

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明合联 (2268. HK)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

全方位高增长，订单储备充足，产能持续扩张

2025年03月25日

事件: 2025年3月24日，公司发布2024年全年业绩简报。2024年公司实现营业收入40.52亿元，同比增长91%；实现毛利润12.40亿元，同比增长122%，对应毛利率达到30.6%；实现净利润10.69亿元，同比增长277%，对应净利率达到26.4%；实现经调整净利润11.74亿元，同比增长185%，对应经调整净利率达到29.0%；实现经调整净利润（不含利息收入和支出）9.92亿元，同比增长171%，对应经调整净利率（不含利息收入和支出）达到24.5%。

点评:

➤ **业绩全方位高增长，北美收入占比过半。**

1) 根据项目阶段划分：2024年公司IND前收入16.76亿元，同比增长81%，收入占比41.4%；2024年公司IND后收入23.77亿元，同比增长99%，收入占比58.6%；其中IND后收入增长更快，我们推测主要是由于进入临床阶段的项目数量增多。

2) 根据项目类型划分：2024年公司ADC项目收入37.67亿元，同比增长100%，收入占比93.0%；公司非ADC项目收入2.85亿元，同比增长21%，收入占比7.0%；其中ADC项目收入增长更快，我们推测主要得益于ADC领域的研发需求更加旺盛。

3) 根据客户区域划分：2024年来自北美客户收入20.30亿元，同比增长138%，收入占比50.1%；来自中国客户收入10.48亿元，同比增长59%，收入占比为25.9%；来自欧洲客户收入6.39亿元，同比增长28%，收入占比15.8%；来自其他地区客户收入3.35亿元，同比增长196%，收入占比8.2%。

我们认为，公司各项业务全方位高增长，尽管存在生物法案可能出台的不确定性担忧，但是北美市场依然实现强劲增长，2024年北美收入占比过半，充分体现公司的核心竞争力和客户的认可程度。

➤ **项目数和客户群不断增加，未完成订单储备充足。**

1) 从项目数量来看，公司2024年新签53个综合项目，赢得23个iCMC项目，赋能客户提交30个IND申请，交付超300个GMP生产批次。截至2024年底，公司药物发现项目数量681个（同期为427个），临床前项目数量102个（同期为84个），临床I期项目数量58个（同期为38个），临床II期项目18个（同期为13个），临床三期项目15个（同期为8个），新增商业化项目1个，同时有8个工艺验证批次（PPQ）项目。我们认为，公司管线储备丰富，漏斗结构合理，越来越多的项目有望进入临床中后期和商业化阶段，尤其是PPQ项目距离商业化只有

一步之遥，有望对业绩预期形成显著增厚。

2) 从客户数量来看，2024 年公司累计客户数量达到 499 家，同比 2023 年增加 154 家；全球制药企业 20 强中有 13 家已与公司建立合作，2024 年公司有 32% 收入来自于全球制药企业 20 强；2024 年中国企业出海且交易金额超 10 亿美元的 ADC 对外授权交易中，60% 为公司客户；2024 年公司协助客户取得 IND 获批的数量全球第一。我们认为，公司对于客户的覆盖度逐年提升，全球顶尖客户的贡献占比相对较高，展现出领先的市场影响力。

3) 从订单储备来看，截至 2024 年底公司未完成订单总额达到 9.91 亿美元，同比增长 71%，其中新签合同金额与未完成订单增速保持同步，北美地区的未完成订单总额同比增长超 100%。我们认为，公司订单储备充足，2025 年实现持续高增长的确定性较高。

➤ **坚持“全球双厂生产”战略，产能持续扩张。**

公司坚持“全球双厂生产”战略，产能持续扩张，2024 年公司实际资本开支为 15.35 亿元，2025 年资本开支计划约为 14 亿元，目前拥有无锡基地、常州基地、上海基地和新加坡基地等产能布局，其中，常州基地主要定位载荷连接子生产，上海基地主要定位全球研发中心，公司主要产能扩张集中在无锡基地和新加坡基地。

1) 无锡基地：可以同时完成抗体中间体、偶联原液、载荷链接子、偶联制剂的生产，是可以支持生物偶联药物完整供应链的“一站式”生产基地。无锡基地正在扩建，第 2 条 mAb/DS 双功能生产线于 2024 年第四季度投产运营，无锡基地的面积从约 4.8 万平方米增加至约 5.9 万平方米。无锡基地的当前制剂产能为 800 万瓶/年，公司预计 2025 年上半年制剂产能提升 2 倍左右，2027 年下半年制剂产能提升 3 倍以上。

2) 新加坡基地：定位为商业化生产设计的国际产能设施，整个新加坡大士生物医药园占地面积 2.2 万平方米，同时具备偶联原料药和偶联药品的生产能力，其中偶联原料药产能预计 2025 年底投入运营，制剂产能预计 2026 年中投入运营。

➤ **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 55.89 亿元、74.33 亿元、95.15 亿元，归母净利润分别为 14.88 亿元、20.08 亿元、26.21 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.24 元、1.67 元、2.18 元，对应 PE 估值分别为 30.14 倍、22.35 倍、17.12 倍。

➤ **风险因素：**新签订单不及预期；地缘政治不确定性；产能建设进度不及预期；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,124	4,052	5,589	7,433	9,515
增长率 YoY %	114.4%	90.8%	37.9%	33.0%	28.0%
归属母公司净利润 (百万元)	284	1,070	1,488	2,008	2,621
增长率 YoY%	82.1%	277.2%	39.1%	34.9%	30.6%
毛利率%	26.3%	30.6%	31.0%	31.5%	32.0%
净资产收益率ROE%	5.2%	16.1%	18.3%	19.8%	20.5%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.89	1.24	1.67	2.18
市盈率 P/E(倍)	106.73	32.16	30.14	22.35	17.12
市净率 P/B(倍)	6.56	5.17	5.52	4.43	3.52

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,101	7,082	8,966	11,815	
货币资金	1,925	2,099	3,017	4,775	
应收票据					
应收账款	1,573	2,170	2,886	3,694	
预付账款					
存货	119	163	215	273	
其他	2,484	2,650	2,848	3,072	
非流动资产	3,023	4,277	5,288	6,059	
长期股权投资					
固定资产（合计）	2,725	3,992	5,015	5,798	
无形资产	277	264	252	241	
其他	21	21	21	21	
资产总计	9,124	11,359	14,255	17,874	
流动负债	2,466	3,213	4,101	5,099	
短期借款	478	478	478	478	
应付票据					
应付账款	1,020	1,399	1,847	2,347	
其他	968	1,336	1,776	2,274	
非流动负债	18	18	18	18	
长期借款					
其他	2	18	18	18	
负债合计	2,485	3,231	4,119	5,117	
少数股东权益					
归属母公司股东权益	6,639	8,128	10,136	12,757	
负债和股东权益	9,124	11,359	14,255	17,874	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	4,052	5,589	7,433	9,515	
同比 (%)	90.8%	37.9%	33.0%	28.0%	
归属母公司净利润	1,070	1,488	2,008	2,621	
同比 (%)	277.2%	39.1%	34.9%	30.6%	
毛利率 (%)	30.6%	31.0%	31.5%	32.0%	
ROE%	16.1%	18.3%	19.8%	20.5%	
EPS (摊薄)(元)	0.89	1.24	1.67	2.18	
P/E	32.16	30.14	22.35	17.12	
P/B	5.17	5.52	4.43	3.52	
EV/EBITDA	23.96	23.77	17.27	12.79	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	4,052	5,589	7,433	9,515	
营业成本	2,812	3,857	5,091	6,470	
营业税金及附加					
销售费用	56	77	103	132	
管理费用	164	227	301	386	
研发费用	100	138	183	235	
财务费用	3	-24	-28	-46	
减值损失合计					
投资净收益					
其他					
营业利润	1,220	1,697	2,290	2,989	
营业外收支					
利润总额	1,220	1,697	2,290	2,989	
所得税	150	209	282	368	
净利润	1,070	1,488	2,008	2,621	
少数股东损益					
归属母公司净利润	1,070	1,488	2,008	2,621	
EBITDA	1,373	1,819	2,450	3,172	
EPS (当年)(元)	0.89	1.24	1.67	2.18	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	413	1,197	1,612	2,105	
净利润	1,070	1,488	2,008	2,621	
折旧摊销	146	188	229	146	
财务费用					
投资损失					
营运资金变动	-807	-437	-584	-745	
其它					
投资活动现金流	-3,013	-1,009	-680	-334	
资本支出	-1,535	-1,400	-1,200	-1,000	
长期投资	-1,478	0	0	0	
其他	0	391	520	666	
筹资活动现金流	478	-14	-14	-14	
吸收投资	0	0	0	0	
借款	478	0	0	0	
支付利息或股息					
现金流净增加额	-2,122	174	918	1,757	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。