

康龙化成 (300759.SZ)

CMC 板块逐季显著攀升，新签订单加速

公司发布 2024 年业绩：2024 年公司实现收入 122.8 亿元、同比+6.4%；归母净利润 17.9 亿元、同比+12.0%；扣非归母净利润 11.1 亿元、同比-26.8%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 16.1 亿元、同比-15.6%。其中，Q4 单季度实现收入 34.6 亿元、同比+16.1%；归母净利润 3.7 亿元、同比-19.6%；扣非归母净利润 3.2 亿元、同比-24.6%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 5.0 亿元、同比+1.7%。

□ **实验室服务：**前期受投融资环境影响短期波动，24 年逐季度增长改善。2024 年公司实现收入 70.5 亿元 (yoy+5.8%)，其中生物科学增长强劲、收入占板块比例提升至 54% 以上，实验室化学 Q4 创全年单季最高收入记录；2024 年毛利率 44.4% (yoy+0.4pct)。从季度节奏来看，Q1-4 收入分别同比 -2.9%/2.3%/9.4%/14.9%，趋势改善明显。

□ **CMC/小分子 CDMO：**逐季度业绩改善明显。2024 年公司实现收入 29.9 亿元 (yoy+10.2%)，且逐季度提升，Q2-4 环比分别增长 2.0%、34.9%、26.4%；毛利率端由 2024Q1 的 27.3% 提升至 2024Q4 的 38.4%，全年毛利率 33.1% (yoy-0.3pct)，主要受员工数量增加及新产能投产等影响。从服务项目数来看，公司 2024 年服务临床前、1/2 期、3 期、工艺验证和商业化阶段项目数分别是 782/242/23/19 个，分别同比+123/+72/-4/-10 个，我们预计工艺验证和商业化阶段项目数量下降主要由于 Cramlington 工厂原有的部分仿制药产品 2024 年未生产，随着客户项目持续推进，2024 年工艺验证和商业化阶段创新药项目数量同比+4 个。

□ **临床研究服务：**盈利能力短期承压，2025 年有望平稳改善。2024 年公司实现收入 18.3 亿元 (yoy+5.1%)，毛利率 12.8% (yoy-4.3pct)，主要是由于临床研究服务执行订单结构变化以及国内价格竞争加剧。

□ **大分子和 CGT 服务：**新兴板块尚处于投入阶段。2024 年公司实现收入 4.1 亿元 (yoy-4.1%)，在大分子 CDMO 方面，2024 年上半年公司宁波第二园区大分子 CDMO 服务平台部分投入使用，并顺利完成第一个创新双抗“成药性研究—细胞株开发—工艺优化—毒理批生产—GMP 生产及罐装”一体化项目。

□ **海外客户访问量创新高，新签订单增长加速。**随着全球医药行业投融资初步复苏以及公司市占率持续提升，2024 年公司海外客户访问量达到历史最高峰，新签订单同比+20% 以上，其中实验室服务同比+15% 以上，CMC 同比+35% 以上（截至 24 年 9 月底，前三季度新签订单同比+18% 以上，其中实验室服务板块同比+12% 以上、CMC/小分子 CDMO 服务板块新签订单同比+30% 以上）。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**我们持续看好康龙化成作为全球 CRO 服务龙头的核心竞争力，CMC 业务逐步进入兑现期，新签订单持续增长为后续业绩增长提供有力保障，公司预计 2025 年收入同比增长 10-15%。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 137、155、179 亿元，实现归母净利润 19.0、22.1、26.5 亿元，实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 18.6、21.8、25.9 亿元，对应 PE 分别为 24.5、20.9、17.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**地缘政治、汇率波动、产能利用率不及预期等风险。

强烈推荐（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

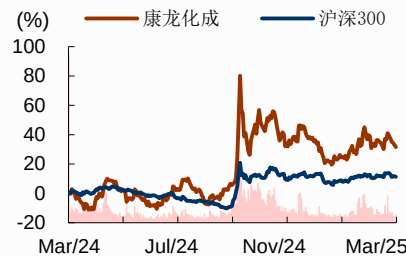
当前股价：26.61 元

基础数据

总股本（百万股）	1778
已上市流通股（百万股）	1419
总市值（十亿元）	47.3
流通市值（十亿元）	37.8
每股净资产（MRQ）	7.7
ROE（TTM）	13.2
资产负债率	40.6%
主要股东	深圳市信中康成投资合伙企业
主要股东持股比例	14.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	22	27
相对表现	-3	12	17



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《康龙化成（300759）—生物科学增长强劲，新签订单增长提速》2024-11-05
- 2、《康龙化成（300759）—Q2 实验室服务收入环比双位数增长，维持全年收入双位数增长目标》2024-08-28
- 3、《康龙化成（300759）—约 1.021 亿美元出售境外参股公司股权，有望提升 24 年净利润》2024-05-20

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

肖笑园 研究助理

xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11538	12276	13746	15545	17870
同比增长	12%	6%	12%	13%	15%
营业利润(百万元)	1848	2104	2208	2588	3125
同比增长	9%	14%	5%	17%	21%
经调整归母净利润(百万元)	1903	1607	1856	2176	2591
同比增长	4%	-16%	16%	17%	19%
每股收益(元)	0.90	1.01	1.07	1.24	1.49
PE	23.9	28.3	24.5	20.9	17.6
PB	3.8	3.5	3.1	2.8	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10874	7608	7644	8379	9505
现金	5919	1690	1177	1239	1487
交易性投资	622	1120	1120	1120	1120
应收票据	0	5	5	6	7
应收款项	2242	2409	2697	3050	3507
其它应收款	113	159	178	201	231
存货	1013	1117	1225	1359	1540
其他	965	1109	1241	1404	1613
非流动资产	15602	16319	17384	18569	19177
长期股权投资	723	649	649	649	649
固定资产	6497	7809	9381	11010	12007
无形资产商誉	3728	3727	3354	3019	2717
其他	4655	4135	3999	3891	3804
资产总计	26477	23927	25028	26948	28682
流动负债	3654	4224	3867	4246	4107
短期借款	577	765	705	918	554
应付账款	412	477	523	581	658
预收账款	741	835	916	1016	1151
其他	1924	2147	1723	1732	1744
长期负债	9584	5481	5481	5481	5481
长期借款	4308	4377	4377	4377	4377
其他	5276	1103	1103	1103	1103
负债合计	13239	9705	9347	9726	9588
股本	1787	1778	1778	1778	1778
资本公积金	4957	4592	4592	4592	4592
留存收益	5813	7249	8791	10429	12419
少数股东权益	681	604	520	422	305
归属于母公司所有者权益	12557	13619	15161	16799	18789
负债及权益合计	26477	23927	25028	26948	28682

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2754	2577	2877	3278	3747
净利润	1582	1714	1813	2110	2535
折旧摊销	823	975	1505	1642	1794
财务费用	(19)	159	308	302	296
投资收益	(45)	(542)	(335)	(269)	(225)
营运资金变动	477	304	(414)	(507)	(653)
其它	(64)	(33)	0	0	0
投资活动现金流	(2251)	(2024)	(2234)	(2557)	(2177)
资本支出	(2865)	(2041)	(2570)	(2827)	(2403)
其他投资	614	16	335	269	225
筹资活动现金流	3915	(4797)	(1156)	(658)	(1322)
借款变动	3290	252	(492)	213	(363)
普通股增加	596	(9)	0	0	0
资本公积增加	172	(365)	0	0	0
股利分配	(357)	(357)	(356)	(569)	(662)
其他	215	(4318)	(308)	(302)	(296)
现金净增加额	4418	(4244)	(513)	62	248

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11538	12276	13746	15545	17870
营业成本	7414	8073	8856	9824	11133
营业税金及附加	83	110	103	117	135
营业费用	253	258	289	342	393
管理费用	1607	1585	1718	1990	2269
研发费用	448	469	495	560	643
财务费用	5	143	308	302	296
资产减值损失	(44)	(161)	(102)	(92)	(101)
公允价值变动收益	19	2	29	17	16
其他收益	99	83	81	72	65
投资收益	45	542	225	180	144
营业利润	1848	2104	2208	2588	3125
营业外收入	5	2	3	3	3
营业外支出	15	15	15	15	15
利润总额	1838	2091	2197	2576	3112
所得税	256	377	384	466	578
少数股东损益	(19)	(79)	(84)	(97)	(117)
归属于母公司净利润	1601	1793	1897	2208	2652
经调整归母净利润	1903	1607	1856	2176	2591

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	6%	12%	13%	15%
营业利润	9%	14%	5%	17%	21%
归母净利润	16%	12%	6%	16%	20%
获利能力					
毛利率	35.7%	34.2%	35.6%	36.8%	37.7%
净利率	13.9%	14.6%	13.8%	14.2%	14.8%
ROE	13.9%	13.7%	13.2%	13.8%	14.9%
ROIC	10.3%	8.9%	10.0%	10.8%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	40.6%	37.3%	36.1%	33.4%
净负债比率	19.7%	23.3%	20.3%	19.6%	17.2%
流动比率	3.0	1.8	2.0	2.0	2.3
速动比率	2.7	1.5	1.7	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	7.2	7.6	7.6	7.6	7.7
应收账款周转率	5.6	5.3	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	18.1	18.2	17.7	17.8	18.0
每股资料(元)					
EPS	0.90	1.01	1.07	1.24	1.49
每股经营净现金	1.55	1.45	1.62	1.84	2.11
每股净资产	7.06	7.66	8.53	9.45	10.57
每股股利	0.20	0.20	0.32	0.37	0.45
估值比率					
PE	23.9	28.3	24.5	20.9	17.6
PB	3.8	3.5	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	22.0	18.2	13.9	12.4	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。