

# 新签订单显著提速，小分子 CDMO 表现强劲

康龙化成 (300759.SZ)

## 核心观点

康龙化成 26Q1 营收实现稳健增长，经调整 Non-IFRS 归母净利润符合预期。一季度前端需求回暖显著，公司整体新签订单同比增长超 30%，其中全球 TOP20 药企及中国市场订单强劲复苏，为全年业绩兑现奠定坚实基础。业务端，实验室服务稳中有进，新分子类型项目驱动力持续增强；小分子 CDMO 板块规模效应逐步显现，新签订单增长超 50%，且毛利率同比持续提升。我们认为，充沛的新签订单与加速推进的 CDMO 中后期及商业化管线有望推动公司基本面持续向好，建议后续重点关注核心产能利用率爬坡、前端高价订单的转化节奏以及临床板块的边际改善。

## 事件

### 康龙化成发布 2026 年一季度报

2026 年一季度康龙化成实现营收 35.78 亿元 (+15.5%)，经调整 Non-IFRS 归母净利润 4.06 亿元 (+16.2%)。实验室服务收入 21.22 亿元 (+14.3%)，小分子 CDMO 收入 8.66 亿元 (+25.0%)。新签订单增长 30%+。经营性现金流量净额为 6.04 亿元 (-29.1%)。公司指引 2026 年收入增长 12% -18%。

### 重要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	12,275.8	14,095.1	16,308.0	19,095.4	22,995.8
增长率(%)	6.4	14.8	15.7	17.1	20.4
经调整净利润(百万)	1,606.9	1,816.1	2,130.5	2,638.9	3,348.8
增长率(%)	0.4	13.0	17.3	23.9	26.9
EPS	1.01	0.94	1.11	1.35	1.62
基准股本(百万股)	1,777.8	1,778.2	1,837.3	1,837.3	1,837.3
ROE(摊薄)(%)	11.3	11.5	12.2	13.2	14.4
ROA(%)	6.7	6.7	7.3	8.2	9.2
PE(A股)	31.1	27.5	23.4	18.9	14.9
PEG(A股)	n.a.	n.a.	1.5	0.9	0.6

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

成雨佳

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

刘若飞

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

汤然

SAC 编号:S1440524100001

发布日期: 2026 年 05 月 05 日

当前股价: 29.75 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.56/7.61	-0.34/0.72	27.85/2.94
12 月最高/最低价 (元)		35.90/22.34
总股本 (万股)		183,728.36
流通 A 股 (万股)		142,003.20
总市值 (亿元)		507.96
流通市值 (亿元)		422.46
近 3 月日均成交量 (万)		2815.34
主要股东		
HKSCC NOMINEES LIMITED		19.59%

### 股价表现



## 简评

### 整体业绩：收入稳健增长，新签订单加速

2026 年一季度公司实现营业收入 35.78 亿元，同比增长 15.5%；归母净利润 3.35 亿元，同比增长 9.7%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 4.06 亿元，同比增长 16.2%。营收利润符合预期。

新签订单同比增长 30%+，其中实验室服务一季度新签订单金额同比增长超过 20%，增速较 2025 年进一步加快，CDMO 新签订单增长超 50%。公司大客户战略持续推进，全球前 20 大制药企业收入同比增长 48.0%，占比提升至 19%。按区域划分，北美收入 21.83 亿元（+9.6%），欧洲收入 6.44 亿元（+10.7%），中国收入 6.44 亿元（+43.4%），中国市场增长尤为亮眼。

### 业务板块分析：小分子 CDMO 表现强劲，临床板块见底企稳

- 实验室服务：实现收入 21.22 亿元，同比增长 14.3%，毛利率 44.1%（同比-1.4pct），主要受汇率波动影响。板块新签订单金额同比增长超过 20%。生物科学业务占比持续提升，新分子类型项目目前占实验室服务 10%-20%，有望带动实验室服务快速发展。
- 小分子 CDMO 服务：实现收入 8.66 亿元，同比增长 25.0%，板块增长动力主要来自“follow-the-molecule”模式下中后期项目订单金额的放大。毛利率 31.4%（同比+1.0pct），汇率波动带来一定影响，但规模效应驱动毛利率同比有所提升。一季度成功签订大规模生产订单，带动板块新签订单同比增长超过 50%，有望驱动板块 26 年增速进一步上升。口服 GLP-1 制剂商业化项目目前处于工艺转移与验证阶段，为后续放量做储备。
- 临床研究服务：实现收入 5.00 亿元，同比增长 11.8%，毛利率 7.1%（同比-4.7pct），毛利率降低主要由于执行订单结构变化及国内市场服务价格竞争激烈所致。目前板块处于见底企稳阶段，SMO 业务价格已现回升迹象，但年内仍需执行部分前期签订的低价订单，毛利率整体仍承压。
- 大分子和 CGT 服务：实现收入 8800 万元，同比下降 11.0%，毛利率-92.8%（同比-23.9pct）。收入与毛利下降主因是部分基因治疗 CDMO 一体化项目于 2025 年底交付完成，目前新项目转化尚在过程中。其中大分子蛋白制备和 CDMO 业务仍保持较快增长。

### 2026 年展望：维持全年收入指引，商业化放量可期

公司实验室服务板块 MNC 客户拓展顺利，已签约多个战略客户，MNC 新增订单增速高于实验室整体新增订单增速，且新分子种类订单占比持续上升。小分子 CDMO 业务近年来逐渐积累起漏斗型管线结构，化学领域市场份额处于全球领先地位，随着管线分子向后推进，临床后期及商业化订单占比有望进一步提高，推动公司 CDMO 保持高速增长。基于 Q1 的稳健增长以及出色的新签订单，公司对完成 2026 年收入同比增长 12%-18% 的全年目标充满信心。

### 财务分析：期间费用率保持稳健，现金流阶段性承压

费用方面，公司 26Q1 销售、管理（剔除股权激励费用后）、研发及财务（净利息支出）费用率分别为 2.2%、12.6%、3.9% 以及 1.2%，同比变化分别持平、-0.3pp、持平、+0.2pp。销售费用率与研发费用率基本持平，管理费用率有所下降，整体上看，公司期间费用率保持稳健。现金流方面，一季度实现经营活动现金流量净额 6.04 亿元，同比下降 29.1%，主要原因是支持新签订单交付导致采购金额大幅增加，阶段性有所下降。资本开支方面，一季度 Capex 为 5.79 亿元。全年预期投入约 30 亿元，将重点保障绍兴二期及新分子类型产能建设。公司财务状况稳健，预计 2026 年全年将继续实现正向自由现金流。

### 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 163.1 亿元、191 亿元和 230 亿元，对应表观增速分别为 15.7%、17.1% 和 20.4%；考虑到人民币兑美元持续升值趋势的汇兑压力及 CMC 业务持续向好对利润的正面影响，我们预计经调整 Non-IFRS 归母净利润为 21.3 亿元、26.4 亿元和 33.5 亿元，同比增长 17.3%、23.9% 和 26.9%，对应 A 股 PE 为 23.4X、18.9X 和 14.9X，维持买入评级。

## 风险分析

- 行业需求复苏不及预期风险：全球生物医药投融资环境仍存在不确定性，若融资持续低迷或大型药企研发预算收缩，可能导致客户订单减少或项目推迟，进而影响公司收入增长。
- 商业化项目放量不及预期风险：公司首个美国市场 API 项目虽已获批，但商业化生产爬坡受客户终端销售情况、供应链稳定性等多重因素影响，若放量节奏慢于预期，将对 CDMO 板块收入及毛利率改善产生不利影响。
- 地缘政治与贸易政策风险：公司海外收入占比超过 80%，如果发生以下情形，例如全球业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司全球业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。
- 汇率波动风险：公司收入以美元、欧元等外币计价为主，而成本以人民币计价为主，人民币升值将对收入和毛利率产生负面影响。2025 年公司已开展远期结售汇等套期保值操作，但仍无法完全规避汇率波动风险。
- 并购整合及商誉减值风险：公司近年完成海心智慧、佰翱得等多起收购。若被收购标的的经营不及预期，可能面临商誉减值风险，进而影响当期利润。

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

### 王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

### 刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk