

## 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	31.30
总股本/流通股本(亿股)	18.37 / 14.20
总市值/流通市值(亿元)	575 / 444
52周内最高/最低价	35.90 / 22.06
资产负债率(%)	41.9%
市盈率	33.15
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

## 研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com  
分析师: 辛家齐  
SAC 登记编号: S1340526030001  
Email: xinjiaqi@cnpsec.com

## 康龙化成(300759)

### CDMO 订单及收入快速增长，新疗法产能建设积极

#### ● 事件

公司发布 2025 年度业绩，全年营业收入 140.95 亿元，同比增长 14.82%，归属于上市公司股东的净利润为 16.64 亿元，同比下降 7.22%（受上年同期处置股权产生大额投资收益形成高基数影响）。扣除非经常性损益的净利润实现 15.38 亿元，同比增长 38.85%，Non-IFRS 经调整净利润 18.16 亿元，同比增长 13.02%。

#### ● 核心观点

**商业化 CDMO 能力持续提升，获重要客户认可。**公司小分子 CDMO (CMC) 服务收入达 34.83 亿元，同比增长 16.53%。产能方面，宁波与绍兴的 API 生产车间先后通过美国 FDA 的新药批准前检查 (PAI)；第四季度，公司历史上首个供应美国市场的创新药 API 商业化生产项目获批；2026 年第一季度，更与国际大型药企签订战略合作协议，为其首个注册申报的口服小分子 GLP-1 受体激动剂提供商业化生产服务。目前公司工艺验证及商业化项目达 34 个，临床 III 期项目达 47 个，较上年显著增加。

**订单充裕，收入结构明显改善。**公司 2025 年新签订单同比增长超 14%，为收入持续增长奠定基础。收入占比方面：来自全球前 20 大制药企业 (MNC) 的收入达 28.31 亿元，同比大幅增长 29.37%，占营收比重 20.09%，客户结构持续优化。同时，全球化布局支撑收入韧性，海外收入占比高达 84.84%，其中北美市场收入占 61.82%，欧洲市场收入增长 27.42%，公司在主要海外市场的竞争力不断增强。报告期内新增客户超 950 家，服务全球活跃客户总数超过 3300 家，客户基础的持续拓宽与深化共同驱动了高质量增长。

**新领域发力，技术驱动与产能建设并举。**在新兴疗法领域，公司着力打造端到端的一体化服务平台：在宁波园区，用于早期临床用药生产的 GMP 生物偶联车间已投入使用，可为客户提供 I/II 期临床试验用药的一体化 ADC 生产服务，并正推进中后期及商业化产能建设；在复杂多肽药物方面，新的、更大规模的多肽原料药固相合成车间预计将于 2026 年建成。此外，绍兴二期产能部分小分子新药生产车间已陆续投用，支撑 CMC 业务中长期发展。

#### ● 盈利预测与投资建议

预计公司 26/27/28 年收入分别为 162.48/184.68/207.06 亿元，同比增长 15.27%/13.66%/12.12%；归母净利润为 20.93/24.91/28.84 亿元，同比增长 25.77%/19.05%/15.76%，对应 PE 为 27/23/20 倍。公司是领先的医药研发服务企业，新业务增长确定性明显。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

下游研发需求变动风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	14095	16248	18468	20706
增长率(%)	14.82	15.27	13.66	12.12
EBITDA(百万元)	3398.08	2494.49	2955.19	3404.81
归属母公司净利润(百万元)	1663.90	2092.63	2491.21	2883.88
增长率(%)	-7.22	25.77	19.05	15.76
EPS(元/股)	0.91	1.14	1.36	1.57
市盈率(P/E)	34.56	27.48	23.08	19.94
市净率(P/B)	3.82	3.45	3.09	2.75
EV/EBITDA	16.65	25.01	20.72	17.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	14095	16248	18468	20706	营业收入	14.8%	15.3%	13.7%	12.1%
营业成本	9185	10597	11917	13260	营业利润	-8.4%	25.6%	18.9%	15.7%
税金及附加	146	168	191	214	归属于母公司净利润	-7.2%	25.8%	19.0%	15.8%
销售费用	306	353	402	450	<b>获利能力</b>				
管理费用	1736	2112	2401	2692	毛利率	34.8%	34.8%	35.5%	36.0%
研发费用	576	682	776	870	净利率	11.8%	12.9%	13.5%	13.9%
财务费用	156	0	0	0	ROE	11.0%	12.5%	13.4%	13.8%
资产减值损失	-22	0	0	0	ROIC	7.6%	7.9%	9.0%	9.9%
<b>营业利润</b>	<b>1928</b>	<b>2421</b>	<b>2879</b>	<b>3331</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	41.9%	41.7%	39.2%	36.3%
营业外支出	18	18	18	18	流动比率	0.93	1.12	1.20	1.28
<b>利润总额</b>	<b>1913</b>	<b>2406</b>	<b>2864</b>	<b>3315</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	358	450	535	620	应收账款周转率	5.51	5.58	5.54	5.50
<b>净利润</b>	<b>1555</b>	<b>1956</b>	<b>2328</b>	<b>2695</b>	存货周转率	7.10	6.68	6.60	6.57
<b>归母净利润</b>	<b>1664</b>	<b>2093</b>	<b>2491</b>	<b>2884</b>	总资产周转率	0.55	0.57	0.61	0.64
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.91</b>	<b>1.14</b>	<b>1.36</b>	<b>1.57</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.91	1.14	1.36	1.57
货币资金	1017	2585	3191	4021	每股净资产	8.20	9.09	10.14	11.37
交易性金融资产	714	704	740	615	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2722	3138	3566	3999	PE	34.56	27.48	23.08	19.94
预付款项	19	22	25	27	PB	3.82	3.45	3.09	2.75
存货	1472	1699	1910	2125	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>7778</b>	<b>10186</b>	<b>11881</b>	<b>13685</b>	净利润	1555	1956	2328	2695
固定资产	8933	8933	8933	8933	折旧和摊销	1270	89	91	90
在建工程	2365	2365	2365	2365	营运资本变动	72	-314	-539	-573
无形资产	1197	1197	1197	1197	其他	324	21	22	23
<b>非流动资产合计</b>	<b>19316</b>	<b>19356</b>	<b>19402</b>	<b>19411</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3221</b>	<b>1752</b>	<b>1902</b>	<b>2235</b>
<b>资产总计</b>	<b>27094</b>	<b>29542</b>	<b>31283</b>	<b>33095</b>	资本开支	-2667	-21	-22	-23
短期借款	1265	1466	1763	2095	其他	-1707	-127	-175	18
应付票据及应付账款	607	700	787	876	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4374</b>	<b>-148</b>	<b>-197</b>	<b>-5</b>
其他流动负债	6492	6929	7344	7755	股权融资	17	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>8364</b>	<b>9095</b>	<b>9894</b>	<b>10726</b>	债务融资	1096	427	-551	-766
其他	2991	3217	2378	1298	其他	-735	-460	-548	-634
<b>非流动负债合计</b>	<b>2991</b>	<b>3217</b>	<b>2378</b>	<b>1298</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>377</b>	<b>-34</b>	<b>-1099</b>	<b>-1401</b>
<b>负债合计</b>	<b>11355</b>	<b>12312</b>	<b>12272</b>	<b>12024</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-780</b>	<b>1567</b>	<b>606</b>	<b>830</b>
股本	1779	1779	1779	1779					
资本公积金	4950	4950	4950	4950					
未分配利润	7679	8993	10563	12380					
少数股东权益	674	538	375	186					
其他	656	970	1344	1776					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15739</b>	<b>17230</b>	<b>19011</b>	<b>21072</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>27094</b>	<b>29542</b>	<b>31283</b>	<b>33095</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048