

医药	收盘价 港元 40.00	目标价 港元 51.00个	潜在涨幅 +27.5%	2025年3月25日
----	-----------------	------------------	----------------	------------

## 药明合联 (2268 HK)

### 行业高景气度+CRDMO 模式优势持续驱动业绩强劲增长，上调目标价

公司 2024 年收入增长几乎翻倍、新签 53 个订单、北美业务快速扩张，体现 ADC 研发外包行业的持续高景气度和公司 CRDMO 模式的服务质量优势。受强劲订单需求和日益完善的产能布局驱动，2025 年有望延续高增长。

① **2024 年关键业务指标表现强劲，2025 年继续指引高增速**：2024 年收入和经调整净利润分别同比增长 91%/185%，符合此前盈利预告的 85% 以上/170% 以上。全年新签/赢得 53 个综合 CMC 项目 (vs. 2023 年 50 个)，总项目数达到 194 个。行业景气度维持较高水平的同时，公司稳居市场份额第一梯队：1) 年内赋能客户提交 30 个 IND 申请，在全球同行中排名第一；2) 中国企业出海且金额超 10 亿美元的 ADC BD 交易中，60% 使用公司 CRDMO 服务。全年毛利率和经调整净利率分别上升 4.3 个/7.3 个百分点，得益于产能利用率爬坡、运营及生产效率提升、成本管控及采购策略优化。公司对于 2025 年指引：1) 收入增长 35% (与此前指引一致)；2) 利润率相比 2024 年稳定，若新产能利用率较好，有提升空间。

② **全球双厂布局日趋完善**：2024 年北美地区收入同比增长 180%、未完成订单总额增长超 100%，中国以外地区的整体收入贡献从 2023 年的 69% 提升至 74%，在地缘格局变化中展现强大韧性。在海外市场的强大需求推动下，公司快速推进新加坡产能的建设，预计将于 2025 年底投入运营；国内产能继续稳步扩张，无锡第二条 mAb/原液双功能产线 BCM2L2 于 4Q24 投入运营，2025-27 年有望上线 DP3 和 DP5 两条产线，进一步扩大制剂产能。管理层预计 2025 年资本开支超 14 亿元人民币 (vs. 2024 年 15.4 亿元)，2024 年末 35 亿现金+经营性正现金流足以支持产能扩张。

③ **上调目标价**：基于 2024 年强劲业绩和管理层指引，我们上调 2025-26E 经调整净利润预测 7-10%、上调 DCF 目标价至 51 港元。2025 年关注商业化订单和后期订单递交 BLA (8 个处于 PPQ) 的进展，以及产能落地节奏。

#### 盈利预测变动

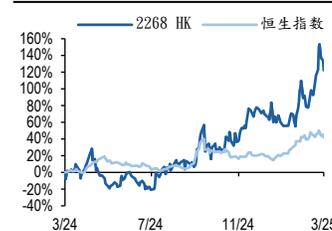
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	5,494	5,141	7%	7,348	6,827	8%	9,504		
毛利润	1,708	1,740	-2%	2,432	2,447	-1%	3,336		
毛利率	31.1%	33.8%	-2.8ppt	33.1%	35.8%	-2.8ppt	35.1%		
经调整归母净利润	1,518	1,420	7%	2,082	1,922	8%	2,797		
经调整归母净利率	27.6%	27.6%	0.0ppt	28.3%	28.2%	0.2ppt	29.4%		

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源：FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	45.90
52周低位 (港元)	14.24
市值 (百万港元)	48,040.80
日均成交量 (百万)	8.46
年初至今变化 (%)	30.51
200天平均价 (港元)	28.50

资料来源：FactSet

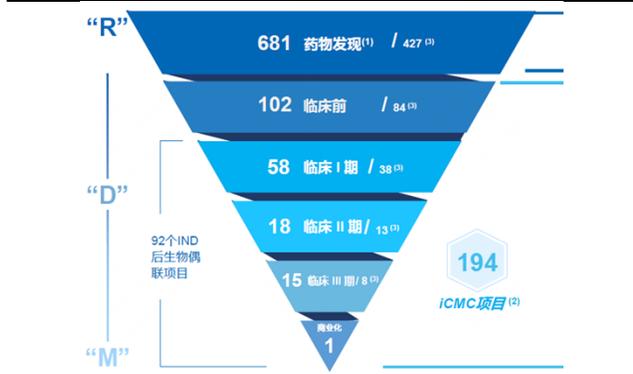
#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 诸葛乐懿

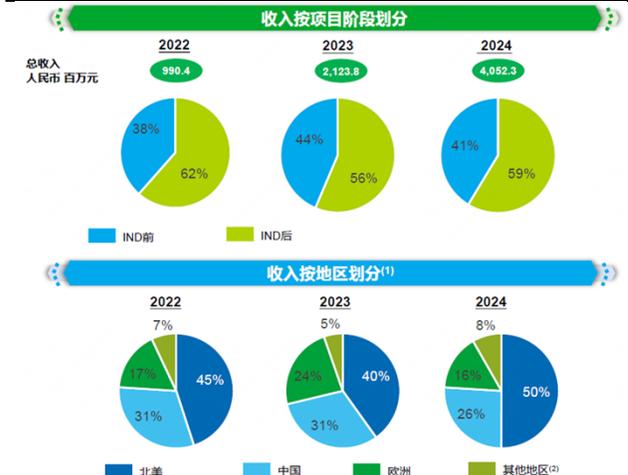
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

图表 1: “赋能-跟随-赢得分子” 战略下的项目数量



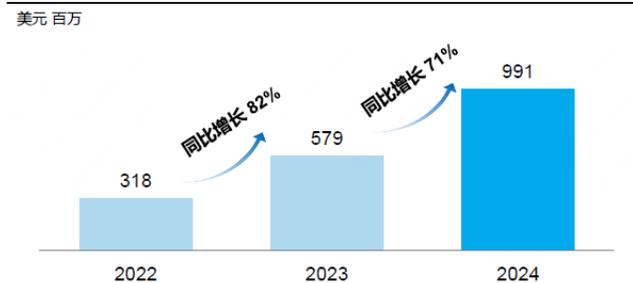
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 收入按项目阶段和地区划分



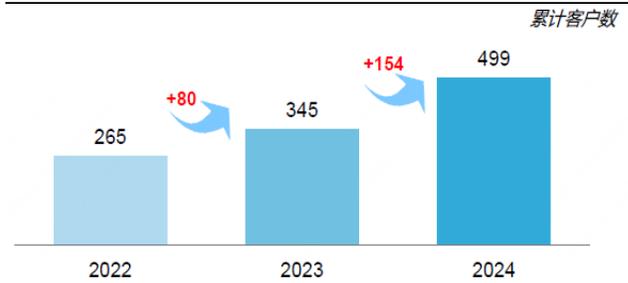
注: 1) 根据最终客户所在地对收入进行分类; 2) 主要包括亚洲 (不包括中国) 的国家及地区以及澳大利亚  
 资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 未完成订单总额稳步增长



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 快速增长的客户群



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 药明合联：DCF 估值模型

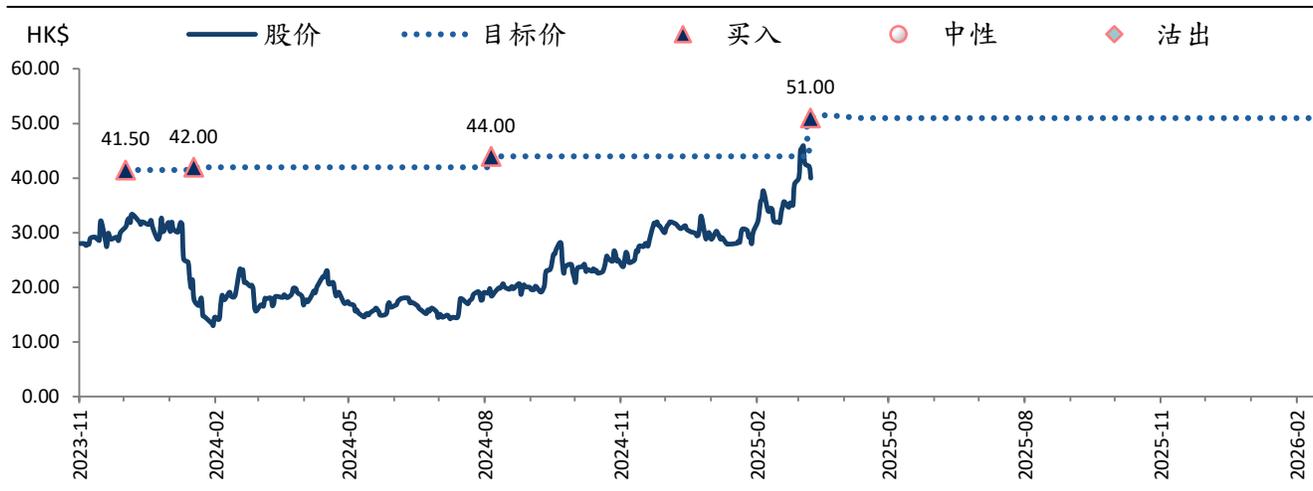
人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	5,494	7,348	9,504	12,055	14,892	17,976	20,609	22,490	24,130	25,601	26,729
EBIT	1,578	2,204	2,986	3,972	5,083	6,279	7,287	7,980	8,551	9,066	9,466
减：所得税	(237)	(331)	(448)	(596)	(762)	(942)	(1,093)	(1,197)	(1,283)	(1,360)	(1,420)
加：折旧摊销	324	407	430	445	465	491	524	562	598	635	671
减：资本性支出	(989)	(588)	(551)	(603)	(670)	(755)	(824)	(855)	(893)	(922)	(936)
减：运营资本变动	(555)	(636)	(644)	(544)	(663)	(606)	(706)	(580)	(690)	(749)	(831)
自由现金流	121	1,056	1,773	2,674	3,452	4,467	5,187	5,910	6,284	6,671	6,950
永续增长率	2%										
自由现金流现值	23,320										
终值现值	30,193										
企业价值	53,513										
净现金	2,225										
少数股东权益	-										
股权价值 (百万人民币)	55,738										
股权价值 (百万港元)	61,251										
股份数量 (百万)	1,201										
每股价值 (港元)	51.00										

WACC	
无风险利率	4.5%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.10
股权成本	13.3%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30%
有效税率	15.0%
WACC	10.6%

资料来源: 交银国际预测

图表 6: 药明合联 (2268 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
6996 HK	德琪医药	买入	3.69	6.60	78.9%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	36.33	72.00	98.2%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	152.60	208.80	36.8%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.00	44.00	91.3%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	60.90	56.20	-7.7%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	65.75	87.00	32.3%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	39.15	60.00	53.2%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	39.95	66.00	65.2%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	20.35	24.00	17.9%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.12	28.75	137.2%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.20	5.00	-30.5%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	40.00	51.00	27.5%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	25.90	12.30	-52.5%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.04	24.50	74.5%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	74.09	93.30	25.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	61.05	33.10	-45.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	7.52	11.20	48.9%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	21.05	24.60	16.8%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.98	42.50	37.2%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.55	4.80	35.3%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.65	14.00	83.1%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.70	5.80	23.3%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.87	45.00	0.3%	2024 年 10 月 28 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	36.50	42.00	15.1%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.25	3.05	-6.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 \*截至 2025 年 3 月 25 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,124	4,052	5,494	7,348	9,504
主营业务成本	(1,564)	(2,812)	(3,785)	(4,916)	(6,169)
<b>毛利</b>	<b>560</b>	<b>1,240</b>	<b>1,708</b>	<b>2,432</b>	<b>3,336</b>
销售及管理费用	(139)	(220)	(282)	(363)	(460)
研发费用	(77)	(100)	(130)	(159)	(196)
<b>经营利润</b>	<b>344</b>	<b>920</b>	<b>1,296</b>	<b>1,910</b>	<b>2,679</b>
财务成本净额	(1)	(3)	22	27	46
其他非经营净收入/费用	17	303	282	294	306
<b>税前利润</b>	<b>360</b>	<b>1,220</b>	<b>1,600</b>	<b>2,231</b>	<b>3,032</b>
税费	(76)	(150)	(197)	(275)	(373)
<b>净利润</b>	<b>284</b>	<b>1,070</b>	<b>1,403</b>	<b>1,956</b>	<b>2,659</b>
作每股收益计算的净利润	284	1,070	1,403	1,956	2,659

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,048	1,925	2,225	3,492	5,526
应收账款及票据	956	1,800	2,210	2,721	3,317
存货	47	119	433	753	994
其他流动资产	149	2,257	643	643	643
<b>总流动资产</b>	<b>5,200</b>	<b>6,101</b>	<b>5,510</b>	<b>7,609</b>	<b>10,479</b>
物业、厂房及设备	1,246	2,725	3,246	3,426	3,548
无形资产	53	45	43	42	40
其他长期资产	236	253	253	253	253
<b>总长期资产</b>	<b>1,535</b>	<b>3,023</b>	<b>3,543</b>	<b>3,722</b>	<b>3,841</b>
<b>总资产</b>	<b>6,735</b>	<b>9,124</b>	<b>9,053</b>	<b>11,330</b>	<b>14,320</b>
短期贷款	0	478	478	478	478
应付账款	915	1,409	1,578	1,773	1,965
其他短期负债	364	580	(1,178)	(1,178)	(1,178)
<b>总流动负债</b>	<b>1,279</b>	<b>2,466</b>	<b>877</b>	<b>1,072</b>	<b>1,265</b>
其他长期负债	2	18	18	18	18
<b>总长期负债</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
<b>总负债</b>	<b>1,281</b>	<b>2,485</b>	<b>895</b>	<b>1,091</b>	<b>1,283</b>
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	5,454	6,639	8,157	10,239	13,037
<b>股东权益</b>	<b>5,454</b>	<b>6,639</b>	<b>8,157</b>	<b>10,240</b>	<b>13,037</b>
<b>总权益</b>	<b>5,454</b>	<b>6,639</b>	<b>8,157</b>	<b>10,240</b>	<b>13,037</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	360	1,220	1,600	2,231	3,032
折旧及摊销	102	209	325	409	431
利息调整	0	0	(29)	(33)	(52)
税费	(76)	(150)	(197)	(275)	(373)
其他经营活动现金流	(221)	(623)	(434)	(503)	(498)
<b>经营活动现金流</b>	<b>164</b>	<b>656</b>	<b>1,266</b>	<b>1,828</b>	<b>2,539</b>
资本开支	(500)	(1,135)	(989)	(588)	(551)
其他投资活动现金流	0	0	29	33	52
<b>投资活动现金流</b>	<b>(500)</b>	<b>(1,135)</b>	<b>(960)</b>	<b>(555)</b>	<b>(499)</b>
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	4,000	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(1)	(3)	(6)	(6)	(6)
<b>融资活动现金流</b>	<b>3,999</b>	<b>(3)</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>
汇率收益/损失	49	(1,641)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>335</b>	<b>4,048</b>	<b>1,925</b>	<b>2,225</b>	<b>3,492</b>
<b>年末现金</b>	<b>4,048</b>	<b>1,925</b>	<b>2,225</b>	<b>3,492</b>	<b>5,526</b>

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.177	0.277	0.893	1.171	1.632
全面摊薄每股收益	0.177	0.263	0.830	1.089	1.518
每股账面值	5.332	5.540	6.807	8.544	10.878
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	26.3	30.6	31.1	33.1	35.1
EBITDA利润率	21.8	35.3	34.6	35.6	36.0
EBIT利润率	17.0	30.2	28.7	30.0	31.4
净利率	13.4	26.4	25.5	26.6	28.0
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	4.2	11.7	15.5	17.3	18.6
ROE	5.2	16.1	17.2	19.1	20.4
ROIC	5.2	15.0	16.2	18.3	19.7
<b>其他</b>					
流动比率	4.1	2.5	6.3	7.1	8.3
存货周转天数	22.6	40.0	60.0	70.0	70.0
应收账款周转天数	200.0	180.0	160.0	145.0	135.0
应付账款周转天数	250.0	180.0	150.0	130.0	115.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。