



药明合联 (02268.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

乘势而上，公司 XDC CRDMO 迎快速增长

业绩简评

2025 年 3 月 24 日公司披露 2024 年年报，全年实现营收 40.52 亿元，同比增长 91%；实现净利润约为 10.70 亿元，同比增长 277%，其中经调整净利润约为 11.74 亿元，同比增长 185%。

经营分析

乘势而上，公司 ADC CRDMO 迎来快速增长。(1) 客户数量快速增长，客群结构持续优化。截至 2024 年末，公司累计客户数量已达到 499 家、同比增加 154 家。其中全球药企 20 强中已有 13 家与公司开展合作，营收贡献占比达 32%。另外据公司公告披露，2024 年，中国 ADC 对外授权交易金额超 10 亿美元的项目中，约 60% 为公司客户开发项目。(2) 一站式服务能力赋能客户开发、增强客户粘性。公司是全球位数不多的具备一站式 (R/D/M) 开发 XDC (偶联药物) 能力的药企，端到端的商业模式为公司赢得了更多后期项目。截至 2024 年底，公司已有 194 个 iCMC 项目 (2024 年新赢得 23 个 iCMC 项目)，其中 92 个为 IND 后项目 (包含 15 个 III 期临床项目以及 1 个商业化项目)，2023/2024 全年 IND 后项目收入占比分别为 56%/59%。(3) 截至 2024 年末，公司未完成订单总额约 9.91 亿美元，同比增长 71%，其中北美地区的未完成订单总额同比增长超 100%。完成订单总额稳步增长助力公司持续增长。

毛利率显著提升，产能建设保障未来增长。(1) 得益于产线产能利用率、以及运营效率的提升，2024 年公司毛利率约为 30.6%，同比提升 4.3pct。未来随着部分新产线 (如 BCM2L1) 的快速产能爬坡，公司毛利率预计还有进一步提升空间。(2) 2024 年公司全年支出资本开支约 15.35 亿元，据公司公告显示，2025 年资本开支预算约为 14 亿元，将支撑公司无锡 DP5 产线初期建设 (预计 2027 年先半年投产) 和无锡基地实验室和生产设施扩建，同时保障新加坡基地将于 2025 年底投入运营。充足的产能将为公司持续发展注入动力。(3) 截至 2024 年底公司现金及等价物约为 35.40 亿元，现金负债率约为 29%，仅比行业平均值略高 2pct，强健的资产负债表和现金生成能力，将保障公司未来的资本开支。

盈利预测、估值与评级

公司作为行业龙头收益于 ADC 子赛道的高景气度，我们预计 2025/26/27 年公司实现营业收入 56.14/71.61/83.10 亿元，归母净利润 14.77/19.32/24.45 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

ADC/XDC 药物行业发展不及预期风险；外包率下滑风险；竞争加剧风险；关联交易占比较大风险；政策不确定性风险。

医药组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价 (港币)：42.100 元

相关报告：

1. 《药明合联深度研究：XDC 创新探索爆发，CRDMO 龙头增长强劲》，2024.11.30



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,124	4,052	5,614	7,161	8,310
营业收入增长率	114.44%	90.80%	38.53%	27.57%	16.03%
归母净利润(百万元)	284	1,070	1,477	1,932	2,445
归母净利润增长率	82.07%	277.24%	38.08%	30.82%	26.57%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.89	1.23	1.61	2.04
每股经营性现金流净额	0.28	0.00	1.06	1.64	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.20%	16.11%	18.24%	19.30%	19.67%
P/E	135.55	34.42	34.24	26.17	20.68
P/B	7.03	5.54	6.25	5.05	4.07

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	990	2,124	4,052	5,614	7,161	8,310
增长率	218.3%	114.4%	90.8%	38.5%	27.6%	16.0%
主营业务成本	729	1,564	2,812	3,855	4,870	5,454
%销售收入	73.6%	73.7%	69.4%	68.7%	68.0%	65.6%
毛利	261	560	1,240	1,759	2,291	2,856
%销售收入	26.4%	26.3%	30.6%	31.3%	32.0%	34.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	9	15	56	81	107	129
%销售收入	0.9%	0.7%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%
管理费用	49	124	164	225	286	332
%销售收入	5.0%	5.8%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	34	77	100	140	179	208
%销售收入	3.4%	3.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	194	313	1,223	1,638	2,134	2,672
%销售收入	19.6%	14.7%	30.2%	29.2%	29.8%	32.2%
财务费用	-2	-47	3	-40	-62	-107
%销售收入	-0.2%	-2.2%	0.1%	-0.7%	-0.9%	-1.3%
投资收益	0	0	0	0	0	3
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
营业利润	148	389	913	1,301	1,704	2,170
营业利润率	14.9%	18.3%	22.5%	23.2%	23.8%	26.1%
营业外收支						
税前利润	196	360	1,220	1,678	2,196	2,779
利润率	19.8%	16.9%	30.1%	29.9%	30.7%	33.4%
所得税	40	76	150	201	263	333
所得税率	20.5%	21.2%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	156	284	1,070	1,477	1,932	2,445
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	156	284	1,070	1,477	1,932	2,445
净利率	15.7%	13.4%	26.4%	26.3%	27.0%	29.4%

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	335	4,048	1,925	2,633	4,079	5,664
应收款项	506	956	1,800	2,186	2,468	2,749
存货	63	47	119	171	203	227
其他流动资产	499	149	2,257	2,467	2,802	2,915
流动资产	1,402	5,200	6,101	7,457	9,552	11,555
%总资产	56.2%	77.2%	66.9%	68.4%	72.1%	72.6%
长期投资	0	0	0	0	0	100
固定资产	799	1,246	2,725	3,076	3,207	3,700
%总资产	32.0%	18.5%	29.9%	28.2%	24.2%	23.2%
无形资产	271	270	277	341	471	547
非流动资产	1,094	1,535	3,023	3,439	3,699	4,368
%总资产	43.8%	22.8%	33.1%	31.6%	27.9%	27.4%
资产总计	2,496	6,735	9,124	10,895	13,252	15,922
短期借款	71	0	478	508	498	478
应付款项	481	620	1,020	1,178	1,326	1,363
其他流动负债	462	659	968	1,112	1,418	1,645
流动负债	1,014	1,279	2,466	2,797	3,242	3,487
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	18	2	2	2
负债	1,016	1,281	2,485	2,799	3,243	3,488
普通股股东权益	1,481	5,454	6,639	8,096	10,008	12,434
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	1,480	5,453	6,639	8,096	10,008	12,434
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,496	6,735	9,124	10,895	13,252	15,922

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.18	0.28	0.89	1.23	1.61	2.04
每股净资产	1.23	4.55	5.53	6.74	8.33	10.35
每股经营现金净流	0.21	0.28	0.00	1.06	1.64	1.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	10.52%	5.20%	16.11%	18.24%	19.30%	19.67%
总资产收益率	6.24%	4.21%	11.72%	13.56%	14.58%	15.36%
投入资本收益率	9.95%	4.52%	15.07%	16.76%	17.87%	18.21%
增长率						
主营业务收入增长率	218.33%	114.44%	90.80%	38.53%	27.57%	16.03%
EBIT 增长率	188.34%	61.25%	290.74%	33.96%	30.26%	25.21%
净利润增长率	183.51%	82.07%	277.24%	38.08%	30.82%	26.57%
总资产增长率	183.76%	169.80%	35.47%	19.41%	21.63%	20.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	98.6	108.1	106.4	110.4	99.5	95.2
存货周转天数	21.4	12.6	10.6	13.5	13.8	14.2
应付账款周转天数	126.8	126.7	105.0	102.6	92.5	88.8
固定资产周转天数	206.1	173.3	176.4	186.0	157.9	149.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.77%	-74.18%	-28.05%	-31.70%	-40.70%	-46.06%
EBIT 利息保障倍数	66.6	421.8	381.6	83.1	106.1	136.9
资产负债率	40.68%	19.02%	27.23%	25.69%	24.47%	21.91%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究