


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2026 年 04 月 01 日

基础数据

03 月 31 日收盘价（元）	27.98
总市值（亿元）	514.07
总股本（亿股）	18.37

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】康龙化成 2025 年三季报点评：新签订单加速，上调全年业绩指引-2025.11.04

【兴证医药】康龙化成 2025 年中报点评：实验室业务强劲复苏，CDMO 有望加速放量-2025.08.23

分析师：黄翰漾

 S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

 S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：乔波耀

 S0190525070004
qiaoboyao@xyzq.com.cn

康龙化成(300759.SZ)

CDMO 商业化订单进入兑现期，新签订单和盈利能力持续改善

投资要点：

- **事件：**公司 2025 年实现收入 140.95 亿元，同比增长 14.8%；归母净利润 16.64 亿元，同比下降 7.2%，Non-IFRSs 经调整归母净利润 18.16 亿元，同比增长 13.0%；扣非归母净利润 15.38 亿元，同比增长 38.9%。单季度看，公司 2025Q4 实现收入 40.09 亿元，同比增长 15.9%；归母净利润 5.23 亿元，同比增长 40.8%；Non-IFRSs 经调整归母净利润 5.90 亿元，同比增长 18.0%；扣非归母净利润 5.04 亿元，同比增长 55.3%。
- **实验室服务稳健增长，AI 赋能早期发现技术升级。**实验室服务 2025 年收入 81.59 亿元，同比增长 15.8%，毛利率 45.1%，同比提升 0.18pct。其中实验室化学和生物科学收入均实现较快增长，生物科学收入占实验室业务的比例超过 56%，大型合作项目和新分子类型项目实现快速发展。2025 年公司实验室业务新签订单同比增长约 12%，参与 887 个药物发现项目。公司持续推进 AI 与自动化技术应用，提升化学合成的成功率和优化药物 DMTA 周期，并且扩充类器官/器官芯片模型等新方法学技术，强化多肽、寡核苷酸、ADC 等新分子实体的研发服务能力。
- **商业化订单进入兑现期，持续扩建产能以匹配客户中后期需求。**CDMO 板块 2025 年收入 34.83 亿元，同比增长 16.5%，毛利率 34.3%，同比提升 0.69pct。公司 CDMO 管线中工艺验证和商业化达到 34 个、同比增长 15 个，临床 3 期项目 47 个、同比增加 24 个，临床 1/2 期项目 271 个、同比增加 29 个，CDMO 新签订单同比增长约 13%。公司商业化项目正在加速落地，2025Q4 美国首个创新药商业化 API 项目获批，2026Q1 与礼来达成 Orforglipron 的制剂商业化生产协议，CDMO 业绩有望进入加速期。在产能建设方面，公司早期临床用药生产的 GMP 生物偶联车间已投入使用，将继续推进中后期临床用药和商业化生物偶联以及 ADC 制剂产能建设；绍兴二期产能建设推进中，部分小分子新药生产车间已经陆续投入使用；多肽领域将在现有 GMP 中试车间基础上建设新的、更大规模的多肽原料药固相合成车间，预计 2026 年建成。
- **临床 CRO 需求逐渐回暖，大分子和 CGT 业务利润率有所回升。**临床研究服务 2025 年收入 19.57 亿元，同比增长 7.1%，毛利率 11.4%，同比下降 1.41pct。公司进行中临床 CRO 项目 1397 个，其中 3 期项目 125 个、1/2 期项目 539 个；进行中 SMO 项目超 1900 个。截至 2025 年末，公司临床研究服务员工数量达到 4889 人，包括海外团队超过 400 人。公司布局 AI 及数字化赋能临床研发服务，控股海心智惠获得独有的 RWD 赋能新药研发及上市后研究效率。大分子和 CGT 在 2025 年收入 4.75 亿元，同比增长 16.5%，毛利率-40.3%。公司为 25 个 CGT 产品提供效度测定放行服务、包括 2 个商业化项目和 14 个临床项目，赋能 19 个基因治疗 CDMO 项目、包括 1 个 3 期临床项目。25Q4 公司控股佰翱得，提升复杂药靶蛋白制备及分析能力；宁波大分子 CDMO 平台通过 MNC 审计，启动多个 DNA 到 IND 抗体项目；英美 CGT 服务开展 CAR-T、体内 CAR-T 和异体 CAR-T 的放行检测服务、以及针对 LNP 技术递送的药物疗法的生物分析服务，并且赢得首个单克隆抗体 GMP 生产订单。
- **TOP20 药企订单需求强劲，公司预计 2026 年收入增速 12-18%。**公司新签订单 2025 年同比增长 14%+，其中全球 TOP20 药企收入 28.31 亿元、同比增长 29.37%，北美、欧洲、中国客户收入同比分别增长 11.0%、27.4%、15.7%。海外客户需求持续彰显韧性，中国客户需求初步回暖，公司目标 2026 年收入同比增长 12-18%。

- **盈利预测与投资建议：**康龙化成打造全流程、一体化服务平台，丰富项目管线驱动业务持续增长。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 162.35 亿元、186.34 亿元、212.02 亿元，归母净利润分别为 19.77 亿元、23.64 亿元、28.34 亿元，对应 2026 年 3 月 31 日收盘价，PE 为 26.0 倍、21.7 倍、18.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**需求下降风险、政策变化风险、竞争加剧风险、汇率风险等。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	14095	16235	18634	21202
同比增长	14.8%	15.2%	14.8%	13.8%
归母净利润（百万元）	1664	1977	2364	2834
同比增长	-7.2%	18.8%	19.6%	19.9%
毛利率	34.8%	35.3%	35.9%	36.6%
ROE	11.0%	11.8%	12.6%	13.5%
每股收益（元）	0.91	1.08	1.29	1.54
市盈率	30.9	26.0	21.7	18.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7778	9800	12500	16126
货币资金	1017	2157	4042	6801
交易性金融资产	714	714	714	714
应收票据及应收账款	2722	3173	3641	4143
预付款项	19	21	24	27
存货	1472	1750	1990	2241
其他	1833	1985	2089	2200
非流动资产	19316	19576	19427	18759
长期股权投资	640	640	640	640
固定资产	8933	9340	9477	9135
在建工程	2365	2399	2294	2200
无形资产	1197	1171	1142	1064
商誉	3586	3586	3586	3586
其他	2595	2442	2288	2135
资产总计	27094	29377	31928	34885
流动负债	8364	9154	9909	10695
短期借款	1265	1565	1765	1965
应付票据及应付账款	607	671	763	859
其他	6492	6918	7380	7870
非流动负债	2991	2891	2841	2791
长期借款	1772	1672	1622	1572
其他	1219	1219	1219	1219
负债合计	11355	12045	12750	13486
股本	1779	1837	1837	1837
未分配利润	7679	9028	10633	12538
少数股东权益	674	562	450	341
股东权益合计	15739	17331	19178	21399
负债及权益合计	27094	29377	31928	34885

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1664	1977	2364	2834
折旧和摊销	1270	1589	1749	2019
营运资金的变动	72	-392	-261	-281
经营活动产生现金流量	3221	3314	4007	4739
资本支出	-2667	-1868	-1623	-1375
长期投资	-1780	0	0	0
投资活动产生现金流量	-4374	-1852	-1604	-1354
债权融资	1096	200	150	150
股权融资	17	0	0	0
融资活动产生现金流量	377	-318	-518	-626
现金净变动	-780	1140	1885	2759

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14095	16235	18634	21202
营业成本	9185	10502	11940	13448
税金及附加	146	170	196	223
销售费用	306	357	410	466
管理费用	1736	2013	2311	2608
研发费用	576	666	745	848
财务费用	156	165	172	165
投资收益	-102	16	19	21
公允价值变动收益	66	0	0	0
信用减值损失	-77	-85	-90	-95
资产减值损失	-22	-23	-25	-25
营业利润	1928	2335	2820	3410
营业外收支	-16	-18	-23	-25
利润总额	1913	2317	2797	3385
所得税	358	452	545	660
净利润	1555	1865	2252	2725
少数股东损益	-109	-112	-113	-109
归属母公司净利润	1664	1977	2364	2834
EPS(元)	0.91	1.08	1.29	1.54

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	14.8%	15.2%	14.8%	13.8%
营业利润增长率	-8.4%	21.1%	20.8%	20.9%
归母净利润增长率	-7.2%	18.8%	19.6%	19.9%
盈利能力				
毛利率	34.8%	35.3%	35.9%	36.6%
归母净利率	11.8%	12.2%	12.7%	13.4%
ROE	11.0%	11.8%	12.6%	13.5%
偿债能力				
资产负债率	41.9%	41.0%	39.9%	38.7%
流动比率	0.93	1.07	1.26	1.51
速动比率	0.55	0.68	0.87	1.11
营运能力				
资产周转率	55.3%	57.5%	60.8%	63.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.91	1.08	1.29	1.54
每股经营现金	1.75	1.80	2.18	2.58
估值比率(倍)				
PE	30.9	26.0	21.7	18.1
PB	3.4	3.1	2.7	2.4

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，现金净变动部分年份受汇率变动的影响

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn