



## 康龙化成 (3759.HK/300759.CH) : 逐季改善明显, 2025 年迎来 10%-15% 收入增速

维持港股“买入”评级, 上调目标价至 20 港元; 上调 A 股评级至“买入”, 上调目标价至人民币 32 元。

● **4Q24 业绩符合预期, 收入利润同比环比增幅加快:** 公司 2024 年收入人民币 122.76 亿元 (+6.4% YoY), 偏向此前 [盈利预告](#) 的区间高端 (4%-7%), 经调整归母净利润为 16.07 亿元 (-15.6% YoY), 接近符合此前 [盈利预告](#) 的中值 (-13%~-18% YoY)。四季度收入和利润均呈现环比改善趋势: 4Q24 收入为人民币 34.58 亿元 (+16.1% YoY, +7.6% QoQ); 经调整 Non-IFRS 归母净利润为 4.99 亿元 (+1.7% YoY, +19.7% QoQ)。利润率在 3Q24 基础上略有提升, 毛利率为 34.6% (-0.1 ppts YoY, +0.2 ppts QoQ), 经调整归母净利率为 14.4% (-2.0 ppts YoY, +1.5 ppts QoQ)。2024 年底新签订单金额同比增长 20%+, 较 9M24 进一步提速 (18%+), 延续了前三个季度的复苏趋势。无论是从全年维度还是从 4Q24 维度看, 欧洲客户和 TOP20 客户均增长最快, 管理层表示主要由于欧洲大药企客户 CMC 收入增长较快, 包括大药企和国内外 Biotech 客户合作之后大药企加快授权项目的临床开发。

● **与 3Q24 趋势类似, 4Q24 CMC 引领收入增长, 实验室服务得益于生物科学收入持续增长:** 4Q24 收入分板块来看, 1) CMC 收入板块增速最快, 实现 26.9% YoY/26.4% QoQ 增速, 收入规模的提振亦带动其毛利率同比环比上升 (+2.2 ppts YoY, +4.3 ppts QoQ), 同时 2024 年底板块新签订单金额实现 35%+ YoY 增幅, 较 9M24 进一步提速 (9M24: 30%+ YoY)。2) 实验室服务收入增速 (+14.9% YoY, -1.0% QoQ) 亦较为明显, 主要得益于生物科学板块持续增长, 板块毛利率亦分别提升 1.2 ppts YoY/下降 0.2 ppts QoQ, 板块新签订单金额于 2024 年底录得 15%+ 增速, 亦较 9M24 有所提升 (9M24: 12%+)。3) 临床研究服务收入尽管在前 3 季度增长有限, 但四季度增速有所提升 (+9.5% YoY, +12.4% QoQ), 但由于价格承压持续存在, 毛利率仍然呈现同比环比有所下降态势 (-2.0 ppts YoY, -2.5 ppts QoQ)。4) CGT 板块仍延续了第三季度收入和毛利率同比环比下降的疲软态势。

● **2025 年收入预计增长 10%-15%, 利润率或有提升空间:** 管理层预计公司将在 2025 年实现 10%-15% 的收入增速, 主要受 CMC 服务和实验室服务驱动。尽管管理层并未拆分特定板块增速指引, 考虑到 CMC 新签订单达 35%+ YoY、实验室服务新签订单达 20%+ YoY, 以及 CMC 订单转化成收入周期较长 (有可能超过 1 年) 而实验室服务订单通常周期较短, 我们预测 CMC 服务大概率超过公司指引高端 (即 >15% 增速), 实验室服务收入增速与新签订单增速类似 (15% 增速)。利润端, 管理层认为利润率或有提升空间, 主要由于收入持续增长及费用端并未有明显额外项目 (除了宁波大分子产能于 2024 年 5 月投产导致运营成本及折旧提升将于 2025 年产生全年影响)。

● **上调港股目标价至 20 港元, 上调 A 股目标价至人民币 32 元:** 我们将公司 2025E/2026E 经调整 non-IFRS 净利润轻微调整至 17.9 亿元/22.6 亿元, 主要由于轻微下调毛利率预测、调整非经营性收益导致。得益于上

### 阳景

首席医药分析师  
Jing\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6434

### 胡泽宇 CFA

医药分析师  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

2025 年 3 月 28 日

### 康龙化成 (3759.HK)

**买入**

目标价 (港元)	20.0
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	16.7
52 周内股价区间 (港元)	8.0-24.9
总市值 (百万港元)	48,673
近 3 月日均成交额 (百万港元)	110

注: 截至 2025 年 3 月 27 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)	32.0
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (人民币)	27.7
52 周股价区间 (人民币)	17.7-36.4
总市值 (百万人民币)	45,477
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	588

注: 截至 2025 年 3 月 27 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



游客户的融资逐渐复苏及新签订单的不断提速，我们认为公司收入利润逐季提升将进一步加速。给予港股 14x 2026E PE（较过去 3 年均值低 0.3 个标准差），上调港股目标价至 20 港元，维持公司港股“买入”评级；上调 A 股评级至“买入”，给予 A 股目标价较港股目标价 80%的溢价（较过去 3 年平均溢价高 0.2 个标准差），上调 A 股目标价至人民币 32 元。

● **投资风险：**收入增长不及预期，毛利率不及预期，净利润不及预期。

**图表 1：盈利预测和财务指标**

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,538	12,276	13,861	15,690	17,868
同比变动 (%)	12.4%	6.4%	12.9%	13.2%	13.9%
归母净利润	1,601	1,793	1,694	2,155	2,626
同比变动 (%)	16.5%	12.0%	-5.5%	27.2%	21.8%
PE (x) - 港股	13.9	16.4	14.7	11.7	9.6

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 康龙化成(3759.HK)

### 利润表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,538	12,276	13,861	15,690	17,868
营业成本	-7,443	-8,127	-9,105	-10,078	-11,309
毛利润	4,095	4,149	4,756	5,613	6,560
销售费用	-253	-258	-291	-329	-375
管理费用	-1,672	-1,664	-1,871	-2,103	-2,376
研发费用	-448	-469	-541	-596	-679
营业利润	1,722	1,758	2,053	2,584	3,129
财务费用	-182	-244	-199	-199	-199
其他收入和收益	374	885	300	300	300
其他费用	-38	-68	-55	-63	-71
资产减值损失	-36	-116	-40	-40	-40
分占联营公司亏损	-2	-123	-130	-130	-130
税前净利润	1,838	2,091	1,928	2,452	2,988
所得税	-256	-377	-308	-392	-478
税后利润	1,582	1,714	1,619	2,060	2,510
少数股东损益	-19	-79	-75	-95	-116
归母净利润	1,601	1,793	1,694	2,155	2,626

### 现金流量表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前利润	1,838	2,091	1,928	2,452	2,988
物业、厂房及设备折旧	778	956	1,062	1,176	1,251
使用权资产折旧	195	168	135	115	98
存货增加/(减少)	14	-121	-3,326	2,850	-3,452
贸易及其他应收款增加	-395	-171	-19,374	16,137	-19,994
贸易及其他应付款项增加	173	65	3,566	-3,028	3,708
其他	150	-410	-2,716	-604	-740
经营现金流	2,754	2,577	-18,724	19,099	-16,141
购买物业、厂房及设备	-2,848	-2,445	-2,245	-1,945	-1,645
收购	-95	0	0	0	0
其他	692	420	0	0	0
投资现金流	-2,251	-2,024	-2,245	-1,945	-1,645
计息负债变动	0	389	0	0	0
股权募资	0	0	0	0	0
其他	3,915	-5,110	0	0	0
融资现金流	3,915	-4,720	0	0	0
现金净流量	4,332	-4,168	-20,969	17,154	-17,785

### 资产负债表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,791	1,623	-19,346	-2,192	-19,977
应收款项	2,242	2,414	21,788	5,651	25,645
存货	365	487	3,812	962	4,414
其它流动资产	2,476	3,085	6,521	7,120	7,826
流动资产合计	10,874	7,608	12,775	11,542	17,908
固定资产	9,852	10,944	12,127	12,896	13,290
使用权资产	128	67	68	70	71
商誉	2,781	2,761	2,761	2,761	2,761
其他非流动资产	2,842	2,547	2,320	2,115	1,930
非流动资产合计	15,602	16,319	17,276	17,841	18,051
资产总计	26,477	23,927	30,051	29,382	35,959
短期借款	727	1,047	1,047	1,047	1,047
应付账款	412	477	4,043	1,015	4,723
其他应付账款	1,377	1,508	2,352	2,553	2,808
其它流动负债	1,138	1,192	1,251	1,314	1,379
流动负债合计	3,654	4,224	8,693	5,929	9,957
长期借款	4,308	4,377	4,377	4,377	4,377
其它长期负债	5,276	1,103	1,138	1,174	1,212
非流动负债合计	9,584	5,481	5,515	5,552	5,590
负债总计	13,239	9,705	14,209	11,480	15,547
股本	1,787	1,778	1,778	1,778	1,778
储备	10,769	11,841	13,535	15,691	18,316
母公司拥有人应占权益	12,557	13,619	15,314	17,469	20,095
少数股东权益	681	604	529	434	318
负债和所有者权益合计	26,477	23,927	30,051	29,382	35,959

### 主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股收益	1.1	0.9	1.0	1.3	1.5
每股净资产	7.1	7.7	8.6	9.8	11.3
每股营收	6.5	6.9	7.8	8.9	10.1
每股经营现金流	1.6	1.5	-10.6	10.8	-9.1
<b>估值 (倍)</b>					
P/E-港股	13.9	16.4	14.7	11.7	9.6
P/E-A股	25.8	30.5	27.3	21.7	17.9
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
P/S	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	35.5%	33.8%	34.3%	35.8%	36.7%
归母净利润率	13.9%	14.6%	12.2%	13.7%	14.7%
净资产收益率	13.9%	13.7%	11.7%	13.1%	14.0%
总资产收益率	6.7%	6.8%	6.0%	6.9%	7.7%
<b>盈利增长 (%)</b>					
营业收入增长率	12.4%	6.4%	12.9%	13.2%	13.9%
营业利润增长率	2.2%	2.1%	16.8%	25.9%	21.1%
归母净利润增长率	16.5%	12.0%	-5.5%	27.2%	21.8%
<b>偿债能力指标</b>					
计息负债/权益	40.1%	39.8%	35.4%	31.1%	27.0%
流动比率	297.6%	180.1%	146.9%	194.7%	179.8%
现金比率	158.5%	38.4%	-222.5%	-37.0%	-200.6%
<b>经营效率指标</b>					
应收账款周转天数	65.2	318.1	318.6	319.1	319.6
应付账款周转天数	20.1	89.6	90.6	91.6	92.6
存货周转天数	17.8	85.9	86.2	86.5	86.8

E=浦银国际预测

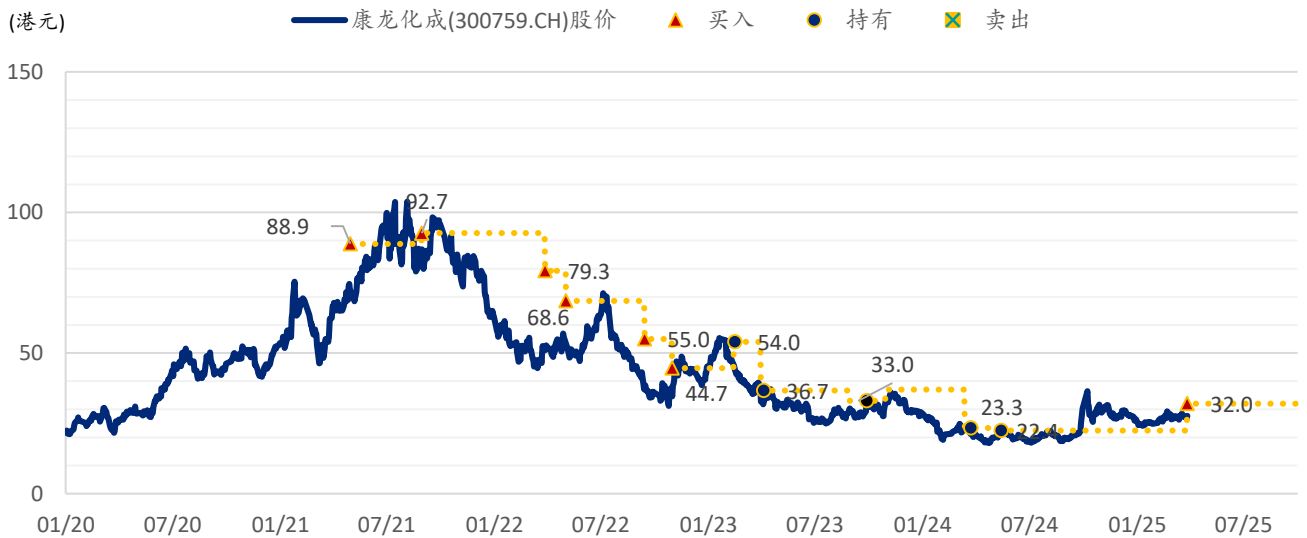
资料来源: Bloomberg、浦银

图表 2: 浦银国际目标价: 康龙化成港股 (3759.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 浦银国际目标价: 康龙化成 A 股 (300759.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

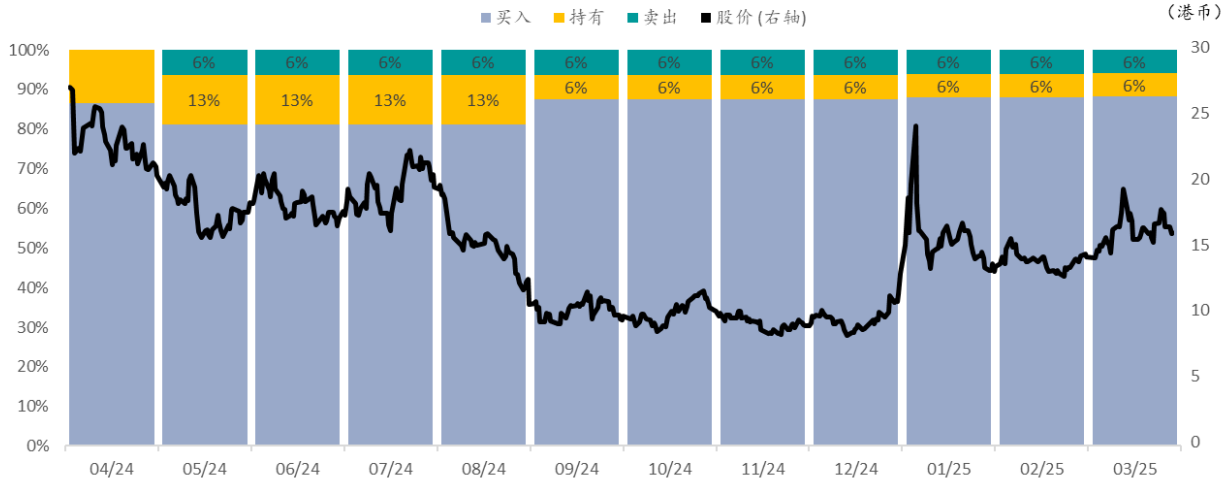
图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	288.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.1	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.2	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.8	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	33.9	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	250.9	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	159.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	231.7	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.8	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	53.9	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	22.3	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	39.8	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.9	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	17.8	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	45.9	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.8	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.5	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	71.0	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.4	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	44.8	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	32.7	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	40.1	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.6	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	48.4	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.7	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	70.3	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	68.0	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	16.7	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	27.7	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	27.8	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	44.5	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	242.4	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.1	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.8	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.1	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	11.7	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.7	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	15.9	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	393.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.7	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.3	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	6.2	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.9	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.3	持有	6.6	互联网医疗

注: 港股及 A 股数据截至 2025 年 3 月 27 日收盘, 美股数据截至 2025 年 3 月 26 日收盘。资料来源: Bloomberg、浦银国际

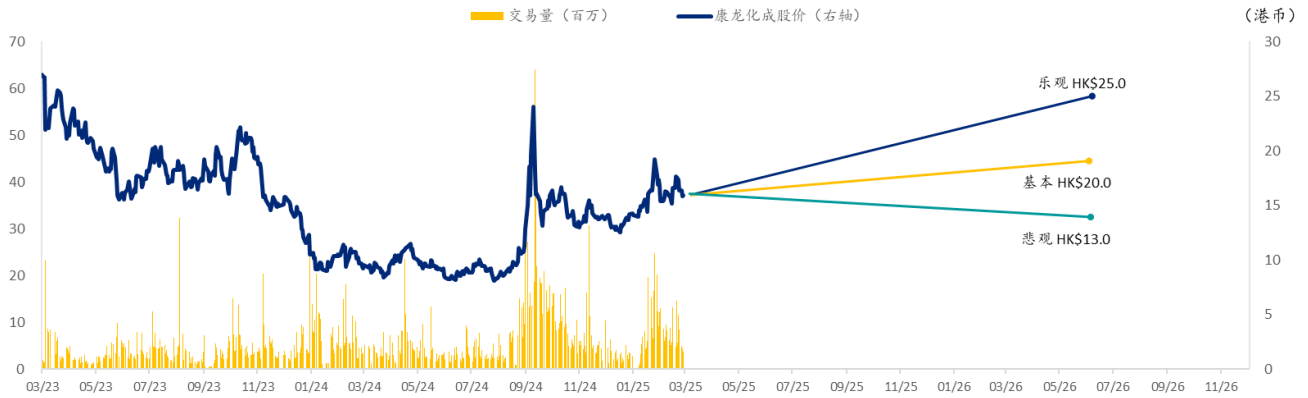
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 康龙化成港股 (3759.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 康龙化成港股 (3759.HK) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司增长好于预期**

**目标价: 25.0 港元**

**概率: 20%**

- 2024 年收入增速超过 25%;
- 新增项目订单需求强劲;
- 毛利率提升超预期;
- 降本增效超预期。

**悲观情景: 公司增长不及预期**

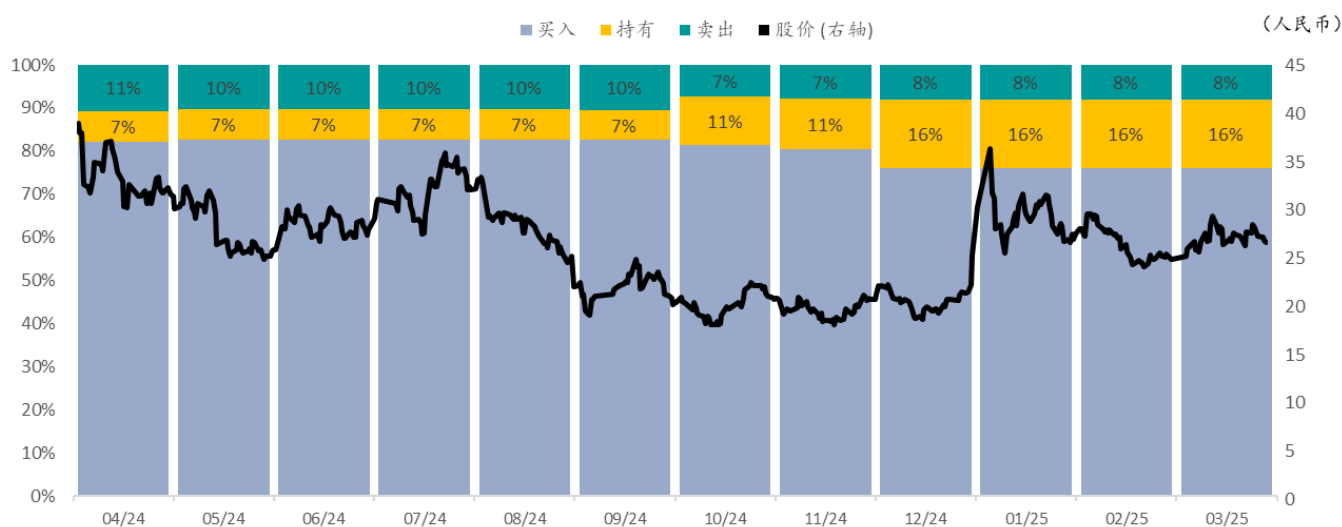
**目标价: 13.0 港元**

**概率: 20%**

- 2024 年收入增速低于 5%;
- 新增项目订单需求疲软;
- 毛利率差于预期;
- 费用增长超预期。

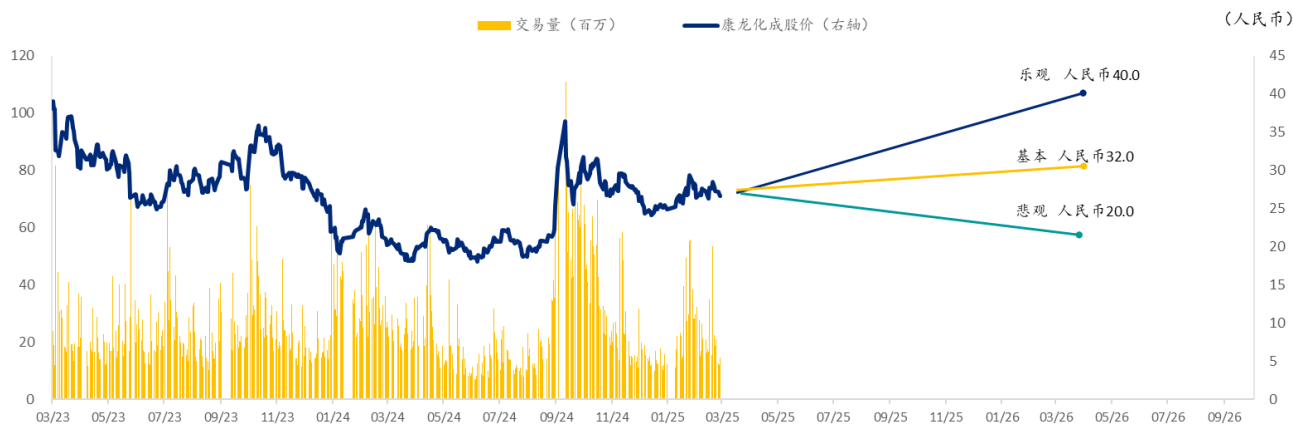
资料来源: 浦银国际

图表 7: 康龙化成 A 股 (300759.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 康龙化成 A 股 (300759.CH) 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期	悲观情景: 公司增长不及预期
<p>目标价: 人民币 40.0 元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 2024 年收入增速超过 25%;</li> <li>● 新增项目订单需求强劲;</li> <li>● 毛利率提升超预期;</li> <li>● 降本增效超预期。</li> </ul>	<p>目标价: 人民币 20.0 元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 2024 年收入增速低于 5%;</li> <li>● 新增项目订单需求疲软;</li> <li>● 毛利率差于预期;</li> <li>● 费用增长超预期。</li> </ul>

资料来源: 浦银国际

## 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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.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

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 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

