

康龙化成 (300759 CH)

具备加速增长潜力的一体化 CXO

康龙化成成立于 2004 年，是中国最早布局一体化 CXO 的企业之一，现已发展成为具备国际认可度的中国 CXO 领军企业。公司为全球客户提供覆盖药物研发全生命周期的服务。凭借其端到端服务能力，公司有望充分受益于全球医药研发外包需求的持续增长。我们首次覆盖康龙化成，给予“买入”评级，目标价 38.08 元人民币。

- **全球少有的一站式 CXO 服务平台。**作为中国药物发现与临床前 CRO 服务领域的 Top 2 企业，康龙化成已战略性拓展至小分子 CDMO、临床开发、大分子及细胞与基因治疗（CGT）领域，成功构建覆盖药物研发全流程的一站式 CXO 平台。该模式可显著降低客户在不同研发阶段切换供应商所带来的运营风险、时间延误与成本损耗。在当前生物制药企业愈发重视研发效率、速度与可靠性的背景下，我们相信一站式 CXO 平台将持续在全球市场内享有显著的竞争优势。
- **业务板块协同发展，构筑高韧性增长生态。**1) 实验室服务作为公司长期发展的基石，2024 年新签订单同比增长超 15%，2025 年前三季度延续相似增长态势，为该板块提供稳健增长支撑；2) 小分子 CDMO 与实验室服务高度协同。鉴于 2024 年已获取商业化阶段项目且当前管线中早期项目占比超 95%，未来商业化生产需求有望加速释放。该板块 2024 年新签订单同比增长超 35%，2025 年前三季度增速约 20%，已成为公司增长最快的业务板块；3) 临床研究服务于 2021 年开始整合全球临床团队，当前该业务的人均创收及毛利率均低于同业水平，显示其运营效率存在显著提升空间；4) 在全球复杂分子疗法研发需求快速上升的背景下，大分子与 CGT 业务板块有望在中长期为公司带来业务多元化与高附加值增长。
- **受益于行业需求复苏。**作为全球医药研发体系的深度参与者，康龙化成的业务表现与全球生命科学行业的宏观趋势高度关联。从融资与药企投入两大维度看，全球创新药研发需求在 2H25 已实现明显回暖。据医药魔方数据，2H25 全球创新药融资额同比增长 22.5%，其中中国同比激增 215.4%。随着美联储有望延续降息周期，我们判断融资回暖趋势大概率延续至 2026 年。此外，全球 Top 10 药企 1H25 合计研发投入同比增长 5.3%，重回正增长轨道，头部 Biotech 公司研发支出亦趋于稳定，进一步夯实 CXO 行业需求基础。
- **首次覆盖给予“买入”评级，目标价 38.08 元人民币。**预计公司 2025E/2026E/2027E 收入将分别同比增长 14.2%/ 14.8%/ 16.3%，non-IFRS 净利润同比增长 12.3%/ 17.8%/ 18.7%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	11,538	12,276	14,022	16,092	18,710
同比增长 (%)	12.4	6.4	14.2	14.8	16.3
调整后净利润(百万人民币)	1,903	1,607	1,804	2,126	2,523
同比增长 (%)	3.8	(15.6)	12.3	17.8	18.7
调整后每股收益(人民币)	1.07	0.91	1.01	1.16	1.37
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	0.98	1.20	1.45
调整后市盈率(倍)	29.1	34.5	30.8	27.0	22.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(首次覆盖)

目标价 **38.08 人民币**
潜在升幅 **21.7%**
当前股价 **31.30 人民币**

中国医药

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	55,657.5
3 月平均流通量(百万人民币)	656.4
52 周内股价高/低(人民币)	35.90/22.06
总股本(百万)	1778.2

资料来源：FactSet

股东结构

港股投资者	19.3%
实际控制人	17.7%

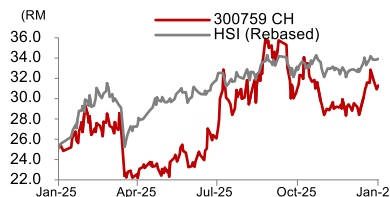
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	8.6%	5.2%
3 - 月	-0.4%	-2.9%
6 - 月	15.1%	10.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

相关报告：

[Pharmaron \(300759 CH, INITIATION-BUY, TP RMB38.08\) - A one-stop CXO with accelerated growth potential - 23 Jan 2026](#)

图 1: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入	14,022	16,092	18,710	14,018	16,094	18,579	0.03%	-0.01%	0.71%
毛利	4,749	5,550	6,590	4,867	5,738	6,797	-2.42%	-3.26%	-3.04%
运营利润	2,074	2,424	2,843	2,107	2,556	3,102	-1.57%	-5.18%	-8.36%
经调整净利润	1,804	2,126	2,523	1,712	2,099	2,550	5.39%	1.30%	-1.05%
经调整每股收益 (元)	1.01	1.16	1.37	0.98	1.20	1.45	3.22%	-3.21%	-5.52%
毛利率	33.87%	34.49%	35.22%	34.72%	35.65%	36.58%	-0.85ppt	-1.16ppt	-1.36ppt
运营利润率	14.79%	15.06%	15.19%	15.03%	15.88%	16.70%	-0.24ppt	-0.82ppt	-1.50ppt
经调整净利润率	12.87%	13.21%	13.49%	12.21%	13.04%	13.73%	+0.65ppt	+0.17ppt	-0.24ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
息税前利润	2,056	2,724	3,143	3,866	4,697	5,636	6,679	7,814	9,025	10,289
税率	18.18%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
息税前利润*(1-税率)	1,683	2,233	2,577	3,170	3,851	4,621	5,476	6,407	7,401	8,437
+折旧与摊销	1,155	1,265	1,365	1,638	1,941	2,271	2,623	2,991	3,365	3,735
- 营运资金变化	-258	-385	-487	-584	-692	-810	-935	-1,066	-1,200	-1,332
- 资本支出	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000
自由现金流	579	1,114	1,455	2,224	3,100	4,083	5,164	6,332	7,566	8,840
终值										123,261

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	9.32%
股本成本	12.50%
债务成本	4.00%
市场风险系数 β	1.05
无风险利率	2.00%
市场风险溢价	10.00%
目标负债率	35.00%
有效公司税率	15.00%

终值现值	50,586
总现值	71,994
净负债	3,755
少数股东权益	520
股权价值	67,719
股份数 (百万股)	1,778
DCF 每股价值 (人民币)	38.08

资料来源：招银国际环球市场预测

图 3: DCF 估值敏感性分析

		WACC				
		8.32%	8.82%	9.32%	9.82%	10.32%
永续增长率	3.00%	64.33	56.15	49.56	44.12	39.58
	2.50%	58.50	51.61	45.95	41.21	37.19
	2.00%	46.55	41.99	38.08	34.70	31.76
	1.50%	49.85	44.69	40.32	36.58	33.34
	1.00%	46.55	41.99	38.08	34.70	31.76

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	10,266	11,538	12,276	14,022	16,092	18,710
销售成本	(6,498)	(7,414)	(8,073)	(9,272)	(10,542)	(12,120)
毛利润	3,768	4,124	4,203	4,749	5,550	6,590
运营费用	(2,077)	(2,390)	(2,422)	(2,675)	(3,127)	(3,748)
销售费用	(230)	(253)	(258)	(302)	(363)	(441)
行政费用	(1,498)	(1,607)	(1,585)	(1,715)	(1,984)	(2,345)
研发费用	(282)	(448)	(469)	(523)	(609)	(745)
其他	(67)	(83)	(110)	(135)	(171)	(217)
运营利润	1,692	1,734	1,781	2,074	2,424	2,843
以公允价值计量的盈亏	68	19	2	37	100	100
投资盈亏	75	45	542	(30)	100	100
净利息收入(支出)	(177)	(5)	(143)	(189)	(96)	(62)
其他收入/支出	9	45	(90)	(24)	100	100
税前利润	1,666	1,838	2,091	1,867	2,627	3,081
所得税	(314)	(256)	(377)	(339)	(473)	(555)
税后利润	1,352	1,582	1,714	1,528	2,154	2,526
非控股权益	22	19	79	84	108	126
净利润	1,375	1,601	1,793	1,612	2,262	2,653
调整后净利润	1,834	1,903	1,607	1,804	2,126	2,523
总股息	357	357	354	322	452	531

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	6,536	10,874	7,608	8,559	11,188	13,067
现金与现金等价物	1,497	5,919	1,690	2,289	4,358	5,532
应收账款	1,882	2,242	2,414	2,659	3,052	3,548
存货	1,041	1,013	1,117	1,223	1,391	1,599
以公允价值计入损益的资产	745	622	1,120	1,120	1,120	1,120
其他流动资产	1,037	684	810	810	810	810
合同资产	333	394	458	458	458	458
非流动资产	13,957	15,602	16,319	17,167	18,102	18,937
物业及厂房及设备 (净额)	5,665	6,497	7,809	8,967	10,017	10,968
使用权资产	950	776	560	390	219	49
递延税项	59	153	193	193	193	193
无形资产	803	789	791	742	694	645
商誉	2,688	2,781	2,761	2,761	2,761	2,761
长期投资	630	723	649	649	649	649
其他非流动资产	3,162	3,884	3,557	3,467	3,570	3,673
总资产	20,493	26,477	23,927	25,727	29,291	32,004
流动负债	3,912	3,654	4,224	4,818	5,493	6,211
短期债务	663	577	765	1,265	1,765	2,265
应付账款	406	412	477	571	746	964
应付税款	188	238	219	219	219	219
其他流动负债	1,823	1,686	1,928	1,928	1,928	1,928
合同负债	832	741	835	835	835	835
非流动负债	5,740	9,584	5,481	5,481	5,481	5,481
长期债务	713	4,308	4,377	4,377	4,377	4,377
应付公司债	3,741	3,892	0	0	0	0
融资租赁承担	761	585	401	401	401	401
其他非流动负债	525	799	702	702	702	702
总负债	9,653	13,239	9,705	10,298	10,974	11,691
股本	1,191	1,787	1,778	1,778	2,965	2,965
资本盈余	5,254	5,222	5,008	5,008	5,008	5,008
留存收益	4,152	5,205	6,443	7,732	9,542	11,664
其他储备	(49)	343	390	390	390	390
股东权益总额	10,549	12,557	13,619	14,909	17,905	20,027
少数股东权益	291	681	604	520	412	286
总负债和股东权益	20,493	26,477	23,927	25,727	29,291	32,004

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,666	1,838	2,091	1,867	2,627	3,081
折旧摊销	766	1,009	1,145	1,155	1,265	1,365
税款	(314)	(256)	(377)	(339)	(473)	(555)
营运资金变化	(367)	64	(117)	(258)	(385)	(487)
其他	392	100	(166)	186	(104)	(138)
净经营现金流	2,143	2,754	2,577	2,611	2,931	3,267
投资现金流						
资本开支	(2,950)	(2,865)	(2,041)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购与投资	(3,358)	(2,113)	(3,197)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
处理短期投资所得现金	4,096	2,720	3,227	2,000	2,000	2,000
其他	3	7	(13)	0	0	0
净投资现金流	(2,209)	(2,251)	(2,024)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
融资现金流						
已支付股息	(405)	(458)	(548)	(512)	(549)	(592)
净借贷	(23)	3,612	(3,771)	500	500	500
发行股票所得现金	224	971	11	0	1,187	0
其他	(1,213)	(209)	(488)	0	0	0
净融资现金流	(1,417)	3,915	(4,797)	(12)	1,138	(92)
净现金流变动						
年初现金	2,770	1,360	5,789	1,690	2,289	4,358
汇率变动	73	11	78	0	0	0
年末现金	1,360	5,789	1,623	2,289	4,358	5,532
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	37.9%	12.4%	6.4%	14.2%	14.8%	16.3%
毛利润	40.7%	9.4%	1.9%	13.0%	16.9%	18.7%
经营利润	15.8%	2.5%	2.7%	16.5%	16.9%	17.3%
净利润	(17.2%)	16.5%	12.0%	(10.1%)	40.4%	17.3%
调整后净利润	25.5%	3.8%	(15.6%)	12.3%	17.8%	18.7%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	36.7%	35.7%	34.2%	33.9%	34.5%	35.2%
营业利润率	16.5%	15.0%	14.5%	14.8%	15.1%	15.2%
调整后净利润率	17.9%	16.5%	13.1%	12.9%	13.2%	13.5%
股本回报率	13.3%	13.9%	13.7%	11.3%	13.8%	14.0%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
流动比率 (倍)	1.7	3.0	1.8	1.8	2.0	2.1
应收账款周转天数	55.3	65.2	69.2	69.2	69.2	69.2
存货周转天数	48.4	50.6	48.1	48.1	48.1	48.1
应付帐款周转天数	66.9	58.0	50.4	50.4	50.4	50.4
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	20.2	29.1	34.5	30.8	27.0	22.8
市帐率	3.4	4.2	3.9	3.6	3.1	2.8
市现率	17.3	20.1	21.5	21.3	19.6	17.6
股息 (%)	1.0	0.6	0.6	0.6	0.8	0.9

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司（“招银国际环球市场”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。