

康龙化成 (300759.SZ)

强烈推荐 (维持)

实验室服务近五个季度环比增长, CMC 逐步兑现

公司发布 2025 年一季报: 2025Q1 公司实现收入 31.0 亿元、yoy+16.0%; 归母净利润 3.1 亿元、yoy+32.5%; 扣非归母净利润 2.9 亿元、yoy+56.1%; 经调整 Non-IFRS 归母净利润 3.5 亿元、yoy+3.1%。

- **实验室服务:** 过去连续五个季度实现环比增长。2025Q1 收入 18.6 亿元 (yoy+15.7%、qoq+1.6%)，化学与生物科学板块均实现较快增长；毛利率约 45.5% (yoy+1.4pct)。
- **CMC/小分子 CDMO:** 预计 Q2 收入将实现环比增长。2025Q1 收入 6.9 亿元 (yoy+19.1%)；毛利率 30.4% (yoy+2.5pct)。受益于前期板块新签订单高速增长 (2024 年板块新签订单同比+35%以上)，预计随着更多项目逐步交付，2025Q2 收入有望环比进一步增长。
- **临床研究服务:** 规模效应显现，拉动毛利率改善。2025Q1 收入 4.5 亿元 (yoy+14.2%)，国内收入同比实现快速增长，海外收入同比保持稳健；毛利率 11.8% (yoy+2.5pct)，毛利率提升主要受益于业务规模效应。
- **大分子和 CGT 服务:** 2025Q1 收入 1.0 亿元 (yoy+7.9%)，其中大分子药物发现与 CDMO 服务收入同比增长强劲，CGT CDMO 收入实现同比增长，CGT 测试服务收入同比小幅下滑。
- **前端业务订单趋势保持:** 2025Q1 公司新签订单同比+10%以上，其中，实验室服务同比+10%以上，CMC 板块在 2024Q1 签署大订单造成较高基数上仍实现新签订单同比+10%以上。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 康龙化成作为全球实验室服务龙头，随着投融资逐步复苏，前端新签订单保持双位数增长，CMC 业务逐步进入兑现期。公司维持前次全年收入指引，即“预计 2025 年全年收入同比增长 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 20.5、17.5、14.7 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。

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 | 20.0 | 23.7 | 20.5 | 17.5 | 14.7 |
| PB | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.2 |

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 23.27 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) | 41.4 |
| 流通市值 (十亿元) | 33.0 |
| 每股净资产 (MRQ) | 7.9 |
| ROE (TTM) | 13.3 |
| 资产负债率 | 39.8% |
| 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 | 14.07% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|-----|-----|-----|
| 绝对表现 | -15 | -18 | 29 |
| 相对表现 | -11 | -14 | 22 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《康龙化成 (300759) —CMC 板块逐季显著攀升，新签订单加速》2025-03-27
- 2、《康龙化成 (300759) —生物科学增长强劲，新签订单增长提速》2024-11-05
- 3、《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

梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
肖笑园 研究助理
xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

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 | 20.0 | 23.7 | 20.5 | 17.5 | 14.7 |
| PB | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.2 |
| 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。