

## 业绩表现强劲，订单及全球产能贡献持续增长动能

2025 年 03 月 27 日

➤ **事件:** 3 月 24 日, 药明合联发布 2024 年业绩公告, 全年收入规模同比增长 91%至 40.52 亿元人民币, 归母净利润同比增长 277%至 10.70 亿元, 经调整净利润同比增 185%至 11.74 亿元, 毛利率增 4.3pct 至 30.6%, 经调整净利率同比增 7.3pct 至 26.4%。

➤ **分业务线: 新增项目增长强劲, 研发项目多元发展。** 2024 年公司服务的 45 个早期发现项目推进至 iCMC 阶段, 存量早期发现项目增长至 681 个; 公司新签 53 个综合项目, 其中后端生产项目达到 9 个, 包括 8 个 PPQ 项目和 1 个商业化项目, 2024 年公司 IND 前服务收入 16.76 亿元 (yoy+80.6%), IND 后服务收入 23.77 亿元 (yoy+98.5%), 看好公司“赋能-跟随-赢得分子”战略下, 综合项目不断推进至后期产生的业绩乘数效应。

➤ **无锡基地主要产线接近满产, 全球新产能布局彰显业务发展信心和战略远景。** 1) 目前无锡基地主要生产线 (BCM1、BCM2 L1、DP1、DP2) 均为高/满负荷运行且交付成功率达到 99%+, 第二条 mAb/DS 双功能生产线已经于 4Q24 投入运营。2) 当前偶联制剂产能为 800 万瓶/年, 随着 2025 年上半年 DP3 产线投入运营, 公司预计将新增 700 万瓶/年的产能, 2027 年 DP5 产能运营后, 偶联制剂产能将提升至 1,200 万瓶/年。3) 新加坡生产基地预计于 2025 年底投入, 规划偶联制剂产能将达到 800 万瓶/年, 为全球客户提供世界级的商业化生产能力和抗体中间体、原液、制剂的一站式生产服务。

➤ **充沛订单贡献业绩增长动能, 全球优质客户群不断扩容。** 1) 在手及新签订单高增: 公司 2024 年底在手订单 9.91 亿美元, **同比增长 71%, 新签合同金额增速与在手订单同步高增**; 2) 优质客户群持续扩容: 公司累计服务客户达到 499 名, 全球 TOP20 药企中的 13 家与公司开展项目合作, 收入贡献比例提升至 32%; 3) 询单请求高增指向积极的订单和客户增长前景: 2024 年 iCMC 阶段项目询单请求同比增 38%, 其中美国地区 iCMC 阶段项目询单请求同比增长 43%, 客户和订单动态展望积极。

➤ **投资建议:** 药明合联是全球领先的一站式 ADC CRDMO 龙头, 业绩持续高速增长, 我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 55.54/72.91/93.95 亿元, 同比增长 37.1%/31.3%/28.9%, 归母净利润 13.42/18.70/24.48 亿元, 对应 PE 为 35/25/19 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 需求下降风险、技术迭代风险、业务扩张风险、市场竞争风险、海外扩展和经营风险等。

**推荐**

**维持评级**

**当前价格:**

**41.90 港元**



**分析师 王班**

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

**分析师 袁维超**

执业证书: S0100524080005

邮箱: yuanweichao@mszq.com

### 相关研究

1. 药明合联 (2268.HK) 2024 年半年报点评: 业绩、订单强劲增长, 产能释放下盈利能力显著改善-2024/08/22
2. 药明合联 (2268.HK) 事件点评: 大幅提升原材料采购协议上限, 需求、订单持续高增长-2024/04/29
3. 药明合联 (2268.HK) 2023 年年报点评: 一站式平台赋能 ADC 新药研发, 全球产能加速扩建中-2024/03/26
4. 药明合联 (2268.HK) 2023 年业绩预告点评: 业绩增长超预期, 全球 ADC 外包龙头高速增长-2024/02/02
5. 药明合联 (2268.HK) 深度报告: ADC 行业高景气, 一站式 CRDMO 龙头高速发展-2023/11/27

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,052	5,554	7,291	9,395
增长率 (%)	90.8	37.1	31.3	28.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,070	1,342	1,870	2,448
增长率 (%)	277.2	25.4	39.4	30.9
每股收益 (元)	0.89	1.12	1.56	2.04
PE	43	35	25	19
PB	7.0	5.8	4.7	3.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 3 月 27 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

**公司财务报表数据预测汇总**

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>6,101</b>	<b>6,533</b>	<b>7,726</b>	<b>10,850</b>
现金及现金等价物	1,925	1,684	1,984	4,110
应收账款及票据	1,573	2,130	2,731	3,532
存货	119	271	412	465
其他	2,484	2,448	2,599	2,742
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,023</b>	<b>3,905</b>	<b>4,541</b>	<b>4,956</b>
固定资产	2,725	3,596	4,236	4,654
商誉及无形资产	277	289	285	281
其他	21	21	21	21
<b>资产总计</b>	<b>9,124</b>	<b>10,438</b>	<b>12,267</b>	<b>15,806</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,466</b>	<b>2,438</b>	<b>2,398</b>	<b>3,489</b>
短期借款	478	0	0	0
应付账款及票据	1,020	1,222	1,166	1,902
其他	968	1,216	1,232	1,588
<b>非流动负债合计</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
长期借贷	0	0	0	0
其他	18	18	18	18
<b>负债合计</b>	<b>2,485</b>	<b>2,457</b>	<b>2,416</b>	<b>3,507</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	6,639	7,981	9,850	12,298
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>6,639</b>	<b>7,981</b>	<b>9,851</b>	<b>12,299</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>6,639</b>	<b>7,981</b>	<b>9,851</b>	<b>12,299</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9,124</b>	<b>10,438</b>	<b>12,267</b>	<b>15,806</b>

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>832</b>	<b>1,105</b>	<b>2,731</b>
净利润	NA	1,342	1,870	2,448
少数股东权益	NA	0	0	0
折旧摊销	NA	138	169	190
营运资金变动及其他	NA	-647	-934	94
<b>投资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>-586</b>	<b>-805</b>	<b>-605</b>
资本支出	NA	-1,020	-805	-605
其他投资	NA	434	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>NA</b>	<b>-486</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
借款增加	NA	-478	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	0	0	0
其他	NA	-8	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>NA</b>	<b>-241</b>	<b>300</b>	<b>2,126</b>

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

注: 由于 2024 财年现金流量表部分数据尚未完全披露, 因此未披露部分暂用 NA 列示

利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,052</b>	<b>5,554</b>	<b>7,291</b>	<b>9,395</b>
其他收入	0	60	85	90
营业成本	2,812	3,699	4,776	6,135
销售费用	56	78	102	132
管理费用	164	211	255	301
研发费用	100	111	131	150
财务费用	3	-15	-20	-24
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	303	0	0	0
除税前利润	1,220	1,530	2,132	2,791
所得税	150	188	262	344
净利润	1,070	1,342	1,870	2,448
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,070</b>	<b>1,342</b>	<b>1,870</b>	<b>2,448</b>
EBIT	1,223	1,515	2,112	2,768
EBITDA	1,223	1,653	2,280	2,958
EPS (元)	0.89	1.12	1.56	2.04

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	90.80	37.07	31.27	28.86
归属母公司净利润	277.24	25.43	39.36	30.92
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	30.60	33.40	34.50	34.70
销售净利率	26.40	24.15	25.64	26.05
ROE	16.11	16.81	18.98	19.90
ROIC	15.07	16.65	18.80	19.73
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	27.23	23.54	19.70	22.19
净负债比率(%)	-21.80	-21.10	-20.14	-33.42
流动比率	2.47	2.68	3.22	3.11
速动比率	1.69	1.72	2.16	2.35
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.57	0.64	0.67
应收账款周转率	3.38	3.00	3.00	3.00
应付账款周转率	3.43	3.30	4.00	4.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.89	1.12	1.56	2.04
每股经营现金流	0.00	0.69	0.92	2.27
每股净资产	5.53	6.65	8.20	10.24
<b>估值比率</b>				
P/E	43	35	25	19
P/B	7.0	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	36.67	27.13	19.67	15.16

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048