

新签稳健增长，业绩有望加速

——康龙化成 2025 年中报点评

核心观点

- 业绩符合预期，整体稳健向上。**公司 2025 年上半年实现营业收入 64.41 亿元（同比+14.9%），归母净利润 7.01 亿元（同比-37.0%），Non-IFRSs 归母净利润 7.56 亿元（同比+9.5%）。公司收入与 Non-IFRSs 归母净利润均实现快速增长，且单二季度营业收入环比实现稳健提升（环比+7.9%），归母净利润同比下滑主要是去年投资收益的高基数所致。考虑到公司新签订单稳步增长，未来业绩有望加速。
- 实验室服务与 CMC 服务增长强劲。**公司核心板块的业绩表现亮眼，具体来看：1）实验室服务实现收入 38.92 亿元（+15.5%），得益于公司在小分子领域保持出色的行业竞争力和市场份额，并且积极抓住新分子业务带来新的发展机会，推动业绩快速增长。2）CMC 服务实现收入 13.9 亿元（+18.2%），在临床后期以及商业化阶段的项目交付驱动毛利率提升的同时，公司积极加强 ADC 偶联能力，或成为新的业绩增长点。3）临床研究服务实现收入 9.39 亿元（+11.4%），虽然短期由于竞争加剧导致毛利率小幅下滑，未来随着临床项目数量与收入规模增加，毛利率预计逐步改善。4）大分子和细胞与基因治疗服务实现收入 2.11 亿元（+0.1%），主要系新业务仍处于拓展初期，利润端短期承压。
- 加强 AI 布局，有望全方位赋能研发服务。**公司加速 AI 在生命科学领域的创新应用与突破，如控股海心智慧推进临床数据资源与 AI 技术整合，提升服务效率；与浙江大学共建研发中心，将 AI 深度融入药物发现、药理药理学机制研究、数据自动化处理等。我们认为，AI 技术将全方位赋能公司的研发平台，将更好地服务全球客户的医药创新需求。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司部分业务受竞争加剧以及仍处于拓展阶段，下调毛利率及利润水平，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.95、1.18、1.44 元（原预测值为 1.06、1.20、1.43 元）。根据可比公司估值水平，我们给予公司 25 年 45 倍市盈率，对应目标价为 42.75 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 医药研发服务市场需求下降的风险、行业竞争加剧的风险、汇率波动的风险等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,538	12,276	13,809	15,721	17,988
同比增长(%)	12.4%	6.4%	12.5%	13.8%	14.4%
营业利润(百万元)	1,848	2,104	2,003	2,472	3,002
同比增长(%)	9.3%	13.9%	-4.8%	23.4%	21.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,601	1,793	1,692	2,099	2,563
同比增长(%)	16.5%	12.0%	-5.7%	24.1%	22.1%
每股收益(元)	0.90	1.01	0.95	1.18	1.44
毛利率(%)	35.7%	34.2%	34.4%	35.1%	35.5%
净利率(%)	13.9%	14.6%	12.3%	13.4%	14.3%
净资产收益率(%)	13.9%	13.7%	11.7%	12.8%	13.7%
市盈率	32.7	29.2	30.9	24.9	20.4
市净率	4.2	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2025年08月28日）	29.44 元
目标价格	42.75 元
52 周最高价/最低价	36.12/18.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	177,820/172,092
A 股市值（百万元）	52,350
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 08 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.9	-4.54	32.86	50.82
相对表现%	-6	-12.47	16.5	15
沪深 300%	4.1	7.93	16.36	35.82



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

环比持续改善，新签快速回暖：——康龙化成 2024 年半年报点评	2025-04-08
新签快速增长，一体化平台彰显韧性：——康龙化成 23 年报&24 年一季报点评	2024-04-29
业绩符合预期，成熟业务具备较强韧性：——康龙化成 23H1 业绩点评	2023-08-29

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025/8/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
药明康德	603259	95.69	3.20	4.38	4.68	5.41	29.89	21.86	20.44	17.70
皓元医药	688131	60.23	0.95	1.19	1.53	1.95	63.37	50.78	39.37	30.96
昭衍新药	603127	30.81	0.10	0.43	0.51	0.58	311.84	71.89	60.34	52.68
药石科技	300725	43.25	1.03	0.93	1.14	1.49	41.95	46.58	37.88	29.11
阳光诺和	688621	71.01	1.58	1.88	2.31	2.81	44.83	37.77	30.72	25.29
	最大值						311.84	71.89	60.34	52.68
	最小值						29.89	21.86	20.44	17.70
	平均数						98.38	45.77	37.75	31.15
	调整后平均						50.05	45.04	35.99	28.46

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,919	1,690	3,666	4,801	5,344
应收票据、账款及款项融资	2,242	2,414	2,642	3,049	3,487
预付账款	18	14	23	22	25
存货	1,013	1,117	1,314	1,428	1,639
其他	1,682	2,374	2,200	2,358	2,442
流动资产合计	10,874	7,608	9,845	11,658	12,937
长期股权投资	723	649	667	680	665
固定资产	6,497	7,809	8,590	9,134	9,422
在建工程	2,633	2,254	2,034	1,811	1,655
无形资产	789	791	923	1,048	1,168
其他	4,961	4,817	4,771	4,689	4,585
非流动资产合计	15,602	16,319	16,986	17,361	17,494
资产总计	26,477	23,927	26,830	29,019	30,431
短期借款	577	765	1,892	1,841	500
应付票据及应付账款	412	477	535	591	681
其他	2,665	2,982	3,012	3,104	3,310
流动负债合计	3,654	4,224	5,439	5,536	4,491
长期借款	4,308	4,377	4,377	4,377	4,377
应付债券	3,892	0	0	0	0
其他	1,385	1,103	1,077	1,127	1,102
非流动负债合计	9,584	5,481	5,454	5,504	5,480
负债合计	13,239	9,705	10,893	11,040	9,971
少数股东权益	681	604	562	505	424
实收资本（或股本）	1,787	1,778	1,778	1,778	1,778
资本公积	4,758	4,592	5,008	5,008	5,008
留存收益	5,818	7,257	8,593	10,693	13,256
其他	194	(8)	(5)	(6)	(6)
股东权益合计	13,238	14,223	15,937	17,979	20,460
负债和股东权益总计	26,477	23,927	26,830	29,019	30,431

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,582	1,714	1,651	2,042	2,482
折旧摊销	802	909	975	1,145	1,304
财务费用	5	143	363	379	328
投资损失	(45)	(542)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(172)	(275)	(288)	(417)	(541)
其它	582	627	(109)	47	(32)
经营活动现金流	2,754	2,577	2,491	3,097	3,440
资本支出	(2,480)	(1,857)	(1,584)	(1,504)	(1,466)
长期投资	46	74	(18)	(12)	14
其他	183	(242)	358	(48)	214
投资活动现金流	(2,251)	(2,024)	(1,244)	(1,564)	(1,238)
债权融资	3,840	(3,726)	(96)	32	11
股权融资	768	(175)	416	0	0
其他	(693)	(895)	409	(430)	(1,670)
筹资活动现金流	3,915	(4,797)	729	(398)	(1,659)
汇率变动影响	11	78	-0	-0	-0
现金净增加额	4,429	(4,166)	1,977	1,134	543

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,538	12,276	13,809	15,721	17,988
营业成本	7,414	8,073	9,059	10,195	11,609
销售费用	253	258	266	279	307
管理费用	1,607	1,585	1,664	1,879	2,137
研发费用	448	469	483	508	558
财务费用	5	143	363	379	328
资产、信用减值损失	44	135	68	83	95
公允价值变动收益	19	2	29	17	16
投资净收益	45	542	100	100	100
其他	17	(52)	(32)	(42)	(67)
营业利润	1,848	2,104	2,003	2,472	3,002
营业外收入	5	2	3	3	3
营业外支出	15	15	19	16	17
利润总额	1,838	2,091	1,987	2,459	2,988
所得税	256	377	337	417	506
净利润	1,582	1,714	1,651	2,042	2,482
少数股东损益	(19)	(79)	(41)	(57)	(82)
归属于母公司净利润	1,601	1,793	1,692	2,099	2,563
每股收益（元）	0.90	1.01	0.95	1.18	1.44

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.4%	6.4%	12.5%	13.8%	14.4%
营业利润	9.3%	13.9%	-4.8%	23.4%	21.4%
归属于母公司净利润	16.5%	12.0%	-5.7%	24.1%	22.1%
获利能力					
毛利率	35.7%	34.2%	34.4%	35.1%	35.5%
净利率	13.9%	14.6%	12.3%	13.4%	14.3%
ROE	13.9%	13.7%	11.7%	12.8%	13.7%
ROIC	8.3%	8.7%	9.3%	10.1%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	40.6%	40.6%	38.0%	32.8%
净负债率	24.1%	27.3%	18.4%	9.9%	0.0%
流动比率	2.98	1.80	1.81	2.11	2.88
速动比率	2.69	1.54	1.57	1.85	2.52
营运能力					
应收账款周转率	5.6	5.3	5.5	5.5	5.5
存货周转率	7.1	7.5	7.5	7.4	7.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.90	1.01	0.95	1.18	1.44
每股经营现金流	1.54	1.45	1.40	1.74	1.93
每股净资产	7.06	7.66	8.65	9.83	11.27
估值比率					
市盈率	32.7	29.2	30.9	24.9	20.4
市净率	4.2	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	20.9	17.6	16.6	13.9	12.0
EV/EBIT	29.9	24.7	23.4	19.4	16.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。