率有所下降，2019 年前期积累的众多药物发现项目进入药物开发阶段、CMC 服务范围拓展及技术能力提升、产能的不断扩大，毛利率大幅提升至 27.77%、提升 5.99 个百分点。

图表 6：2015-2019 年分业务收入占比（单位：%）

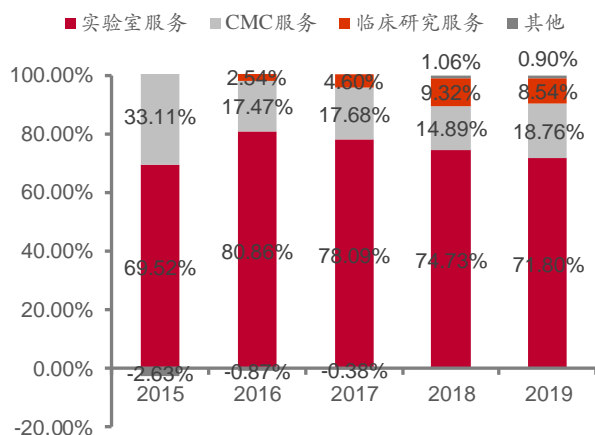


来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

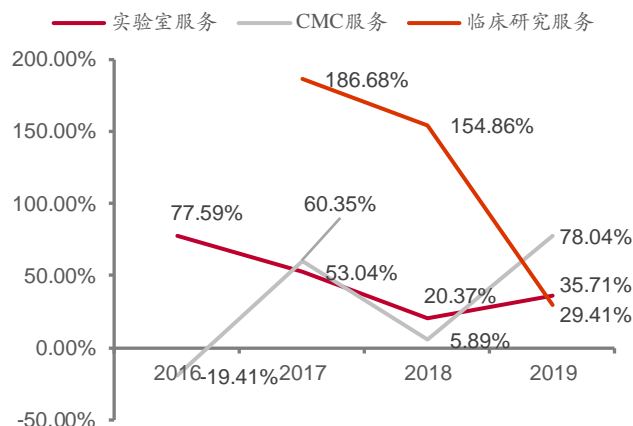
图表 7：2016-2019 分业务收入增速（单位：%）



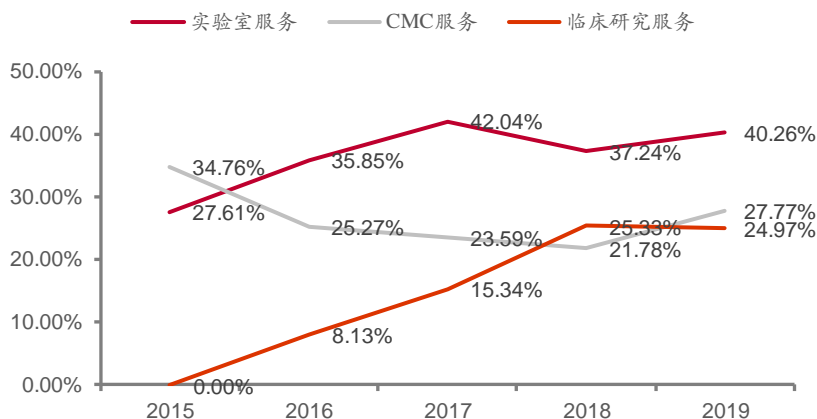
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

图表 8: 2015-2019 年公司分业务毛利占比(单位: %)


来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 2016-2019 公司分业务毛利增速(单位: %)


来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

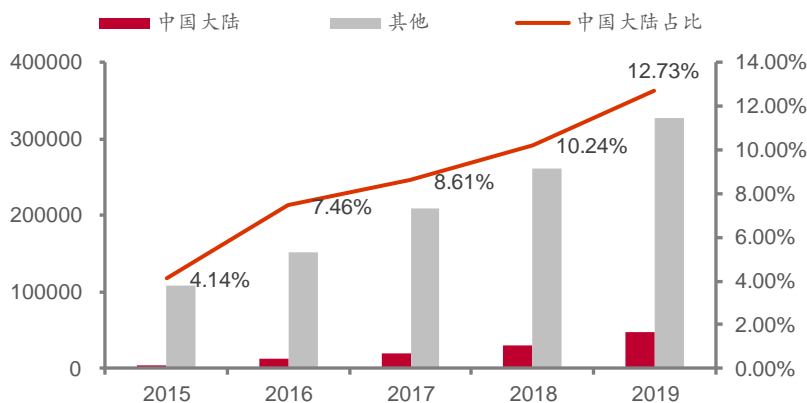
图表 10: 2015-2019 年各业务板块毛利率情况(单位: %)


来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

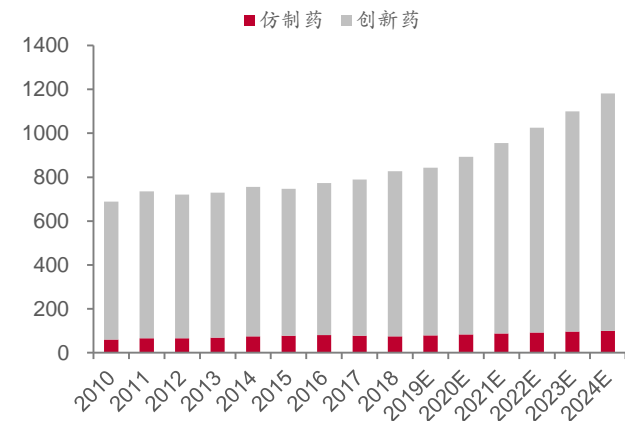
- 海外市场为公司主要市场, 中国市场快速增长、占比逐步攀升。2019 年公司中国大陆市场实现收入 4.78 亿元, 占比 12.73%, 同比增长 60.62%, 包括北美、欧洲和除中国大陆外的亚洲其他地区共实现收入 32.79 亿元, 占比 87.27%, 同比增长 25.61%。

图表 11: 2015-2019 年各地区销售及中国大陆地区占比情况(单位: %)

万元, %)

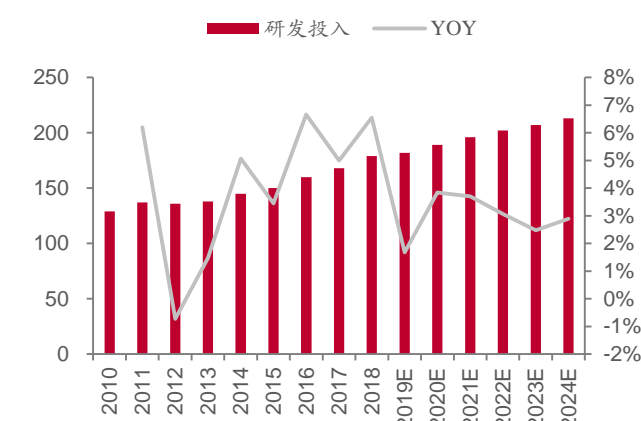


图表 12: 全球药物市场 (单位: 十亿美元)



来源: EvaluatePharma, 中泰证券研究所

图表 13: 全球药企研发投入 (单位: 十亿美元, %)



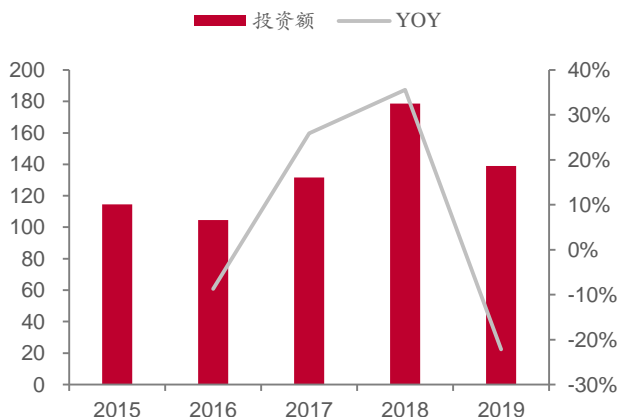
来源: EvaluatePharma, 中泰证券研究所

市场需求和政策端双重推动, 行业持续高速增长

全球及中国创新药市场逐步发展, CRO+CMO 服务行业保持较快增长

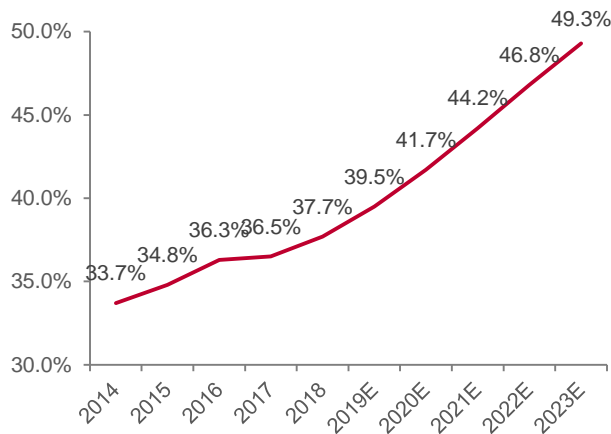
- 全球药企战略聚焦创新药, 研发管线规模屡创新高, CRO+CMO 行业具备蓬勃发展的市场潜力。根据 Evaluate Pharma 预测, 2019 年全球创新药市场将达到 7,640 亿美元, 2024 年将增长至 10,810 亿美元, 年复合增长率达 6.9%。各大药企研发投入持续增加, 根据 Evaluate Pharma 估算至 2024 年, 全球药企研发投入将高达 2,130 亿美元, 2018-2024 年 CAGR 达到 3.0%。同时, 全球面向 BioPharma 的 VC 投资额依然保持良好态势。2019 年 BioPharma 方向投资额达到 139 亿美元, 虽然较 2018 年度有一定的回撤, 但规模上依然保持了可观的数额。出于研发成本管控、提升研发效率等考虑, 制药企业多数选择外包一部分研发工作, CRO+CMO 市场快速发展。根据 Frost&Sullivan 预测, 全球制药市场外包服务渗透率逐年攀升, 由 2014 年的 33.7% 增长到 2023 年 49.3%, CAGR 达到 4.32%。从研发投入、外包率、biopharma 投资额、药物研发管线规模等方面来看, 全球 CRO+CMO 市场发展的驱动力持续且强劲。

图表 14: 全球 BioPharma VC 投资额 (单位: 亿美元, %)



来源: EvaluatePharma, 中泰证券研究所

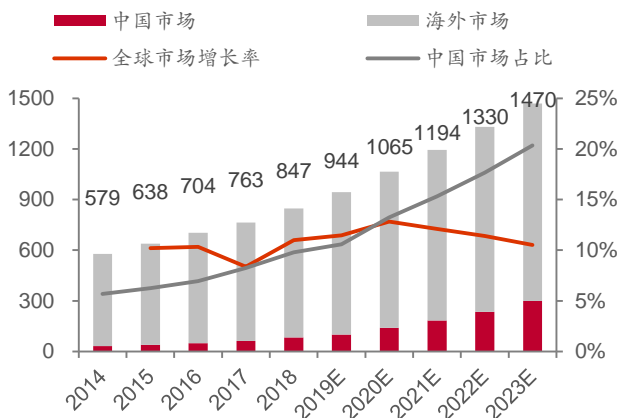
图表 15: 全球制药市场外包服务渗透率 (单位: %)



来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

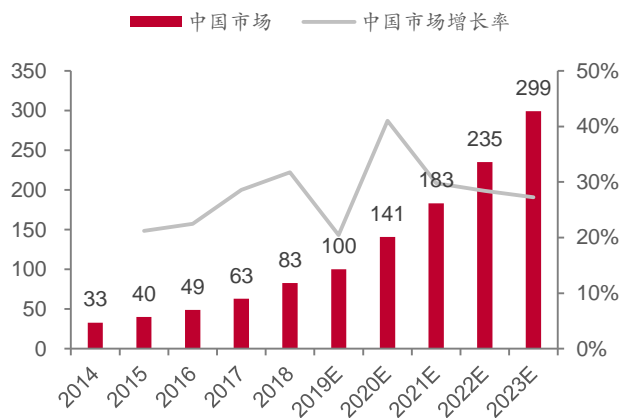
- 全球 CRO 和 CMO 市场逐步扩容, 中国场所占比重也逐步攀升, 行业发展空间充足。根据 Frost & Sullivan 的测算, 全球 CRO+CMO 市场规模由 2014 年的 579 亿美元增长至 2018 年的 847 亿美元, 预计 2023 年将达到 1470 亿美元, CAGR 达到 10.91%; 中国市场由 2014 年的 33 亿美元增长至 2018 年的 83 亿美元, 预计 2023 年将达到 299 亿美元, CAGR 达 27.75%; 占比则由 2014 年的 5.70% 提升至 2018 年的 9.80%, 预计 2023 年可达 20.34%。全球及中国 CRO+CMO 市场维持快速增容状态, 中国市场增长率为全球市场增速近两倍, 市场潜力巨大。

图表 16: 全球 CRO+CMO 服务市场规模及中国市场占比 (单位: 亿美元, %)



来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

图表 17: 中国 CRO+CMO 服务市场规模及增速 (单位: 亿美元, %)



来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

政策趋势确立, 我国医药外包服务行业迎来 5-10 年黄金发展期

- 政策趋势确立, 创新成为行业主旋律, 我国药物研发生产服务行业迎来黄金发展机遇。近年来, 国家相继出台诸多政策, 如药品医疗器械审评审批制度改革、MAH 制度、仿制药一致性评价、药品带量采购等, 鼓励创新药研发, 支持研发外包服务行业发展, 加快我国从制药大国向制药强国转变。我们认为, 政策鼓励与支持下, 我国将开启一轮创新药研发浪潮, 国内药物研发生产服务行业有望迎来广阔的发展前景。受益创新

药研发浪潮，国内 CRO 行业有望迎来 5-10 年黄金发展期。

图表 18: 我国近年出台的鼓励创新药研发政策

发布时间	政策	内容总结或目的
2010.10.9	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	鼓励药企创新、加大研发投入
2012.1.19	《医药工业“十二五”发展规划》	为医药行业自主创新确立量化目标，明确鼓励发展合同研发外包服务，创新医药研发模式
2012.12.14	《中国国际服务外包产业发展规划纲要2011-2015》	重点发展医药研发国际服务外包，“十二五”末，初步形成较为完整的医药研发国际服务外包产业链
2015.8.9	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	鼓励以临床价值为导向的药物创新，优化创新药审评审批程序，对临床急需的创新药加快审评。开展药品上市许可持有人(MAH)制度试点
2015.7.22	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》(2015年第117号)	对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物临床试验情况开展自查，确保临床试验数据真实、可靠，相关证据保存完整
2016.3.11	《国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见》	增强医药产业创新能力，调动医疗机构在医药创新上的积极性，提高新药临床研究水平，促进科技成果转化和应用；规范药品医疗器械临床试验基地(GCP基地)的建设和管理，提高临床研究质量
2016.6.6	《药品上市许可持有人制度试点方案》	改变了现行《药品管理法》规定的上市许可与生产许可“捆绑制”的管理模式，真正实现药品研发和生产的分离，有利于小型研发企业的发展和
2017.10.10	《国家食品药品管理总局关于调整进口药品注册管理有关事项的决定》	创新，同时促进药物研发外包行业的整体发展
2017.6.14	中国加入国际人用药品注册技术协调会(ICH)	实施后能缩短国外新药在中国上市等待时间3-5年，加速对中国境内老品种药物尤其是部分安全无效类药物的代替。倒逼国内药企进行创新性药物的研发以应对国际创新药物的竞争
2017.10.8	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	加入ICH将改变中国医药工业以仿制药为主的状态，鼓励创新医药工业，以及和创新相关的药物研发CRO服务行业
2018.1.5	《药品数据管理规范(征求意见稿)》	就改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展等方面确立了改革方向
2018.1.29	《医疗器械标准规划(2018—2020年)》	基本要求：数据管理应遵守归属至人、清晰可溯、同步记录、原始一致、准确真实的基本要求，确保数据可靠性
2018.4.3	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	到2020年，建成基本适应医疗器械监管需要的医疗器械标准体系(进一步提升医疗器械标准化水平，助推医疗器械创新发展)
2018.4.26	《药品试验数据保护实施办法(暂行)(征求意见稿)》	促进仿制药研发，重点解决高质量仿制药紧缺问题；突出问题导向，提升仿制药质量疗效；完善支持政策，推动高质量仿制药尽快进入临床使用
2018.6.7	/	对创新药、罕见病和儿童专用药给予一定期限的数据保护期(支持医药研发和技术转化)
2018.7.10	《关于发布接受药品境外临床试验数据的技术指导原则的通告(2018年第52号)》	NMPA当选为ICH管理委员会成员(助推我国药品审评审批制度改革，意味着我国临床试验研究标准与国际接轨)
2018.7.27	《关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	明确了境外临床试验数据可用于在中国的药品注册申报(国外新药进入中国的速度将会越来越快)
2018.10.26	《延长授权国务院在部分地方开展药品上市许可持有人制度(MAH)试点期限的决定》	在我国申报药物临床试验的，自申请受理并缴费之日起60日内，申请人未收到CDE否定或质疑意见的，可按照提交的方案开展药物临床试验(标志着我国临床试验由“批准制”改为“默认制”，为临床研究带来新机遇)
2018.11.15	《4+7城市药品集中采购文件》	将MAH试点工作的三年期限延长一年(更好地总结MAH制度试点经验，为改革完善药品管理制度打好基础，并做好MAH制度试点工作和《中华人民共和国药品管理法》修改工作的衔接)
2018.12.28	《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》	国家组织药品集中采购试点，试点地区范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市(4+7城市)，涉及到31个采购品种(以量换价，降低采购药品价格)
2019.9.1	《联盟地区药品集中采购文件》	严格评价标准，强化上市后监管；时间服从质量，合理调整相关工作时限和要求；强化服务指导；加强配套政策支持，调动企业评价积极性(进一步做好一致性评价工作)
		开展跨区域联盟药品集中带量采购，药品集采扩大至全国25个联盟省市(降低集采药品价格)

来源：NMPA，中国政府网，康龙化成招股说明书，中泰证券研究所

不断强化服务能力边界，一体化平台竞争优势凸显

自研+并购不断强化服务能力，逐步形成一体化全流程服务平台

- 夯实自身研发服务能力+外延并购快速，逐步形成一体化全流程服务平台。公司自成立以来历经起始阶段(2004年-2008年，以实验室化学服务为主的实验室服务)、扩大规模阶段(2008年-2013年，药物发现全领域+安评+CMC)以及快速发展阶段(2013年至今，延伸至临床研究阶段)，不断夯实自身服务能力，并通过并购快速推进业务布局和提升研发服务能力，收购 Quotient Bioresearch Group Limited 和 Xceleron Inc. 加强实验室服务能力，收购 SNBL Clinical Pharmacology Center, Inc.、

南京思睿，战略参股北京联斯达医药科技，加码临床试验服务业务，收购宁波康泰博等扩展实验室和 CMC 产能等。目前公司已成为具备药物研发和药物开发全面服务能力，立足中国、服务全球的全流程一体化 CRO+CMO 公司。

图表 19：公司成立以来并购情况

时间	标的	交易价格	涉及业务
2016/2/2	Quotient Bioresearch Group Limited	1041.84 万英镑	放射化学合成与代谢动力学研究
2017/1/10	Xceleron Inc.	503.53 万美元	独特的加速器质谱技术，对公司放射性标记代谢物分析服务的全方位延展
2017/3/10	SNBL Clinical Pharmacology Center, Inc.	2545.75 万美元	标的与美国马里兰州大学等多家知名医学院校保持着良好的合作关系，提供临床研究的全面服务，包括医学协作、病患自愿者招募、临床实施、注册申报和数据管理等
2017/5/12	宁波康泰博	1.5 亿元	公司关联方设立，取得杭州湾新区滨海五路甬新 G-137# 地块的土地使用权，用于建设生物医药研发服务基地
2018 年	南京思睿	增资 4500 万元提升持股比例至 42.86%	通过全资子公司希麦迪从事药物临床试验服务的合同研究组织，能够提供包括注册申报、医学事务、临床运营、数据管理和生物统计、药物警戒以及生物样本分析等业务在内的 I-III/IV 期和 BE 临床试验相关服务
2019/5/14		增资 7500 万元提升持股比例至 55.56%	
2019/6/17	北京联斯达医药科技	出资 1.2 亿元取得其 48% 股权，战略入股	业务分布全国的提供第三方独立临床研究现场管理服务的 SMO 企业

来源：公司招股说明书、公司公告，中泰证券研究所

图表 20：成立以来康龙化成服务能力拓展情况

年份	业务类别	药物发现	化学分析	生物分析	安全性评价	CMC	临床研究	大分子研发
2004	起始阶段：药物发现（实验室化学）为主	公司成立，2500m²						
2005		10000m²						
2007		新增 4000m²						
2008		新增 4000m²		成立生物部		成立康龙（天津）		
2009	扩大规模（药物发现全领域+安评+CMC）	新增 5000m²			收购北京维通博际医药，更名康龙（昌平）			
2010		新增 4000m²，成立康龙（西安）						
2011								
2012								
2013								
2014								
2015		康龙（宁波）				康龙（宁波）		
2016	快速发展（延伸至临床研究阶段）	收购 Quotient，更名为康龙（英国）					康龙（英国）	
2017		收购 Xceleron，更名为康龙（美国）分析技术；收购宁波康泰博				收购宁波康泰博、英国 Hoddesdon 资产，成立康龙（绍兴）	收购 SNBL CPC，更名为康龙（美国）临床服务	
2018		成立康龙（上海）					控股南京思睿	成立宁波康龙生物
2019							战略投资联斯达	

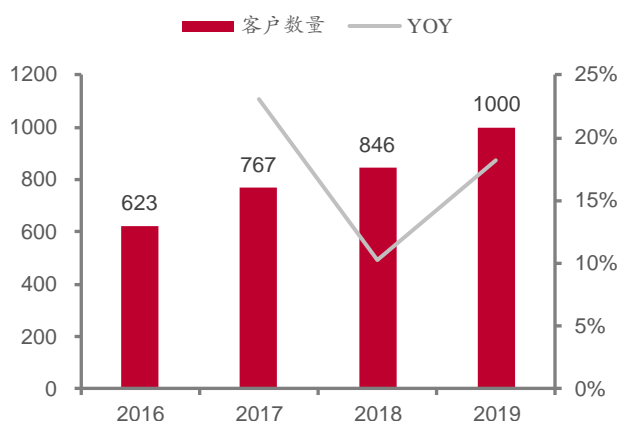
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

客户粘性强，各业务板块协同效应突出

■ 顺应新药研发的发展流程，把握客户多样化需求，提升客户粘性。公司

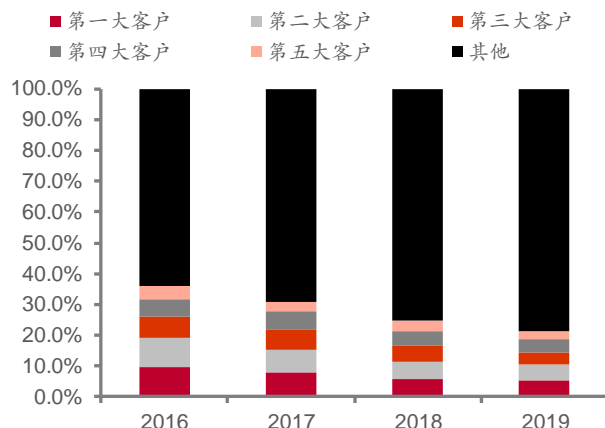
顺应新药研发的发展流程，从药物发展阶段自然延伸拓展至药物开发阶段，从新药研发的起始阶段便与客户建立合作关系，能够全面理解客户多样化的需求，包括在研产品的作用机制、安全性及疗效、代谢特征等，更有利于提升客户粘性，与之建立长期稳定的合作关系，公司的业务收入也自然随着客户在药物开发阶段的更大投入而迅速增长。公司客户囊括全球前 20 大跨国药企，包括阿斯利康、拜耳集团、默沙东、强生、葛兰素史克等，并且其中大部分是公司的长期合作伙伴；除此以外，公司服务客户总数量逐年稳步上升、前五大客户占比持续下降，截止 2019 年末服务客户合计超过 1000 家、前五大客户收入占比下降至 21% 左右。

图表 21：公司服务客户数量（单位：家）



来源：公司招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

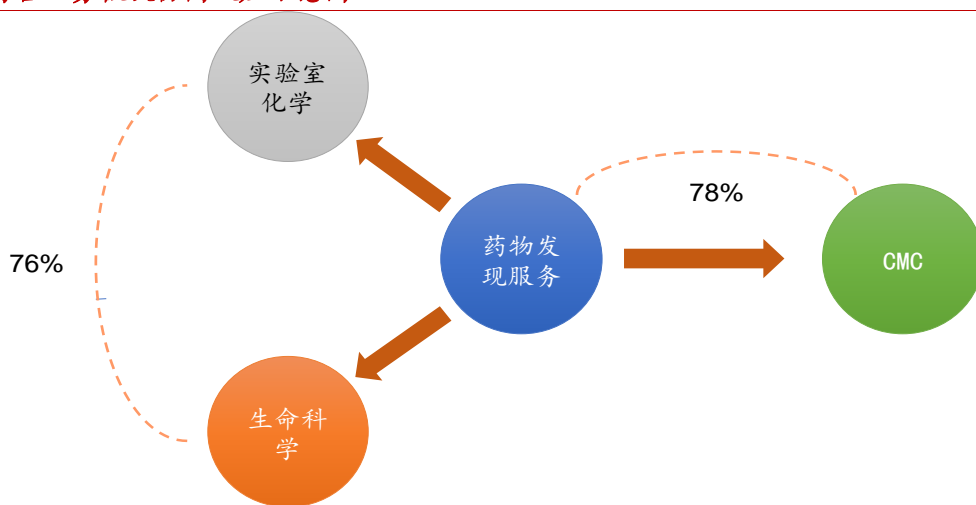
图表 22：前 5 大客户销售比例（单位：%）



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 全流程一体化的药物研发服务平台在提升效率、节省成本的同时，也产生了强大的协同效应，成为公司快速发展的依托。公司内各部门业务表现出很强的协同效应。2019 年上半年药物发现阶段的体内外生物科学 76% 的收入来源于与实验室化学的协同效应，78% 的 CMC 收入来源于与药物发现服务（实验室化学和生物科学）的协同效应。2019 年药物安全性评价实验业务与 CMC 业务的客户重合度进一步提升至 68%。随着各板块业务能力的增强以及服务内容的更加丰富，一体化平台的优势将更加明显，助力公司不断发展壮大。

图表 23：公司各业务板块协同效应示意图

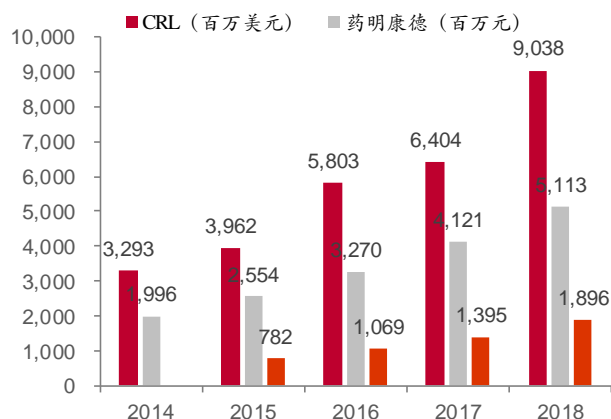


来源：公司公告，中泰证券研究所（2019H1 数据）

行业地位显著，药物发现全球第三，外包服务 CRO+CMO 中国第二

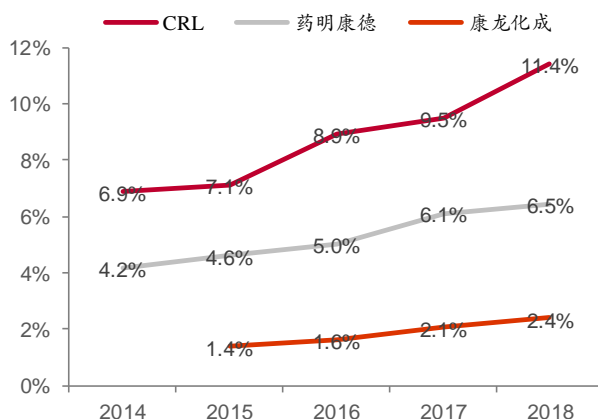
- 2018 年康龙化成在全球药物发现 CRO 市场、中国外包服务 CRO+CMO 市场占有率分别稳居第二、第三位，是赛道中的优质选手。据 Frost&Sullivan 分析，全球药物发现 CRO 市场、中国药物外包服务 CRO+CMO 市场均十分分散。全球药物发现 CRO 市场中，排名前三企业为 CRL、药明康德、康龙化成，2018 CR3 为 20.3%；中国药物外包服务 CRO+CMO 市场中，TOP3 为药明康德、康龙化成、药明生物，CR3 为 26.4%。康龙化成服务能力突出、市场地位稳固，是成长赛道中的优质选手。

图表 24：全球药物发现 CRO 前三企业营收（单位：百万美元）



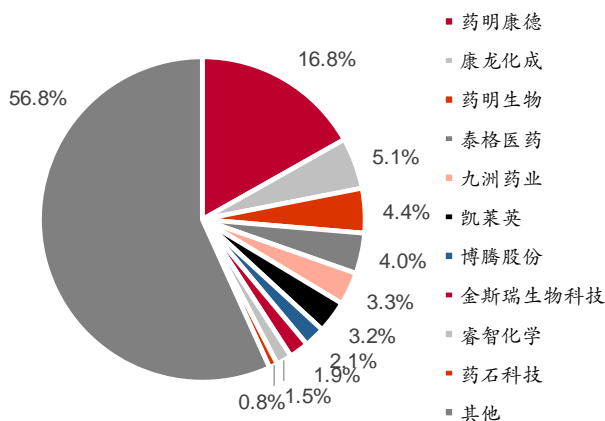
来源：康龙化成招股说明书，Frost&Sullivan，公司公告，中泰证券研究所（注：CRL 为药物发现和安全评估业务，药明康德为中国区实验室服务，康龙化成药物发现与研究业务）

图表 25：全球药物发现 CRO 前三企业市场份额（单位：%）



来源：康龙化成招股说明书，Frost&Sullivan，公司公告，中泰证券研究所

图表 26：2018 年中国 CRO+CMO 服务市场竞争格局



来源：米内网，各公司公告，中泰证券研究所

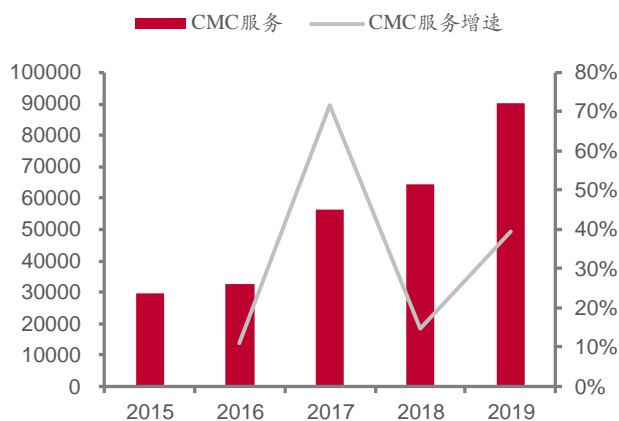
立足实验室服务，CMC 业务进入快速扩张期、毛利率有望不断提升

随临床后期项目占比提升、产能逐步扩张，CMC 业务有望实现持续快速增长

- CMC 业务处于快速成长期，2015-2019 年实现年复合 32% 的快速增长。

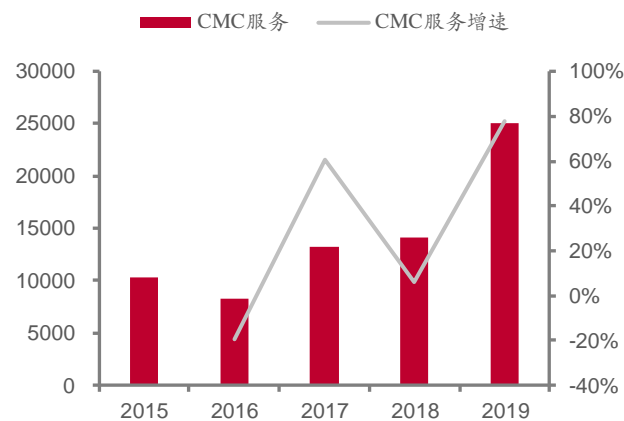
公司 CMC 服务是新药临床批件申请和新药证书申请的重要组成部分，主要在药物开发阶段向制药企业提供化学、制剂工艺开发及生产等服务，目前已经覆盖临床 I-III 期药物开发阶段的工艺研发及生产需求。2019 年 CMC 业务实现收入 9.01 亿元、占比 24%，同比增长 39.60%；实现毛利 2.50 亿元，同比增长 78%。2015-2019 年实现收入年复合 32% 的快速增长。

图表 27: 2015-2019 年 CMC 服务收入及增速(单位: 万元, %)



来源: 公司公告, 公司招股说明书, 中泰证券研究所

图表 28: 2015-2019 年 CMC 服务毛利及增速(单位: 万元, %)



来源: 公司公告, 公司招股说明书, 中泰证券研究所

图表 29: 公司 CMC 业务与合全药业业务对比

公司	业务内容	CMC 业务体量	产能	员工数量
康龙化成	原料药生产、药物制剂开发、制剂生产、药物材料和结晶研发、工艺化学、分析研发和质控、QA/RA	2019 年: 实现收入 9.01 亿元, 毛利率 27.77%	124.3 立方米 (康龙天津 2 期), 建设中的康龙天津 3 期、康龙宁波 2 期、康龙绍兴等	2019 年底 1544 人
合全药业	原料药生产、药物制剂开发、制剂生产、药物材料和结晶研发、工艺化学、分析研发和质控、QA/RA、寡核苷酸、高活药物和抗体偶联药物	2019 年: 实现收入 37.52 亿元, 毛利率 39.94%	原料药: 8 个差异化配制车间, 1007 立方米反应体积 制剂产能: 上海外高桥 4 万 5 千平方英尺的 cGMP 商业化和中试车间、常州寡核苷酸车间 2800 平方米 2019 年 12 月份开工建设无锡合全药业新药制剂开发服务及制剂生产一期项目	2017 年底 3121 人

来源: 公司招股说明书, 药明康德公告, 公司官网, 中泰证券研究所

- 随临床后期项目占比提升、产能逐步扩张, CMC 业务有望实现持续高速增长、毛利率逐步提升。2018 年前由于政策的限制公司不从事商业化已上市药物及其原料药的生产, 因此产能设计规模较低。随着国家药品上市持有人制度的广泛实施, 公司将 CMC 业务扩展到已上市药品及其原料药的 CMO 领域, 子公司宁波康泰博已申请《药品生产许可证》并获批, 天津 2 期产能逐步释放。截止 2019 年末 CMC 服务部门共有 1544 名员工 (+198 人), 完成及在研项目 568 个, 其中临床前项目 485 个、临床 I 期 54 个、临床 II 期 20 个、临床 III 期 9 个。我们预计, 未来 3-5 年随着天津 3 期建设项目、宁波 2 期以及其他 CMC 产能的逐步建设完成及投产运营, 公司 CMC 业务有望保持持续快速扩张, 伴随客户候选药物研发推进临床后期项目逐步增加带来单项目金额逐步提升, 随着产

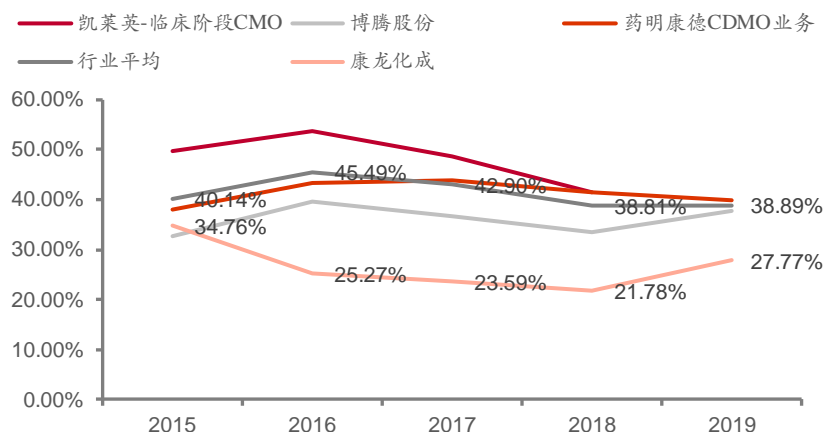
能利用率的逐步提升毛利率有望逐步提升至 35%-40%。

图表 30: 康龙化成 CMC 业务产能情况及未来规划

产能		2015	2016	2017	2018H1	2018	2019	2019-2021年 (预计)
反应釜设计 容量 (L)	康龙天津	66563	66563	124263	124263			宁波2期, 总面积 将由约77,950m ² 增至约198,065 m ² , 可供2500名 员工使用; 天津3 期, 总面积将由 约20,289m ² 增至 约60,952m ² , 可 供400名员工使用
	廊坊分公司	3000	3000	3000	0			
产能利用率	康龙天津	67%	50%	72%	53%			
	廊坊分公司	79%	43%	40%	-			
CMC员工数			906	1114		1346	1544	
备注				2017年9 月康龙天 津二期投 产	2018年 上半年廊 坊分公司 停止运营	宁波园区的GMP 制剂车间获得 NMPA颁发的生 产许可证, 天津2期 产能逐步释放	英国团队有效利用 Hoddesdon资产, 2019 年进行20个临床前及 临床早期项目; 天津2 期产能逐步释放	
毛利率		34.76%	25.27%	23.59%	13.78%	21.78%	27.77%	至35%-40%

来源: 康龙化成 A 股、H 股招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

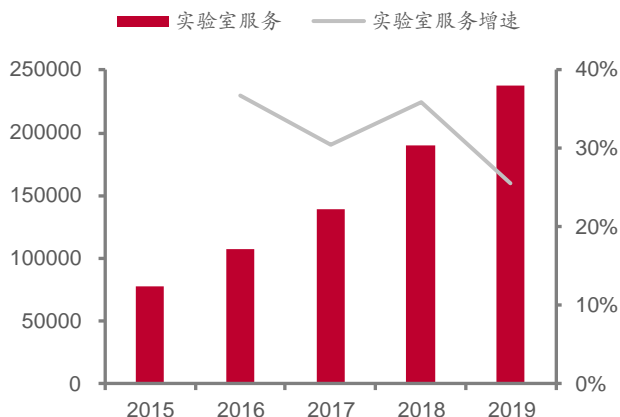
图表 31: 康龙化成 CMC 业务与同行毛利率对比



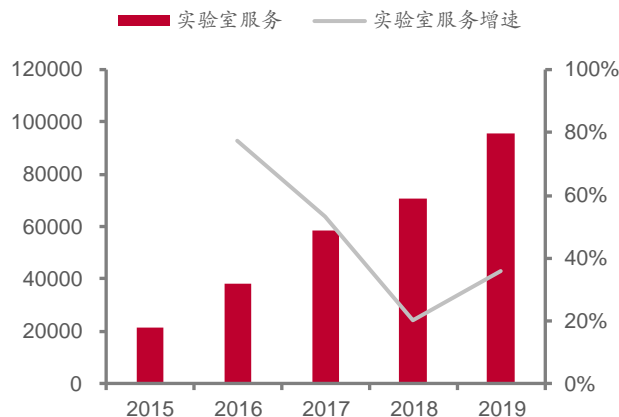
来源: Wind, 康龙化成 A 股招股说明书, 中泰证券研究所

生物科学服务进入发展快车道, 实验室服务业务稳步增长可期

- 公司实验室服务包括实验室化学、生物科学等, 是公司核心业务和发展基石。其中, 实验室化学是小分子药物发现研究的核心和发展基石, 同时也是公司业务发展的起点。从公司整体业务来看, 实验室服务占收入比重接近 65%。经过约 15 年的发展, 公司在化合物设计和合成领域积累了丰富的经验并培养了核心团队, 可根据客户不同的需求提供相应的药物发现服务。公司特色的放射性标记化学合成技术、RadioTag 技术、蛋白、多肽等合成技术增强了在行业内的竞争力。截止 2019 年末, 公司实验室服务共有员工 4301 人 (595 人), 生产满足 NMPA、FDA 和 EMA 的 GLP 标准。2019 年实验室服务实现收入 23.80 亿元, 同比增长 25.52%; 实现毛利 9.58 亿元, 同比增长 35.7%; 毛利率 40.26% 左右, 同比提升 2.72%。

图表 32: 2015-2019 年实验室服务销售收入及增速 (单位: 万元, %)


来源: 公司公告, 公司招股说明书, 中泰证券研究所

图表 33: 2015-2019 年实验室服务毛利及增速 (单位: 万元, %)


来源: 公司公告, 公司招股说明书, 中泰证券研究所

- **生物科学业务快速发展, 带动实验室服务板块稳步增长。**公司由实验室化学业务逐步向后延伸发展, 逐步扩大服务范围。生物科学平台搭建完毕后, 客户订单逐步从单纯的实验室化学延伸至实验室化学+生物科学一体化服务, 生物科学服务快速增长。未来我们预计实验室化学客户向后延伸的可持续性较强, 生物科学收入体量逐步提升至接近实验室化学收入, 带动公司实验室服务业务持续稳定增长。

图表 34: 部分国内药物发现 CRO 特色技术与服务

公司	特色技术与服务
康龙化成	放射性标记化学合成技术、RadioTag 技术
	蛋白、多肽、小分子的聚乙二醇化、核苷酸共轭修饰等
药明生物	杂交瘤技术平台
	噬菌体展示
	OMT 技术
	双特异性抗体技术平台
	ADC 药物技术平台
睿智化学	基于片段的筛选 (FBS) 服务
	计算机辅助药物设计
	基于结构的药物研发服务
	多肽化学
	DNA 到结构的一站式服务
保诺科技	计算机辅助药物发现
	肿瘤微环境三维筛选信息数据库平台
	活体内荧光素标记的肿瘤成像的 CDX
和铂医药	H2L2 全人源单克隆抗体小鼠平台
	HCAb 重链抗体小鼠平台

来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

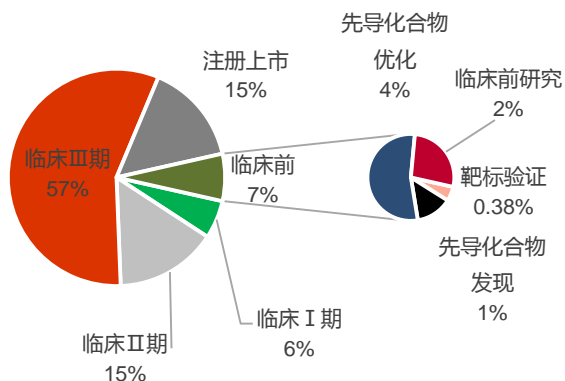
早期布局临床研究服务和大分子服务, 打造长期发展动力

临床研究服务初现规模, 2019 年收入同比增长 31%

- **临床阶段研发费用占新药研发总费用的 75% 以上, 是医药服务外包的黄金细分市场。**根据 Drug Discovery 2010 年的数据测算, 新药研发中以临床研发阶段费用占比最大, 临床前费用占比约 7%、临床 I 期占比 6%、

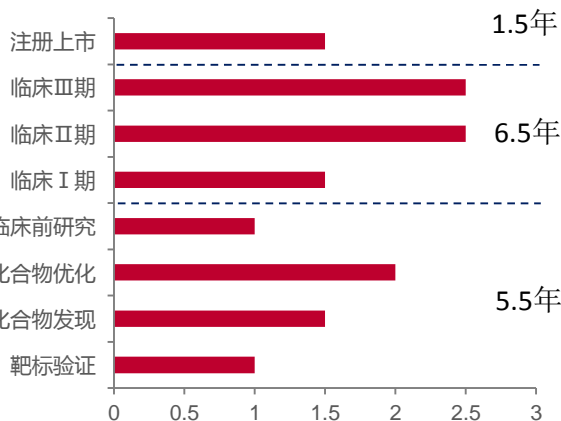
临床II期占比 15%、临床III期占比 57%，整个临床阶段占总费用的 75% 左右。而从研究花费时长而言，临床前（平均 5.5 年）和临床研究（6.5 年）相比并没有很大差别。因此，我们认为临床研究阶段的外包服务金额高、时长适当，是医药服务外包的黄金细分市场，具备较大价值。

图表 35：药物研发不同阶段费用及占比情况（单位：百万美元，%）



来源：Nature Reviews Drug Discovery 2010，中泰证券研究所

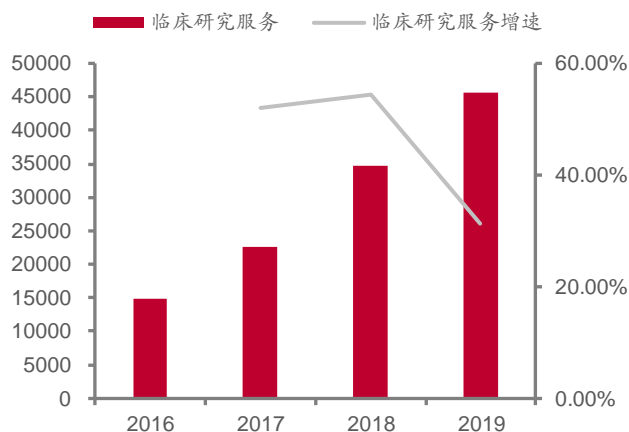
图表 36：药物研发不同阶段耗费时长占比情况（单位：年）



来源：Nature Reviews Drug Discovery 2010，中泰证券研究所

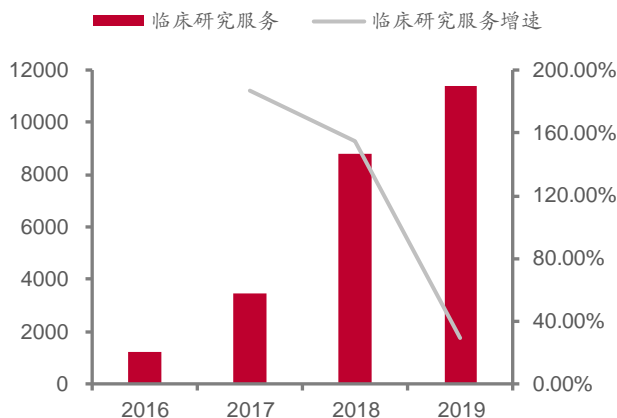
■ 打造全球唯一“放射性同位素化合物合成-临床-分析”一体化服务平台，持续发力。公司于 2016 年收购康龙（英国）临床服务后开始进入临床研究服务领域，并在 2017 年收购康龙（美国）分析技术和康龙（美国）临床服务后实现业务的加速发展。而国内则通过收购南京思睿进而打开国内市场、2019 年战略入股北京联斯达医药（48%股权）补充 SMO 服务，可同时在中国、美国或欧洲为其候选药物递交 IND 申请。公司在美国巴尔的摩的临床研究中心提供首次人体实验研究和单中心 II 期研究服务，中国则通过南京思睿为客户提供包括监管及注册、临床实验设计、I-III 期临床试验、数据管理和统计分析等服务。截至 2019 年末公司从事临床研究服务的员工有 556 人，相比 2018 年末增加 281 人。2019 年公司临床研究服务实现收入 4.56 亿元，占比 12.14%，同比增长 31.30%；实现毛利 1.14 亿元，同比增长 29.4%，毛利率约 25%、基本持平。

图表 37：2015-2019 年临床研究服务销售收入及增速（单位：万元，%）



来源：公司公告，公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 38：2015-2019 年临床研究服务毛利及增速（单位：万元，%）

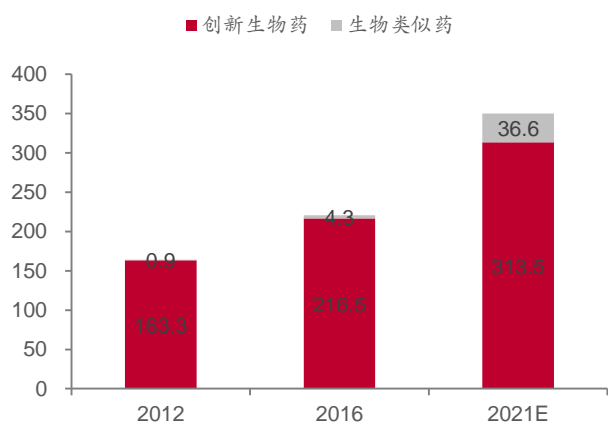


来源：公司公告，公司招股说明书，中泰证券研究所

进入大分子研发服务领域，分享广阔市场

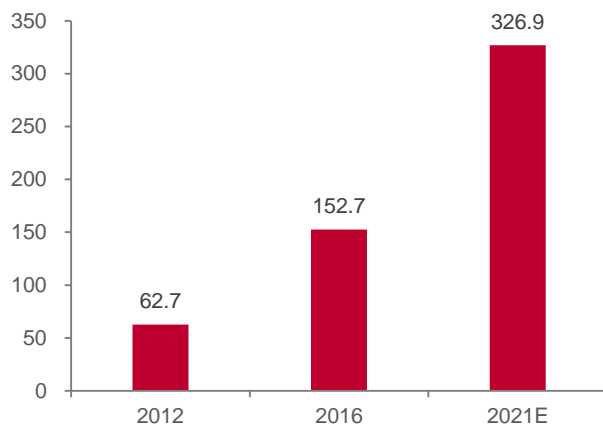
- 随着技术创新、监管明确、重磅靶点成药放量（PD-1/PD-L1 等），生物市场持续较快增长。其中，生物创新药从 2016 年的 2165 亿美元逐步增长至 2021 年的预计 3135 亿美元，CAGR 达到 7.7%；其中生物类似药最具潜力，全球市场从 2012 年的 43 亿美元有望增长至 2021 年的 366 亿美元，CAGR 达到 53.7%。中国市场更为显著，受经济增长、医保报销范围扩大以及出现更多可予负担的单抗产品所推动，中国生物药市场预计将从 2016 年的 1527 亿元增长至 2021 年的 3269 亿元，CAGR 达到 16.4%。

图表 39: 全球生物创新药及生物类似药市场规模(单位: 十亿美元, %)



来源: Frost&Sullivan, 药明生物招股意向书, 中泰证券研究所

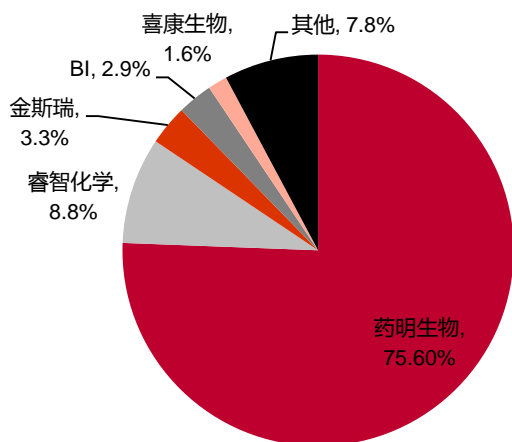
图表 40: 中国生物药市场规模(单位: 十亿元, %)



来源: Frost&Sullivan, 药明生物招股意向书, 中泰证券研究所

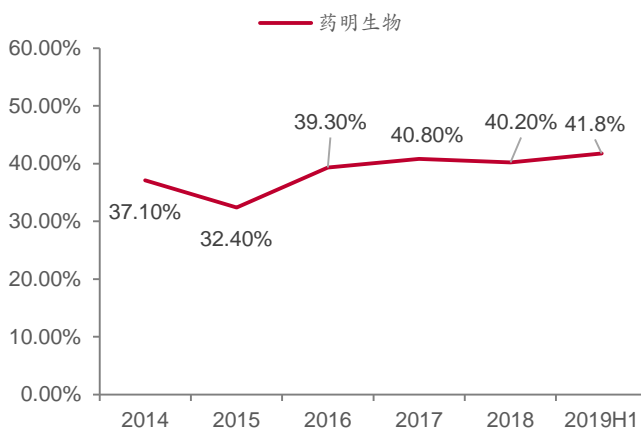
- 2019 年逐步布局进入生物药研发服务领域。2018 年年报中提及,“依托公司前期积累的大分子早期研发经验,公司计划于 2019 年正式着手大分子研发服务平台的建设,逐步培育大分子的研发服务能力,加强早期研发团队建设,引进高级管理人才,开始相关生产设施的建造工作”。根据 Frost&Sullivan 预测,全球生物药 CDMO 市场规模预计 2021 年有望达到 220 亿美元,2023 年达到 324 亿美元,CAGR 达到 22.4%,市场规模大且处于快速成长期,大有可为。2019 年年报中提及,“2020 年公司计划进一步扩大团队,引进专业技术人才,拓展服务类别。与此同时,将建设大分子生物药中试车间,加速发展临床大分子生物分析检测服务。倘若出现合适的标的,公司亦将考虑收购机会,为大分子生物药的发现及开发平台注入新的研发能力。”公司逐步加码大分子端到端服务能力,未来有望分享生物药市场的成长。

图表 41: 2018 年中国生物药 CDMO 市场竞争格局(单位: %)



来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

图表 42: 中国生物药 CDMO 龙头企业药明生物毛利率水平



来源: 药明生物公告, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 47.85、61.50 和 78.54 亿元, 同比增长 27.35%、28.53%、27.72%; 归母净利润分别为 7.75、10.60 和 13.72 亿元, 同比增长 41.64%、36.77%、29.41%, 对应 EPS 为 0.98、1.33 和 1.73 元。
- 假设一: 公司营业税金及附加占营业收入百分比保持稳定, 为 0.90%;
- 假设二: 实验室业务受益于生物科学业务和药物安全评价业务快速发展, 技术升级带来的人均单产提升整体保持 20%左右的稳定增长, 毛利率基本保持稳定;
- 假设三: CMC 业务受益于产能快速增长带来的服务能力增强, 项目数快速增长, 临床后期及商业化阶段项目增加带来单个项目平均收入的提升以及产能利用率提升带来的毛利率提升, 有望实现快速增长;
- 假设四: 临床研究服务业务随着自建、并购及战略合作等方式不断提升服务能力, 业务实现稳定较快增长, 毛利率稳步提升。
- 对期间费用和所得税的假设:
 - 营业费用率: 公司一体化服务平台优势突出, 订单获取能力相对较强且品牌效应体现, 未来基本保持稳定略有下降;
 - 管理费用率: 考虑生命科学、药物安全评价、CMC 业务和临床研究服务业务都处于持续快速扩张的阶段, 公司对应服务部门需要持续扩招技术人员, 且受人工成本每年稳定小幅上升的影响, 费用保持稳定增长; 但收入大幅增长, 因此费用率水平基本保持稳定小幅下降。
 - 研发费用率: 公司不断强化创新药外包服务能力, 每年研发费用绝对额保持稳定增长, 收入快速增长下费用率水平略有下降。
 - 财务费用率: 公司 2019 年在 A 股和港股成功 IPO 募资后部分款项用于归还借款, 降低财务费用成本, 财务费用率有所下降。
- 所得税: 我们认为未来三年将保持在 15.00%左右。

图表 43: 康龙化成成分业务预测 (单位: 百万元, %)

板块	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
实验室服务								
总收入	781.65	1069.1	1395.13	1895.75	2379.51	2809.03	3473.12	4270.76
YOY		36.77%	30.50%	35.88%	25.52%	18.05%	23.64%	22.97%
成本	565.9	685.9	808.6	1,189.8	1,421.4	1,714.8	2,085.9	2,550.8
YOY		21.21%	17.90%	47.14%	19.47%	20.64%	21.64%	22.28%
毛利率	28%	36%	42%	37%	40%	39%	40%	40%
CMC服务								
收入	295.7	327.8	562.9	645.8	901.6	1,320.6	1,815.9	2,451.4
YOY		10.84%	71.74%	14.73%	39.60%	46.48%	37.50%	35.00%
成本	192.9	244.9	430.1	505.2	651.2	937.7	1,271.1	1,691.5
YOY			75.60%	17.47%	28.90%	43.99%	35.56%	33.07%
毛利率	34.76%	25.27%	23.59%	21.77%	27.77%	29.00%	30.00%	31.00%
临床研究服务								
收入		148.2	225.2	347.5	456.3	634.2	838.7	1,109.2
YOY			51.90%	54.33%	31.30%	39.00%	32.25%	32.25%
成本		136.2	190.6	259.5	342.4	469.3	603.9	776.5
YOY			39.97%	36.12%	31.94%	37.09%	28.68%	28.58%
毛利率		8.13%	15.34%	25.33%	24.97%	26.00%	28.00%	30.00%
其他								
收入	1.0	0.0	16.2	19.0	19.8	20.8	21.8	22.9
YOY		-96.12%	40350.00%	17.68%	4.04%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	1.0		6.7	9.0	7.8	8.3	8.7	9.2
YOY				35.19%	-13.24%	6.67%	5.00%	5.00%
毛利率	5.83%	100.00%	58.90%	52.78%	60.63%	60.00%	60.00%	60.00%
合计								
收入	1,078.4	1,545.1	2,199.4	2,908.1	3,757.2	4,784.7	6,149.6	7,854.4
YOY		43.28%	42.34%	32.22%	29.20%	27.35%	28.53%	27.72%
成本	759.8	1,067.0	1,436.0	1,963.5	2,422.8	3,130.1	3,969.7	5,027.9
YOY		40.44%	34.59%	36.73%	23.39%	29.19%	26.82%	26.66%
毛利率	29.55%	30.95%	34.71%	32.48%	35.52%	34.58%	35.45%	35.99%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 44: 康龙化成期间费用率和所得税率假设 (单位: %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	54.65	72.99	92.34	116.84	147.66
销售费用率%	1.88%	1.94%	1.93%	1.90%	1.88%
管理费用	394.58	495.59	669.85	830.19	1060.34
管理费用率%	13.57%	13.19%	14.00%	13.50%	13.50%
研发费用	31.61	62.87	81.73	102.17	127.71
研发费用率%	1.09%	1.67%	1.71%	1.66%	1.63%
财务费用	53.39	72.21	-88.40	-103.91	-113.43
财务费用率%	1.84%	1.92%	-1.85%	-1.69%	-1.44%
所得税	59.72	101.88	132.70	181.49	234.87
所得税率%	15.21%	16.11%	15.00%	15.00%	15.00%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资建议: 合理估值区间 689 亿元

- 我们选取 A 股 CRO/CDMO 上市公司作为可比公司，平均估值在 2020 年 67X，2021 年 50X。目前公司对应 2020 年 68 倍 PE、2021 年 50 倍 PE，考虑到公司为国内 CRO+CMO 龙头企业之一，一体化服务平台完善、客户黏性高，CMC 业务受益于产能释放未来 3-5 年保持快速增长，我们给予 2021 年 65 倍 PE、合理估值区间约 689 亿元，首次覆盖、给予“买入”评级。

图表 45：康龙化成可比公司估值

股票代码	公司名称	营收 (2019)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2019)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2020)	PE(2021)	PE(2022)	总市值
603259	药明康德	12,872.21	28.15	1,911.41	23.90	14.8%	70.0	52.3	40.8	1,804.79
300347	泰格医药	2,803.31	33.64	975.32	81.55	34.8%	58.0	44.7	34.6	614.55
002821	凯莱英	2,459.99	30.65	553.86	29.89	22.5%	67.7	51.9	40.2	494.35
603127	昭衍新药	639.38	38.28	178.21	51.11	27.9%	74.4	54.3	40.9	186.06
688202	美迪西	449.39	24.60	68.52	15.32	15.2%	66.8	48.4	33.9	65.11
平均值							67.4	50.3	38.1	
300759	康龙化成	3,757.16	31.98	530.67	45.70	14.1%	68.3	50.0	38.6	518.34

来源：Wind，中泰证券研究所（截止 2020.05.26）

风险提示

创新药企业研发投入不达预期风险

- 创新药企业研发投入直接关系到公司的订单来源，若由于经济形势、医药政策等外部因素导致药企研发投入不达预期，则公司收入会受到不利影响。

CMC 业务毛利率提升不及预期的风险

- 公司未来 3 年增长的一大动力来自于 CMC 业务的快速成长，存在由于项目数增长不及产能扩张增速导致产能利用率不升反降，影响收入增长和毛利率提升。

竞争环境恶化风险

- 国内 CRO/CDMO 行业由分散到集中的过程中会发生一定竞争，公司面临一定的竞争环境恶化的风险。

汇率波动风险

- 公司收入 80%以上来自境外，存在汇率波动风险。

图表 46：康龙化成财务报表预测（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5944	7108	7929	8911	营业收入	3757	4785	6150	7854
现金	4460	5476	5874	6337	营业成本	2423	3130	3970	5028
应收账款	857	1094	1401	1792	营业税金及附加	31	43	55	71
其他应收款	83	109	142	179	营业费用	73	92	117	148
预付账款	5	6	7	9	管理费用	496	670	830	1060
存货	157	198	252	320	财务费用	72	-88	-104	-113
其他流动资产	383	225	252	273	资产减值损失	-1	-4	-5	-4
非流动资产	3991	3743	4168	4711	公允价值变动收益	25	12	14	15
长期投资	131	131	131	131	投资净收益	-19	-13	-15	-14
固定资产	2485	2468	2679	3246	营业利润	631	882	1208	1564
无形资产	421	503	563	624	营业外收入	3	5	4	4
其他非流动资产	953	642	795	710	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	9935	10851	12097	13622	利润总额	633	885	1210	1566
流动负债	1270	1369	1499	1648	所得税	102	133	181	235
短期借款	214	280	275	267	净利润	531	752	1028	1331
应付账款	118	165	206	260	少数股东损益	-17	-23	-32	-41
其他流动负债	938	923	1018	1122	归属母公司净利润	547	775	1060	1372
非流动负债	827	825	912	956	EBITDA	1023	1134	1487	1913
长期借款	542	592	642	692	EPS（元）	0.69	0.98	1.33	1.73
其他非流动负债	285	233	270	264					
负债合计	2097	2194	2411	2604	主要财务比率				
少数股东权益	71	48	16	-25	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	794	794	794	794	成长能力				
资本公积	5965	5965	5965	5965	营业收入	29.2%	27.3%	28.5%	27.7%
留存收益	1078	1853	2913	4285	营业利润	60.9%	39.6%	37.0%	29.4%
归属母公司股东权益	7767	8610	9669	11043	归属于母公司净利润	64.3%	41.6%	36.8%	29.4%
负债和股东权益	9935	10851	12097	13622	获利能力				
					毛利率(%)	35.5%	34.6%	35.4%	36.0%
现金流量表					净利率(%)	14.6%	16.2%	17.2%	17.5%
单位：百万元					ROE(%)	7.0%	9.0%	11.0%	12.4%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC(%)	14.3%	16.4%	20.0%	22.3%
经营活动现金流	939	859	1103	1389	偿债能力				
净利润	531	752	1028	1331	资产负债率(%)	21.1%	20.2%	19.9%	19.1%
折旧摊销	320	341	383	462	净负债比率(%)	43.24%	47.93%	45.31%	43.45%
财务费用	72	-88	-104	-113	流动比率	4.68	5.19	5.29	5.41
投资损失	19	13	15	14	速动比率	4.55	5.04	5.12	5.20
营运资金变动	-78	-161	-219	-292	营运能力				
其他经营现金流	75	2	-1	-14	总资产周转率	0.51	0.46	0.54	0.61
投资活动现金流	-1045	-143	-850	-1080	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	755	100	700	950	应付账款周转率	21.42	22.10	21.39	21.60
长期投资	205	8	-0	-1	每股指标（元）				
其他投资现金流	-86	-35	-150	-131	每股收益(最新摊薄)	0.69	0.98	1.33	1.73
筹资活动现金流	4246	301	144	154	每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.08	1.39	1.75
短期借款	-168	66	-5	-8	每股净资产(最新摊薄)	9.78	10.84	12.17	13.90
长期借款	-334	50	50	50	估值比率				
普通股增加	204	0	0	0	P/E	96.77	68.32	49.95	38.60
资本公积增加	4836	0	0	0	P/B	6.82	6.15	5.48	4.80
其他筹资现金流	-292	185	99	113	EV/EBITDA	48	43	33	26
现金净增加额	4135	1016	398	463					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。