

医药	收盘价 港元 21.04	目标价 港元 32.50	潜在涨幅 +54.5%
----	-----------------	-----------------	----------------

2026年5月4日

康龙化成 (3759 HK)

1Q26 订单表现强劲，景气度提升+一站式交付能力驱动高成长确定性

尽管面临汇率波动影响，公司在 1Q26 仍录得强劲的双位数收入及利润增速，且新签订单表现亮眼，为中长期业绩持续高增长提供保障。我们认为，随着稳定性较高的 MNC 客户占比提升、新分子类型一体化交付能力全面布局，中国内地需求回暖，公司订单稳定性和增速有望持续向好，维持买入。

⊕ **1Q26 增势延续，新签订单显著提速**：1Q26 公司实现收入/经调整净利润 35.8/4.1 亿元（人民币，下同），同比分别+15.5%/16.2%；来自全球 TOP20 药企的收入同比+48%，MNC 客户贡献提升进一步提升未来订单可持续性。**1Q26 公司新签订单金额同比增长超 30%**，增速较 2025 年的 14% 进一步加快，为全年业绩能见度提供支撑。分板块看：**1) 实验室服务**收入同比+14%，新签订单金额同比增超 20%（2025 年+12%），毛利率受汇率影响小幅下滑 1.4ppts 至 44.1%；**2) 小分子 CDMO** 收入同比+25%，新签订单金额同比大增 50% 以上（2025 年+13%），毛利率在规模效应驱动下同比改善 1.0ppts 至 31.4%；**3) 临床服务**收入同比+12%，毛利率同比降 4.7ppts，主因订单结构变化及中国内地定价承压；**4) 大分子和 CGT** 收入同比-11%，仍处于亏损状态，主要 CGT 收入受 2025 年底主要项目完成影响。**展望 2026 年，管理层重申全年收入增长 12-18% 的指引。**

⊕ **实验室业务韧性显著，CDMO 将成核心增长引擎**：我们预计，公司实验室服务将延续较快增长（2025-28 CAGR 13%），得益于：**1) 与 MNC 的合作持续深化**，其研发预算抗周期性、订单可持续性高；**2) 新分子类型业务贡献稳步提升**（目前占比约 10-20%），增速高于板块平均；**3) 创新出海背景下**，中国客户需求回暖，为增长提供额外动力。此外，CDMO 业务正成为新增长引擎（2025-28 CAGR 19%），在“跟随分子”策略和产能有序扩建的推进下，管线逐步向后期商业化阶段延伸。管理层指引 2026 年资本开支 30 亿元，将重点投入后期与新分子类型 CDMO 产能建设，以支持中长期产能释放与业务结构升级。

⊕ **维持买入评级**：我们基于 1Q26 业绩下调 2026-28 年经调整归母净利润预测 2-3%，继续基于退出估值折现法和 21 倍目标退出市盈率倍数对公司估值（详见中国 [CXO 行业深度报告](#)），维持公司港股/A 股 32.5 港元/47.3 元人民币目标价及买入评级。

盈利预测变动

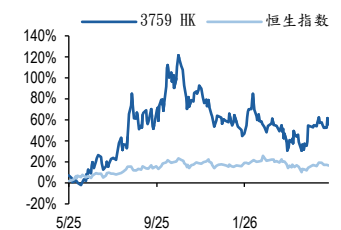
百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	16,181	16,181	0%	18,437	18,437	0%	20,870	20,870	0%
毛利润	5,665	5,772	-2%	6,622	6,718	-1%	7,622	7,710	-1%
毛利率	35.0%	35.7%	-0.7ppts	35.9%	36.4%	-0.5ppts	36.5%	36.9%	-0.4ppts
经调整归母净利润	2,186	2,235	-2%	2,596	2,671	-3%	3,050	3,153	-3%
经调整归母净利率	13.5%	13.8%	-0.3ppts	14.1%	14.5%	-0.4ppts	14.6%	15.1%	-0.5ppts

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	29.90
52周低位 (港元)	13.22
市值 (百万港元)	7,421.02
日均成交量 (百万)	6.78
年初至今变化 (%)	7.40
200天平均价 (港元)	21.44

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

2026 年 5 月 4 日

康龙化成 (3759 HK)

图表 1：康龙化成：退出估值折现法下的估值表

2025 年净利润 (亿元人民币)	16.6	无风险收益率	3.0%
2025-27 年净利润 CAGR 预测	23%	市场风险溢价	7.0%
2025-31 年净利润 CAGR 假设	17%	Beta	1.5
2031 年净利润预测 (亿元人民币)	42.8	折现率	13.5%
目标退出市盈率 (2031 年)	21.0x	HKD/CNY	0.91
目标退出估值 (2030 年底, 亿元人民币)	899		
		目标估值 (2026 年 12 月 31 日, 亿元人民币)	541
		目标估值 (2026 年 12 月 31 日, 亿港元)	595
		总股本 (亿股)	18.30
		港股目标价 (2026 年 12 月 31 日, 港元)	32.50
		目标 A/H 溢价 (过去 12 个月平均)	60%
		A 股目标价 (2026 年 12 月 31 日, 人民币)	47.30

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：康龙化成 (3759 HK) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

2026 年 5 月 4 日

康龙化成 (3759 HK)

图表 3：交银国际医疗行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1530 HK	三生制药	买入	23.14	32.40	40.0%	2026 年 04 月 01 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	135.80	175.00	28.9%	2026 年 03 月 30 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	469.40	530.00	12.9%	2026 年 03 月 25 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.03	10.00	98.9%	2026 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	22.77	60.40	165.3%	2026 年 03 月 18 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	21.14	36.60	73.1%	2026 年 03 月 10 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	173.60	229.20	32.0%	2026 年 03 月 02 日	生物科技
2595 HK	劲方医药	买入	43.14	51.00	18.2%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	100.60	136.00	35.2%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	10.30	13.00	26.2%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	34.54	84.00	143.2%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	90.00	105.00	16.7%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	75.55	78.00	3.2%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
6821 HK	凯莱英	买入	105.40	136.60	29.6%	2026 年 04 月 28 日	医药研发服务外包
3759 HK	康龙化成	买入	21.04	32.50	54.5%	2026 年 03 月 20 日	医药研发服务外包
2268 HK	药明合联	买入	58.90	91.00	54.5%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.72	28.75	109.6%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	33.04	35.80	8.4%	2026 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	185.20	93.30	-49.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	57.59	33.10	-42.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	37.10	44.50	19.9%	2026 年 04 月 01 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	5.42	7.70	42.1%	2026 年 03 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	11.84	17.70	49.5%	2026 年 03 月 27 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	9.23	14.00	51.7%	2024 年 04 月 01 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	65.00	74.00	13.8%	2026 年 04 月 24 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.41	8.70	3.5%	2026 年 03 月 27 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	34.57	40.20	16.3%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	29.70	34.20	15.1%	2026 年 04 月 02 日	民营医院
6078 HK	海吉亚医疗	买入	11.51	18.00	56.4%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.39	3.30	38.0%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至 2026 年 4 月 30 日

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	12,276	14,095	16,181	18,437	20,870
主营业务成本	(8,127)	(9,238)	(10,516)	(11,815)	(13,248)
毛利	4,149	4,857	5,665	6,622	7,622
销售及管理费用	(1,922)	(2,161)	(2,424)	(2,716)	(3,022)
研发费用	(469)	(576)	(645)	(717)	(790)
经营利润	1,758	2,120	2,596	3,189	3,809
财务成本净额	(244)	(193)	(157)	(183)	(183)
应占联营公司利润及亏损	(123)	(136)	(156)	(177)	(201)
其他非经营净收入/费用	700	121	74	75	74
税前利润	2,091	1,913	2,357	2,904	3,500
税费	(377)	(358)	(424)	(523)	(630)
非控股权益	79	109	97	119	144
净利润	1,793	1,664	2,030	2,500	3,014
作每股收益计算的净利润	1,793	1,664	2,030	2,500	3,014

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,623	843	1,740	3,183	5,082
应收账款及票据	2,414	2,722	3,218	3,601	4,175
存货	487	641	660	821	862
其他流动资产	3,085	3,572	3,808	4,061	4,331
总流动资产	7,608	7,778	9,426	11,665	14,450
物业、厂房及设备	10,944	12,125	13,011	13,814	14,541
无形资产	225	635	635	635	635
合资企业/联营公司投资	649	640	484	307	106
其他长期资产	4,501	5,916	5,844	5,797	5,772
总长期资产	16,319	19,316	19,974	20,552	21,054
总资产	23,927	27,094	29,399	32,217	35,504
短期贷款	1,047	4,766	4,768	4,769	4,770
应付账款	1,985	2,381	2,652	2,982	3,287
其他短期负债	1,192	1,217	1,277	1,341	1,408
总流动负债	4,224	8,364	8,697	9,092	9,465
长期贷款	4,377	1,772	1,773	1,773	1,774
其他长期负债	1,103	1,219	1,258	1,299	1,342
总长期负债	5,481	2,991	3,031	3,072	3,116
总负债	9,705	11,355	11,728	12,165	12,581
股本	1,778	1,779	1,779	1,779	1,779
储备及其他资本项目	11,841	13,285	15,315	17,815	20,829
股东权益	13,619	15,064	17,094	19,594	22,608
非控股权益	604	674	578	459	315
总权益	14,223	15,739	17,671	20,053	22,923

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	2,091	1,913	2,357	2,904	3,500
合资企业/联营公司收入调整	123	136	156	177	201
折旧及摊销	1,106	1,270	1,273	1,336	1,394
营运资本变动	(422)	(6)	(441)	(427)	(541)
利息调整	244	193	0	0	0
税费	(460)	(384)	(424)	(523)	(630)
其他经营活动现金流	374	101	0	0	0
经营活动现金流	3,057	3,221	2,921	3,467	3,924
资本开支	(1,993)	(2,617)	(2,026)	(2,026)	(2,026)
其他投资活动现金流	(22)	(1,757)	0	0	0
投资活动现金流	(2,015)	(4,374)	(2,026)	(2,026)	(2,026)
负债净变动	1,322	2,866	2	2	2
其他融资活动现金流	(6,119)	(2,489)	0	0	0
融资活动现金流	(4,797)	377	2	2	2
汇率收益/损失	78	(4)	0	0	0
年初现金	5,789	1,623	843	1,740	3,183
年末现金	1,623	843	1,740	3,183	5,082

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	1.013	0.944	1.127	1.366	1.647
全面摊薄每股收益	1.011	0.939	1.121	1.359	1.638
每股账面值	7.690	8.506	9.341	10.707	12.354
利润率分析 (%)					
毛利率	33.8	34.5	35.0	35.9	36.5
EBITDA利润率	23.3	24.1	23.9	24.5	24.9
净利率	14.6	11.8	12.5	13.6	14.4
盈利能力 (%)					
ROA	7.5	6.1	6.9	7.8	8.5
ROE	12.6	10.6	11.5	12.5	13.1
ROIC	9.1	7.5	8.4	9.4	10.2
其他					
净负债权益比 (%)	26.7	36.2	27.2	16.8	6.4
流动比率	1.8	0.9	1.1	1.3	1.5
存货周转天数	21.9	25.3	22.9	25.4	23.7
应收账款周转天数	71.8	70.5	72.6	71.3	73.0
应付账款周转天数	89.2	94.1	92.0	92.1	90.6

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年5月4日

康龙化成 (3759 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司及上海易景信息科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。