

2026 年 04 月 02 日

证券研究报告·2025 年年报点评

康龙化成（300759）医药生物

当前价：30.62 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

实验室服务稳健增长，CDMO 打开第二成长曲线

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年年报，2025 年全年实现营业收入 141.0 亿元，同比增长 14.8%；实现归母净利润 16.6 亿元，同比下降 7.2%；实现经调整 Non-IFRSs 净利润为 18.2 亿元，同比增长 13.0%。

2025 年，公司新签订单金额同比增长超过 14%。根据新签订单和业务趋势，公司预计 2026 年全年收入将同比增长 12%~18%。

- **实验室服务：基石业务稳健增长。**2025 年公司实验室服务实现营业收入 81.6 亿元（其中生物科学占比超 56%），同比增长 15.8%，实现毛利率 45.1%，同比提高 0.2pp；板块新签订单同比增长约 12%。产能方面，公司持续推进产能建设，北京第三园区逐步投入使用。
- **CMC：项目向临床与商业化推进，打开第二成长曲线。**2025 年公司 CMC（小分子 CDMO）服务实现营业收入 34.8 亿元，同比增长 16.5%，实现毛利率 34.31%，同比提高 0.7pp。公司 2025 年 CMC 服务涉及药物分子或中间体 1102 个，其中工艺验证和商业化阶段项目 34 个、临床 III 期项目 47 个、临床 I-II 期项目 271 个、临床前项目 750 个。伴随着项目数量的增加以及客户产品管线持续向后期推进，报告期内，公司 CMC（小分子 CDMO）服务新签订单同比增长约 13%（订单节点增速放缓主要受大规模生产订单签订时点影响，该订单于 2026 年一季度完成签订）。
- **临床研究服务：**2025 年公司临床研究服务实现营业收入 19.6 亿元，同比增长 7.14%，实现毛利率 11.41%，同比下降 1.41pp，行业逐步触底整合。在中国临床研究服务行业触底整合的过程中，康龙临床凭借不断提升的品牌影响力和竞争力，服务项目和收入逆势增长。

- **盈利预测：**预计 2026-2028 年公司营业收入增速分别为 15.7%、15.9%、16.1%，归母净利润增速分别为 21.7%、22.2%、21.7%。

- **风险提示：**国内外医药投融资不及预期的风险、汇率波动的风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,095	16,314	18,907	21,956
增长率	14.82%	15.74%	15.89%	16.13%
归属母公司净利润（百万元）	1,664	2,025	2,474	3,010
增长率	-7.22%	21.71%	22.18%	21.66%
每股收益 EPS（元）	0.94	1.10	1.35	1.64
净资产收益率 ROE	11.05%	12.12%	13.26%	14.32%
PE	30	28	23	19
PB	3.36	3.37	3.02	2.68

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

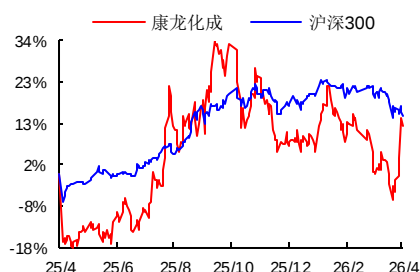
分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.37
流通 A 股(亿股)	14.20
52 周内股价区间(元)	22.06-35.9
总市值(亿元)	552.47
总资产(亿元)	270.94
每股净资产(元)	8.47

相关研究

1. 康龙化成（300759）：业绩逐季回升，多业务稳步向上（2025-03-31）

盈利预测

关键假设：

1) 实验室服务：考虑公司实验室服务人员与产能持续提升、公司实验室化学与生物科学中新分子收入的快速增长，我们预计 2026-2028 年实验室服务收入增速分别为 13.9%、13.6%、13.7%；预计未来 3 年实验室服务毛利率稳定在 45.1%；

2) CDMO 业务：随着公司 CMC 新产能不断释放、早期项目向临床后期和商业化阶段持续推进、大规模新药生产项目持续增加，我们预计 2026-2028 年 CMC 业务收入增速分别为 25.2%、25.3%、24.8%，毛利率在规模效应下进一步提升至 35.3%；

3) 临床研究服务：得益于临床 CRO 行业的触底修复，以及康龙临床品牌影响力的进一步提升，我们预计 2026-2028 年临床研究服务收入增速分别为 9.3%、9.4%、9.4%，随着行业价格竞争触底的传导，预计未来三年毛利率逐步修复至 12.0%、12.6%、13.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
实验室服务	收入	81.6	92.9	105.6	120.1
	增速	15.8%	13.9%	13.6%	13.7%
	毛利率	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%
CMC（CDMO）服务	收入	34.8	43.6	54.6	68.2
	增速	16.5%	25.2%	25.3%	24.8%
	毛利率	34.3%	35.3%	35.3%	35.3%
临床研究服务	收入	19.6	21.4	23.4	25.6
	增速	7.1%	9.3%	9.4%	9.4%
	毛利率	11.4%	12.0%	12.6%	13.2%
大分子和细胞与基因治疗服务	收入	4.7	5.0	5.2	5.5
	增速	16.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	-40.3%	-35.0%	-30.0%	-25.0%
其他	收入	0.2	0.2	0.2	0.2
	增速	242.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
合计	收入	141.0	163.1	189.1	219.6
	增速	14.8%	15.7%	15.9%	16.1%
	毛利率	34.8%	35.7%	36.1%	36.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,095	16,314	18,907	21,956	净利润	1,555	1,893	2,313	2,814
营业成本	9,185	10,497	12,075	13,929	折旧与摊销	1,270	1,332	1,505	1,678
营业税金及附加	146	169	196	227	财务费用	207	142	142	142
销售费用	306	355	411	477	资产减值损失	100	101	101	101
管理费用	1,736	2,010	2,329	2,705	经营营运资本变动	72	-218	-251	-296
财务费用	156	163	149	124	其他	18	117	135	158
资产减值损失	-22	-21	-21	-21	经营活动现金流净额	3,221	3,367	3,946	4,598
投资收益	-102	-118	-136	-158	资本支出	-2,667	-2,261	-2,261	-2,262
公允价值变动损益	66	0	0	0	其他	-1,707	-118	-136	-158
其他经营损益	80	92	107	124	投资活动现金流净额	-4,374	-2,378	-2,397	-2,420
营业利润	1,928	2,327	2,843	3,460	短期借款	500	0	0	0
其他非经营损益	-16	1	1	0	长期借款	-2,606	0	0	0
利润总额	1,913	2,328	2,844	3,460	股权融资	17	58	0	0
所得税	358	435	532	647	支付股利	-531	-572	-672	-792
净利润	1,555	1,893	2,313	2,814	其他	2,996	0	0	0
少数股东损益	-109	-132	-162	-197	筹资活动现金流净额	377	-514	-672	-792
归属母公司股东净利润	1,664	2,025	2,474	3,010	现金流量净额	-780	471	876	1,386
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,017	1,488	2,364	3,750	成长能力				
应收和预付款项	2,741	3,092	3,516	4,029	销售收入增长率	14.82%	15.74%	15.89%	16.13%
存货	1,472	1,661	1,892	2,168	营业利润增长率	-8.36%	20.66%	22.19%	21.71%
其他流动资产	1,259	1,259	1,259	1,259	净利润增长率	-7.22%	21.71%	22.18%	21.66%
长期股权投资	640	640	640	640	EBITDA 增长率	15.18%	12.49%	17.68%	16.98%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	11,298	12,218	12,965	13,539	毛利率	34.83%	35.65%	36.13%	36.56%
无形资产和开发支出	1,197	1,207	1,217	1,227	三费率	15.60%	15.49%	15.28%	15.06%
其他非流动资产	524	524	524	524	净利率	11.03%	11.60%	12.23%	12.82%
资产总计	27,094	29,121	31,511	34,388	ROE	11.05%	12.12%	13.26%	14.32%
短期借款	1,265	1,265	1,265	1,265	ROA	6.14%	6.95%	7.85%	8.75%
应付和预收款项	607	693	797	920	ROIC	7.60%	8.34%	9.33%	10.32%
长期借款	1,772	1,772	1,772	1,772	EBITDA/销售收入	24.11%	23.43%	23.79%	23.97%
其他负债	7,711	8,135	8,638	9,229	营运能力				
负债合计	11,355	11,865	12,472	13,186	总资产周转率	0.55	0.58	0.62	0.67
股本	1,778	1,837	1,837	1,837	固定资产周转率	1.68	1.75	1.88	2.07
资本公积	4,950	4,950	4,950	4,950	应收账款周转率	5.51	5.66	5.80	5.90
留存收益	8,568	10,159	12,104	14,464	存货周转率	7.10	6.70	6.80	6.86
归属母公司股东权益	15,064	16,714	18,658	21,018	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	674	542	380	184	资本结构				
股东权益合计	15,739	17,256	19,039	21,202	资产负债率	41.91%	40.74%	39.58%	38.34%
负债和股东权益合计	27,094	29,121	31,511	34,388	带息债务/总负债	62.00%	59.34%	56.45%	53.39%
					流动比率	0.93	1.00	1.11	1.26
					速动比率	0.55	0.61	0.71	0.85
					股利支付率	22.00%	21.23%	21.42%	21.59%
					每股指标				
					每股收益	0.94	1.10	1.35	1.64
					每股净资产	8.47	9.10	10.16	11.44
					每股经营现金	1.81	1.83	2.15	2.50
					每股股利	0.20	0.30	0.37	0.46
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	3,398	3,823	4,498	5,262					
PE	30	28	23	19					
PB	3	3	3	3					
PS	4	3	3	3					
EV/EBITDA	17	16	14	11					
股息率	0.70%	0.99%	1.22%	1.49%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn