

药明合联 (2268.HK): 24 年业绩略超预期, 维持 25 年 35%收入增速指引

公司 2024 年业绩略超此前公布的正面盈利预告, 2025 年收入预计将实现 35%以上增速。重申“买入”评级, 目标价为 50 港元。

- 2024 年实际业绩略超此前公布的正面盈利预告。2024 年实现收入人民币 40.52 亿元(+91% YoY), 略超出此前公告的 85%收入增速; 经调整 Non-IFRS 归母净利润为 11.7 亿元(+185% YoY), 同样超出此前公告的 170% YoY 增速。若剔除利息收入和支出, 经调整净利润为 9.92 亿元(+171% YoY), 显示出强劲的业务增速。利润率方面, 毛利率提升至 30.6% (vs. 2023 年: 26.3%), 主要受益于产线产能利用率的提升; 经调整净利率(不含利息收入与支出)提升至 24.5% (vs. 2023 年: 17.2%)。
- 维持 2025 年 35%收入增速指引, 利润率水平有望保持稳定。收入端, 2024 年底公司在手订单达到 9.9 亿美元 (+71.2% YoY), 为公司 2025 年实现 35%收入增速提供了强有力的保障。尽管 2024 年实际业绩超出此前公布的盈利预喜, 但管理层仍然维持此前在 JPM 大会上提供的 35%收入增速指引, 并有信心 2025 年实际收入实现超指引的增速。注意, 尽管目前公司有一个商业化项目, 但由于药明合联属于该药品的“二供”(第二供应商), 目前仍在等待监管批准, 该商业化生产收入并未包含在上述收入指引内。利润率方面, 公司预计毛利率将较 2024 年维持相对稳定, 尽管有新产能不断上线(包括 2024 年底 BCM2 L2, 2025 年上半年无锡 DP3, 2025 年底新加坡产能)及原有生产设施扩大产能安排, 公司计划各种方法(例如: 药明集团 WBS)不断优化运营来对冲对毛利率的冲击。此外, 公司将继续严格控制销售行政等运营费用, 有信心将经调整净利率(不含利息收入与支出)维持在 2024 年相似水平。另外, 2025 年资本开支预计约 14 亿元 (vs. 2024 年: 15.35 亿元), 主要由于投入新加坡产能建设(约 8 亿元)、无锡产能建设(约 4 亿元)及维护费用(约 1.5 亿元)。
- 北美地区强劲增长是公司收入主要驱动力之一。回首 2024 年, 美国地区无论是收入还是询单需求均快于其他地区。2024 年北美地区收入占比进一步提升至 50% (vs. 2023 年: 40%)。此外, 2024 年美国地区 iCMC 阶段项目询单请求增长 43% YoY, 快于公司整体 iCMC 阶段项目询单请求(+38% YoY)。展望未来, 北美地区未完成订单增速同比超过 100%, 远快于公司整体 71%的未完成订单增速。
- 维持“买入”评级, 目标价 50 港元。我们将 2025/2026E 经调整归母净利润上调 28%/24%, 主要系上调此前收入预测、轻微下调毛利预测和运营费用预测。同时, 我们引入 2027E 财务预测。给予公司 1.05x PEG 目标估值倍数, 对应 31x 2026E PE, 我们得到新的目标价 50 港元。
- 投资风险: ADC 外包行业增速放缓、中美地缘政治风险加剧、竞争激烈、ADC 药物临床研发不顺。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

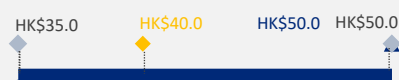
2025 年 3 月 26 日

评级

买入

目标价 (港元)	50.0
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (港元)	40.0
52 周内股价区间 (港元)	14.0-46.9
总市值 (百万港元)	48,041
近 3 月日均成交额 (百万)	194

市场预期区间

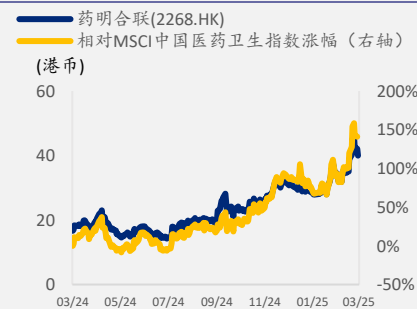


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

注: 截至 2025 年 3 月 25 日收盘价

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,124	4,052	5,569	7,618	9,987
同比增速 (%)	114.4%	90.8%	37.4%	36.8%	31.1%
归母净利润	284	1,070	1,302	1,739	2,356
同比增速 (%)	82.1%	277.2%	21.7%	33.6%	35.5%
PE (x)	136.1	42.6	35.1	26.3	19.4

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 药明合联

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,124	4,052	5,569	7,618	9,987
营业成本	-1,564	-2,812	-3,870	-5,333	-6,891
毛利润	560	1,240	1,698	2,285	3,096
销售费用	-15	-56	-72	-91	-110
管理费用	-124	-164	-217	-289	-370
研发费用	-77	-100	-139	-183	-240
核心营业利润	344	920	1,270	1,722	2,377
利息支出	-1	-3	-6	-6	-6
利息收入	47	185	96	141	186
其他	-31	118	120	120	120
利润总额	360	1,220	1,480	1,976	2,677
所得税	-76	-150	-178	-237	-321
净利润	284	1,070	1,302	1,739	2,356
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	284	1,070	1,302	1,739	2,356
经调整净利	412	1,174	1,422	1,877	2,514

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,048	1,925	3,523	4,660	6,928
应收票据及应收账款	956	1,800	2,289	2,922	3,284
存货	47	119	283	391	505
其他流动资产	149	2,257	2,257	2,257	2,257
流动资产合计	5,200	6,101	8,352	10,230	12,973
固定资产	1,246	2,725	4,343	5,706	6,917
无形资产	53	45	49	53	57
其他非流动资产	236	253	253	253	253
非流动资产合计	1,535	3,023	4,646	6,012	7,227
短期借款	0	478	478	478	478
应付票据及应付账款	915	1,409	3,981	5,485	7,088
应交税费	34	72	72	72	72
其他流动负债	330	508	508	508	508
流动负债合计	1,279	2,466	5,038	6,543	8,146
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	18	18	18	18
非流动负债合计	2	18	18	18	18
实收资本(或股本)	0	0	0	0	0
未分配利润	5,454	6,639	7,941	9,680	12,036
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	5,454	6,639	7,941	9,681	12,036

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前净利润	360	1,070	1,302	1,739	2,356
固定资产折旧	52	126	188	246	297
营运资本变动	-94	-422	1,919	764	1,127
其他	16	-1,893	0	0	0
经营活动现金流量净额	333	-1,120	3,409	2,748	3,780
资本开支	-539	-1,711	-1,811	-1,612	-1,512
其他	448	11	0	0	0
投资活动现金流量净额	-91	-1,700	-1,811	-1,612	-1,512
股权融资	3,604	0	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	3,522	697	0	0	0
筹资活动现金流量净额	3,522	697	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	3,713	-2,122	1,598	1,137	2,268
期初现金及现金等价物	335	4,048	1,925	3,523	4,660
期末现金及现金等价物	4,048	1,925	3,523	4,660	6,928

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.26	0.83	1.01	1.35	1.83
每股销售额	1.97	3.15	4.32	5.91	7.74
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	114.4%	90.8%	37.4%	36.8%	31.1%
核心营业利润	102.9%	167.7%	38.1%	35.6%	38.1%
归母净利润	82.1%	277.2%	21.7%	33.6%	35.5%
费用与利润率					
毛利率	26.3%	30.6%	30.5%	30.0%	31.0%
核心经营利润率	16.2%	22.7%	22.8%	22.6%	23.8%
归母净利率	13.4%	26.4%	23.4%	22.8%	23.6%
财务杠杆					
流动比率 (x)	4.1	2.5	1.7	1.6	1.6
速动比率 (x)	4.0	2.4	1.6	1.5	1.5
现金比率 (x)	3.2	0.8	0.7	0.7	0.9
负债/权益	0.2	0.4	0.6	0.7	0.7
估值					
市盈率 (x)	136.1	42.6	35.1	26.3	19.4
市销率 (x)	18.0	11.3	8.2	6.0	4.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图表 2: SPDBI 目标价: 药明合联 (2268.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

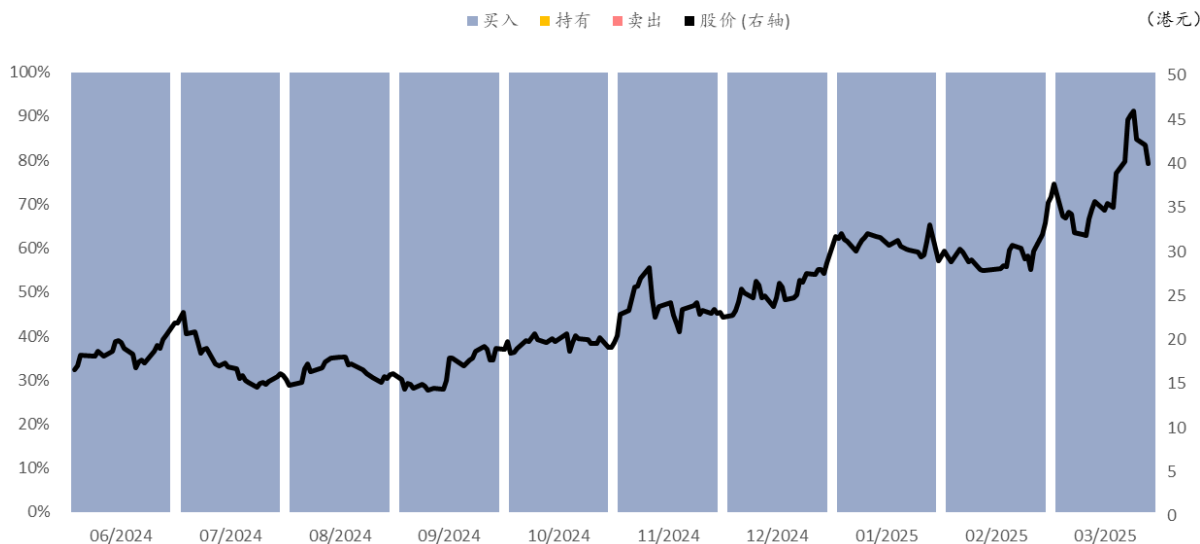
图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	255.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.0	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.1	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.6	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.7	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	253.2	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	152.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	222.6	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.7	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	60.9	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	20.4	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	36.4	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.5	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	16.9	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.2	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.9	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.3	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	65.8	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.2	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	40.0	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	28.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	36.6	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.9	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	7.9	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	44.9	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.6	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	67.9	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	66.6	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	15.8	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	26.9	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	25.9	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	40.0	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	240.3	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	17.8	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.5	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.8	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.2	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.4	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	15.5	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	375.2	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.3	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.0	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.4	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	4.4	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.9	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.3	持有	6.6	互联网医疗

注：数据截至 2025 年 3 月 25 日港股收盘；资料来源：Bloomberg、浦银国际

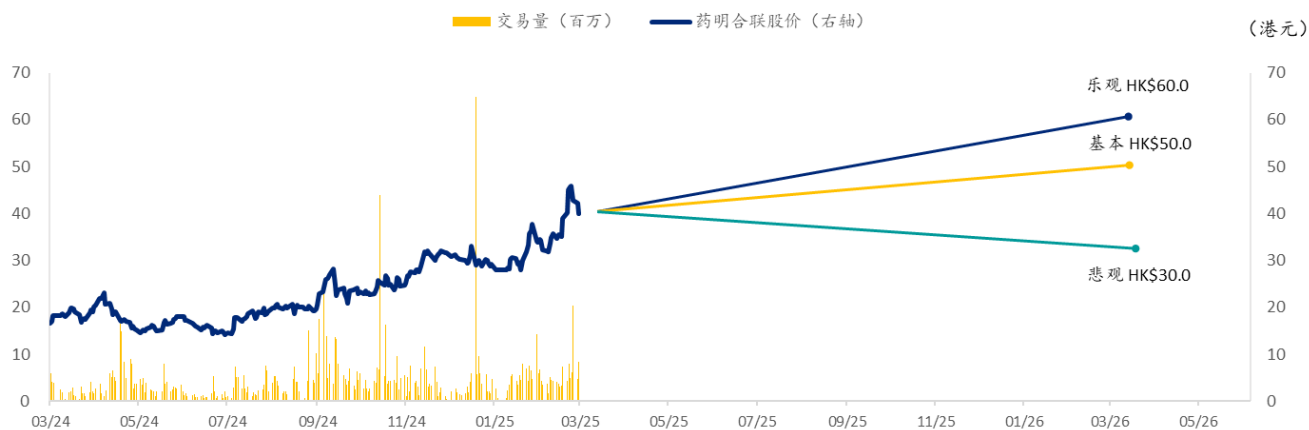
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：药明合联市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：药明合联 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：60.0 港元

- 公司未来 3 年收入 CAGR 超过 40%
- 毛利率提升好于预期
- ADC 外包行业竞争格局良好
- ADC 药物研发顺利推进
- 中美地缘政治缓和

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：30.0 港元

- 公司未来 3 年收入 CAGR 小于 25%
- 毛利率不及预期
- ADC 外包行业竞争加剧
- ADC 药物研发不顺
- 中美地缘政治摩擦加剧

资料来源：浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

