



康龙化成 (3759.HK/300759.CH) : 1Q25 收入增速略好于预期, 维持全年收入增速指引

维持“买入”评级; 维持港股目标价 20 港元、A 股目标价人民币 32 元。

• **1Q25 收入略好于预期, 经调整 Non-IFRS 归母净利润略低于预期:** 公司 1Q25 实现收入人民币 30.99 亿元 (+16% YoY, -10.4% QoQ), 略好于我们预期和 VA (Visible Alpha) 一致预期, 主要由于实验室服务收入、临床研究服务收入好于预期; Non-IFRS 经调整归母净利润为 3.49 亿元 (+3.1% YoY, -30% QoQ), 略低于我们预期和 VA 一致预期, 主要由于非经营性项目亏损略高于预期 (包括公允价值变动损失、信用减值损失同比增加明显)。

• **实验室服务和临床研究收入同比增速好于预期, 带动两个板块毛利率小幅提升。** 具体而言, (1) 实验室服务收入+15.7% YoY/+1.6% QoQ, 同比增速显著主要得益于实验室化学和生物科学服务收入均实现双位数同比增幅。得益于收入规模扩大, 毛利率亦实现小幅同比环比提升 (+1.4 ppts YoY, +0.2 ppts QoQ)。 (2) CMC 服务收入+19.1% YoY/-31.5% QoQ, 考虑到高历史基数 (1Q24 板块新签订单同比增长 40%+ YoY), 我们认为 CMC 板块实现 19% YoY 增长显示出不错的板块收入增速。此外 CMC 板块毛利率同比小幅提升 (+2.5 ppts YoY)。 (3) 临床研究服务收入+14.2% YoY/-14% QoQ, 好于我们预期, 主要由于中国临床服务同比实现快速增长、海外临床服务收入同比实现稳健增长, 毛利率亦同比有所提升 (+2.5 ppts YoY)。 (4) CGT 收入+7.9% YoY/+2.2% QoQ, 主要得益于大分子药物发现和 CDMO 服务的增长, 而毛利率同比下降明显 (-30.3 ppts YoY) 主要由于宁波大分子 CDMO 产能于 2Q24 投产, 1Q25 爬坡导致运营及折旧同比有所提高。

• **在高历史基数水平上, 1Q25 整体新签订单实现 10%+ YoY 增速; CMC 在手订单实现 20%+ YoY 增速:** 管理层维持此前提及的 2025 年全年收入指引 (10%-15% 同比增速)。尽管 1Q25 新签订单 10%+ YoY 增速较 2024 年底 (20%+ YoY) 及 1Q24 (20%+ YoY) 新签订单增速有所放缓, 考虑到高历史基数, 我们认为此新签订单增速在合理范围内。按板块来看, 实验室服务新签订单增速为 10%+ YoY (vs. 2024 年底: 15%+ YoY), CMC 服务板块新签订单增速为 10%+ YoY (vs. 2024 年底: 35%+ YoY)。管理层表示, 由于 CMC 服务订单周期较长, 相较新签订单, 在手订单增速及覆盖率可更好模拟收入增速趋势, 目前 CMC 在手订单增速为 20%+ YoY, 可覆盖全年业绩指引目标的 80%。

• **关税影响极为有限, 海外生物医药融资仍处于缓慢温和复苏中:** 一方面, 目前公司供应链上游采购中的美国采购量占比较为有限, 仅有小部分原材料、实验室服务中生物科学某些生物反应制剂从美国进口, 当下库存准备充足。此外, 我国正在准备药品相关白名单, 或许有助于帮助药品上下游供应链用品豁免进口关税。此外, 考虑到美国关税主要针对实物交付, 管理层认为临床阶段项目交付基本不太受关税影响。另一方面, 管理层表示公司业绩更多受到宏观环境如海外生物医药融资影响, 而海外生物医药融资复苏仍较为缓慢。从 1Q25 趋势看, 仅有 VC 融资温和复苏迹象明确, 二级市场融资目前仍是下降状态。

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 4 月 28 日

康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	20.0
潜在升幅/降幅	+48%
目前股价 (港元)	13.5
52 周内股价区间 (港元)	8.0-24.9
总市值 (百万港元)	40,500
近 3 月日均成交额 (百万港元)	146

注: 截至 2025 年 4 月 28 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	+37%
目前股价 (人民币)	23.3
52 周股价区间 (人民币)	17.7-36.4
总市值 (百万人民币)	38,105
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	690

注: 截至 2025 年 4 月 28 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



● **维持“买入”评级；维持港股目标价 20 港元、A 股目标价人民币 32 元：**

基于更新的财务数据，我们将公司 2025E/2026E/2027E 经调整 non-IFRS 净利润轻微调整-0.7%/+0.2%/-0.5%。给予港股 14x 2026E PE（较过去 3 年均值低 0.3 个标准差），维持港股目标价 20 港元，维持公司港股“买入”评级；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），维持 A 股目标价人民币 32 元，维持 A 股“买入”评级。

● **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	14,080	15,953	18,166
同比变动 (%)	12.4%	6.4%	14.7%	13.3%	13.9%
归母净利润	1,601	1,793	1,682	2,160	2,613
同比变动 (%)	16.5%	12.0%	-6.2%	28.4%	21.0%
PE (x) - 港股	11.2	13.3	12.0	9.4	7.8
PE (x) - A 股	21.7	25.6	23.2	18.2	15.1

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	14,080	15,953	18,166
营业成本	-7,443	-8,127	-9,313	-10,328	-11,620
毛利润	4,095	4,149	4,767	5,626	6,546
销售费用	-253	-258	-282	-319	-363
管理费用	-1,672	-1,664	-1,873	-2,106	-2,380
研发费用	-448	-469	-549	-606	-690
营业利润	1,722	1,758	2,063	2,594	3,113
财务费用	-182	-244	-199	-199	-199
其他收入和收益	374	885	250	250	250
其他费用	-38	-68	-84	-80	-91
资产减值损失	-36	-116	-45	-45	-45
分占联营公司亏损	-2	-123	-100	-100	-100
税前净利润	1,838	2,091	1,885	2,420	2,928
所得税	-256	-377	-283	-363	-439
税后利润	1,582	1,714	1,602	2,057	2,489
少数股东损益	-19	-79	-80	-103	-124
归母净利润	1,601	1,793	1,682	2,160	2,613

现金流量表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
除税前利润	1,838	2,091	1,885	2,420	2,928
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	-18	-107	-52
贸易及其他应收款增加	-395	-171	-551	-208	-693
贸易及其他应付款项增加	173	65	116	57	162
其他	150	-410	189	-209	-261
经营现金流	2,754	2,577	2,816	3,245	3,433
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	572	1,301	1,788

资产负债表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,791	1,623	2,195	3,495	5,284
应收款项	2,242	2,414	2,965	3,173	3,866
存货	365	487	505	612	664
其它流动资产	2,476	3,085	3,247	3,415	3,607
流动资产合计	10,874	7,608	8,912	10,695	13,420
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	2,350	2,175	2,020
非流动资产合计	15,602	16,319	17,306	17,901	18,141
资产总计	26,477	23,927	26,218	28,596	31,562
短期借款	727	1,047	1,047	1,047	1,047
应付账款	412	477	593	650	812
其他应付账款	1,377	1,508	1,986	2,151	2,362
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	4,878	5,163	5,601
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	10,393	10,714	11,191
股本	1,787	1,778	1,778	1,778	1,778
储备	10,769	11,841	13,523	15,683	18,296
母公司拥有人应占权益	12,557	13,619	15,301	17,461	20,075
少数股东权益	681	604	523	421	296
负债和所有者权益合计	26,477	23,927	26,218	28,596	31,562

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币元)					
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	7.9	9.0	10.3
每股经营现金流	1.6	1.5	1.6	1.8	1.9
估值 (倍)					
P/E-港股	11.2	13.3	12.0	9.4	7.8
P/E-A股	21.7	25.6	23.2	18.2	15.1
P/B	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
P/S	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.5%	33.8%	33.9%	35.3%	36.0%
归母净利率	13.9%	14.6%	11.9%	13.5%	14.4%
净资产收益率	13.9%	13.7%	11.6%	13.2%	13.9%
总资产收益率	6.7%	6.8%	6.4%	7.5%	8.3%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	12.4%	6.4%	14.7%	13.3%	13.9%
营业利润增长率	2.2%	2.1%	17.4%	25.7%	20.0%
归母净利润增长率	16.5%	12.0%	-6.2%	28.4%	21.0%
偿债能力指标					
计息负债/权益	40.1%	39.8%	35.5%	31.1%	27.0%
流动比率	297.6%	180.1%	182.7%	207.2%	239.6%
现金比率	158.5%	38.4%	45.0%	67.7%	94.3%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	65.2	69.2	69.7	70.2	70.7
应付帐款周转天数	20.1	20.0	21.0	22.0	23.0
存货周转天数	17.8	19.1	19.4	19.7	20.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

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	302.4	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.4	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.6	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.7	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	32.0	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	244.9	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	146.7	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	246.8	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	44.6	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	41.4	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	56.0	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.7	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.3	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	54.2	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	87.2	买入	90.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.8	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	43.3	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	37.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	49.4	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	26.3	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.3	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	50.0	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.8	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	58.2	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	58.1	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.5	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.3	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	22.9	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	37.1	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	214.8	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	16.9	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	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	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.2	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	18.5	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	427.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.3	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.8	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.8	买入	8.0	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	4.6	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4月28日收盘; 美股数据截至2025年4月25日收盘。资料来源: Bloomberg、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

