

业绩逐季回升，多业务稳步向上

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年全年公司实现营业收入 122.8 亿元，同比增长 6.4%；实现归母净利润 17.9 亿元，同比增长 12.0%；实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 16.1 亿元，同比下降 15.6%。2024Q4 单季度实现营业收入 34.6 亿元，同比增长 16.1%；实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 5.0 亿元，同比增长 1.7%。
- **公司业绩逐季度回升。**分季度来看，随行业景气度与海外市场需求的复苏，公司 2024 年 Q1 至 Q4 分别实现营业收入 26.7/29.3/32.1/34.6 亿元，分别同比 -2.0%/+0.6%/+10.0%/+16.1%，Q2 至 Q4 分别环比+9.8%/+9.5%/+7.6%；Q1 至 Q4 分别实现经调整 Non-IFRS 净利润 3.4/3.5/4.2/5.0 亿元，分别同比 -22.7%/-28.8%/-13.2%/+1.7%，Q2 至 Q4 分别环比+3.7%/+18.7%/+19.7%。2024 年公司收入与利润逐季度回暖。公司全年及前三季度经调整 Non-IFRS 净利润同比下滑是 2023 年末新增贷款、宁波新产能投产等扰动因素综合影响所致。
- **实验室服务—稳健向上，生物科学收入快速增长。**2024 年公司实验室服务实现营业收入 70.5 亿元 (+5.8%)，收入占比 57.4%，毛利率 44.9% (+0.6pp)，其中，生物科学持续加强和实验室化学的联动，并大力拓展新分子类型的业务机会，同比保持较快增长，占比 54%+。
- **CMC 服务—新签订单同比增长 35%+，大规模新药生产项目持续增加。**2024 年公司 CMC 服务实现营业收入 29.9 亿元 (+10.2%)，占总收入的 24.4%，毛利率 33.6% (-0.1pp)。伴随客户需求的逐渐复苏以及客户产品管线持续向后期推进，公司 CMC 新签订单同比增长超 35%，大规模新药生产项目持续增加。此外，公司实现创新药商业化生产突破，助力客户研发的 2 个创新药制剂产品在中国获批上市、宁波 API 生产车间首次接受美国 FDA 新药批准前检查(PAI)。
- **临床研究服务—盈利能力阶段性承压，市场份额提高。**2024 年公司临床研究服务实现营业收入 18.3 亿元 (+5.1%)，收入占比 14.9%，毛利率 12.8% (-4.2pp)，由于国内市场服务价格竞争加剧，以及执行订单结构变化，盈利能力阶段性压力。得益于公司一体化平台的协同性，公司临床服务项目数量持续增加（临床 CRO 进行中的项目 1062 个；SMO 进行中的项目 1600+个），市场份额进一步提高。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 17.3 亿元、20.4 亿元和 24.0 亿元，对应 PE 分别为 28 倍、24 倍和 20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内外医药融资复苏不及预期的风险、海外关税政策及货币政策不符合预期的风险、产能投放不及预期的风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	12,276	13,720	15,394	17,279
增长率	6.39%	11.77%	12.20%	12.25%
归属母公司净利润 (百万元)	1,793	1,730	2,038	2,395
增长率	12.01%	-3.52%	17.81%	17.48%
每股收益 EPS (元)	1.01	0.97	1.15	1.35
净资产收益率 ROE	13.17%	11.48%	12.20%	12.86%
PE	25	28	24	20
PB	3.35	3.20	2.89	2.59

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 伍云道
电话: 15910951252
邮箱: wuyxiao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.78
流通 A 股(亿股)	14.19
52 周内股价区间(元)	18.08-36.42
总市值(亿元)	482.96
总资产(亿元)	239.27
每股净资产(元)	7.66

相关研究

1. 康龙化成(300759):成熟业务稳健增长, 新兴板块未来可期 (2024-04-07)

盈利预测与估值

关键假设：

1) 实验室服务：考虑到全球医药生物融资环境改善、客户需求和新增订单回暖、公司实验室服务人员与产能持续提升、生物科学服务和实验室化学服务的联动增强等因素，我们预计 2025-2027 年实验室服务收入增速分别为 11.1%、11.3%、11.4%；预计未来 3 年实验室服务毛利率稳定在 44.9%；

2) CMC 业务：随着公司 CMC 新产能不断释放，项目漏斗效应充分体现，早期项目向临床后期和商业化阶段持续导流、新签订单快速增长、大规模新药生产项目持续增加，我们预计 2025-2027 年 CMC 业务收入增速分别为 17.0%、17.9%、17.2%，毛利率随着新产能爬坡持续提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 34.1%、34.6%、35.1%；

3) 临床研究服务：得益于公司一体化平台的协同性，以及康龙临床品牌影响力的进一步提升，公司临床服务项目数量持续增加，我们预计 2025-2027 年临床研究服务收入增速分别为 7.4%、7.5%、7.5%，随着行业价格竞争负面影响的触底，预计 2025-2027 年毛利率在 12.8%企稳。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
实验室服务	收入	70.5	78.3	87.1	97.0
	增速	5.8%	11.1%	11.3%	11.4%
	毛利率	44.9%	44.9%	44.9%	44.9%
CMC（小分子 CDMO）服务	收入	29.9	35.0	41.2	48.3
	增速	10.2%	17.0%	17.9%	17.2%
	毛利率	33.6%	34.1%	34.6%	35.1%
临床研究服务	收入	18.3	19.6	21.1	22.7
	增速	5.1%	7.4%	7.5%	7.5%
	毛利率	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
大分子和细胞与基因治疗服务	收入	4.1	4.3	4.5	4.7
	增速	-4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-50.1%	-44.0%	-38.0%	-32.0%
其他	收入	0.1	0.1	0.1	0.1
	增速	38.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	122.8	137.2	153.9	172.8
	增速	6.4%	11.8%	12.2%	12.2%
	毛利率	34.2%	34.8%	35.3%	35.8%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 137.2 亿元（+11.8%）、153.9 亿元（+12.2%）和 172.8 亿元（+12.3%），归母净利润分别为 17.3 亿元（-3.5%）、20.4 亿元（+17.8%）、24.0 亿元（+17.5%），EPS 分别为 0.97 元、1.15 元、1.35 元，对应动态 PE 分别为 28 倍、24 倍、20 倍。

我们选取了 CRDMO 一体化龙头药明康德、侧重药物临床前研究的安评龙头昭衍新药及临床 CRO 龙头泰格医药三家公司作为可比公司，2025 年三家公司平均 PE 为 29 倍，略高于康龙化成动态估值水平。康龙化成是国内 CRDMO 一体化布局的龙头企业，在 R 端具有显著优势，一体化化布局有望实现向下导流，产能投产后 D&M 端赢单能力增强，大规模生产项目持续增加，看好公司的竞争力与增长潜力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.3 亿元、20.4 亿元、24.0 亿元，给予公司 2025 年 35 倍 PE，目标价为 33.95 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2025.3.28）

可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
药明康德	67.79	3.26	3.88	4.44	5.20	21	17	15	13
昭衍新药	21.24	0.10	0.55	0.77	/	212	39	28	/
泰格医药	51.73	0.47	1.67	2.06	2.49	110	31	25	21
可比公司平均						114	29	23	/
康龙化成	27.16	1.01	0.97	1.15	1.35	25	28	24	20

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,276	13,720	15,394	17,279	净利润	1,714	1,654	1,948	2,289
营业成本	8,073	8,948	9,956	11,085	折旧与摊销	1,145	1,177	1,352	1,528
营业税金及附加	110	122	137	154	财务费用	159	182	182	182
销售费用	258	290	325	365	资产减值损失	135	46	46	46
管理费用	1,585	1,771	1,987	2,231	经营营运资本变动	-26	-145	-173	-196
财务费用	143	149	143	131	其他	-552	-55	-61	-67
资产减值损失	-94	-21	-21	-21	经营活动现金流净额	2,577	2,860	3,295	3,783
投资收益	542	54	60	67	资本支出	-2,037	-2,149	-2,149	-2,150
公允价值变动损益	2	0	0	0	其他	13	54	60	67
其他经营损益	83	93	105	117	投资活动现金流净额	-2,024	-2,095	-2,089	-2,083
营业利润	2,104	2,017	2,376	2,792	短期借款	188	0	0	0
其他非经营损益	-13	1	1	0	长期借款	69	0	0	0
利润总额	2,091	2,018	2,377	2,792	股权融资	11	0	0	0
所得税	377	364	429	503	支付股利	-548	-532	-592	-662
净利润	1,714	1,654	1,948	2,289	其他	-4,516	0	0	0
少数股东损益	-79	-76	-90	-106	筹资活动现金流净额	-4,797	-532	-592	-662
归属母公司股东净利润	1,793	1,730	2,038	2,395	现金流量净额	-4,166	310	614	1,038
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,690	2,000	2,614	3,653	成长能力				
应收和预付款项	2,427	2,683	2,988	3,335	销售收入增长率	6.39%	11.77%	12.20%	12.25%
存货	1,117	1,216	1,334	1,469	营业利润增长率	13.88%	-4.18%	17.82%	17.53%
其他流动资产	638	638	638	638	净利润增长率	12.01%	-3.52%	17.81%	17.48%
长期股权投资	649	649	649	649	EBITDA 增长率	5.31%	13.33%	15.82%	14.96%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	10,062	11,026	11,813	12,425	毛利率	34.24%	34.78%	35.33%	35.85%
无形资产和开发支出	791	801	811	821	三费率	16.18%	16.11%	15.95%	15.78%
其他非流动资产	216	216	216	216	净利率	13.96%	12.05%	12.66%	13.25%
资产总计	23,927	25,639	27,558	29,794	ROE	13.17%	11.48%	12.20%	12.86%
短期借款	765	765	765	765	ROA	7.49%	6.75%	7.40%	8.04%
应付和预收款项	477	529	589	655	ROIC	7.32%	8.23%	8.94%	9.61%
长期借款	4,377	4,377	4,377	4,377	EBITDA/销售收入	24.03%	24.37%	25.16%	25.76%
其他负债	4,085	4,363	4,684	5,044	营运能力				
负债合计	9,705	10,034	10,414	10,842	总资产周转率	0.49	0.55	0.58	0.60
股本	1,778	1,778	1,778	1,778	固定资产周转率	1.72	1.65	1.68	1.75
资本公积	5,008	5,008	5,008	5,008	应收账款周转率	5.28	5.41	5.46	5.50
留存收益	7,257	8,715	10,344	12,258	存货周转率	7.58	7.67	7.81	7.91
归属母公司股东权益	13								

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn