

药明合联 (02268.HK)

合力创新，联动未来

ADC 产业蓬勃发展，技术研发与商业化交易齐升：近年来，ADC 药物开发取得重大进展，包括但不限于新偶联技术的出现、药物抗体比率 (DAR) 优化及连接子设计改善。ADC 领域的发展速度加快，进入爆炸式增长的时代。未来，全球偶联药物市场仍将维持高速增长，ADC 及其他生物偶联药物的商业化潜力已通过全球范围内的重大收购及授权交易得到证明，未来有望实现更为广泛的应用。

建设一站式 CRDMO 服务平台，坚实推进业务成长：公司专注于提供从研究到开发再到生产的全方位端到端服务，加速生物偶联制药的研发进程，已成为全球领先的 ADC CRDMO 公司。为更好服务全球合作伙伴，公司持续深化战略布局，在长三角上海、常州、无锡三个基地形成高效“一小时服务圈”；加快海外生产基地建设，新加坡工厂预计 2025 年底-2026 年初将建成投产。打造超行业标准一体化工艺开发平台，将传统的线性研发流程转变为多条优化的并行推进模式，覆盖从 ADC 分子设计、抗体制备、毒素连接子合成、抗体药物偶联物制备，到通过体外和体内药效试验筛选临床前候选药物 (PCG) 的全过程，有效缩短开发周期，同时避免项目转移过程中的技术风险，提升研发与生产效率。此外，公司注重管理团队建设和人才激励机制，两次激励计划奖励核心人才，持续为业务发展提供人才支持。

战略技术协同并进，三管齐下赋能客户拓展：公司采用“Enable-Follow-Win”战略，即通过早期介入客户的项目来赋能创新，随后伴随客户成长并在各个发展阶段持续赢得新的合作机会。公司核心技术 WuXiDAR4™ 在改善 ADC 产品的药代动力学特征和稳定性方面表现突出，简化 CMC 开发流程，为客户提供一流技术支持和服务。不断与药明生物、药明康德等集团内部成员协同发展，增强整体竞争力并扩大业务范围。同时，持续深化客户关系，实现客户数量和市场占有率快速提升。客户来源多元化，2023 年北美、欧洲等海外收入占比接近 70%，既体现公司全球范围广泛影响力，也为未来增长奠定坚实基础。

盈利预测与估值：作为全球领先 ADC CRDMO 服务商，公司受益于 ADC 市场爆发和技术革新。凭借一站式服务平台满足高质量 CRDMO 需求，推动业务增长。新工厂投产增强临床试验和商业化服务能力。未来，公司将持续受益于全球生物偶联制药行业强劲需求，实现业务持续增长。通过多元化地理布局分散风险，拓展国际市场，确保收入多样化。非 ADC 业务和其他服务板块协同发展，提供额外增长动力，提升竞争力。早期项目加入和 IND 后服务需求增加，预计推动客户规模和合同金额双重增长，并优化人效和运营效率。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 10.32 亿元、14.75 亿元、19.07 亿元，增速为 264%、43%、29%，PE 为 37X、26X、20X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：需求下降风险，行业竞争加剧风险，市场环境波动风险，政策监管风险，数据滞后风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	990	2124	3969	5568	7267
增长率 yoy (%)	218%	114%	87%	40%	30%
归母净利润 (百万元)	156	284	1032	1475	1907
增长率 yoy (%)	184%	82%	264%	43%	29%
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.18	0.28	0.86	1.23	1.59
P/E (倍)	1.33	105.53	36.76	25.71	19.89

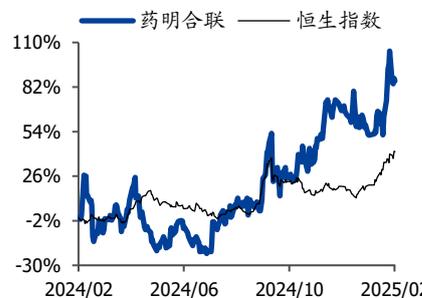
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 2 月 27 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	医疗服务
02 月 27 日收盘价 (港元)	34.20
总市值 (百万港元)	41,074.95
总股本 (百万股)	1,201.02
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	4.94

股价走势



作者

分析师	张金洋
执业证书编号:	S0680519010001
邮箱:	zhangjinyang@gszq.com
分析师	胡佑碧
执业证书编号:	S0680519010003
邮箱:	huruobi@gszq.com
分析师	徐雨涵
执业证书编号:	S0680524040006
邮箱:	xuyuhan@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,402	5,200	6,020	7,686	10,036
现金	335	4,048	3,913	4,812	6,356
应收票据及应收账款	453	822	1,501	2,057	2,628
存货	63	47	66	87	115
其他流动资产	551	283	540	729	937
非流动资产	1,094	1,535	2,354	2,761	2,991
固定资产	799	1,246	2,068	2,479	2,712
无形资产	271	270	267	264	261
其他非流动资产	24	19	19	18	18
资产总计	2,496	6,735	8,374	10,447	13,028
流动负债	1,014	1,279	1,851	2,428	3,080
短期借款	71	0	0	0	0
应付票据及应付账款	481	620	994	1,292	1,649
其他流动负债	462	659	857	1,136	1,432
非流动负债	2	2	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	15	15	15
负债合计	1,016	1,281	1,866	2,443	3,095
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	1,480	5,453	6,506	8,003	9,931
归属母公司股东权益	1,481	5,454	6,507	8,004	9,932
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,481	5,454	6,507	8,004	9,932
负债和股东权益	2,496	6,735	8,374	10,447	13,028

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	252	333	710	1,363	1,819
净利润	156	284	1,032	1,475	1,907
少数股东权益	0	0	0	0	0
折旧摊销	31	60	141	192	219
营运资金变动及其他	65	-10	-462	-305	-307
投资活动现金流	-1,280	-91	-866	-485	-297
资本支出	-201	-539	-960	-600	-450
其他投资	-1,078	448	93	115	153
筹资活动现金流	1,328	3,522	0	0	0
借款增加	43	-76	0	0	0
普通股增加	1,285	3,598	0	0	0
已付股利	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	309	3,713	-135	899	1,543

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	990	2,124	3,969	5,568	7,267
其他收入	22	45	74	106	137
营业成本	729	1,564	2,502	3,496	4,601
销售费用	9	15	24	31	37
管理费用	49	124	177	239	310
研发费用	34	77	146	200	255
财务费用	-2	-47	0	0	0
除税前溢利	196	360	1,274	1,822	2,354
所得税	40	76	242	346	447
净利润	156	284	1,032	1,475	1,907
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	156	284	1,032	1,475	1,907
EBIT	194	313	1,274	1,822	2,354
EBITDA	225	373	1,414	2,014	2,573
EPS (元)	0.18	0.28	0.86	1.23	1.59

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	218.33%	114.44%	86.87%	40.30%	30.50%
归属母公司净利润	183.51%	82.07%	263.85%	43.02%	29.22%
获利能力					
毛利率	26.36%	26.35%	36.97%	37.21%	36.69%
销售净利率	15.72%	13.35%	25.99%	26.50%	26.24%
ROE	10.52%	5.20%	15.85%	18.43%	19.20%
ROIC	9.95%	4.52%	15.85%	18.43%	19.20%
偿债能力					
资产负债率	40.68%	19.02%	22.29%	23.38%	23.76%
净负债比率	-17.82%	-74.21%	-60.13%	-60.12%	-63.99%
流动性					
流动比率	1.38	4.06	3.25	3.17	3.26
速动比率	1.22	3.91	3.07	2.97	3.06
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.46	0.53	0.59	0.62
应收账款周转率	3.65	3.33	3.42	3.13	3.10
应付账款周转率	2.84	2.84	3.10	3.06	3.13
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.28	0.86	1.23	1.59
每股经营现金流	0.21	0.28	0.59	1.13	1.51
每股净资产	1.23	4.55	5.42	6.66	8.27
估值比率					
P/E	1.33	105.53	36.76	25.71	19.89
P/B	0.19	6.49	5.83	4.74	3.82
EV/EBITDA	0.11	84.13	24.05	16.45	12.27

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年02月27日收盘价

内容目录

1. 全球领先的 ADC CRDMO 企业，赋能偶联药物全流程	5
1.1 一站式偶联药物 CRDMO 平台，加速创新药物研发进程	5
1.2 专业多元的管理团队，为公司持续增长注入强劲动力	6
1.3 业务强劲增长，财务表现亮眼	6
2. ADC 赛道：技术创新驱动产业发展，CRDMO 迎来机遇	8
2.1 ADC 产业蓬勃发展，技术研发与商业化交易齐升	8
2.2 技术创新吸引资本流入，ADC/XDC 市场机遇与挑战并存	10
2.3 ADC 研发生产技术需求，外包服务业态成趋势	12
3. 一站式偶联 CRDMO 平台，领先技术赋能发展	13
3.1 打造一站式全方位物偶联药物平台，一小时服务圈赋能全球合作伙伴	13
3.2 核心技术全球领先，提供全方位服务	15
3.2.1 “Enable-Follow-Win” 战略促进 “R-D-M” 三领域的技术发展	15
3.2.2 WuXiDARx™ 技术赋能 ADC 高质量发展	16
3.2.3 集团协同发展，筑牢业务根基	19
3.3 深耕客户奠定基础，市场占有率快速提升	20
风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	5
图表 3: 公司部分管理层简介	6
图表 4: 2020 至 2024H1 公司营收情况	7
图表 5: 2020 至 2024H1 公司归母净利润情况	7
图表 6: 2020 至今公司毛利率、净利率	7
图表 7: 2020 至今公司各项费用率	7
图表 8: 2020 至今按项目开发阶段划分的收益 (百万元)	8
图表 9: 2020 至今按项目类型划分的收益 (百万元)	8
图表 10: 全球 ADC 药物市场规模及预测 (十亿美元)	9
图表 11: 2019-2023 年全球 ADC 药物研发管线数量 (个)	9
图表 12: 2018 年-2023H1 中国及美国的 ADC 对外授权交易 (个)	9
图表 13: XDC 类型、特点及适应症	10
图表 14: 2018 年-2022 年 ADC 及 XDC 全球私募市场融资情况 (十亿美元)	11
图表 15: 2022 年全球 ADC 和生物药的生产外包渗透率	12
图表 16: 全球和中国 ADC CDMO 规模及预测 (十亿美元)	12
图表 17: 全球获批准的 ADC 及外包情况	12
图表 18: 公司 CRDMO 服务	13
图表 19: 公司现有基地	13
图表 20: 公司生产基地距离分布	14
图表 21: 全球前十大 ADC 及更广泛生物偶联药物的外包服务参与者的部分详情	15
图表 22: 全球前数名最大 ADC 及更广泛生物偶联药物的外包服务参与者能力的比较	15
图表 23: 公司业务从 ADC 扩展到了 XDC	15
图表 24: 2024H1 药明合联项目管线漏斗图	16
图表 25: ADCs 三个关键组成部分的示例	17
图表 26: 六种不同类型的 ADC 的合成策略与步骤	17
图表 27: WuXiDAR4™ 与常规方法合成 ADC 的对比	18
图表 28: 公司开发时间表	18
图表 29: 集团协同发展共赢	19
图表 30: 药明合联与药明生物、药明康德之间的交易金额 (万元)	20
图表 31: 2022-1H 2024 客户数 (家)	20
图表 32: 1H 2024 新增客户分布	20
图表 33: 公司客户范围广泛	21

图表 34: 公司不同类型客户收入占比	21
图表 35: 按 2022 年收入计的全球竞争格局	22
图表 36: 2020 年-2022 年公司市场份额占比	22

1. 全球领先的 ADC CRDMO 企业，赋能偶联药物全流程

1.1 一站式偶联药物 CRDMO 平台，加速创新药物研发进程

全球 ADC CRDMO 行业先锋，打造端到端生物偶联药物一体化服务平台。公司成立于 2020 年，是由药明生物和合全药业联合成立的合资公司，是全球领先的 CRDMO 公司。公司通过开放式、一体化生物制药能力和技术赋能平台，公司一体化端到端服务能力、技术能力、质量体系 and 项目成功率都处于领先水平，以客户需求为导向，提供从新药发现到药物生产的一体化服务。根据弗若斯特沙利文的资料，按 2022 年收益计，公司在 ADC 等生物偶联药物 CRDMO 中排名全球第二及中国第一，按收益计的全球市场份额由 2020 年的 1.8% 上升至 2021 年的 4.6%，并进一步上升至 2022 年的 9.8%。2023 年公司在香港联交所主板上市。

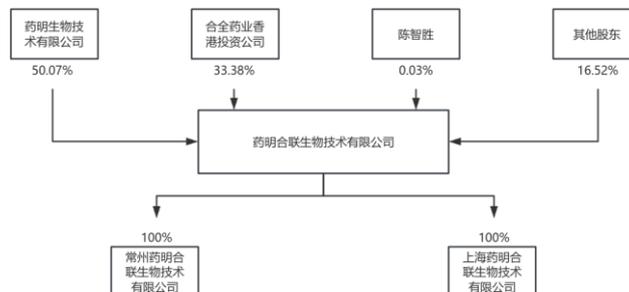
图表1: 公司发展历程



资料来源: 公司公告、ifind、国盛证券研究所

公司股权结构集中，实际控制人为药明生物技术有限公司。截至 2024 年 6 月 30 日，药明生物持有公司 50.07%，无锡药明康德通过合全药业间接持有公司 33.38%，公司股权结构相对简单。

图表2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)



资料来源: 企查查、ifind、公司公告、国盛证券研究所

1.2 专业多元的管理团队，为公司持续增长注入强劲动力

公司董事会由 10 位董事组成，包括三名执行董事、三名非执行董事、三名独立非执行董事。公司董事长陈智胜先生于生物技术行业拥有超过 20 年经验，陈博士曾担任上海赛金生物医药有限公司的首席运营官，负责生物制剂的开发、生产及质量控制，在生物制药行业具有精深的专业知识与丰富的资源。公司管理层大多在生物医药行业深耕多年，具备多个不同细分领域的公司的工作经历。

图表3: 公司部分管理层简介

姓名	任职情况	从业经验
陈智胜	董事会主席、 执行董事	在生物技术行业拥有超过 20 年经验，陈博士曾任上海药明康德新药开发有限公司的高级副总裁，及负责管理生物制剂开发及生产；曾担任上海赛金生物医药有限公司首席运营官，及负责生物制剂的开发、生产及质量控制。
李锦才	执行董事、首 席执行官	在生物制剂工艺开发、增产及 cGMP 生产方面拥有超过 20 年经验，在其带领下，公司成为居领先地位的 ADC 和生物偶联药物 CRDMO 企业，曾担任 Genentech, Inc. 的部门领导，负责细胞培养工艺开发。
席晓捷	首席财务官， 执行董事，公 司秘书	主要负责监督集团的整体财务管理、财务事宜及策略发展。拥有超过 15 年的美国及中国金融行业从业经验，曾担任 SINC Capital (HK) Limited 的董事。
罗建军	副总裁	主要负责监督本集团 ADC 偶联药物及药品生产。于生物制药行业拥有超过 30 年经验。曾担任康泰伦特制药公司担任无菌制剂研发部高级研究员。
朱梅英	首席技术官	主要负责新药物、药物连接子及新型偶联技术的早期发现工作，及领导 ADC 药物的 CMC 开发，于生物科技行业拥有逾 28 年的药物开发经验，曾任职于山东省烟台市担任荣昌生物制药（烟台）股份有限公司的首席技术官。
张靖伟	执行董事，首 席运营官	主要负责管理公司的供应链及运营，在生物技术行业拥有超过 25 年经验，曾在美国 Axalta Coating Systems Ltd. 担任全球运营及供应链部门的运营财务负责人。

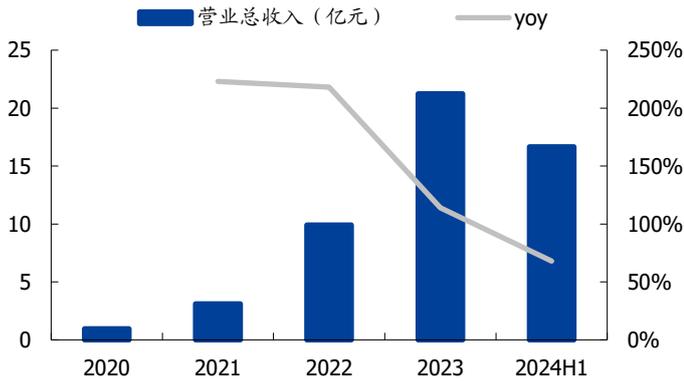
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

- 2021 年 11 月 23 日，公司采纳 2021 年首次公开发售前购股权计划。目的是向合格参与者授予购股权，作为对公司做出贡献的激励和回报，从而使公司能够招募及挽留高素质雇员，吸引有价值人才。合格参与者包括公司的任何全职或兼职雇员、行政人员、高级职员或董事。2023 年 3 月 22 日，公司采纳 2023 年首次公开发售前购股权计划。以此挽留高素质雇员，吸引有价值人才。

1.3 业务强劲增长，财务表现亮眼

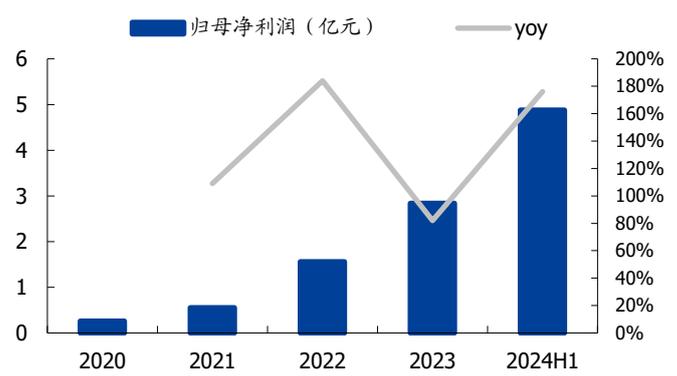
公司业务强劲扩张，净利润实现连续增长。2020-2023 年公司营业收入从 0.96 亿元快速增长到 21.24 亿元，2020 至 2023 年营业收入 CAGR 为 180.7%。归母净利润从 2018 年的 0.26 亿元增长到 2023 年的 2.84 亿元，2024 上半年归母净利润为 4.88 亿元，根据业绩预告，预期 2024 年收入、纯利和经调整纯利分别较 2023 年增长超过 85%、260% 及 170%，延续快速增长势头。业绩的强劲增长主要是由于全球 ADC 及更广泛生物偶联药物的外包服务市场快速增长，公司作为该市场领先的 ADC CRDMO 服务供应商的地位稳固，推动客户及项目数量持续增长。

图表4: 2020至2024H1公司营收情况



资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

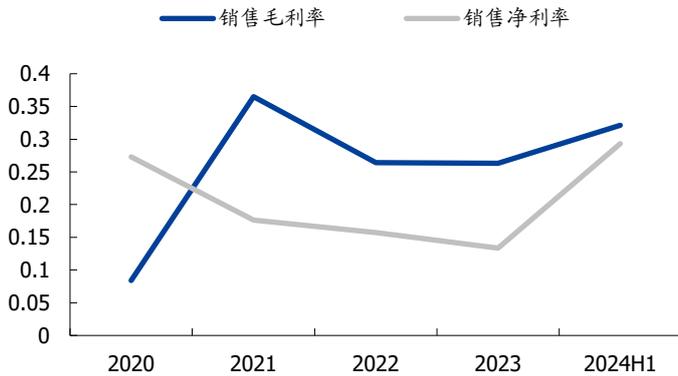
图表5: 2020至2024H1公司归母净利润情况



资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

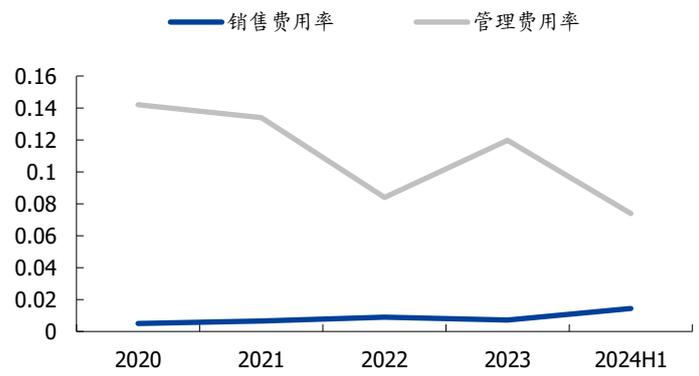
毛利率波动上升, 费用率呈现优化下降趋势。2020-2021年公司毛利率从8.4%增加至36.5%, 2022-2023年维持相对稳定, 整体体现了盈利能力提升的趋势, 主要是由于强劲的客户需求以及新投产生产线的加速投产导致的生产设施利用率持续提高。2021年至2023年, 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别从0.65%、13.39%、0.16%变化到0.72%、11.98%、0.03%, 费用率呈现优化下降趋势。

图表6: 2020至今公司毛利率、净利率



资料来源: 公司公告, ifind, 国盛证券研究所

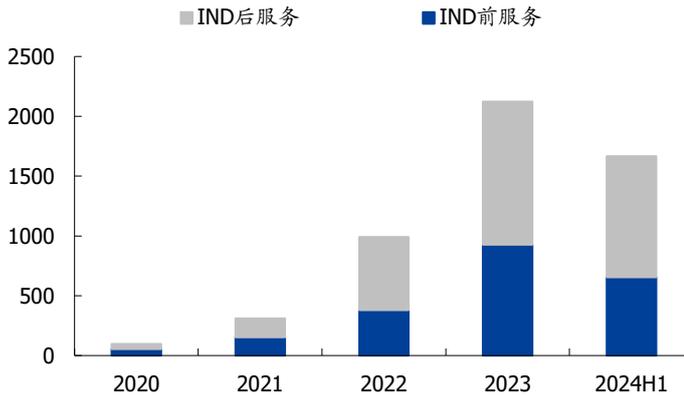
图表7: 2020至今公司各项费用率



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

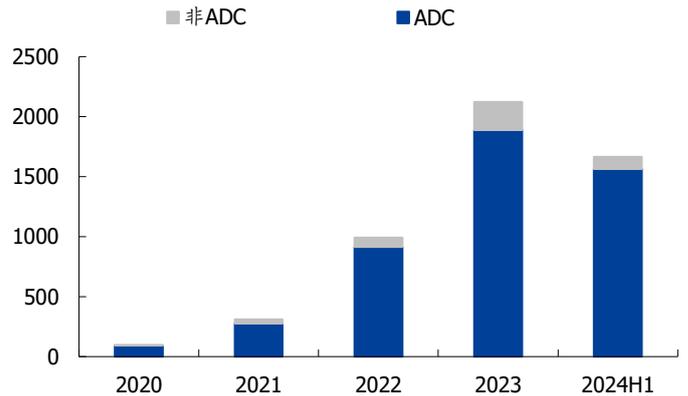
IND后服务贡献多数收益。IND前项目主要为处于药物发现阶段及临床前开发阶段的生物偶联药物发现项目收益, IND后项目主要处于临床及商业化阶段收益。2020-2023年IND后服务收入占比从44.9%上升至56.4%, 为主要的收入来源, 实际收入从2020年的43.23百万元增长至2023年的1197.07百万元, 2024上半年IND后项目实际收入为1010.78百万元, 占比60.70%。主要是由于项目总数增加、进入后期开发的项目数量增加以及产能增加, 以满足对公司服务日益增长的需求。

图表8: 2020至今按项目开发阶段划分的收益(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 2020至今按项目类型划分的收益(百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

ADC 业务收入占比高, 发展势头强劲。2020-2023 年 ADC 业务收入占比均在 80%以上, 实际收入从 91.71 百万元快速增长至 1888.01 百万元。2024 上半年 ADC 业务收入占比 93.9%, 实际收入为 1562.94 百万元。进一步巩固了公司在 ADC 领域的市场地位, 显示出公司 ADC 业务的强劲增长势头。

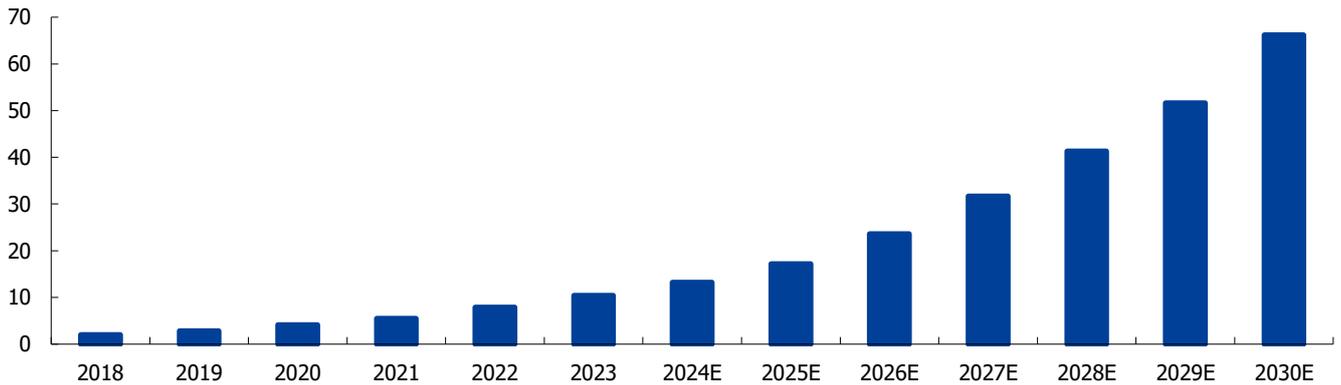
2. ADC 赛道: 技术创新驱动产业发展, CRDMO 迎来机遇

2.1 ADC 产业蓬勃发展, 技术研发与商业化交易齐升

继 2000 年 FDA 批准首款 ADC Mylotarg® (吉妥珠单抗奥唑米星), 学术界及工业界均已为 ADC 疗法的开发付出数十年的努力。近年来, ADC 药物开发取得重大进展, 如新偶联技术的出现、药物抗体比率 (DAR) 优化及连接子设计改善。因此, 该领域的发展速度加快, 进入爆炸式增长的时代。根据弗若斯特沙利文的资料, 2019 年至 2022 年期间, ADC 占 FDA 批准的生物制剂约 15.4%。

未来一段时间, 全球偶联药物市场仍将维持较高速增长, ADC 药物也将持续带动偶联药物市场扩大。根据弗若斯特沙利文数据分析, 全球 ADC 药物市场规模已从 2018 年的 20 亿美元增长至 2023 年的 104 亿美元, 年复合增长率达到 39.1%; 2023 年到 2030 年期间仍将以 30.3% 的年复合增长率维持增长态势, 预计 2030 年全球 ADC 药物市场规模将增长至 662 亿美元。

图表10: 全球ADC药物市场规模及预测(十亿美元)

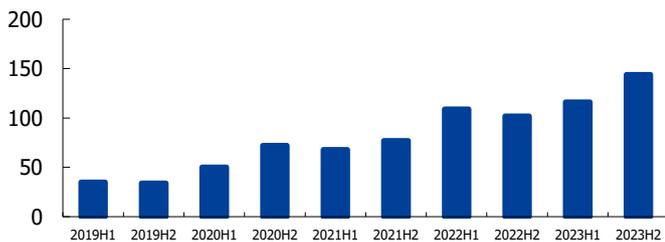


资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

截至2023年6月30日, 全球已获批准的ADC药物有15款, 其中自2018年以来获批准11款, 自2021年以来获批准4款。其中一些药物已显示出良好的临床效果, 并具有成为重磅药物的潜力。例如, 针对HER2+癌症的颠覆性疗法Enhertu, 在2019年12月商业化上市后的第一年即2020年便实现超过2亿美元的收入。2022年, 三款第三代ADC药物产生庞大的年销售额。Enhertu的销售额超过12亿美元, Padcev的销售额超过7.5亿美元, 而Trodelyv的销售额约为6.8亿美元。

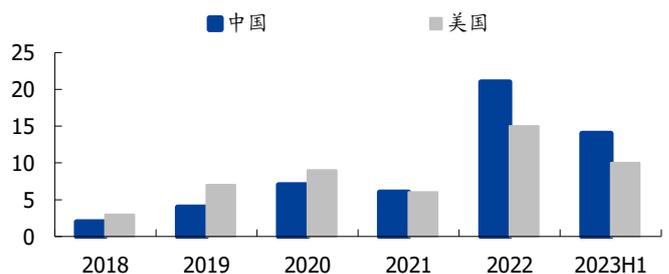
自2018年以来, 每年有15至57款ADC候选药物进入临床试验。截至2023年6月, 全球有500多项正在进行的临床试验, 涉及231款ADC候选药物, 其中, 分别有134款、79款及18款目前正进行I期、II期及III期临床试验。2023年美国临床肿瘤学会(ASCO)年会上发表100多篇与ADC相关的摘要, 显示出ADC药物的蓬勃临床开发进展。

图表11: 2019-2023年全球ADC药物研发管线数量(个)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表12: 2018年-2023H1中国及美国的ADC对外授权交易(个)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

此外, ADC及其他生物偶联药物的商业化潜力已通过全球范围内的重大收购及授权交易得到证明。根据弗若斯特沙利文的资料, 自2022年以来, 涉及ADC的交易已超过100项, 其中包括辉瑞以约430亿美元收购专门开发用于癌症治疗的ADC的生物科技公司Seagen。根据弗若斯特沙利文的资料, ADC授权交易激增乃由ADC的技术发展所推动, 尤其是于ADC平台、连接子技术及新应用(如用于治疗癌症的免疫疗法和化疗的联合疗法)以及盈利潜力方面的提升。2022年, 全球共有63项ADC授权交易, 较前一年增加270%。近年来, 中国一直是ADC对外授权交易的主要授权国, 2022年至2023年上半年, 共有35项交易, 而美国同期贡献25项交易。

2.2 技术创新吸引资本流入，ADC/XDC 市场机遇与挑战并存

持续进行的研究及开发工作不断探索新型有效载荷、连接子、抗体（或其他种类载体）及偶联方法。这些工作使生物偶联药物扩展到 ADC 形式以外，产生了广泛的潜在生物偶联药物，如 RDC、PDC、SMDC 等，为各种治疗应用提供多样化的治疗选择。ADC 形式以外的 XDC 开发仍处于初步阶段，从传统 ADC 向更广泛生物偶联药物及适应症扩展，在时间、市场接受度及取得批准的可能性方面还有待时间验证。

图表13: XDC 类型、特点及适应症

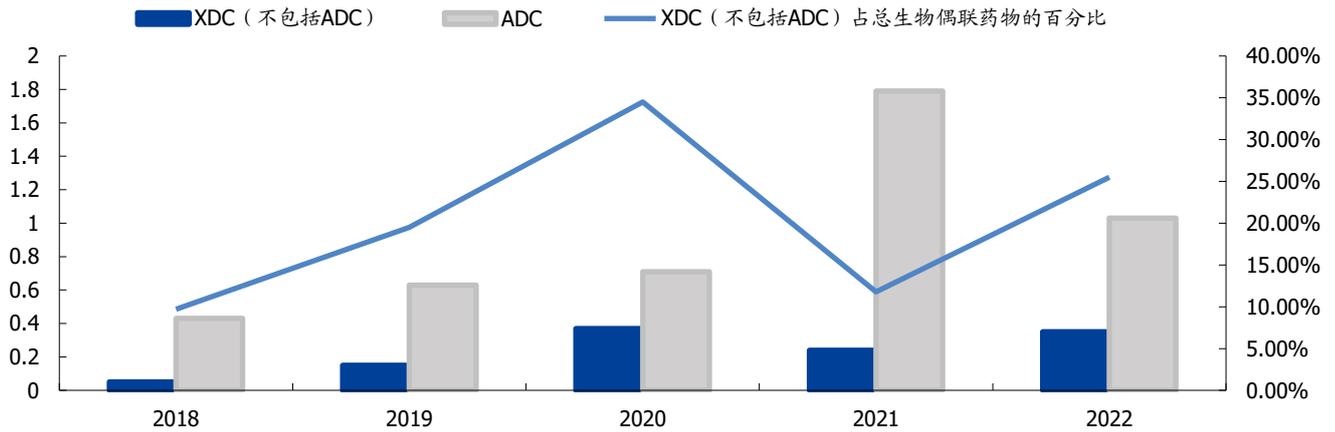
XDC 类型	原理	技术特点	适应症
ADC (抗体-药物偶联物)	将单克隆抗体与细胞毒性药物通过化学连接子偶联，利用抗体特异性靶向肿瘤细胞并递送细胞毒性药物。	高度选择性地针对表达特定抗原的肿瘤细胞，使用多种不同的连接子和有效载荷以优化治疗效果，可能引起旁观者效应，杀死邻近癌细胞	多种实体瘤和血液系统恶性肿瘤，如乳腺癌、非小细胞肺癌、淋巴瘤等
RDC (放射性核素偶联药物)	利用单克隆抗体或肽将放射性核素导向肿瘤细胞，释放辐射破坏癌细胞。	放射性核素可以是 α 、 β 或 γ 发射体，具有不同的穿透力和杀伤范围，可以用于成像和治疗双重目的	核素治疗适合某些类型的癌症，如神经内分泌肿瘤，对于不能手术切除或转移性病灶尤其有用
PDC (肽-药物偶联物)	通过肽链将细胞毒性药物或其他治疗分子与目标受体结合，实现对特定细胞的选择性杀伤。	肽比抗体更小，可能有更好的组织渗透性，适用于无法使用抗体的靶点	潜在应用于多种癌症类型，尤其是那些对抗体不易接近的靶点
SMDC (小分子-药物偶联物)	使用小分子作为载体，携带治疗剂到达目标部位，并在局部释放活性成分。	小分子通常比抗体和肽更容易穿过细胞膜，设计上可以包含靶向配体、前药结构两者兼有	可能适用于广泛的疾病状态，不仅限于癌症，还可以包括自身免疫性疾病和其他适应症

资料来源: Li et al., 2021; Fu C, Yu L, Miao Y, Liu X, Yu Z, Wei M. (2022) Peptide-drug conjugates (PDCs): a novel trend of research and development on targeted therapy, hype or hope? Acta Pharm Sin B.; Li JH, Liu L, Zhao XH. (2024). Precision targeting in oncology: The future of conjugated drugs. Biomed Pharmacother.; Liu M. and Wang X. (2025). From ADC to XDC: Opportunities and challenges for AI in revolutionizing drug conjugate development. The Innovation Medicine, 公司招股书, 国盛证券研究所

目前全球获批准的 XDC (不包括 ADC) 数目非常有限，过半数的 XDC 产品 (ADC 除外) 仍处于临床前及临床阶段。截至 2023 年 6 月 30 日，全球有 135 款 XDC 产品 (不包括 ADC) 正在进行临床试验。根据弗若斯特沙利文的资料，其中 65 款处于 II 期，而 56 款处于 I 期及 14 款处于 III 期，包括 12 款处于 III 期的 RDC 候选药物。截至同日，98 个 RDC 项目及 17 个 PDC 项目处于临床阶段，以及三款治疗性 RDC 获得 FDA 批准。大量处于临床开发的 XDC 产品专注于新兴靶点，显示出 XDC 在提供更多治疗选择方面的巨大潜力。预计未来五年内将有 17 款 XDC (不包括 ADC) 获得批准。目前，ADC 仍占整体 XDC 市场的主要部分，且中国并无获批准的 XDC (不包括 ADC)。

随著技术发展的不断进步，包括 PDC、RDC、抗体-寡核苷酸偶联物 (AOC)、抗病毒 Fc 偶联物、纳米颗粒偶联物等的 XDC 在全球研发活动中的投资不断增加。下图显示近年来除 ADC 外的 XDC 全球私募市场融资情况。2021 年，XDC (不包括 ADC) 的全球私人市场融资占总生物偶联药物的百分比下跌，主要由于 ADC 融资大幅增加，XDC 融资绝对金额仍然保持稳定。

图表14: 2018年-2022年ADC及XDC全球私募市场融资情况(十亿美元)



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

自第一代 ADC 问世以来, 技术手段实现了显著的突破, 第三代 ADC 尤为突出, 其引入的位点特异性偶联技术实现了均质化药物-抗体比率 (DAR), 从而提升了药物的安全性和效力。通过使用全人源化抗体和高高效细胞毒素, 第三代 ADC 不仅优化了药代动力学特性, 还大幅减少了免疫原性和脱靶毒性, 为患者提供了更安全有效的治疗方案。

增长驱动因素:

- 技术创新: 从早期的技术迭代到如今的第三代 ADC, 以及包括多肽-药物偶联物 (PDC)、放射性核素药物偶联物 (RDC) 在内的 XDC 领域的拓展, 这些创新推动了癌症及其他疾病治疗手段的进步。
- 市场扩展: ADC 的应用范围正逐渐超越肿瘤学, 延伸至自身免疫病、代谢障碍、心血管病及遗传性疾病等新领域, 满足了更多未被充分服务的医疗需求, 提高了医患接受度。
- 商业化潜力: 随着多个 ADC 产品成为市场上的重磅炸弹药物, 以及诸如辉瑞收购 Seagen、Genmab 收购普方生物等大型交易的发生, ADC 市场的商业价值愈发凸显, 吸引了大量资本关注。中国企业在 ADC 研发和国际合作上也取得了显著成就, 映恩生物与 BioNTech 的合作就是一个典型案例。

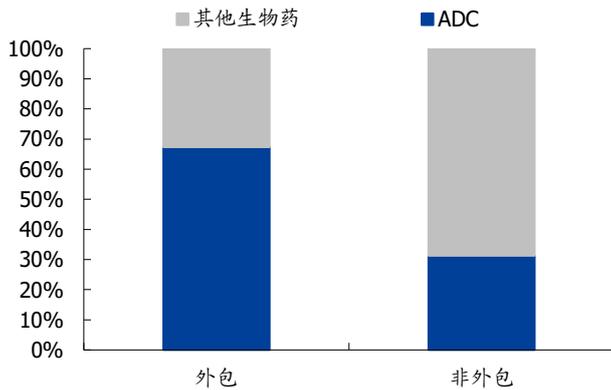
面临挑战:

- 技术复杂性: ADC 的研发与生产需要深厚的专业知识和技术积累, 尤其是在优化 DAR 方面的要求极为严格。
- 处理高高效化合物: 在涉及高活性成分时, 企业必须投入大量资源确保 EHS 合规, 并且依赖于专业的设施和人才。
- 供应链管理难度: 复杂的成分供应和地理分散的生产网络增加了物流和质量控制的成本。
- 外包服务依赖: 由于全流程服务能力有限, 多数公司需依赖外包伙伴, 而服务商的稀缺性可能导致项目延误或中断。
- 市场竞争: 快速扩张的市场吸引了众多参与者, 加剧了竞争压力, 新进入者须克服技术和市场信任的双重壁垒。

2.3 ADC 研发生产技术需求，外包服务业态成趋势

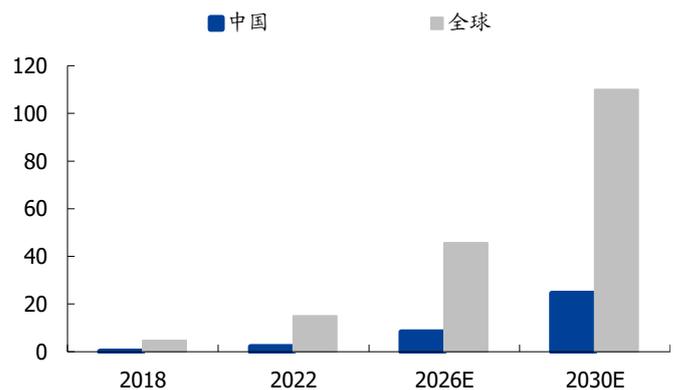
ADC 药物生产制备工艺复杂，在生产制造、质量控制、非临床研究、临床研究各环节上均面临独特挑战，催生企业生产研发的外包需求。制药企业与 CDMO 企业之间的合作可以利用规模经济和专业知识来优化 ADC 药物的生产。ADC CDMO 市场快速增长推动 ADC CDMO 公司积极扩充 ADC 产能，进一步带动 ADC 药物市场增长。随着全球 ADC 外包服务需求高企的趋势，中国 ADC 外包服务市场将延续上升趋势，到 2030 年估计价值将达人民币 165 亿元，2022 年至 2030 年的复合年增长率为 35.9%。

图表15: 2022 年全球 ADC 和生物药的生产外包渗透率



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表16: 全球和中国 ADC CDMO 规模及预测 (十亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

ADC 和 XDC 开发的复杂性和高技术性，导致大多数制药和生物技术公司依赖外包合作伙伴进行 ADC 和 XDC 开发。根据 Frost&Sullivan 的数据，截至 2022 年底，ADC 和更广泛的生物偶联物发现、开发和生产的全球外包率已达到约 70%，超过了整体生物制剂的 34% 的外包率。值得注意的是，在全球获批准的 15 款 ADC 药物中，有 13 款由外包服务提供商制造，其中大多数外包给多名外包服务提供商。

图表17: 全球获批准的 ADC 及外包情况

药物名称	公司	是否外包
Mylotarg	辉瑞	否
Adcetris	Seagen/Takeda	是
Kadcyla	罗氏	是
Besponsa	辉瑞	否
Lumoxiti	阿斯利康	是
Polivy	罗氏	是
Padcev	Seagen/Astellas	是
Enhertu	第一三共/阿斯利康	是
Trodelyv	吉利德	是
Blenrep	葛兰素史克	是
Akalux	Rakuten Medical	是
Zynlonta	ADC Therapeutics	是
Disitamabvedotin	荣昌生物	是
Tivdak	Genmab/Seagen	是
Elahere	ImmunoGen/华东医药	是

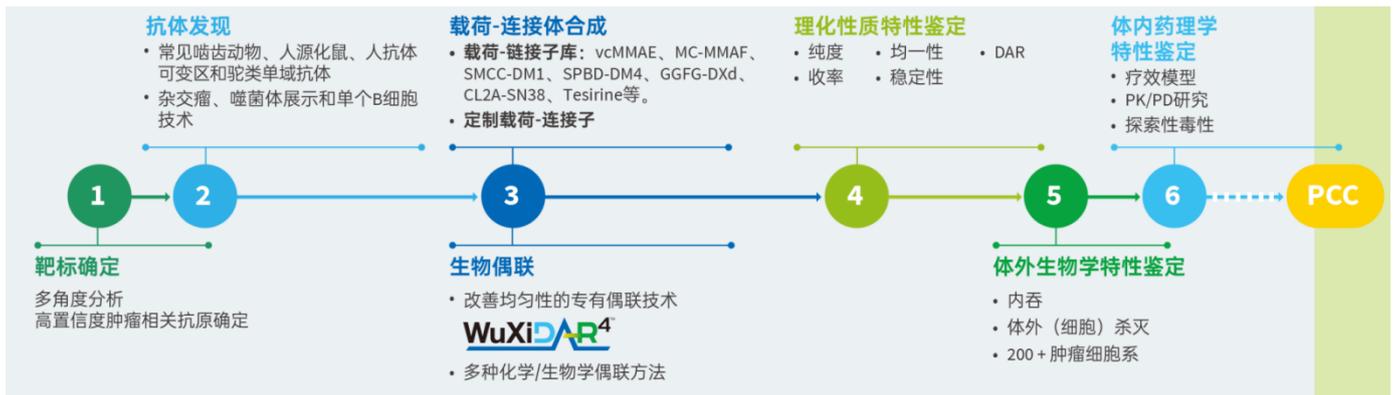
资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

3.一站式偶联 CRDMO 平台，领先技术赋能发展

3.1 打造一站式全方位物偶联药物平台，一小时服务圈赋能全球合作伙伴

公司打造全面一站式生物偶联药物平台提供全面 CRDMO 服务。包括生物偶联药物、单克隆抗体中间体及生物偶联药物相关连接子及有效载荷的发现、工艺开发及优良生产质量管理规范 GMP 生产。公司的发现服务涉及发现化学、偶联发现、体外和体内表征及可开发性研究以挑选临床前候选药物。同时通过生物偶联原液工艺开发、生物偶联制剂开发、分析方法开发及后期开发及工艺验证，赋能临床前及临床研究。

图表18: 公司 CRDMO 服务



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

公司现有基地共同支持公司提高商业化的一体化端到端 ADC CRDMO 服务，并且随着新建产能的逐步释放，进一步扩大生产版图。

图表19: 公司现有基地

基地	占地面积 (平方米)	产能	利用率
无锡	48067 (第二产线建设完成前)	偶联原料药 (XBCM) 及抗体中间体生产 (XmAb) 配备从 5 升到 500 升不等的一次性反应器系统以及重新设计具有额外 DS 容量的反应器系统的 XBCM1 设施, 预计将于 2025 年推出。 双功能 XmAb/XBCM2 (XBCM2 第一条线) 设施的设计容量为每批 50 升至 2000 升单克隆抗体中间体或每批 2,000 升原料药。 第二条生产线 (XBCM2 第二条线) 于 2024 年第四季度建成投产, 采用双功能设计, 具备 mAb 中间体及生物偶联药物 DS 及 DP 的制造能力, 产能进一步提升, 为公司稳健的供应链作出贡献。	偶联原液生产 51% (2020) 73% (2021) 85% (2022) 偶联药品生产 38% (2020) 57% (2021) 78% (2022)
常州	819	实验室采用经过现场检测的密闭设计, 可安全处理被指定为 OEB (职业暴露等级) 5 级材料的高效化合物。配备符合 GMP 标准的反应釜, 产能最多每批 150 升, 能够生产公斤级连接子及有效载荷。	
上海外高桥	8927	发现实验室、生物偶联药物发现及支援功能实验室、生物偶联药物工艺开发实验室、生物偶联工艺开发及分析法开发、ADC 及其他生物偶联药物从实验室规模的样品制备到中试规模生产。	

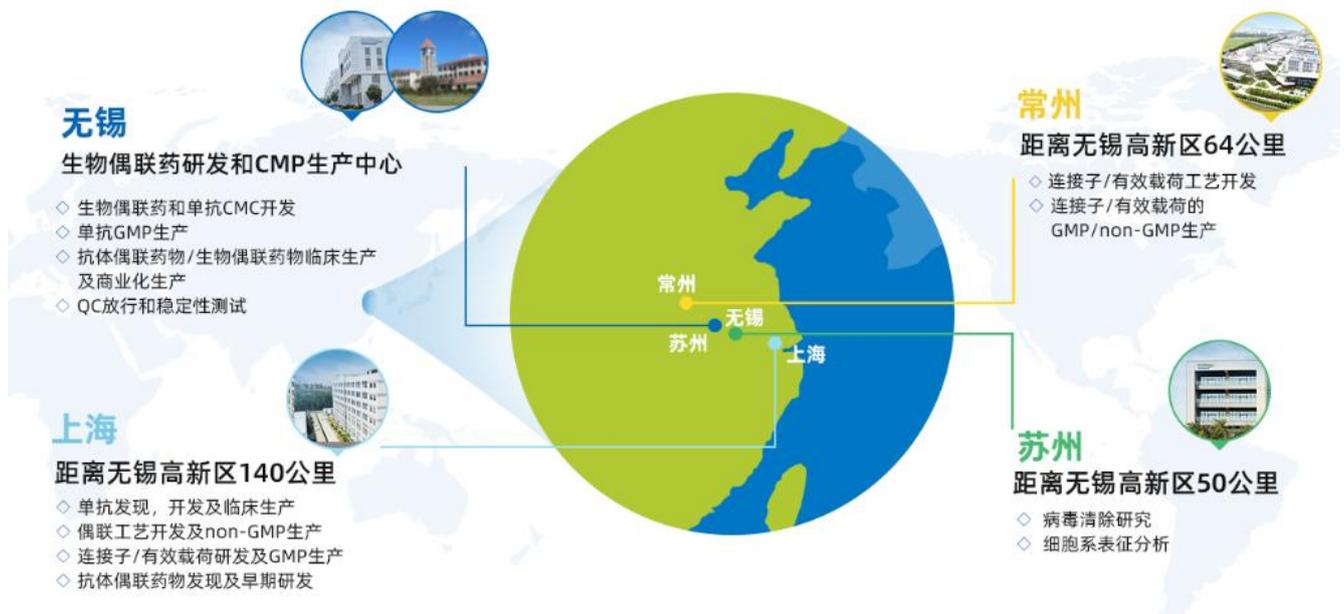
资料来源: 公司招股书、公司公告、国盛证券研究所

公司设施扩张计划:

- 新加坡基地目前正在建造, 占地面积 22000 平方米预计将于 2025 年底或 2026 年初进行 GMP 合规运营。预期将在新加坡基地开设四条生产线, 用于临床及商业化生产, 包括一条生物偶联药物抗体中间体和原料药双功能生产线、一条原料药生产线以及一条药学生产线。

公司通过在上海、常州、无锡的基地布局, 打造“一小时服务圈”。三个基地聚集在长江三角洲区域, 位于方圆 200 公里约两小时车程的范围内, 且生产职能主要集中在无锡基地, 作为一种生物活性材料, 抗体中间体可能会受到远距离或长时间运输影响, 从而影响后续生产过程的生产力及质量。因此公司通过在上海、常州、无锡的基地布局, 在基地之间或内部运输 ADC 成分所需的运输时间将大大减少, 缩短整体开发及生产周期。

图表20: 公司生产基地距离分布



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

公司位居全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场前列。按 2022 年的收入计, 本公司位居全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场第二位, 市场份额约 9.8%, 且是唯一一家在 ADC 整个发现、开发及制造过程中提供全方位能力的全球参与者。

图表21: 全球前十大ADC及更广泛生物偶联药物的外包服务参与者的部分详情

公司	地理分布			收入 (百万美元)	市场份额
	mAb	有效载荷-连接器	偶联		
公司A	大士(新加坡)/斯劳(英国)	菲斯普(瑞士)	菲斯普(瑞士)	319.0	21.4%
	上海(中国)、无锡(中国)常州(中国)(无锡(中国)在建,于2023年前开始运营)无锡(中国)			146.0	9.8%
公司B	马尔蒂亚克(法国)	威斯康辛州麦迪逊市(美国)	密苏里州圣路易斯市(美国)	107.5	7.2%
公司C	不适用	法国	法国	89.5	6.0%
公司D	伍斯特(美国)	爱尔兰、芝加哥(美国)	芝加哥(美国)、伍斯特(美国)	83.0	5.6%
公司G	拉蒂纳(意大利)	拉蒂纳(意大利)	拉蒂纳(意大利)	78.0	5.2%
公司H	威斯康星州(美国)	不适用	加利福尼亚州(美国)	75.0	5.0%
公司I	不适用	印度及美国	格兰杰斯(英国)	72.3	4.9%
公司J	迪赛德(英国)/北卡罗来纳州(美国)	不适用	不适用	70.0	4.7%
公司K*	不适用	不适用	不适用	67.3	4.5%

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

图表22: 全球前数名最大ADC及更广泛生物偶联药物的外包服务参与者能力的比较

公司	能力				ADC专用工艺			位于1至2小时车程内的全方位ADC生产设施
	mAb	有效载荷-连接器	偶联	IP(药物产品)	研究	开发	制造	
	√	√	√	√	√	√	√	有
公司A	√	√	√	√	√	√	√	无
公司B	√	√	√	√	√	√	√	无
公司C	√	√	√	√	√	√	√	无
公司D	√	√	√	√	√	√	√	无
公司G	√	√	√	√	√	√	√	有
公司H	√	√	√	√	√	√	√	无
公司I	√	√	√	√	√	√	√	无
公司J	√	√	√	√	√	√	√	无
公司K	√	√	√	√	√	√	√	无

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

公司凭借在ADC方面积累的实践经验跨学科专业知识及行业领先的技术能力, 将服务延伸至XDC。随着XDC领域的创新不断涌现, 公司的机会随之而来。公司深入研究XDC领域。计划进一步建立整合不同类型载体(如抗体片段、纳米抗体、双特异性抗体、多肽及合成聚合物)的能力, 以改善对患病细胞的特异性靶向。就有效载荷(或XDC中的D)而言, 计划继续开发具有不同作用机制的其他类型模式的能力, 包括核苷酸、类固醇、整合物、生物素、酶或靶向蛋白质降解剂, 如蛋白水解靶向嵌合体(PROTAC)。同时致力投资于偶联创新技术(或XDC中的C)的研究及应用, 以增强XDC的稳定性、同质性以及扩大规模及生产效率。

图表23: 公司业务从ADC扩展到了XDC

载体		偶联连接器	有效载荷		
mAb			化学药物	放射性同位素	小蛋白
双抗					TLR
scFV/Fab			类固醇		多肽
融合蛋白			PROTAC		
多肽			生物素		
合成聚合物			聚乙二醇		
生物制剂			小分子		生物制剂

资料来源: 公司招股书、国盛证券研究所

3.2 核心技术全球领先, 提供全方位服务

3.2.1 “Enable-Follow-Win” 战略促进“R-D-M” 三领域的技术发展

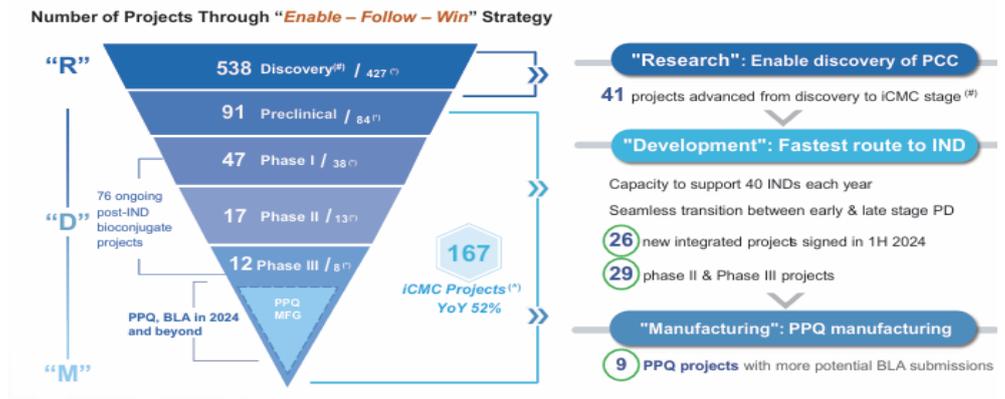
公司采用“Enable-Follow-Win”的战略, 即“赋能、跟随并赢得分子”战略。从药物开发的早期阶段就开始参与客户的项目, 与客户共同成长, 并在产品开发的阶段持

续赢得新客户，使得公司能够在药物开发的整个生命周期中为客户提供服务，从而增强客户粘性并扩大业务规模。具体来说，这个战略包含以下三个方面：

- 在赋能方面，公司通过提供早期阶段的服务，如药物发现和临床前研究，帮助客户加速药物研发进程，这种早期介入不仅帮助客户降低研发风险，也帮助公司与客户建立起长期的合作关系。
- 在跟随方面，随着药物开发的进展，公司继续为客户提供临床阶段以及商业化生产阶段的服务，使得公司能够持续为客户提供价值，并在药物开发的后期阶段赢得更大的订单。
- 在赢得分子方面，在药物开发的不同阶段，公司凭借全产业链的能力，赢得新客户或者从其他服务提供商那里接手项目。这种能力不仅体现了公司在偶联药物领域的专业能力，也显示了市场竞争力。

公司通过“Enable-Follow-Win”战略促进公司在研究、开发和制造三个领域全面提升。从 2024H1 项目数量来看，Discovery 阶段共有 538 个项目，在药物发现阶段有广泛的参与和强大的项目基础，推进到 iCMC 阶段有 167 个项目，同比增长 52%。在 R 阶段，公司使 41 个项目从发现阶段推进到 iCMC（化学、制造和控制）阶段，体现了公司在早期研究阶段的推进能力。在 D 阶段，公司有每年赋能 40 个 IND 提交，并在早期和后期阶段的项目管理之间实现无缝过渡。在 M 阶段，公司有 9 个 PPQ 项目有潜力提交 BLA。公司项目数量持续增加，打通 CRDMO 各环节的能力也在不断增强。

图表24: 2024H1 药明合联项目管线漏斗图



资料来源：公司 2024 年中期业绩演示材料，国盛证券研究所

3.2.2 WuXiDARx™ 技术赋能 ADC 高质量发展

ADC 主要有三个关键组成部分：有效载荷 (Payload)、连接子 (Linker) 和载体 (Carrier)。有效载荷是 ADCs 中用于治疗的部分，通常是具有细胞毒性的药物，用于杀死癌细胞，其主要类型有微管抑制剂、DNA 拓扑异构酶抑制剂和 DNA 沟槽交联剂。连接子是将有效载荷与抗体连接的化学结构，决定了有效载荷在体内的释放方式，主要划分为可被 Cathepsin B 切割的 NHS-Glu-VC-PAB、可被还原切割的 SP-PEG4-DP、可被酸性环境切割的 PEGn 和 triazole-containing PABC-peptide-MC，以及不可切割的 SMCC。载体是 ADCs 中用于靶向癌细胞的部分，通常是抗体或其衍生物，主要类型有单克隆抗体、双特异性抗体、Fc 融合蛋白、重组蛋白、肽、合成聚合物/纳米颗粒以及胶束。

图表25: ADCs 三个关键组成部分的示例

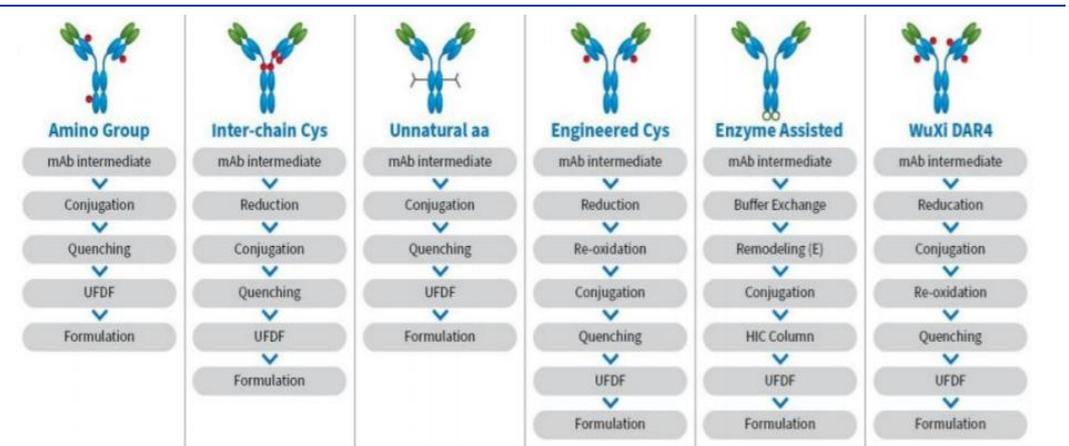
Payload Examples			Linker Examples		
Category	Chemical Name	Chemical Structure	Release Mechanism	Chemical Name	Chemical Structure
Microtubule Inhibitor	Monomethyl Aurastatin E (MMAE)		Cleavable by Cathepsin B	NHS-Glu-VC- PAB (N-hydroxysuccinimide- glutamic acid-valinecitrul-line-p-aminobenz-yl alcohol)	
DNA Topoisomerase I Inhibitor	Exatecan mesylate (DX-8951f)				
DNA Ditch Crosslinker	Pyrolobenzodiazepine (PBD derivatives)		Cleavable by Reduction	SP-PEG4-DP	
Microtubule Inhibitor	DM1 (Mertansine (a maytansinoid derivative))		Cleavable by Acid (in the ADC)	PEGn and triazole-containing PABC-peptide-MC	
			Non-cleavable	SMCC	

Carrier Examples							
Category	Monoclonal Antibody	Bispecific Antibody	Fc-fusion Protein	Recombinant Protein	Peptide	Synthetic Polymer / Nanoparticle	Micelle
Example							

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

抗体-药物偶联物 (ADCs) 的生产过程有不同的化学偶联策略, 每种策略都从单克隆抗体 (mAb) 中间体开始, 并通过一系列步骤来完成药物的偶联。主要有以下几种策略: Amino Group、Inter-chain Cys、Unnatural aa、Engineered Cys、Enzyme Assisted 以及 WuXi DAR4。每种策略都有其特定的优势和局限性, 具体选择哪种方法取决于所需的 DAR (药物抗体比率)、偶联位点的特异性、生产效率以及最终产品的质量。

图表26: 六种不同类型的 ADC 的合成策略与步骤

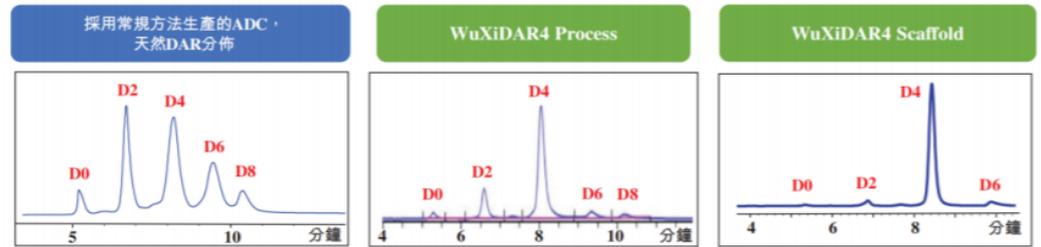


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

专有偶联技术 WuXiDAR4™有效改善 ADC 产品的药代动力学特征和稳定性。在 ADC 药物的传统偶联技术中, 常常面临多项挑战, 例如依赖于赖氨酸或半胱氨酸可能导致 DAR 值分布不均, 产生异质性产物。而近十年来兴起的定点偶联技术, 虽然提高了均一性, 却常常伴随着成本上升、产量降低和与天然抗体的兼容性问题。公司推出的被称为“最佳 ADC 平台技术”的 WuXiDAR4™技术平台, 巧妙地突破了 ADC 偶联的技术瓶颈, 其创新之处在于, 在不牺牲质量和效率的前提下, 成功地解决了上述问题, 不仅消除了定点偶联中的常见挑战, 还简化了 CMC 开发流程。用常规方法合成的 ADC 显示了多个 DAR 值 (D0, D2, D4, D6, D8) 的峰值, 表明传统方法生产的 ADC 可能具有较宽的 DAR 分

布，这意味着药物与抗体的偶联程度不一致。而用 WuXiDAR4™ 技术合成的 ADC 显示了 DAR 分布的峰值主要集中在 D4，这表明 WuXiDAR4™ 过程能够产生具有更一致 DAR 值的 ADC，从而可能提高药物的均一性和可预测性。WuXiDAR4™ 技术在生产具有特定和一致 DAR 值的 ADC 方面的优势，对提高药物的疗效和安全性有重要意义。通过精确控制 DAR，可以减少副作用，提高药物的稳定性和药代动力学特性。

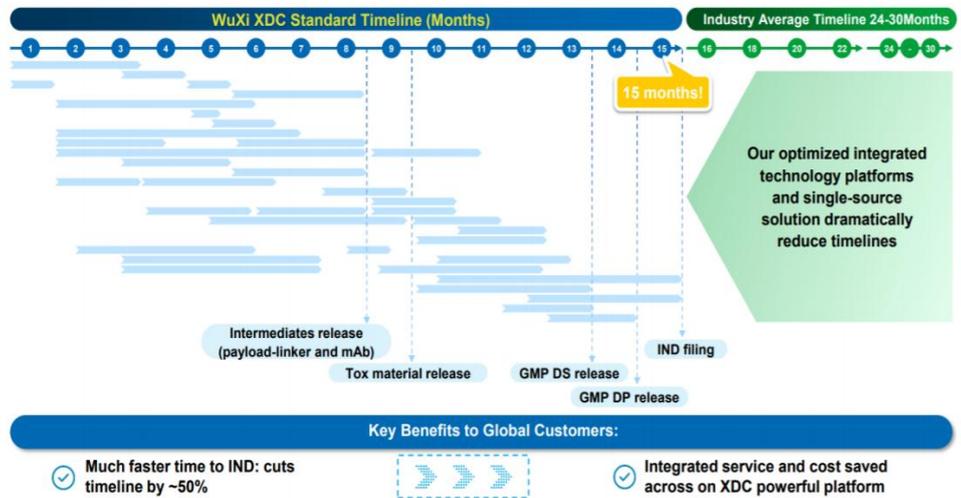
图表27: WuXiDAR4™与常规方法合成 ADC 的对比



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司一体化工艺开发平台超越行业速度。平台通过将传统的线性研发流程转变为多条优化的并行推进模式，整个流程覆盖了从 ADC 分子设计、抗体制备、毒素连接子合成、抗体药物偶联物制备，到通过体外和体内药效试验筛选临床前候选药物 (PCC) 的全过程。从 DNA 到 IND 的周期被大幅缩短至 13-15 个月，相比行业常规时间线几乎减半。跨学科的无缝协作，包括蛋白质科学、小分子化学、偶联技术以及体外和体内研究的整合服务流程，是实现超越行业速度的关键。从而有效帮助客户缩短开发周期，同时避免了项目转移过程中的技术风险，提升了研发与生产的效率。

图表28: 公司开发时间表



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

WuXiDAR4™ 技术平台大大提高了最终 ADC 产物中的 DAR4 百分比，还具有以下其他优势：

- 直接使用 IgG1 和 IgG4 抗体；主要在 Fab 区域偶联。
- 只需 2-3 周即可获得 ADC 生成的周转时间。
- 实现产品的高均匀性；当达到 DAR4 时，DAR4 物种在修饰后占据 >70%，通常达到 >85%。
- 获得更好的 ADC PK 特性。
- 实现更好的产品储存稳定性和更长的血清稳定性。
- 利用温和的反应条件和简单的偶联过程。

3.2.3 集团协同发展，铸就业务根基

公司与药明生物、药明康德协同发展、合作共赢。公司在 ADC CRDMO 服务中扮演核心角色，负责从化学药物发现到 GMP 生产及测试发布的全过程。药明生物主要参与早期的研究阶段，包括靶点提名和抗体中间体发现。药明康德则在生物偶联药物的生产阶段有所参与。这种分工合作的模式有助于各公司发挥各自的专长，提高整个 ADC CRDMO 服务的效率和质量。

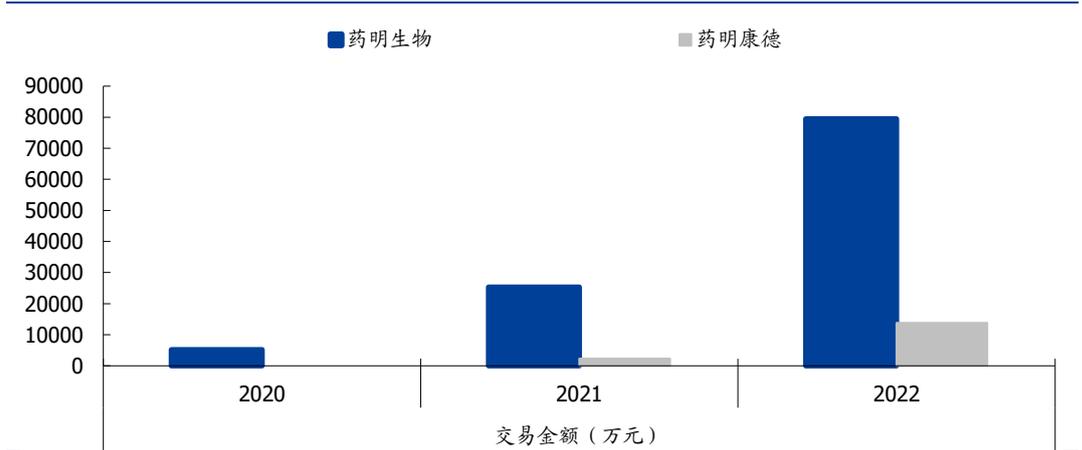
图表29: 集团协同发展共赢

阶段	主要步骤	各方参与 ADC CRDMO 服务		
		药明合联	药明生物	药明康德
药物发现	目标提名		√	
	抗体中间体发现		√	
	发现化学	√		
	载荷-链接器合成	√		
	结合发现	√		
	开发性研究	√		
	体外/体内特性化	√		
临床前开发	IND 使能过程开发	√		
	分析方法开发	√		
	非 GMP DS 和 DP 生产	√		
	CMC 监管支持	√		
	GMP 生产和 ADC DS/DP 测试	√		
	释放	√		
	后期过程优化、过程特性化和 PPQ	√		
	mAb 中间体生产	√	√	
	载荷-链接器生产	√		√
	生物偶联物 DS/DP 生产	√		

资料来源: 公司招股说明书、国盛证券研究所

公司与关联公司的交易往来逐渐增加。从集团之间的交易金额来看，公司与药明生物和药明康德之间的交易金额在 2020 年至 2022 年期间呈现快速增长的趋势，与关联公司合作紧密。

图表30: 药明联合与药明生物、药明康德之间的交易金额(万元)

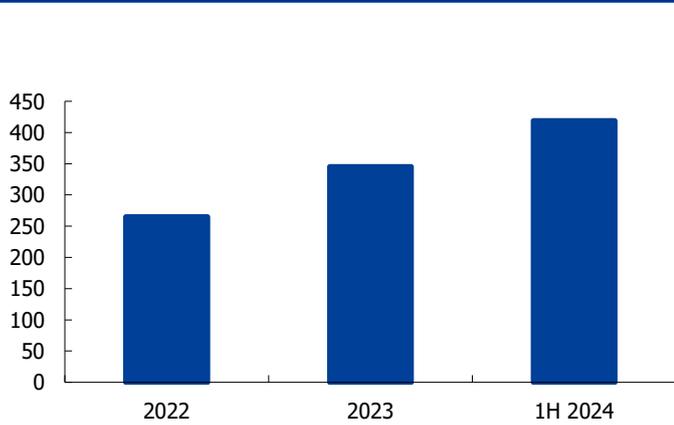


资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.3 深耕客户奠定基础, 市场占有率快速提升

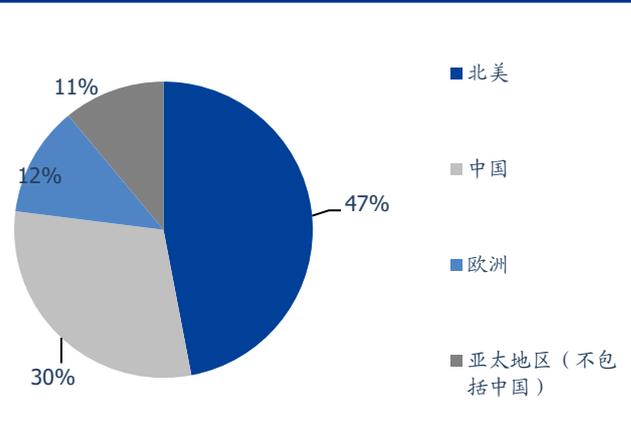
客户基础增长强劲, 以北美和中国为主。自 2022 年以来, 公司的客户数量实现了显著的增长, 累计客户数从 2022 年的 265 家增长至 2023 年的 345 家, 同比增长达到了 30.2%。这一增长势头在 2024 年上半年得到了延续, 新增 74 家客户, 使得累计客户数达到了 419 家, 同比增长率高达 37.8%。从地域分布来看, 客户增长以北美和中国为主。2024 年上半年, 约 47% 的新客户来自北美, 30% 来自中国, 欧洲和除中国外的亚太地区新客户分别占 12% 及 11%。多元化的地域分布为公司带来了广阔的市场视野, 也为其业务的稳定性和抗风险能力提供了支撑。

图表31: 2022-1H 2024 客户数(家)



资料来源: 公司 2024 年业绩演示材料, 国盛证券研究所

图表32: 1H 2024 新增客户分布



资料来源: 公司 2024 年业绩演示材料, 国盛证券研究所

公司拥有高知名度和创新的全球客户基础, 客户群分布广泛。客户群体包括 Pharma 和 Biotech 企业, 覆盖美国、亚洲及欧洲, 其中许多是 ADC 和生物偶联药物领域的领先从业者, 拥有同类首创或同类最佳的潜力管线项目, 对公司订单交付的可靠性、科学性提出了更高的要求。

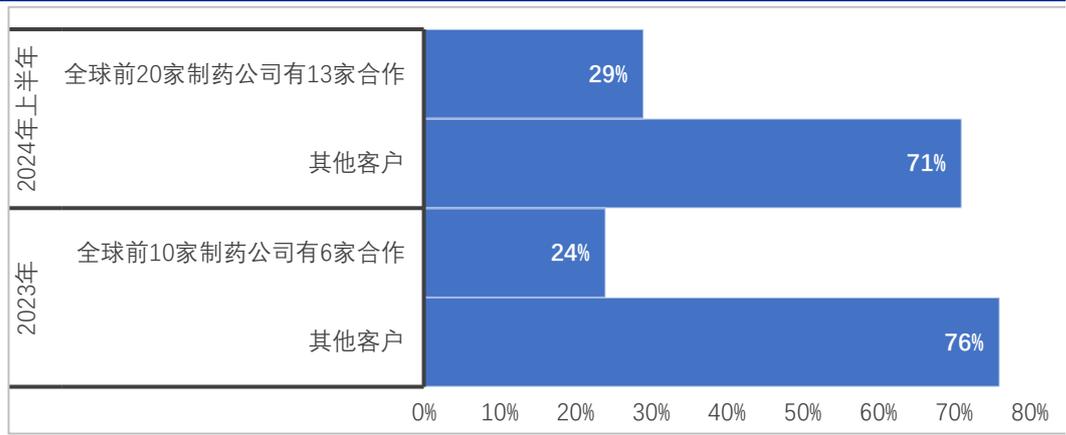
图表33: 公司客户范围广泛



资料来源: 公司 2023 年业绩演示材料, 国盛证券研究所

与大型制药公司合作稳步增长, 收入结构稳健。2023 年, 全球前 10 大制药公司中 6 家为公司合作伙伴, 贡献了 24% 的收入, 其他客户收入占比 76%。2024 年上半年, 合作范围扩大至全球前 20 大制药公司中的 13 家, 贡献收入提升至 29%, 其他客户占比 71%。公司在保持与大型制药公司合作的同时, 也积极拓展其他客户群体, 实现了客户基础的多元化和收入来源的均衡。

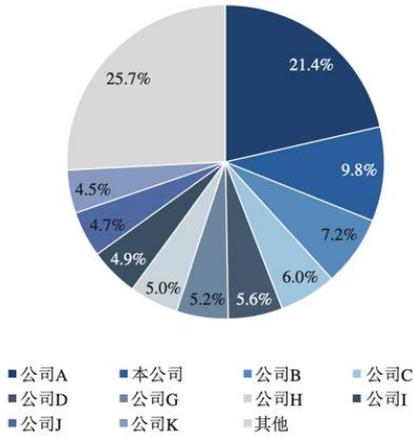
图表34: 公司不同类型客户收入占比



资料来源: 公司 2023 年、2024 年业绩演示材料, 国盛证券研究所

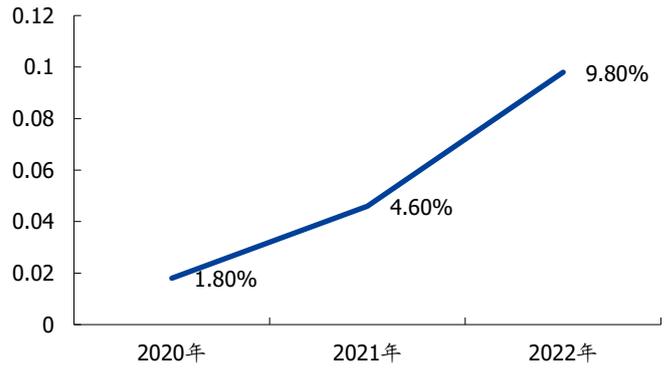
全球第二中国第一, 市场份额稳步增长。公司在 2022 年全球 ADC 及更广泛生物偶联药物外包服务市场中, 按收入计算位居第二, 市场份额约为 9.8%。在同一年, 市场上最大的参与者占据了约 21.4% 的市场份额。在 ADC 等生物偶联药物 CRDMO 中排名全球第二, 中国第一。公司在全球的市场份额由 2020 年的 1.8% 上升至 2021 年的 4.6%, 并进一步上升至 2022 年的 9.8%, 市场占有率持续提升。

图表35: 按2022年收入计的全球竞争格局



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表36: 2020年-2022年公司市场份额占比



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

盈利预测与估值

我们对公司各项业务的核心假设如下:

(1) ADC 业务: ADC 业务一直是公司核心竞争力所在, 凭借在 ADC 领域的技术优势和市场领导地位, 公司不仅吸引了众多国内外客户的合作意向, 而且通过不断提升产能和服务质量, 成功满足了客户对于高效、高质量 CRDMO 服务的需求。这为 ADC 业务带来了持续的增长动力, 预计未来三年仍有望保持较快增速空间。综上, 预计 2024-2026 年 ADC 业务收入增速分别为 50%、45%、35%。

(2) 非 ADC 业务: 非 ADC 业务虽然目前规模较小, 但它为公司提供了额外的增长点, 并有助于分散风险。这部分业务涵盖了多种生物制品和其他小分子药物的研发与生产服务。预计 2024-2026 年非 ADC 业务收入增速分别为 119%、46%、33%。

(3) IND 前服务: IND 前项目主要涉及药物发现阶段及临床前开发阶段的服务。尽管这部分业务在整个收入结构中的比例有所波动, 但随着更多早期项目加入, 其绝对值仍在不断增长。公司作为领先的 ADC CRDMO 服务商, 能够吸引大量处于早期发现阶段的项目, 加之药企管线数量增多, 外包意愿增强, 使得 IND 前服务需求不断增加。预计 2024-2026 年 IND 前服务收入增速分别为 70%、52%、38%。

(4) IND 后服务: IND 后服务占比从 2020 年的 44.9% 上升至 2023 年的 56.4%。随着越来越多的项目进入临床试验后期乃至商业化生产阶段, IND 后服务的重要性日益凸显。随着无锡新工厂正式投产, 大幅提高临床和商业化阶段的全方位一站式 GMP 生产能力, 未来 IND 后服务将成为主要的收入增长点。预计 2024-2026 年 IND 后服务收入增速分别为 48%、39%、29%。

(5) 各地区业务: 北美一直是公司重要的海外市场, 预计 2024-2026 收入增速分别为 83%、40%、27%。在未来几年内有望在中国本土和欧洲市场取得显著进展。依托于政策红利、本地化需求增长以及强大的生产能力支撑, 中国市场的收入将持续保持稳健增长, 预计 2024-2026 收入增速分别为 84%、37%、33%; 而欧洲市场则凭借其成熟的制药产业链和广阔的发展空间, 成为公司重要的收入来源, 预计 2024-2026 收入增速分别

为 101%、47%、34%；公司也在积极拓展其他国际市场以分散风险并寻找新的增长点，预计 2024-2026 其他地区收入增速分别为 66%、27%、23%。

图表37: 公司预期收入拆分 (百万元)

收入 (百万元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	96	311	990	2124	3969	5568	7267
yoy		223%	218%	114%	87%	40%	30%
毛利润	8	113	261	560	1467	2072	2666
毛利率	8%	36%	26%	26%	37%	37%	37%
按业务类型划分							
ADC	92	276	915	1888	2832	4106	5544
yoy		201%	231%	106%	50%	45%	35%
非ADC	5	35	75	236	516	755	1003
yoy		652%	116%	213%	119%	46%	33%
按项目开发阶段划分							
IND前服务	53	153	381	927	1578	2402	3381
yoy		187%	150%	143%	70%	52%	38%
IND后服务	43	159	609	1197	2391	3166	3886
yoy		267%	284%	96%	48%	39%	29%
按收费模式划分							
按FFS基准的服务	96	311	974	2020	3046	4426	6008
yoy		223%	213%	107%	51%	45%	36%
按FTE基准的服务	0	0	16	104	923	1142	1258
yoy				549%	789%	24%	10%
按地域划分							
北美	18	90	445	852	1562	2187	2786
yoy		398%	395%	91%	83%	40%	27%
中国	69	128	306	661	1220	1676	2227
yoy		87%	138%	116%	84%	37%	33%
欧洲	0	70	175	498	999	1467	1959
yoy			150%	184%	101%	47%	34%
其他	10	23	64	113	188	239	294
yoy		136%	182%	76%	66%	27%	23%

资料来源: wind, 公司招股书, 国盛证券研究所

(6) 销售费用: 随着公司费用端控制逐渐稳定, 我们预计销售费用率将会保持稳定下降, 预计 2024-2026 年销售费用保持在 0.5%~0.6%左右的区间。

(7) 管理费用: 公司管理体系逐渐优化, 预计管理费用将呈平稳下降趋势, 预计 2024-2026 年管理费用率分别为 4.5%、4.3%、4.3%。

图表38: 2024-2026 年公司费用率预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用 (万元)	47.8	202.8	876.9	1,522.0	2,381.3	3,062.5	3705.9
占销售收入	0.35%	0.63%	0.87%	0.70%	0.60%	0.55%	0.51%
管理费用 (万元)	960.8	2,785.8	4,921.0	12,396.6	17,661.2	23943.5	30955.5
占销售收入	6.97%	8.70%	4.86%	5.72%	4.45%	4.30%	4.26%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

可比公司估值

根据盈利预测模型，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 39.69/55.68/72.67 亿元，对应增速为 87%、40%、30%；归母净利润为 10.32 亿元、14.75 亿元、19.07 亿元，增速为 264%、43%、29%。

公司是全球领先的一站式生物偶联药物 CRDMO 服务提供商，通过开放式、一体化生物制药能力和技术赋能平台，提供全方位的端到端服务，加速全球生物药研发进程。药明康德、药明生物、康龙化成同样是港股上市的 CXO 企业，因此我们选择这三家公司作为可比公司进行估值。

2024-2026 年可比公司平均 PE 为 20X、18X、15X，我们模型计算得到公司对应 PE 分别为 37X、26X、20X，高于可比公司平均水平，但是考虑到公司作为全球领先 ADC CRDMO 服务商，受益于 ADC 市场爆发和技术革新，展现出的强劲增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表39: 可比公司估值情况

证券简称	公司名称	市值 (亿港元)	EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2269.HK	药明生物	971.3	0.79	0.92	1.09	27.6	23.7	20.0
2359.HK	药明康德	1934.8	3.46	3.86	4.13	16.8	15.0	14.0
3759.HK	康龙化成	500.3	0.99	1.11	1.27	15.6	14.0	12.1
均值						20.0	17.5	15.4
2268.HK	药明合联	410.8	0.86	1.23	1.59	36.8	25.7	19.9

资料来源: wind, 国盛证券研究所 可比公司采取 wind 一致预期数据, 市值数据为 2025.02.27 数据

风险提示

需求下降风险：全球制药和生物科技行业的研发投入存在周期性波动。如果主要客户的研发预算因经济不景气或其他原因而减少，可能会导致药明合联的新项目获取难度增加，现有项目的推进速度放缓。随着生物技术和药物开发领域的快速创新，可能出现新的治疗模式或技术路径，这可能导致 ADC 和其他生物偶联药物的需求不如预期强劲，进而影响公司业务的增长。

行业竞争加剧风险：尽管药明合联在全球 ADC CRDMO 领域处于领先地位，但该行业的高利润率也吸引了更多竞争对手加入，包括一些新兴企业和传统 CRO/CMO 公司的转型。这些新进入者可能会通过价格战、技术创新等方式争夺市场份额。为了维持竞争优势，公司需要不断推出具有竞争力的服务产品，并确保服务质量高于同行。否则，客户可能会转向其他提供更优条件的服务提供商。

市场环境波动风险：全球经济形势复杂多变，如经济增长放缓、通货膨胀、汇率波动等因素都可能对药明合联的国际业务造成负面影响。特别是对于依赖外部资本支持的研发项目来说，融资环境的变化将直接影响到项目的进展。特别是在美国市场，政治风险不容忽视。例如，2024 年的美国总统大选带来了政策上的不确定性，新的政府可能会改变现有的经济政策，包括税收政策、贸易政策等，这对企业的运营成本和 market 信心产生了一定的影响。

政策监管风险：各国药品监管部门对于新药审批的要求日益严格，尤其是在安全性、有效性和质量控制方面。任何不符合最新规定的情况都可能导致项目延误甚至失败，给公司带来经济损失。生物制药行业高度依赖知识产权保护，以确保创新成果不会被轻易复制。然而，在不同国家和地区之间，知识产权法律框架可能存在差异，增加了公司在海外市场的运营风险。

数据滞后风险：鉴于部分细分领域数据的可得性，报告中 XDC 行业规模预测、融资规模等数据及其他可能存在滞后的数据仅用于历史复盘，相关预测数据仅供参考，请投资者注意数据滞后的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com