

证券研究报告|公司首次覆盖
医药生物
公司评级 买入（首次评级）
2026年6月9日
当前价格：22.2元/股



康龙化成：一体化CRDMO龙头，CDMO业务进入商业化加速兑现期

证券分析师：

贺鑫 执业证书编号：S0210526040003

何展聪 执业证书编号：S0210526050003

- **康龙化成：全球一体化的CRDMO龙头企业：**成立于2004年，是国际领先的生命科学研究服务企业，业务包括（1）实验室业务，（2）CMC（小分子CDMO）业务，（3）临床研究业务，（4）大分子和细胞与基因治疗业务四大类，**其中实验室和CMC业务为最核心的收入、毛利来源。从业绩情况来看，2018年以来，公司收入、利润均呈现强劲增长：从收入来看，2018年到2025年公司收入从29.1亿元增至141亿元，CAGR达25.3%，2026年以来公司业绩延续复苏趋势，26Q1公司实现收入35.8亿元，同比+15.5%。从扣非归母净利润来看，2018年到2025年公司扣非归母净利润从3.3亿元增至15.4亿元，CAGR达24.8%，26Q1公司实现扣非归母净利润3.4亿元，同比+17.5%。**
- **CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段：**（1）行业增长驱动因素一：根据Frost & Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），全球医药研发总投入有望维持5-6%的复合增速；（2）行业增长驱动因素二：行业外包率有望持续提升。根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，医药行业研发外包率从34.8%提升至51.9%，到2034年有望进一步增至65.6%。（3）行业增长驱动因素三：新药物分子浪潮下行业将迎来量价齐升趋势。整体来看，CXO行业未来增速有望实现约12-13%，**从细分领域来看，小分子CDMO未来预计将成为增速最高的细分领域，其中新分子业务如多肽CDMO、Oligo CDMO增长强劲，成为行业增长的核心驱动因素。**
- **外需CXO：新分子需求带动景气度回升，业绩和订单已持续改善。**（1）CDMO企业较为依赖海外市场，海外市场收入占比在73%-88%，在海外需求回暖的带动下，CDMO公司的业绩和订单已持续改善，尤其以头部CDMO公司更为明显。（2）2025&26Q1海外药企研发投入和收入稳步增长，同时海外临床数量呈现逐步加速趋势。（3）**从海外生物科技一级市场（PE/VC）投融资情况来看，25Q2-Q3环比25Q1有所波动。25Q4全球投融资呈现快速改善趋势。26M1以来，全球生物医药一级市场投融资增长稳健。**（4）从海外CXO公司的业绩来看，25年以来海外CXO业绩呈现温和复苏趋势，进一步佐证外需回暖的趋势。（5）**从资本开支的维度来看，头部CDMO公司已重回产能扩张周期，且运营效率持续改善，行业景气度有望持续回升。**
- **公司业务板块分析：实验室服务增长稳健，CMC业务贡献弹性：**（1）实验室服务：公司业绩基本盘，业务包括实验室化学和生物科学服务，2018年以来收入利润稳健增长，其中生物科学服务是板块收入增长的重要驱动因素。（2）CMC业务：18年以来收入快速增长，2025年以来，公司创新药商业化生产实现显著突破，业务进入商业化兑现阶段，有望持续贡献业绩弹性。（3）临床研究服务：收入增长稳健，毛利率受价格和执行订单结构影响仍有波动。（4）大分子和CGT服务：收入和毛利率有所波动。
- **盈利预测：**我们预计公司2026-2028年收入分别为163/190/221亿元，同比增长16%/17%/16%，预计26-28年公司归母净利润分别为21/27/32亿元，分别同比增长24%/29%/21%，对应当前PE分别为18/14/12倍。我们选取同样以CDMO为主营业务的公司药明康德、药明生物、药明合联、凯莱英、九州药业、博腾股份作为可比公司，康龙化成估值低于可比公司平均水平。公司作为全球领先的一体化CRDMO企业，客户资源、技术水平、运营效率、研发能力、项目储备均处于领先水平，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**医药研发服务市场需求下降的风险、行业监管政策变化的风险、行业竞争加剧的风险。

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	12,276	14,095	16,317	19,029	22,062
增长率	6%	15%	16%	17%	16%
净利润（百万元）	1,793	1,664	2,067	2,658	3,228
增长率	12%	-7%	24%	29%	21%
EPS（元/股）	0.98	0.91	1.13	1.45	1.76
市盈率（P/E）	20.9	22.6	18.2	14.1	11.6
市净率（P/B）	2.8	2.5	2.1	1.9	1.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

币种：人民币

注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

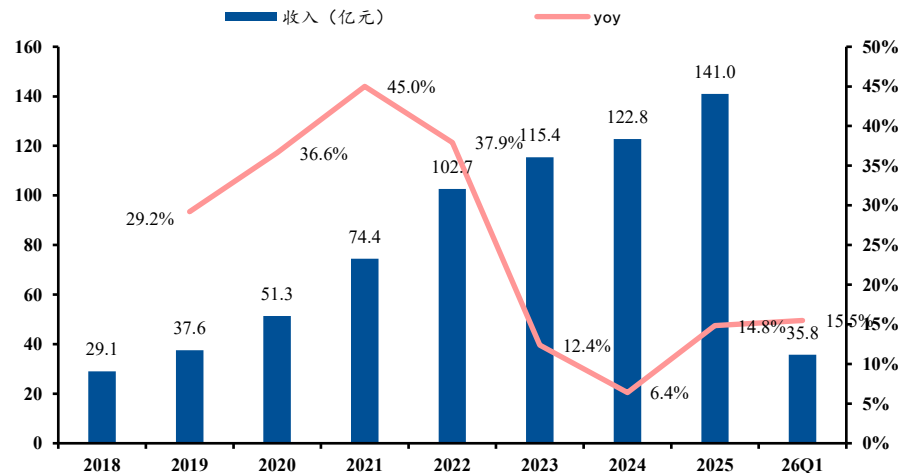
目 录

- 康龙化成：一体化CRDMO龙头，CDMO业务进入商业化加速兑现期
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：实验室服务增长稳健，CMC业务贡献弹性
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

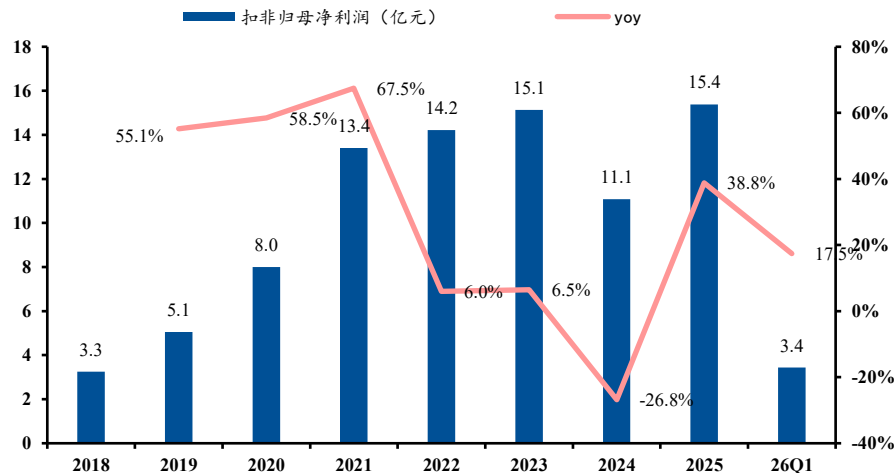
1.1 康龙化成：实验室业务表现稳健，CDMO业务进入加速兑现期

- 康龙化成成立于2004年，是国际领先的生命科学研究服务企业，为包括小分子、大分子和细胞与基因治疗药物在内的多疗法药物研发打造了一个贯穿药物发现，临床前及临床开发全流程的研发生产服务体系。康龙化成在中国、美国、英国均开展运营，拥有20,000多名员工。
- 2018年以来公司业绩增长强劲。
- 从收入来看，2018年到2025年公司收入从29.1亿元增至141亿元，**CAGR达25.3%**，2026年以来公司业绩延续复苏趋势，**26Q1公司实现收入35.8亿元，同比+15.5%**。
- 从扣非归母净利润来看，2018年到2025年公司扣非归母净利润从3.3亿元增至15.4亿元，**CAGR达24.8%**，2026Q1公司实现扣非归母净利润3.4亿元，**同比+17.5%**。

图表：2018-2026Q1公司收入情况



图表：2018-2026Q1公司扣非归母净利润情况



1.2康龙化成：业务板块拆分——实验室和CMC业务为最核心的收入、毛利来源

- 从业务拆分来看，公司业务主要分为（1）实验室业务，（2）CMC（小分子CDMO）业务，（3）临床研究业务，（4）大分子和细胞与基因治疗业务四大类，其中实验室业务和CMC业务是最核心的收入、毛利来源，2025实验室业务收入和毛利占比分别为58%和75%，CMC业务收入和毛利占比分别为24.7%和24.3%，25年这两项业务均保持了不错的订单增速。

图表：公司业务板块拆分

板块	业务内容	2025收入（亿元）	2025收入占比	2025毛利率	2025毛利占比	18-25年CAGR	备注
实验室服务	包括实验室化学和生物科学服务，实验室化学包括化合物库的设计与合成、苗头化合物发现、先导化合物合成及优化、生物有机小分子合成等，生物科学服务包括体内外药物代谢及药代动力学、体外生物学和体内药理学及药物安全性评价等。	81.59	57.89%	45.10%	74.95%	23.18%	2025新签订单+12%，生物科学收入占比56%+
CMC（小分子CDMO）	提供包括原料药工艺开发及生产、材料科学/预制剂、制剂开发及生产和分析开发在内的全流程服务，以支持客户小分子化学药、寡核苷酸、多肽、连接子（linker）和毒性分子（Payload）等不同类型产品的工艺开发和生产需求	34.83	24.71%	34.30%	24.33%	27.21%	2025新签订单+13%，创新药商业化生产突破，新分子CDMO能力持续增强
临床研究服务	包括临床试验服务和临床研究现场管理服务	19.57	13.88%	11.41%	4.55%	27.98%	毛利率受订单结构和国内市场价格影响有所波动
大分子和细胞与基因治疗服务	包括大分子药物发现及CDMO和细胞与基因治疗实验室服务及CDMO	4.75	3.37%	-40.31%	-3.90%	33.18%（21-25年）	板块处于业务拓展初期，运营成本和折旧摊销影响较大

1.3盈利能力情况：毛利率和净利率整体较为稳定，费用率控制得当

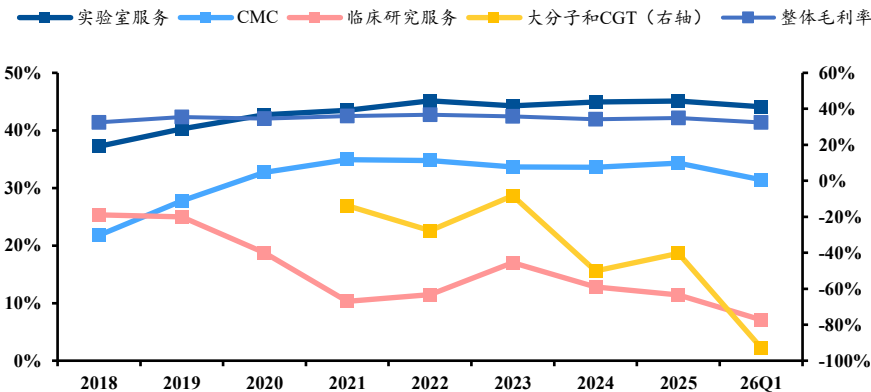
➤ 2018年以来公司盈利能力整体较为稳定。

➤ 从毛利率来看，2018年到2025年公司毛利率从32.48%提升至34.83%，整体维持稳定，其中实验室化学业务是毛利率最高也最为稳定的业务。

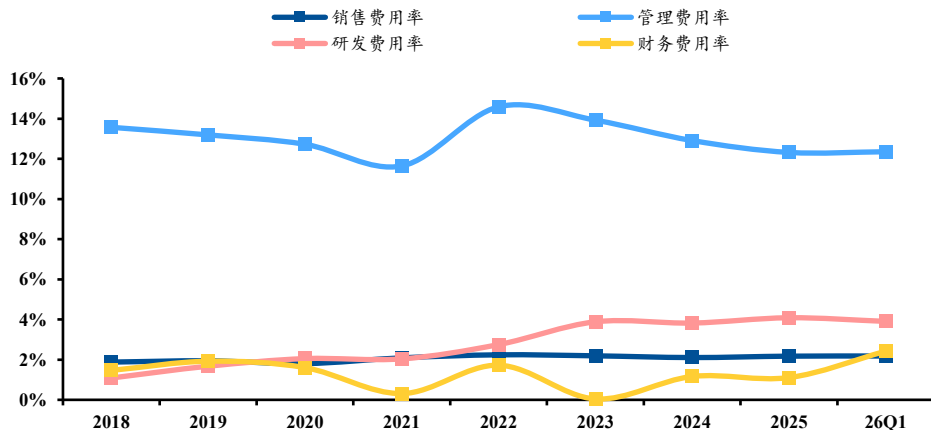
➤ 从费用率来看，2018年到2025年公司各项费用率控制得当，其中管理费用率从13.6%降至12.3%。

➤ 从净利率来看，2018年到2025年公司归母净利率从11.7%略降至11%，扣非归母净利率从11.2%略降至10.9%，净利率有所波动主要系新业务投入亏损所致，随着后续新业务持续爬坡，公司盈利能力有望持续修复。

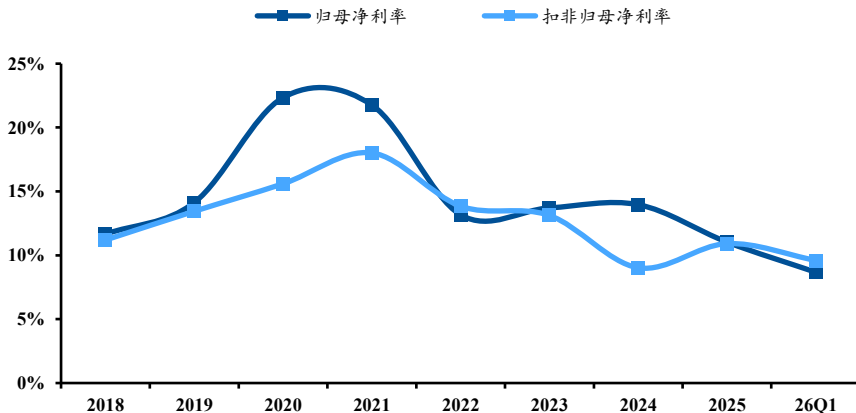
图表：2018-26Q1公司毛利率情况



图表：2018-26Q1公司费用率情况



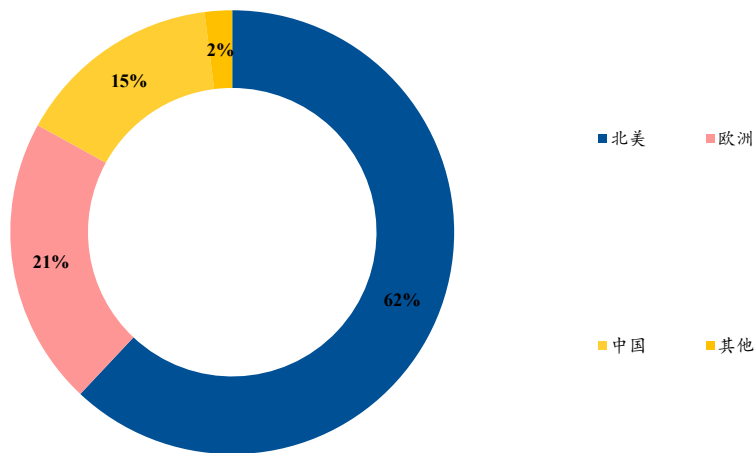
图表：2018-26Q1公司净利率情况



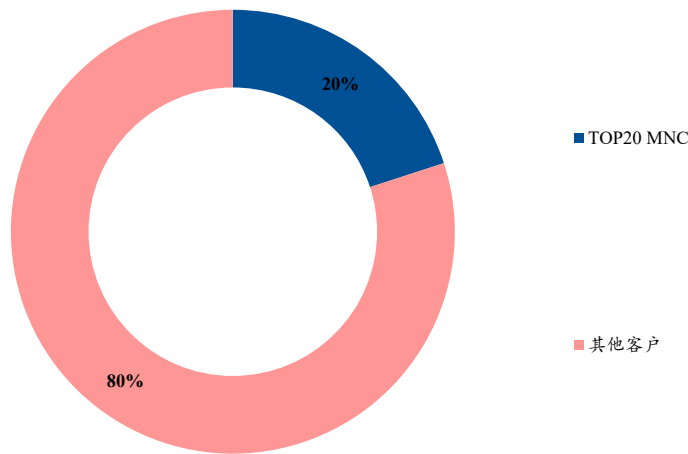
1.4分区域&客户情况：北美为公司主要收入来源地区，非TOP 20MNC客户贡献大头

- 分区域来看，北美是公司最核心的收入来源地区。（1）北美：20-25年收入CAGR为21.7%；2025年收入同比+11%，收入占比为62%；（2）欧洲：20-25年收入CAGR为24.7%；2025年收入同比+27.4%，收入占比为21%；（3）中国：20-25年收入CAGR为24.8%；2025年收入同比+15.7%，收入占比为15%；（4）其他地区：20-25年收入CAGR为9.4%；2025年收入占比为2%。
- 分客户情况，非MNC客户贡献主要收入。（1）TOP20 MNC：20-25年收入CAGR为18.3%；2025年收入同比+29.4%，收入占比为20%；（2）非TPO 20MNC客户：20-25年收入CAGR为23.5%；2025年收入同比+11.7%，收入占比为80%

图表：2025公司不同区域收入结构



图表：2025公司不同客户收入结构



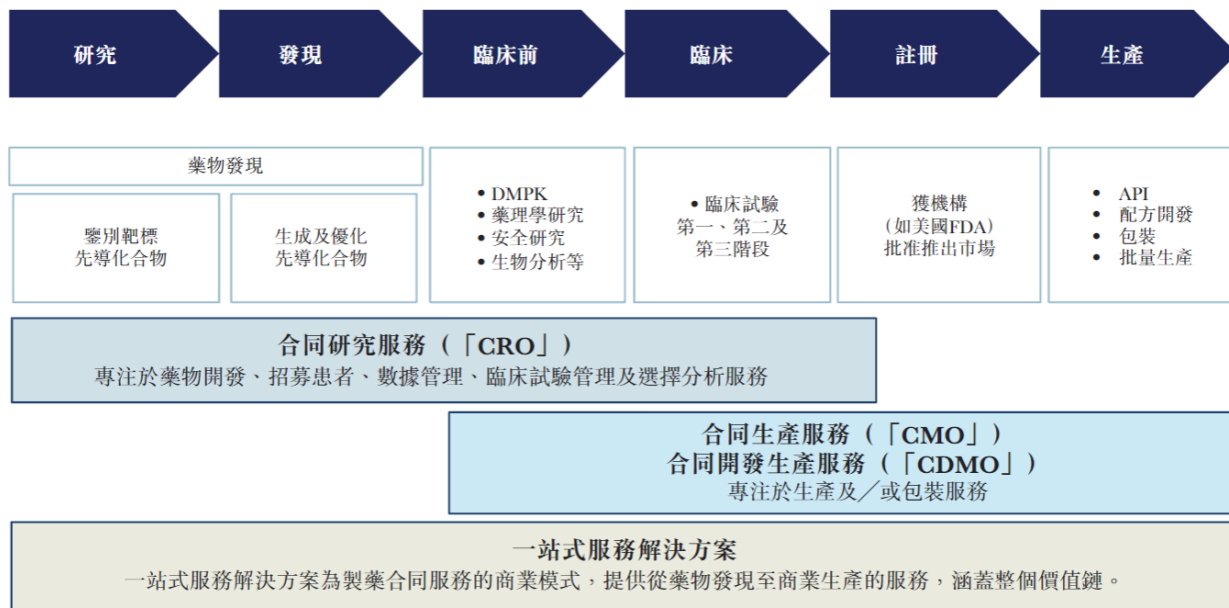
目 录

- 康龙化成：一体化CRDMO龙头，CDMO业务进入商业化加速兑现期
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：实验室服务增长稳健，CMC业务贡献弹性
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

2.1 CXO行业可分为CRO和CMO/CDMO两大领域

- **医药研发外包（CXO）可分为合同研究服务（CRO）和合同生产服务/合同开发生产服务（CMO/CDMO）两大领域。**其中，**CRO**主要指从药物发现到新药注册上市的全流程服务，一般包括四个阶段（1）药物发现，（2）临床前测试及开发（药理分析、药代药动、安全评价、生物分析等），（3）临床试验（SMO、数统分析、临床试验监测等），（4）获批后临床研究。**CMO/CDMO**主要指为药企生产临床前及临床I到III期临床试验材料、API及制剂（口服、注射剂等），也提供包装、贴标签和其他生产服务。CDMO和CMO的差别在于CDMO还提供生产工艺开发、优化等高价服务。

图表：CXO服务内容示意图

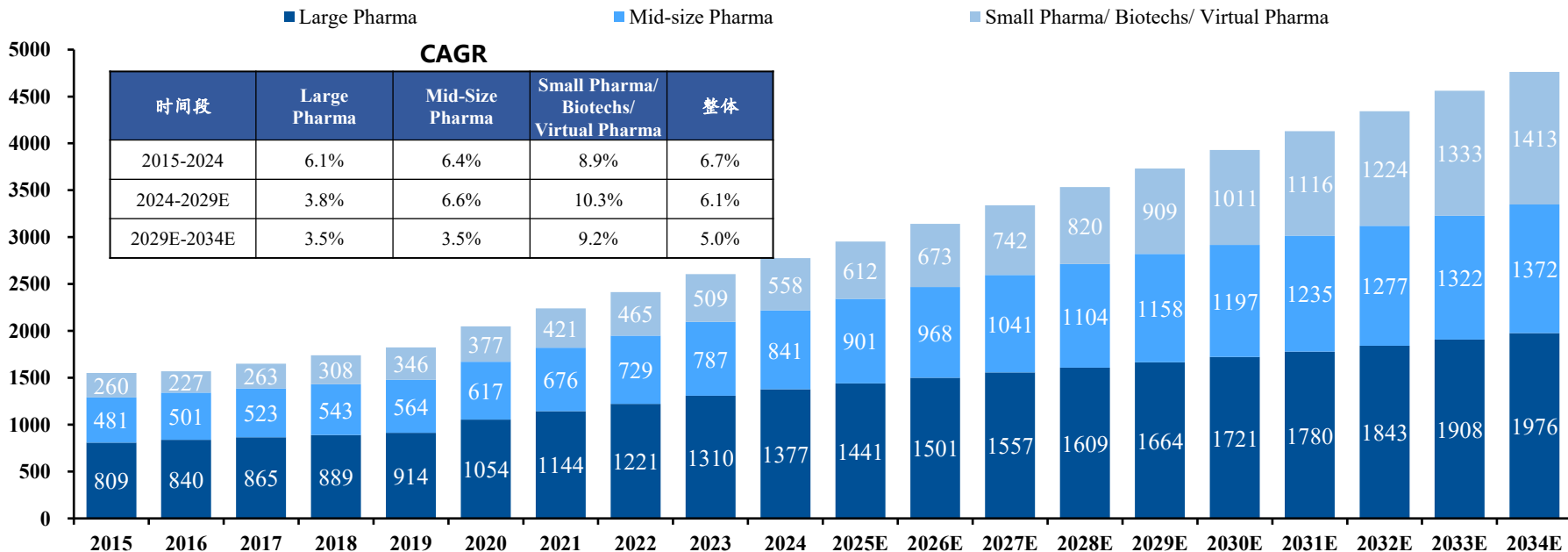


* 提供的服務因公司的核心實力及重點而有所不同

2.2行业增长驱动因素一：全球医药研发总投入有望维持5-6%的复合增速

- **未来全球医药研发总投入有望维持5-6%的复合增速。**根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，全球医药研发投入金额从1549亿美元增至2776亿美元，期间复合增速为6.7%，其中小型药企（Small Pharma/ Biotechs/ Virtual Pharma）复合增速为8.9%，显著高于大型、中型药企。
- **到2029年**，全球医药研发投入有望增至3731亿美元，**24-29年CAGR预计为6.1%**，其中小型药企预计为10.3%，为增速最高的细分领域。
- **到2034年**，全球医药研发投入有望增至4761亿美元，**29-34年CAGR预计为5.0%**，其中小型药企预计为9.2%，同样为增速最高的细分领域。

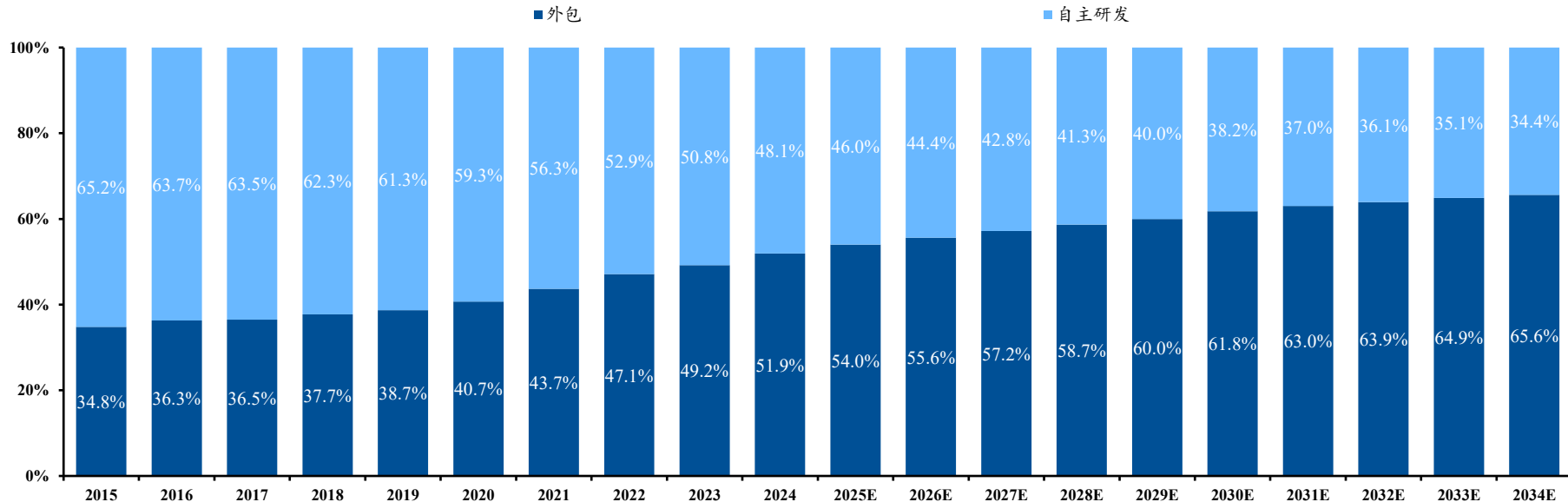
图表：2015-2034E全球医药研发投入金额变化情况（亿美元）



2.2行业增长驱动因素二：行业外包率有望持续提升

- **行业研发外包率2024年突破50%，2034年有望增至66%。**根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，医药行业研发外包率从34.8%提升至51.9%，到2034年有望进一步增至65.6%。
- **外包率的提升主要由（1）小型药企的研发支出份额持续提升（相比较中大型药企，小型药企由于资金、人才等限制，更依赖CXO公司提供服务），（2）研发需求更多样复杂化来共同推动。**

图表：2015-2034E全球医药研发外包率变化情况

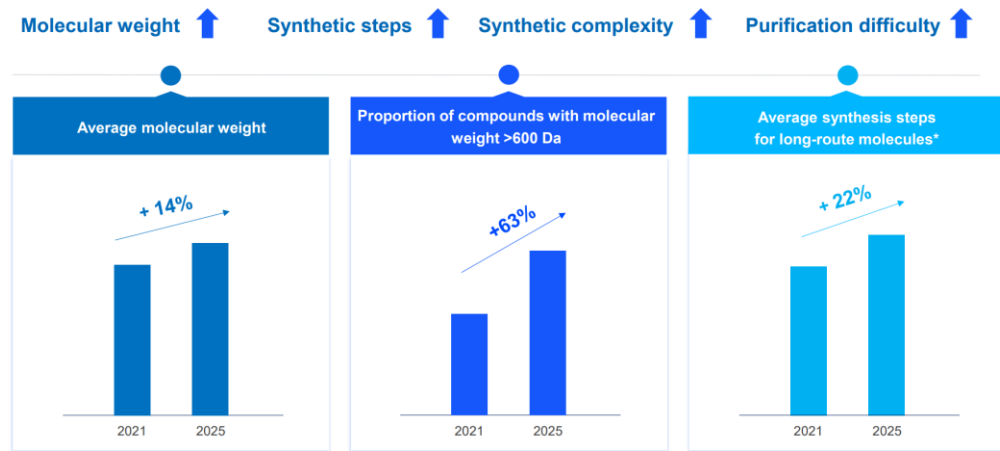


2.3行业增长驱动因素三：新药物分子浪潮下行业或将迎来量价齐升趋势

- **创新药各种技术创新层出不穷，药物分子的复杂度持续提升，这也意味着每个分子的研发/生产价值量持续提升。**近年来，随着技术与科学的不断进步，曾经被视为“不可成药”的靶点正逐渐被攻克，一系列创新药物分子相继问世，包括但不限于PROTAC（蛋白降解靶向嵌合体）、分子胶、多肽以及复杂的大环化合物等，在不可成药领域大放异彩。新型分子由于结构的复杂性，其分子量、合成难度以及合成步骤更是显著增长。
- 从2021年到2025年，药物分子的平均重量提升了14%，分子重量大于600Da的比例提升了63%，长合成步骤分子（合成步骤大于5步）的平均合成步骤数提升了22%。

图表：药物分子复杂度持续提升

Increasing Molecular Complexity



16 Source: Internal analysis.
* Long-route molecules: >5 synthetic steps.

药明康德
WuXi AppTec

2.3CXO行业未来增速有望实现约12-13%，新分子业务增长强劲

- 受益于全球医药研发投入持续增长和外包率持续提升，全球医药研发外包（CXO）行业有望保持约13%复合增速持续增长。根据Frost&Sullivan（转引药明康德2025年投资者开放日演示材料），从2015到2024年，全球医药研发外包（CXO）行业规模从646亿美元增至1365亿美元，期间复合增速为8.7%，预计到2029年行业规模将增至2395亿美元，24-29年CAGR为11.9%，到2034年行业规模将增至4484亿美元，29-34年CAGR为13.4%。
- 从细分领域来看，小分子CDMO未来预计将成为增速最高的细分领域，其中新分子业务如多肽CDMO、Oligo CDMO增长强劲，成为行业增长的核心驱动因素。

图表：2015-2034E全球CXO行业规模变化情况（亿美元）



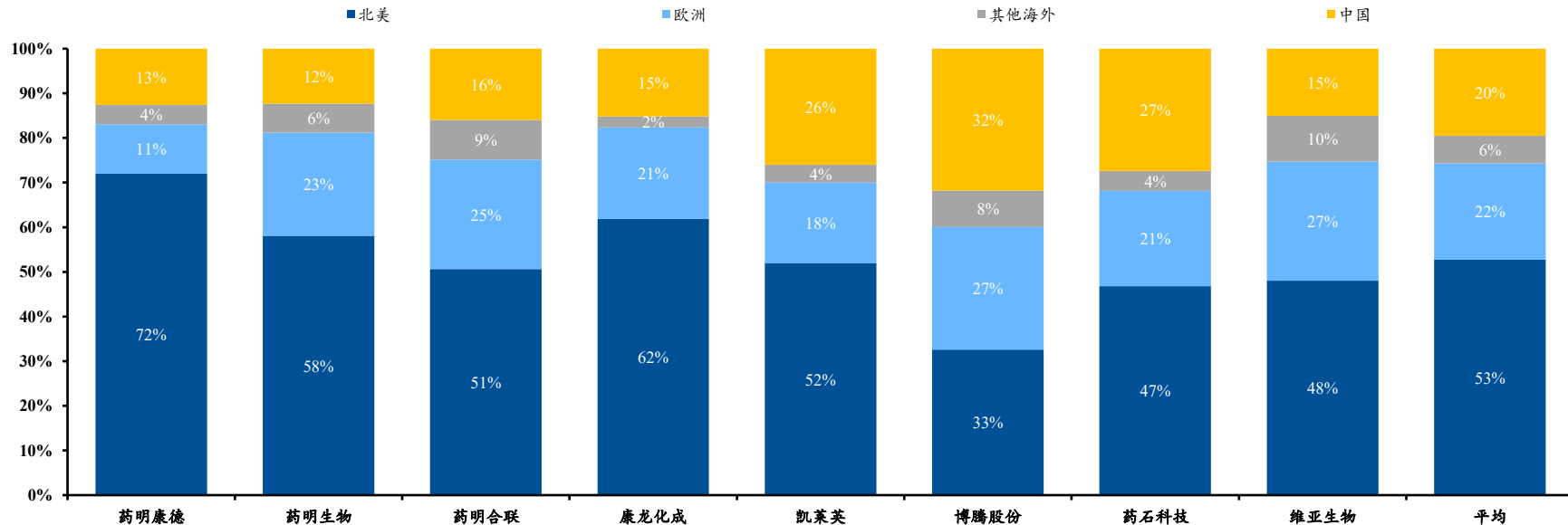
目 录

- 康龙化成：一体化CRDMO龙头，CDMO业务进入商业化加速兑现期
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：实验室服务增长稳健，CMC业务贡献弹性
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

3.1外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善

- **从收入结构来看，CDMO企业较为依赖海外市场。**从8家CDMO（或主业中CDMO占比较高）公司2025的收入结构来看，海外地区收入占比均占主导，占比在73%-88%，其中北美地区均为收入占比最高的区域。从平均值来看，2025北美地区收入占比为53%，欧洲地区为22%，其他海外地区为6%，中国为20%。

图表：2025头部CDMO公司收入地区结构



3.1外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善

- **头部CDMO业绩和订单均呈现明显的改善趋势。**
- **业绩端：**除药明合联外，其余公司25年收入和利润增速均显著加速，而药明合联25年实现了收入增速46.7%，经调归母净利润增速69.9%，仍高速增长。26Q1维持了强劲的收入增速。
- **订单端：**凯莱英、药明生物在手订单加速增长，药明康德、康龙化成、药明合联维持了较快的订单增速
- **指引端：**凯莱英26年收入明确加速，其余公司在考虑汇兑波动影响下仍给了稳健的全年收入增速指引；CAPEX方面，凯莱英、药明生物、药明合联26年CAPEX预计将实现大幅增长

图表：头部CDMO 2025年业绩订单及26年指引情况

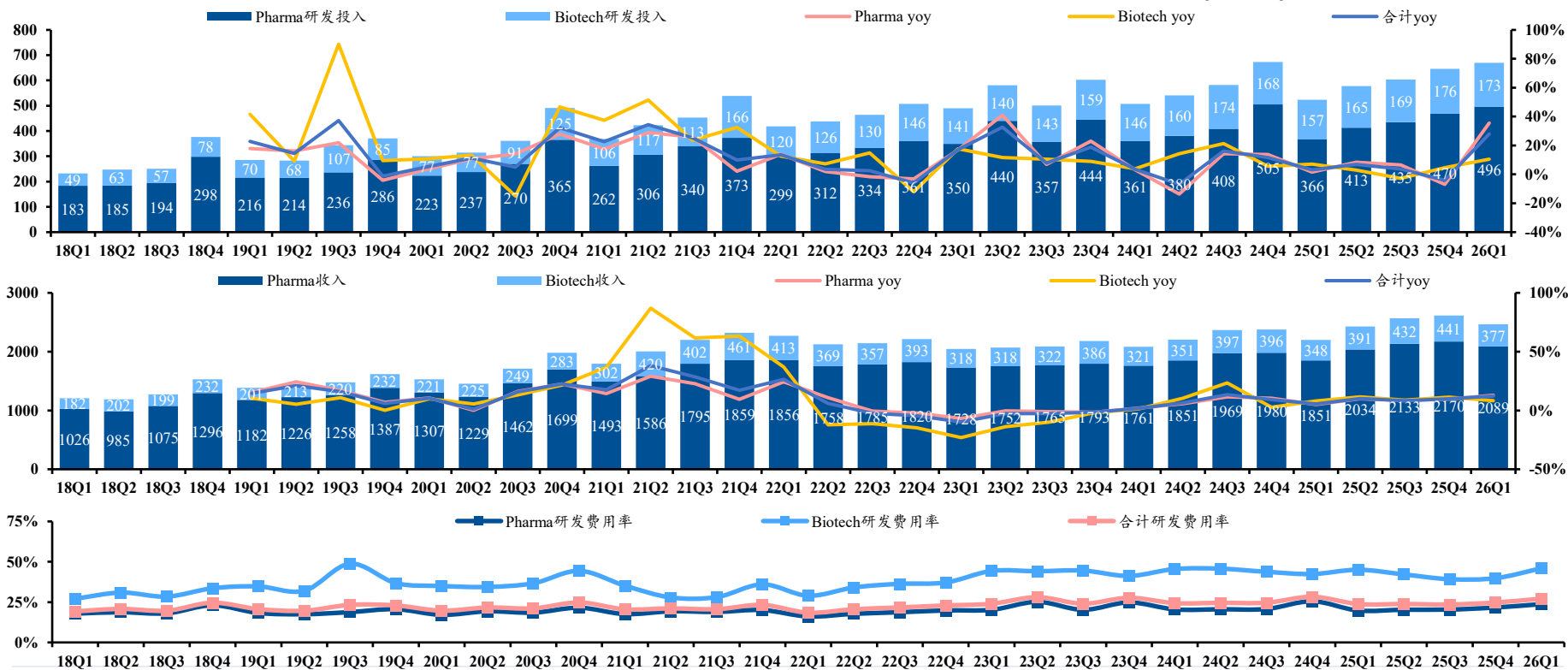
	24年收入增速	25年收入增速	26Q1收入增速	25年分业务增速	24年净利润增速	25年净利润增速	26Q1净利润增速	24年订单	25年订单	26Q1订单	26年业绩指引 (25年底)	26年业绩指引 (26Q1)	26年CAPEX
药明康德	-2.7%	15.8%	28.8%	化学业务+25.5%，其中小分子D&M +11.4%，TIDES +96%；测试业务+4.7%，生物学业务+5.2%	-2.5%	41.3%	71.7%	在手订单+47%	在手订单+28.8%	在手订单+23.6%	收入+12.8%-16.6%，其中持续经营业务收入+18%-22%	维持	同比+17.3%-35.4%
康龙化成	6.4%	14.8%	15.5%	实验室业务+15.8%，CDMO +16.5%，临床CRO +7.1%，大分子和CGT业务+16.5%	-15.60%	13%	16.2%	新签订单+20%	新签订单+14%	新签订单+30%	收入+12%-18%	维持	/
凯莱英	-25.8%	14.9%	16.9%	小分子CDMO +3.6%，新兴业务+57.3%，其中化学大分子+123.7%，生物大分子+95.8%，制剂+18.4%，临床CRO +26.5%	-58.2%	19.3%	-6.8%	在手订单+20%	在手订单+31.7%		收入+19%-22%	维持	同比+65.4%
博腾股份	-17.9%	13.5%	10.6%	小分子原料药+13%，小分子制剂-4%，CGT +36%，新分子+224%	-207.8%	133.5%	750.4%	/	/		/	/	/
药明生物	9.6%	16.7%		生物药+7.9%，其中双多抗+120%；XDC +49.6%	9.0%	22.0%		在手订单+5.1%	在手订单+28.3%		收入+13%-17%	/	同比+91.9%
药明合联	90.8%	46.7%			190.30%	69.90%		在手订单+71.2%	在手订单+50.3%		/	/	同比+158.3%

资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所，注：药明康德、康龙化成、药明生物、药明合联为经调整Non-IFRS归母净利润口径，其余为归母净利润口径

3.1外需CXO：2025&26Q1海外药企研发投入和收入稳步增长

- 从研发投入来看，25Q1-4海外药企的合计研发投入分别为523/578/604/646亿美元，同比增长3.2%/6.8%/3.7%/-4.0%；26Q1为669亿美元（+28%）；
- 从收入来看，25Q1-4海外药企的合计收入分别为2198/2426/2565/2612亿美元，同比增长5.6%/10.2%/8.4%/9.9%；26Q1为2466亿美元（+12.2%）；
- 从研发费用率来看，25Q1-4海外药企的合计研发费用率分别为23.8%/23.8%/23.5%/24.7%；26Q1为27.2%。

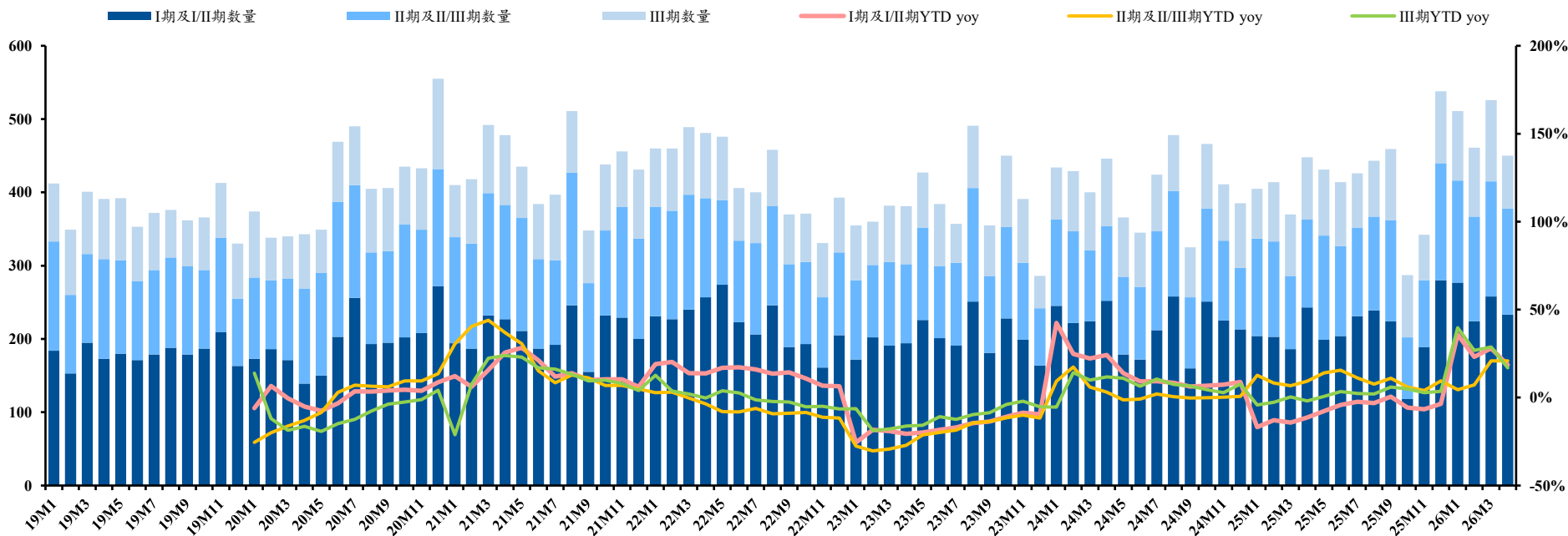
图表：18Q1-26Q1海外Pharma、Biotech研发投入、收入及研发费用率情况（亿美元）



3.1外需CXO：2025年海外临床项目数稳健增长，26M1-4实现高速增长

- 从全球创新药临床启动数量来看，2025年临床启动数量为4977个，同比+1.4%；分阶段来看，25年I期临床启动数量为2520个，同比-4%，II期临床启动数量为1470个，同比+9.5%，III期临床启动数量为987个，同比+3.6%。
- 26M1-4临床启动数量为1948个，同比+19%；分阶段来看，I期临床启动数量为992个，同比+18.7%，II期临床启动数量为584个，同比+20.9%，III期临床启动数量为372个，同比+17%，增速相较2025年显著提升。

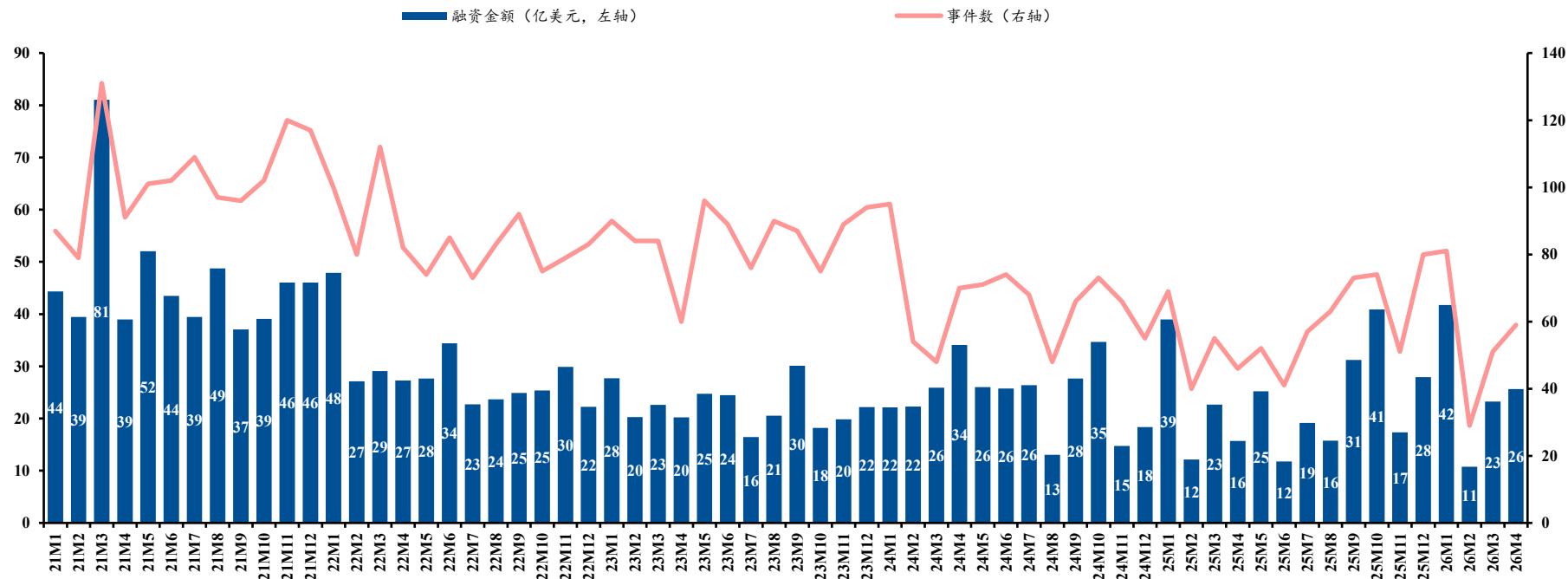
图表：19M1以来全球临床项目数情况



3.2外需CXO：25Q4以来海外投融资持续改善

- 从海外生物科技一级市场（PE/VC）投融资情况来看，25Q2-Q3环比25Q1有所波动。25Q4全球投融资呈现快速改善趋势，25Q4投融资总金额为86亿美元，同比+27.2%，融资事件数为205件，同比+5.7%
- 26M1以来，全球生物医药一级市场投融资增长稳健。26M1-4投融资总金额为101亿美元，同比+13.3%，融资事件数为220件，同比+4.8%，投融资进一步恢复好转。

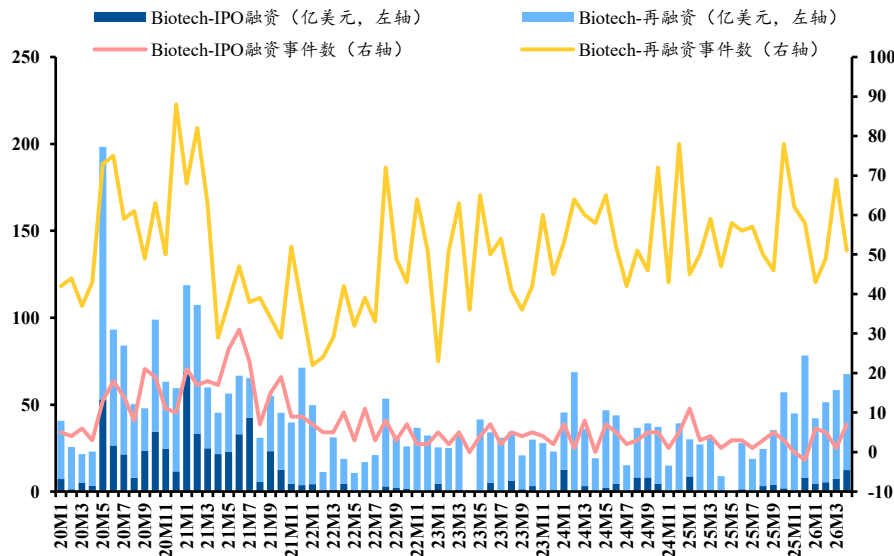
图表：21M1以来全球生物医药一级投融资情况



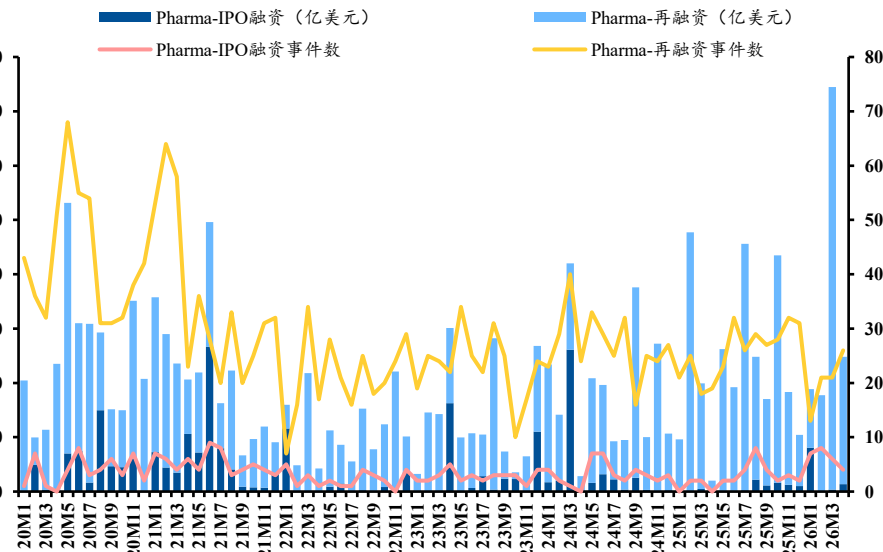
3.2外需CXO： 25Q4以来海外Biotech二级市场融资复苏强劲

- 从海外生物科技二级市场（包括IPO和再融资）融资情况来看，25Q4以来Biotech二级市场融资复苏强劲，Pharma二级市场融资保持较为稳定的水平。
- **25Q4海外Biotech二级市场融资复苏强劲。**25Q4海外Biotech二级市场融资总金额为180.3亿美元，同比+97.3%，环比+129.2%，其中IPO融资总金额为10.1亿美元，同比+84.6%，环比+45.7%，再融资总金额为170亿美元，同比+98.1%，环比+137.2%。
- **26M1-4海外Biotech二级市场融资延续回暖趋势。**26M1-4海外Biotech二级市场融资总金额为220亿美元，同比+124.8%，其中IPO融资总金额为30亿美元，同比+202.2%，再融资总金额为190亿美元，同比+116.1%。

图表：2020年以来海外Biotech二级市场融资情况



图表：2020年以来海外Pharma二级市场融资情况



3.3外需CXO：25年以来海外CXO业绩已呈现复苏趋势

图表：2025&26Q1海外CXO龙头业绩表现及业绩指引情况

公司	业务	25Q1业绩	25Q2/H1业绩	25Q3业绩	25Q4/H1业绩	2025年业绩	26Q1业绩	26年业绩指引（25年底）	26年业绩指引（26Q1）
Lanza	大分子CDMO		25H1收入+19%；EBITDA+18.6%；Integrated Biologics：收入+39.3%；Advanced Synthesis：收入+18.3%；Specialized Modalities：收入+9.2%；Capsules & Health Ingredients：收入+0%。		CDMO：收入固定汇率+20.4%；实际汇率+17.3%；	CDMO：收入固定汇率+21.7%，内生+8.2%；实际汇率+19.2%；IB+32.2%，AS+22.4%，SM-3%	IB和AS维持强劲增长，SM重回增长	CDMO：收入固定汇率+11-12%；EBITDA Margin>32%；中高双位数%的收入	维持
三友生物	大分子CDMO	收入+37%，EBITDA+78%；CDMO：收入+49%；生物类似药：收入+43%。	收入+11.5%，EBITDA+12%；CDMO：收入+25%；生物类似药：收入+24%。	收入+40%，EBITDA+83%；CDMO：收入+18%；生物类似药：收入+34%。	CDMO：收入+35%，EBITDA+60%；	CDMO：收入+30%；		CDMO：收入+15-20%，不考虑GSK工厂并表	维持
Fujifilm	多业务，含大分子CDMO	Bio CDMO：FY 24Q4收入+18.1%。	Bio CDMO：FY 25Q1收入+12.8%。	Bio CDMO：FY 25Q2收入+37.9%。	Bio CDMO：FY25Q3收入+18.5%。	Bio CDMO：FY25收入+13.2%。	Bio CDMO：FY25Q4收入+1.2%。		Bio CDMO：FY 26收入+16.7%。
Bachem	多肽CDMO		25H1收入+30%，EBITDA+64%。		25H2收入+4.7%，EBITDA+2.4%。	收入+14.8%，EBITDA+21.8%。		收入固定汇率+35-45%，EBITDA Margin保持30%水平	
PolyPeptide	多肽CDMO		25H1收入+23.7%；EBITDA+51.7%。		25H2收入+9.9%；EBITDA+89%；	收入+15.4%，EBITDA+84.7%。		收入固定汇率+20-25%，EBITDA Margin中高双位数，CAPEX 15%-20% of收入	
Syngene	CRO+大分子CDMO	FY25Q4：收入+11%，EBITDA+9%。	FY26Q1：收入+11%，EBITDA+21%。	FY26Q2：收入+2%，EBITDA-18%。	FY26Q3：收入-3%，EBITDA-26%。		FY26Q4：收入+1.8%，EBITDA-11.7%。		FY27收入持平，EBITDA Margin维持中20%水平
Siegfried	小分子CDMO		25H1收入+0.1%，EBITDA+1.4%。		25H2收入+5%，EBITDA+16.2%。	2025收入+2.6%，EBITDA+9.3%。		固定汇率下，整体收入低个位数增长，DS低个位数，DP高个位数	
Priamul	小分子CDMO	FY25Q4：收入+8%；其中CDMO+8%，CHG+6%，ICH+15%。	FY26Q1：收入-1%；其中CDMO-6%，CHG+1%，ICH+15%。	FY26Q2：收入-9%；其中CDMO-21%，CHG+0%，ICH+15%。	FY26Q3：收入-3%；其中CDMO-9%，CHG+2%，ICH+20%。		FY26Q4：收入持平；其中CDMO-4%，CHG+7%，ICH+17%。		FY27收入中双位数增长，利润增速更快
Neuland	小分子CDMO	FY25Q3：收入+1.8%，净利润+25.7%；其中CDMO-19%，CDS+21.7%。	FY25Q4：收入+14%，净利润-59%；其中CDMO-36.4%，CDS+5.1%。	FY26Q1：收入-32.4%，净利润-86.1%；其中CDMO-43.8%，CDS-19.4%。	FY26Q2：收入+63.7%，净利润-201.6%；其中CDMO+133.9%，CDS+12.9%。		FY26Q3：收入+11.4%，净利润-60.2%；其中CDMO+74.3%，CDS-28.8%。		
Cohance	小分子CDMO	FY25Q4：收入+20%，其中CDMO+31%，Spec Charm+75%，API-2%。	FY26Q1：收入+12.5%，其中CDMO+1%，Spec Charm+28%，API+19%。	FY26Q2：收入-8%，其中CDMO-8%，Spec Charm+166%，API-22%。	FY26Q3：收入-19.5%，其中CDMO-26.7%，Spec Charm-12.2%，API-14.6%。		FY26Q4：收入-26.3%，其中CDMO-19%，Spec Charm-63.1%，API-18%。		FY26收入低双位数下滑
									FY27预计实现增长

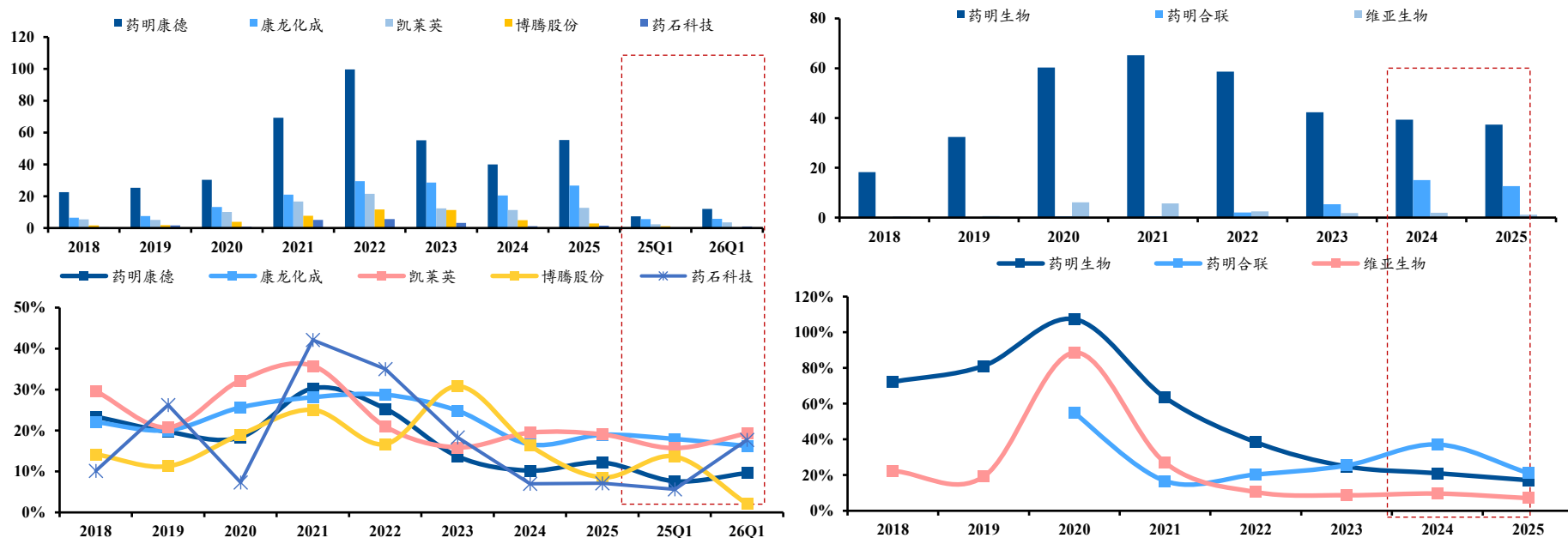
Thermo Fisher	上海	整体收入+0.2% Pharma services（小分子CDMO）：收入1.8%；Clinical Research（CRO）：收入-4.6%。	整体收入+3% CDMO：收入+10.3%；CRO：收入+0.3%。	整体收入+4.9% CDMO：收入+8.6%；CRO：收入+3.2%。	整体收入+7.2% CDMO：收入+5.4%；CRO：收入+5.4%。	整体收入+4%，经调EPS+5%；CDMO：收入+6.8%；CRO：收入+1.0%。	整体收入+6%，经调EPS+6%；CDMO：收入+8.3%；CRO：收入+9.7%。	整体收入+4.6%，经调EPS+8%。	上调，整体收入+6.8%，经调EPS+8-10%。
Danaher	上海	收入+1.0%；Bio+6%，LS-3.5%，诊断-3%。	收入+3.5%；Bio+8%，LS+0.5%，诊断+2%。	收入+4.5%；Bio+9%，LS+0.5%，诊断+4%。	收入+4.5%；Bio+9%，LS+2.5%，诊断+3%。	收入+3.0%；Bio+8%，LS持平，诊断+1.6%。	收入+3.5%；Bio+11.5%，LS+3.5%，诊断-1.5%。	收入+3.6%；Bio+6%，LS持平，诊断低个位数增长。	维持
Charles River	临床前CRO	收入-2.7%，Non-GAAP EPS+1.3%；DSA：+2.1%；RMS：-3.5%；Manufacturing：-3.6%；BTB 1.04x。	收入+0.6%，Non-GAAP EPS+11.4%；DSA：-1.5%；RMS：+3.3%；Manufacturing：+4.4%；在手+10.6%，新签+5%，BTB 0.82x。	收入-0.5%，Non-GAAP EPS-6.2%；DSA：-2.3%；RMS：+7.9%；Manufacturing：-3.1%；在手+15.1%，新签+5.4%，BTB 0.82x。	收入-0.8%，Non-GAAP EPS-10.2%；DSA：-2%；RMS：+1.1%；Manufacturing：+0.7%；在手+15.1%，新签+30.4%，BTB 1.12x。	收入-0.9%，Non-GAAP EPS-0.4%；RMS：+2%；Manufacturing：-0.4%。	收入+1.2%，Non-GAAP EPS-12%；DSA：+0.7%；RMS：+2.2%；Manufacturing：+6.8%；在手+3.5%，新签+1%，BTB 1.04x。	收入：+0-1.5%，其中RMS低到中个位数增长，Manufacturing低个位数增长，Manufacturing EPS 10.7-11.2。	下调：收入：-5.5%；RMS低到中个位数下滑，DSA低到中个位数增长，Manufacturing EPS 10.7-11.2。
Labcorp	临床前CRO+ICL	收入+5.3%，DL+6%，BLS+1.5%；在手+3.5%，新签+11.3%，BTB 1.07x。	收入+9.5%，DL+8.9%，BLS+11%；在手+10%，新签+18.4%，BTB 1.11x。	收入+8.6%，DL+8.5%，BLS+8.3%；在手+5.4%，新签+15.2%，BTB 1.09x。	收入+5.6%，DL+5.5%，BLS+3.4%；在手+9.1%，新签+15.8%，BTB 1.04x。	收入+7.2%，DL+7.2%，BLS+6%；经调EPS+12.8%。	收入+5.8%，DL+5%，BLS+8.2%；在手+5.6%，新签+7.6%，BTB 1.04x。	收入+4.7%到+6%，其中BLS+3%到+5%，经调EPS+6.8%到+11%。	维持
IQVIA	临床CRO	收入+2.5%，Non-GAAP EPS+6.3%；TRA：+6.4%；RAD：+0.3%；在手+4.8%。	收入+5.3%，Non-GAAP EPS+6.4%；TRA：+8.9%；RAD：-2.5%；在手+5.1%。	收入+5.2%，Non-GAAP EPS+5.6%；TRA：+5%；RAD：+4.5%；在手+4.1%，新签+1.3%。	收入+10.3%，Non-GAAP EPS+9.6%；TRA：+9.8%；RAD：+9.9%；在手+5.3%，新签+7.3%。	收入+5.9%，Non-GAAP EPS+7.2%；TRA：+7.6%，RAD：+4.3%。	收入+8.4%，Non-GAAP EPS+7.4%；CS：+8.5%；RAD：+4.2%；在手+4%，新签+13.6%。	收入+5.2%到+6.4%，其中CS+5.3%到+7.8%，RAD+6.8%到+8.3%；Non-GAAP EPS+3.4%到+4.5%。	维持
Medpace	临床CRO	收入+9.3%，净利润+11.7%；在手-2.1%，新签-18.8%，BTB 0.9x。	收入+11.8%，净利润+7.3%；在手+2.5%，新签+12.6%，BTB 1.03x。	收入+23.7%，净利润+15.3%；在手+2.5%，新签+47.9%，BTB 1.2x。	收入+32%，净利润+15.5%；在手+4.3%，新签+39.1%，BTB 1.04x。	收入+20%，净利润+11.6%。	收入+26.5%，净利润+8.1%；在手+2.9%，新签+23.7%，BTB 0.88x。	收入+8.9%到+12.8%，净利润+8%到+13.3%。	维持
ICON	临床CRO	收入-4.3%；在手+6%。	收入-4.9%，在手+4.9%。	收入+0.6%，在手+3%。	收入+2.5%，在手+13.9%，净利润订单+18.9%。	收入+0.8%。		收入-4.9%到-1.2%，经调EPS-20.2%到-12.2%。	维持
Fortrea	临床CRO	收入-1.6%，在手+4%。	收入+7.2%，在手+2.5%。	收入+3.9%，在手+1%。	收入-5.2%，在手持平。	收入+1%，经调EBITDA-6.2%。	收入-2.3%，在手+1.6%。	收入-6.4%到-2.4%，经调EBITDA+0.1%到+15.9%。	维持

资料来源：公司公告，华福证券研究所，注：不同底色用作区分公司类型

3.4外需CXO：头部CDMO重回产能扩张周期

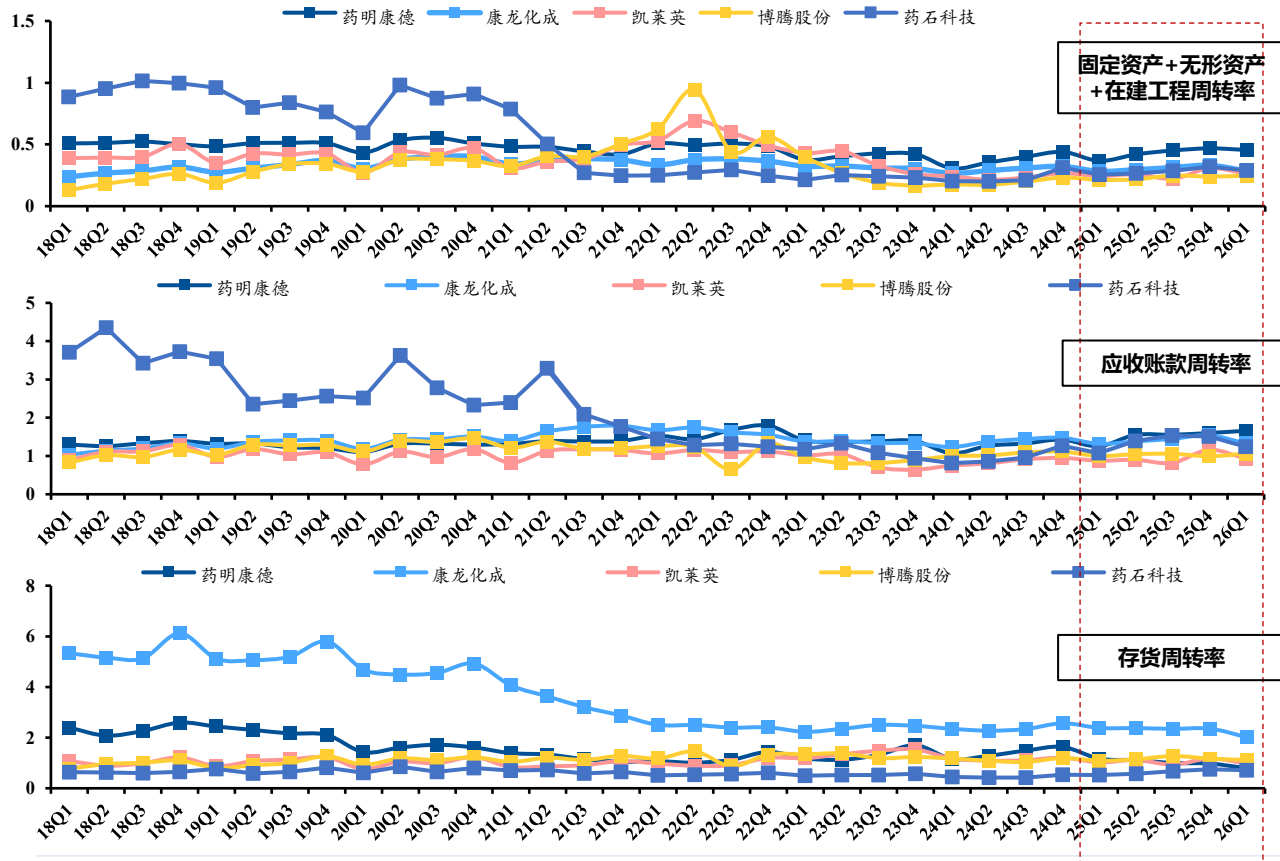
- 从资本开支的维度来看，头部CDMO公司已重回产能扩张周期，进一步佐证行业景气度有望持续回升。
- 复盘历史，2021-2022年是国内CDMO公司产能扩张的高峰时期，2023-2024年随着行业景气度下行，资本开支大幅减少，进入收缩周期。从2025年以来，头部CDMO公司资本开支重新实现增长，如**药明康德**2025资本开支为55.4亿元，同比增长38.3%，占收入比例为12.2%，同比+2.0pct，26Q1资本开支+62.7%；**康龙化成**2025资本开支为26.7亿元，同比增长30.8%，占收入比例为18.9%，同比+2.3pct，26Q1资本开支+4.2%；**凯莱英**2025资本开支为12.7亿元，同比增长12.4%，占收入比例为19%，同比-0.5pct，26Q1资本开支+43.7%。头部CDMO公司已重回产能扩张周期，进一步佐证行业景气度有望持续回升。

图表：2018年以来国内CDMO公司资本开支及资本开支占收入比例变化情况（亿元）



3.4外需CXO：头部CDMO运营效率已率先改善

图表：18Q1-26Q1国内CDMO公司运营效率变化情况



➤ 我们选取三个指标 (1) 固定资产+无形资产+在建工程周转率, (2) 应收账款周转率, (3) 存货周转率来衡量国内CDMO的运营效率变化趋势。

➤ 如左图所示, 25Q1以来头部CDMO企业的运营效率已率先改善, 以药明康德为例, 25Q1-4公司固定资产+无形资产+在建工程周转率分别为0.37、0.42、0.45、0.47次, 均高于24Q1-4同期的0.31、0.35、0.4、0.44次, 26Q1为0.46次, 延续同比提升趋势; 25Q1-4公司应收账款周转率分别为1.26、1.55、1.55、1.6次, 均高于24Q1-4同期的1.07、1.27、1.33、1.43次, 26Q1为1.66次, 延续同比提升趋势。

➤ 此外, 康龙化成、凯莱英、博腾股份、药石科技的运营效率整体同样呈现出改善趋势。

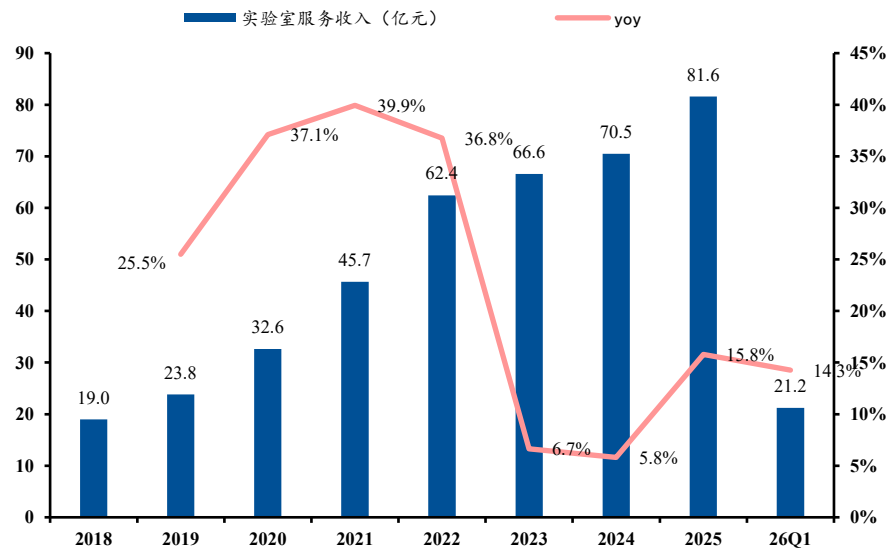
目 录

- 康龙化成：一体化CRDMO龙头，CDMO业务进入商业化加速兑现期
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：实验室服务增长稳健，CMC业务贡献弹性
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

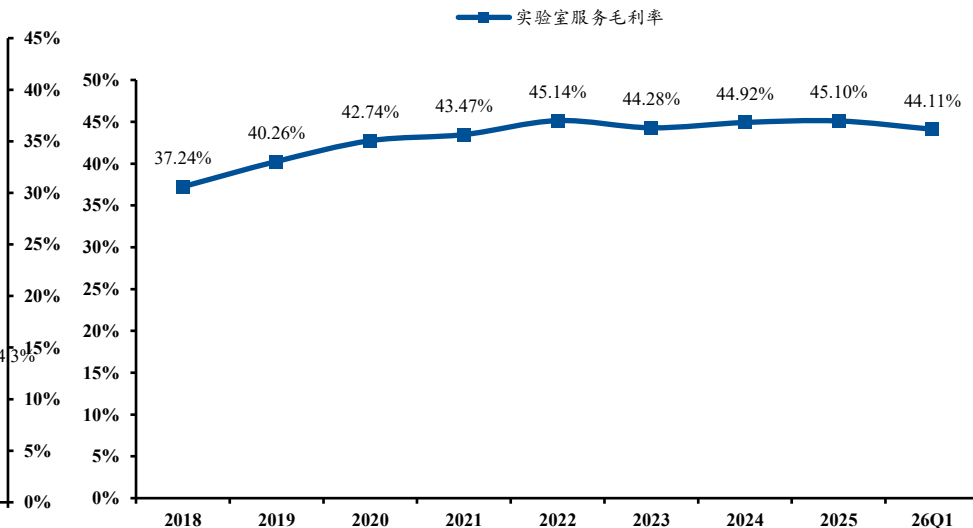
4.1 实验室服务：公司业绩基本盘，收入利润稳健增长

- 实验室服务包括实验室化学和生物科学服务，实验室化学包括化合物库的设计与合成、苗头化合物发现、先导化合物合成及优化、生物有机小分子合成等，生物科学服务包括体内外药物代谢及药代动力学、体外生物学和体内药理学及药物安全性评价等。
- 从收入端来看，2018年到2025年，公司实验室服务收入从19亿元增至81.6亿元，期间复合增速达23.2%，其中生物科学服务收入占比从19年的37.7%提升至25年的56%+，是板块收入增长的强劲驱动因素。**26Q1公司实验室业务实现收入21.2亿元，同比增长14.3%，持续实现稳健增长。**
- 从毛利率来看，实验室服务毛利率维持稳中有升。从2018年到2025年公司实验室服务毛利率从37.24%稳步提升至45.1%，26Q1毛利率略降至44.11%，主要系受汇率波动影响，但仍维持较高水平。

图表：2018-26Q1公司实验室服务收入情况



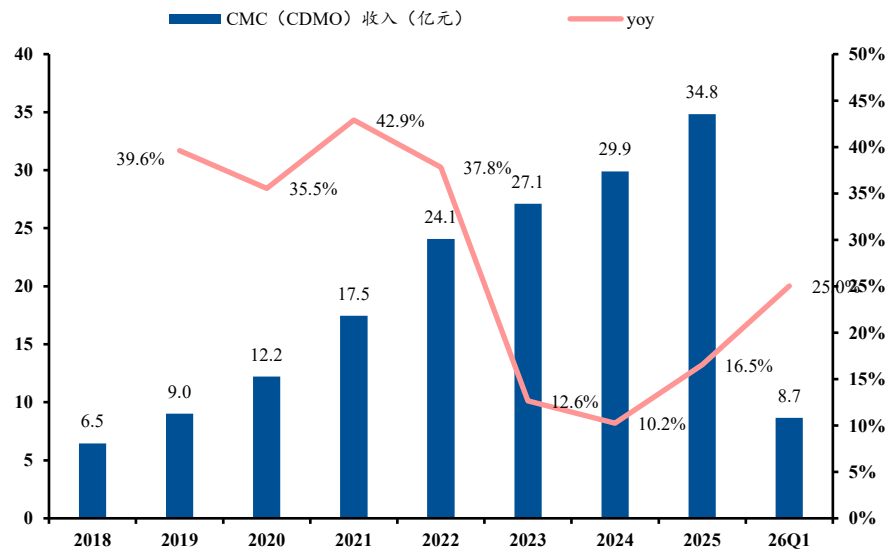
图表：2018-26Q1公司实验室服务毛利率情况



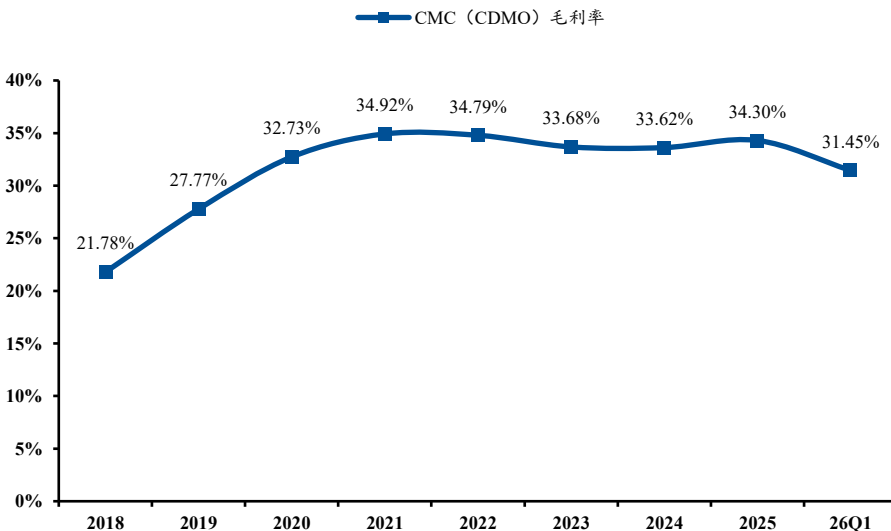
4.2CMC (CDMO)：业务进入商业化兑现阶段，有望持续贡献业绩弹性

- CMC业务包括提供包括原料药工艺开发及生产、材料科学/预制剂、制剂开发及生产和分析开发在内的全流程服务，以支持客户小分子化学药、寡核苷酸、多肽、连接子 (linker) 和毒性分子 (Payload) 等不同类型产品的工艺开发和生产需求。
- 从收入端来看，2018年到2025年，公司CMC业务收入从6.5亿元增至34.8亿元，期间复合增速达27.2%，**26Q1CMC业务实现收入8.7亿元，同比增长25%，实现加速增长**。2025年以来，公司创新药商业化生产实现显著突破，（1）宁波和绍兴的 API 生产车间通过 FDA 审计；（2）25Q4美国首个创新药API项目获批；（3）26Q1与国际药企签订口服GLP-1制剂商业化生产协议，标志着业务进入商业化兑现阶段。
- 从毛利率来看，**CMC业务毛利率维持稳中有升**。从2018年到2025年公司CMC业务毛利率从21.78%稳步提升至34.3%，26Q1毛利率略降至31.45%，主要系受汇率波动影响，但同比仍维持提升趋势。

图表：2018-26Q1公司CMC业务收入情况



图表：2018-26Q1公司CMC业务毛利率情况



4.2CMC (CDMO)：项目持续向后期推进，产能快速扩张

- **从公司项目数来看，项目持续向后期推进。**2025年公司小分子CDMO项目数一共为1102个，同比增加36个，其中临床前、临床I/II期、临床III期、工艺验证&商业化项目数分别为750、271、47、34个，同比-32、+29、+24、+15个，**其中临床III期和工艺验证&商业化项目占比分别提升2.1pct、1.3pct至4.3%、3.1%。**
- **从产能布局来看，公司提前布局产能扩张，将有效支撑后续项目需求。**2026/5/27，公司公告将分别于杭州市钱塘区和绍兴市上虞区投资20亿元、30亿元用于产能建设，用于提升公司未来小分子药物和新兴分子药物商业化和CDMO生产服务能力，其中杭州项目预计于2029年投产，绍兴项目一期于2028年投产，二期于2030年投产。

图表：2025年公司项目结构



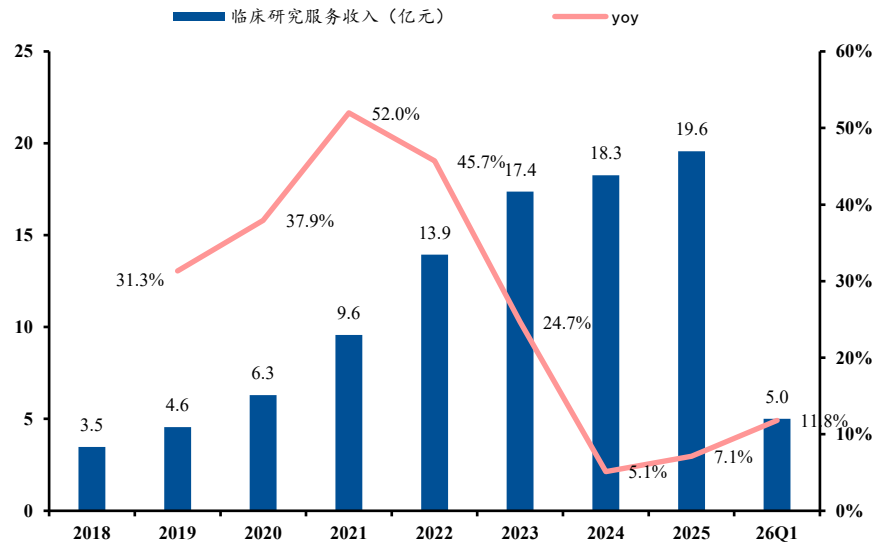
图表：近期公司产能扩张规划

公告日期	产能地点	投资金额	产能规模	产能用途	投产时间
2026/5/27	杭州市钱塘区	20亿元	200亩地	提升公司小分子药物和新型分子药物商业化生产和CDMO研发生产服务能力，支持CDMO服务项目管线向后期临床和商业化阶段的高效转化	2029年
2026/5/27	绍兴市上虞区	30亿元	200吨医药中间体及API	进一步扩大公司包括治疗肥胖症和糖尿病药物、肿瘤治疗药物等在内的高端医药中间体及原料药的产能规模	一期工程2028年投产，二期工程2030年投产

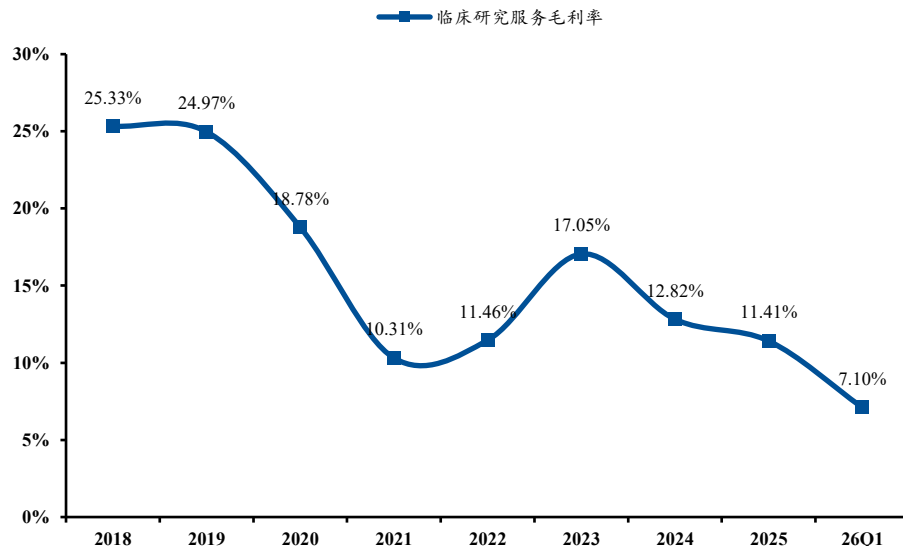
4.3 临床研究服务：收入增长稳健，毛利率受价格和执行订单结构影响仍有波动

- 临床研究服务包括临床试验服务和临床研究现场管理服务。
- 从收入端来看，2018年到2025年，公司临床研究服务收入从3.5亿元增至19.6亿元，期间复合增速达28%，26Q1临床研究服务实现收入5亿元，同比增长11.8%，实现加速增长，其中美国早期临床服务收入同比实现强劲增长，中国临床服务收入同比实现稳健增长。
- 从毛利率来看，临床研究服务毛利率有所波动。从2018年到2025年公司临床研究服务毛利率从25.33%下滑至11.41%，26Q1毛利率降至7.1%，主要系执行订单结构变化，和国内市场服务价格竞争激烈。

图表：2018-26Q1公司临床研究服务收入情况



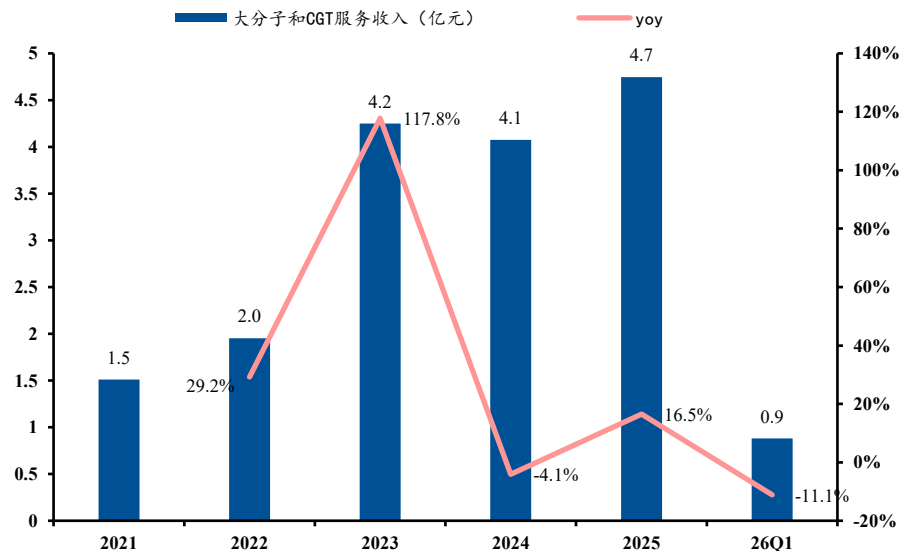
图表：2018-26Q1公司临床研究服务毛利率情况



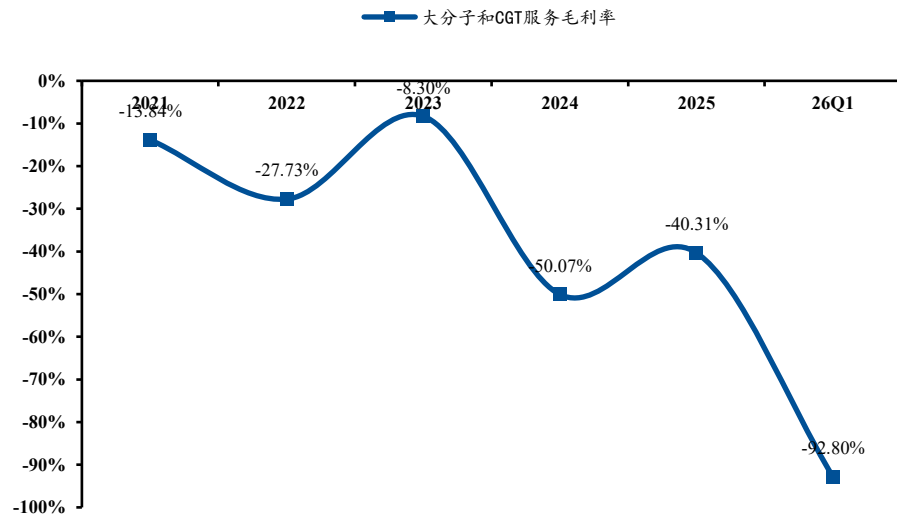
4.4大分子和CGT服务：收入和毛利率有所波动

- 大分子和CGT服务包括包括大分子药物发现及CDMO和细胞与基因治疗实验室服务及CDMO。
- 从收入端来看，2021年到2025年，公司大分子和CGT服务收入从1.5亿元增至4.7亿元，期间复合增速达33.2%，26Q1大分子和CGT服务实现收入0.88亿元，同比-11%，其中大分子业务保持快速增长，CGT业务由于一体化项目于2025年底交付完成，收入有所下滑。
- 从毛利率来看，大分子和CGT业务毛利率有所波动。从2021年到2025年公司大分子和CGT服务毛利率从-13.84%下滑至-40.31%，26Q1毛利率降至-92.8%，主要系CGT CDMO毛利率同比降低。

图表：2018-26Q1公司大分子和CGT服务收入情况



图表：2018-26Q1公司大分子和CGT服务毛利率情况



目 录

- 康龙化成：一体化CRDMO龙头，CDMO业务进入商业化加速兑现期
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：实验室服务增长稳健，CMC业务贡献弹性
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

4.1 盈利预测及投资建议

➤ 盈利预测：

- **(1) 实验室服务：**考虑到新分子业务景气度较高，我们假设生物科学有望维持较快增长，同时实验室服务维持平稳增长，具体而言我们预计26-28年公司实验室服务将实现收入93/107/121亿元，同比增长14.5%/14.6%/13%，毛利率假设随着规模效应逐步提升，预计为44.6%/44.7%/44.8%。
- **(2) CMC (小分子CDMO)：**考虑到公司新签订单增速和公司产能投放节奏，我们假设CMC业务将实现快速增长，我们预计26-28年公司CMC业务将实现收入44/55/69亿元，同比增长26%/25%/25%，毛利率假设随着规模效应持续提升，预计为34.5%/34.7%/34.9%。
- **(3) 临床研究服务：**我们假设随着行业需求回暖和订单价格回暖，临床研究服务有望逐步回升，我们预计26-28年公司临床研究业务将实现收入21/23/26亿元，同比增长8%/10%/10%，毛利率方面，考虑26Q1毛利率情况，假设26年毛利率有所下滑，后续毛利率有望随订单价格逐步企稳而回升，26-28年毛利率预计为8%/10%/11%。
- **(4) 大分子和CGT服务：**考虑到26Q1业务增速有所承压，假设26年规模维持不变，27年及以后考虑到CGT CDMO行业有望维持较快增长，假设实现稳定增长，我们预计26-28年公司该业务将实现收入4/5/5亿元，同比增长0%/8%/8%，毛利率假设随着规模效应持续提升，预计为-40.3%/-37.3%/-34.3%。

图表：公司业绩拆分预测表

亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	115	123	141	163	190	221
同比增速	12.39%	6.39%	14.82%	15.76%	16.62%	15.94%
毛利率	35.75%	34.24%	34.83%	34.68%	35.37%	35.82%
实验室服务	67	70	82	93	107	121
同比增速	6.65%	5.81%	15.78%	14.48%	14.62%	12.97%
毛利率	44.28%	44.93%	45.10%	44.60%	44.70%	44.80%
CMC (小分子CDMO)	27	30	35	44	55	69
同比增速	12.63%	10.25%	16.52%	26.00%	25.00%	25.00%
毛利率	33.68%	33.62%	34.31%	34.51%	34.71%	34.91%
临床研究服务	17	18	20	21	23	26
同比增速	24.61%	5.12%	7.17%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	17.04%	12.81%	11.41%	8.00%	10.00%	11.00%
大分子和细胞与基因治疗服务	2	2	4	4	5	5
同比增速	117.95%	-4.00%	16.35%	0.00%	8.00%	8.00%
毛利率	-8.24%	-50.00%	-40.31%	-40.31%	-37.31%	-34.31%

- **投资建议：**
- 我们预计公司2026-2028年收入分别为163/190/221亿元，同比增长16%/17%/16%，预计26-28年公司归母净利润分别为21/27/32亿元，分别同比增长24%/29%/21%，对应当前PE分别为18/14/12倍。我们选取同样以CDMO为主营业务的公司药明康德、药明生物、药明联合、凯莱英、九州药业、博腾股份作为可比公司，康龙化成估值低于可比公司平均水平。公司作为全球领先的一体化CRDMO企业，客户资源、技术水平、运营效率、研发能力、项目储备均处于领先水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表：可比公司估值表

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
2269.HK	药明生物	1078	56.18	69.1	83.0	19.19	15.61	13.00
2268.HK	药明联合	503	20.62	28.7	38.3	24.38	17.53	13.13
603259.SH	药明康德	2,830	177.94	209.3	245.5	15.91	13.52	11.53
002821.SZ	凯莱英	392	14.05	17.8	22.4	27.92	21.99	17.54
603456.SH	九州药业	110	8.90	9.9	10.7	12.35	11.07	10.25
300363.SZ	博腾股份	73	2.26	3.7	5.2	32.47	19.87	14.22
平均值						22.04	16.60	13.28
300759.SZ	康龙化成	375	20.67	26.58	32.28	18.16	14.13	11.63

目 录

- 康龙化成：一体化CRDMO龙头，CDMO业务进入商业化加速兑现期
- CXO行业趋势：新分子浪潮下，行业整体处于研发投入+渗透率双重提升阶段
- 外需CXO：外需恢复带动景气度回升，业绩和订单已持续改善
- 公司业务板块分析：实验室服务增长稳健，CMC业务贡献弹性
- 盈利预测及投资建议
- 风险提示

- **医药研发服务市场需求下降的风险：**公司的业务依赖于客户（包括跨国制药企业、生命科学公司、初创公司以及学者和非营利研究机构等）在药品的发现、分析测试、开发、生产等外包服务方面的支出和需求。过去，受益于全球医药市场不断增长、客户研发预算增加以及客户外包比例提升，客户对公司的服务需求持续上升。如果未来行业发展趋势放缓，或者外包比例下降，可能对公司业务造成不利影响。此外，医药行业的兼并整合及研发预算调整，也可能会影响客户的研发支出和外包需求，并对公司业务造成不利影响。
- **行业监管政策变化的风险：**医药研发服务行业是一个受监管程度较高的行业，其监管部门包括公司业务开展所在国家或地区的药品监督管理机构等，该等监管部门一般通过制订相关的政策法规对医药研发服务行业实施监管，监管范围可涵盖技术指标和跨境外包服务及生产的标准和要求等多个方面。境外发达国家医药研发服务行业的产业政策、行业法规已经形成较为成熟的体系；在中国，国家药监局等主管机构亦不断根据市场发展情况逐步制订并不断完善各项相关法规。若公司不能及时调整自身经营战略来应对相关国家或地区医药研发服务行业的产业政策和行业法规的变化，将可能会对公司的经营产生潜在的不利影响。
- **行业竞争加剧的风险：**公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要包括各类专业CRO/CDMO机构或大型药企自身的研发部门，其中多数为国际化大型药企或研发机构，这些企业或机构相比公司可能具备更强的财力、技术能力、客户覆盖度。除了上述成熟的竞争对手以外，公司还面临来自市场新入者的竞争，他们或拥有更雄厚的资金实力，或拥有更有效的商业渠道，或在细分领域拥有更强的研究实力。公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

财务预测摘要

资产负债表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,017	1,632	1,903	2,267
应收票据及账款	2,722	3,097	3,515	3,963
预付账款	19	22	25	29
存货	1,472	1,690	1,907	2,155
合同资产	466	558	660	768
其他流动资产	2,548	2,908	3,295	3,662
流动资产合计	7,778	9,348	10,645	12,077
长期股权投资	640	640	640	640
固定资产	8,933	9,574	10,612	11,601
在建工程	2,365	2,973	3,095	3,266
无形资产	1,197	1,260	1,368	1,527
商誉	3,586	3,586	3,586	3,586
其他非流动资产	2,595	2,471	2,372	2,293
非流动资产合计	19,316	20,505	21,673	22,913
资产合计	27,094	29,853	32,318	34,990
短期借款	1,265	864	745	300
应付票据及账款	607	725	861	1,020
预收款项	0	0	0	0
合同负债	961	1,090	1,287	1,490
其他应付款	792	792	792	792
其他流动负债	4,739	4,870	5,036	5,209
流动负债合计	8,364	8,342	8,723	8,811
长期借款	1,772	1,772	1,772	1,772
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,219	1,219	1,219	1,219
非流动负债合计	2,991	2,991	2,991	2,991
负债合计	11,355	11,333	11,714	11,803
归属母公司所有者权益	15,064	17,963	20,161	22,853
少数股东权益	674	558	443	334
所有者权益合计	15,739	18,520	20,604	23,187
负债和股东权益	27,094	29,853	32,318	34,990

现金流量表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,221	3,166	3,735	4,369
现金收益	2,824	3,750	4,307	5,018
存货影响	-356	-217	-218	-248
经营性应收影响	-291	-341	-371	-385
经营性应付影响	212	119	136	159
其他影响	831	-144	-120	-175
投资活动现金流	-4,374	-2,765	-2,783	-2,933
资本支出	-2,754	-2,896	-2,928	-3,128
股权投资	9	0	0	0
其他长期资产变化	-1,629	131	195	195
融资活动现金流	377	214	-681	-1,072
借款增加	1,087	-401	-119	-445
股利及利息支付	-531	-536	-608	-687
股东融资	17	1,187	0	0
其他影响	-195	-36	46	60

利润表				
单位:百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,095	16,317	19,029	22,062
营业成本	9,185	10,659	12,298	14,159
税金及附加	146	169	197	228
销售费用	306	338	376	413
管理费用	1,736	1,977	2,287	2,629
研发费用	576	634	702	769
财务费用	156	216	102	91
信用减值损失	-77	-48	-63	-79
资产减值损失	-22	-37	-50	-67
公允价值变动收益	66	-37	-43	-50
投资收益	-102	97	113	131
其他收益	80	116	129	154
营业利润	1,928	2,418	3,153	3,860
营业外收入	2	6	5	6
营业外支出	18	25	30	30
利润总额	1,913	2,399	3,128	3,836
所得税	358	448	585	717
净利润	1,555	1,950	2,543	3,119
少数股东损益	-109	-117	-114	-109
归属母公司净利润	1,664	2,067	2,658	3,228
EPS（按最新股本摊薄）	0.91	1.13	1.45	1.76

主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	14.8%	15.8%	16.6%	15.9%
EBIT增长率	-7.4%	26.4%	23.5%	21.6%
归母公司净利润增长率	-7.2%	24.2%	28.6%	21.5%
获利能力				
毛利率	34.8%	34.7%	35.4%	35.8%
净利率	11.0%	12.0%	13.4%	14.1%
ROE	10.6%	11.2%	12.9%	13.9%
ROIC	12.5%	13.8%	15.5%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	41.9%	38.0%	36.2%	33.7%
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	65	64	63	61
存货周转天数	51	53	53	52
每股指标（元）				
每股收益	0.91	1.13	1.45	1.76
每股经营现金流	1.75	1.72	2.03	2.38
每股净资产	8.20	9.78	10.97	12.44
估值比率				
P/E	23	18	14	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	16	12	10	9

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

