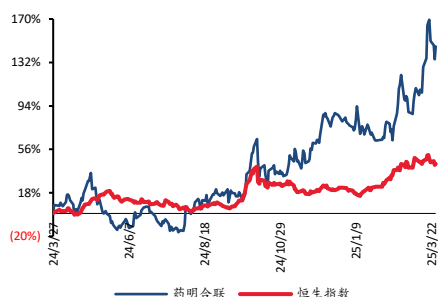


医药

药明合联：全年业绩增长强劲，维持高增长的势头

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 12.01/12.01
总市值/流通(亿港元) 503.23/503.23
12 个月内最高/最低价 46.9/14.08 (港元)

相关研究报告

<<风劲帆满立潮头，药明合联乘势而兴>>—2024-03-21

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：郭广洋

电话：15601950558

E-MAIL: guoguangyang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524100001

事件：2025 年 3 月 24 日，药明合联发布 2024 年年度业绩：全年实现营业收入 40.52 亿元人民币，同比增长 91%；毛利 12.39 亿元人民币，同比增长 122%；净利润 10.69 亿元人民币，同比增长 277%；经调整净利润 11.74 亿元人民币，同比增长 185%。

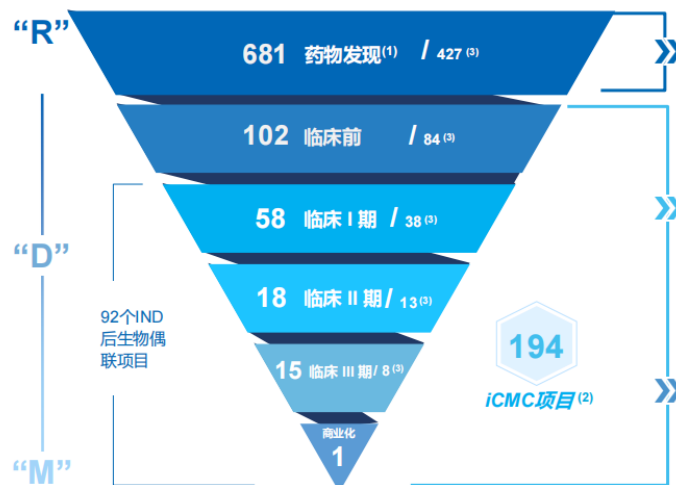
业务增长强劲，北美地区收入保持稳定

药明合联通过构建一体化能力全生命周期陪伴客户，逐步从行业竞争中脱颖而出。公司成立至今，ADC 项目总数约 700 个，XDC 项目约 200 个；服务全球客户累计高达 500 家，累积赋能客户递交 85 份 IND 申请。

公司全年业务增长强劲，主要因素包括：（1）全球 ADC 和泛偶联药外包服务市场快速增长，公司作为行业领先的 ADC CRDMO 服务提供商，实现了客户及项目数量的高增长；（2）更多项目进入后期开发阶段。

公司“赋能、跟随和赢得分子”战略成功推动项目持续快速增长：iCMC 项目总数达到 194 个，其中包括 2024 年新签 53 个综合项目；后期项目（临床 II 期和 III 期）数量增至 34 个，其中 1 个商业化项目，8 个 PPQ 项目有潜力提交 BLA。

图表1：“赋能、跟随和赢得分子”战略推动项目增长



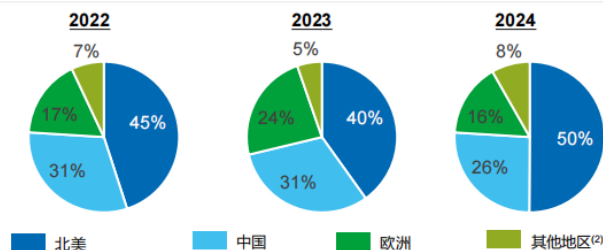
资料来源：药明合联，太平洋证券整理

尽管药明系受到美国《生物安全法案》的影响，但药明合联 2024 年来自北美地区的收入保持稳定、约占 50%，2024 年美国地区 iCMC 阶段项

药明合联：全年业绩增长强劲，维持高增长的势头

目询单请求同比增长 43%，这说明药明合联在外界不利因素的干扰之下，依旧能够获得客户的信任。

图表2：药明合联按地区划分的收入情况



资料来源：药明合联，太平洋证券整理

毛利率超过 30%，在手订单充沛，产能建设持续投入

药明合联的毛利率同比提升 4.3pct 至 30.6%，主要归因于：（1）进一步提升产线的产能利用率；（2）新产线 BCM2 L1 的快速产能爬坡；（3）集团运营及生产效率的提升；以及（4）持续的成本管控及采购策略优化。

截至 2024 年 12 月 31 日，药明合联在手未完成订单高达 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%。充沛的在手订单量有望持续的驱动公司业绩高增长。

随着全球范围内 ADC 药物陆续获批上市，作为有高技术门槛的 ADC CMC 生产设施和产能提升将成为 ADC 药物可及性放量的关键。药明合联为满足全球客户日益增长的生产需求，全球产能持续投入；新加坡生产工厂有望在 2025 年底投产，为商业化生产项目保驾护航，也为海外业绩的增长提供保障。

全球 ADC 赛道景气依旧，药明合联业绩高增长有望持续

回顾整个 2024 年，全球 ADC 赛道在市场规模增长、技术创新、临床开发和国际交易合作等方面都表现出了非常积极的态势：全球 ADC 药物市场规模持续增长，达到 130 亿美元，其中 Enhertu 的销售额增长至 37.54 亿美元，同比增长 46%；临床开发持续开花结果，不断有新的 ADC 分子进入关键临床，并有多款 ADC 药物在国内外获批上市；国际合作上，ADC 领域产生多起大额交易，多个跨国药企如强生、BMS、罗氏、诺华等通过合作授权、共同开发、并购等方式重金加注 ADC 赛道。

药明合联作为全球领先的生物偶联药领域一站式 CRDMO 平台，在客户群体中的影响力不断提升，充沛的在手订单量和海外商业化生产基地的投入使用有望维持业绩持续高增长的势头。

盈利预测与投资评级：根据药明合联的在手订单数量以及客户的管线进展，我们预测公司 2025/2026/2027 年的净利润分别为 14.56/19.97/27.04 亿。2024 年经调整的利润额度是 1.04 亿元，我们假设

2025-2027 年的经调整利润额度依旧 1.04 亿元，经调整后的净利润分别为 15.60/21.01/28.08 亿元，CAGR 是 34.16%，对应 2025 年的 PEG 为 0.84。

ADC 赛道处于爆发初期，药明合联作为细分领域的龙头具有绝对的竞争优势，业绩有望持续高增长。考虑到药明合联是高成长性的公司，我们给予公司 2024 年的 PEG 等于 1 的估值，PE 值为 34.16，对应市值是 570 亿港元。维持“买入”评级。

风险提示：政策不确定增加的风险；竞争日益加剧的风险；客户削减研发开支或者自建产能，对外包需求下降的风险；人才流失的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4052	5513	7489	9248
营业收入增长率(%)	91%	36%	36%	23%
归母净利（百万元）	1070	1456	1997	2704
净利润增长率(%)	277%	36%	37%	35%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.21	1.66	2.25
市盈率（PE）	34.44	32.99	24.05	17.77

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

药明合联：全年业绩增长强劲，维持高增长的势头

资产负债表（百万）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,101	7,143	9,993	13,504
现金	1,925	1,242	2,365	4,495
应收账款及票据	1,573	2,140	2,908	3,590
存货	119	162	219	259
其他	2,484	3,598	4,502	5,159
非流动资产	3,023	4,386	4,747	4,993
固定资产	2,725	4,109	4,489	4,752
无形资产	277	256	237	220
其他	21	21	21	21
资产总计	9,124	11,529	14,740	18,497
流动负债	2,466	3,415	4,629	5,681
短期借款	478	701	961	1,244
应付账款及票据	1,020	1,396	1,879	2,227
其他	968	1,318	1,790	2,210
非流动负债	18	18	18	18
长期债务	0	0	0	0
其他	18	18	18	18
负债合计	2,485	3,433	4,647	5,700
普通股股本	0	0	0	0
储备	6,639	8,095	10,093	12,797
归属母公司股东权益	6,639	8,096	10,093	12,797
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,639	8,096	10,093	12,797
负债和股东权益	9,124	11,529	14,740	18,497
现金流量表（百万）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	1,213	1,614	2,146
净利润	1,070	1,456	1,997	2,704
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	203	246	261
营运资金变动及其他	-1,070	-447	-630	-819
投资活动现金流	0	-2,102	-725	-267
资本支出	0	-1,567	-607	-507
其他投资	0	-535	-118	240
筹资活动现金流	0	206	234	251
借款增加	0	223	259	284
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-18	-25	-33
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	-684	1,124	2,130

资料来源：药明合联，太平洋证券

利润表（百万）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,052	5,513	7,489	9,248
其他收入	0	0	0	0
营业成本	2,812	3,850	5,180	6,140
销售费用	56	76	104	128
管理费用	164	223	304	375
研发费用	100	136	185	228
财务费用	3	-21	0	-14
除税前溢利	1,220	1,661	2,278	3,084
所得税	150	204	280	380
净利润	1,070	1,456	1,997	2,704
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,070	1,456	1,997	2,704
EBIT	1,223	1,640	2,278	3,069
EBITDA	1,223	1,843	2,524	3,330
EPS（元）	0.89	1.21	1.66	2.25
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	90.80%	36.04%	35.85%	23.48%
归属母公司净利润	277.24%	36.14%	37.16%	35.37%
获利能力				
毛利率	30.60%	30.16%	30.83%	33.61%
销售净利率	26.40%	26.42%	26.67%	29.24%
ROE	16.11%	17.99%	19.79%	21.13%
ROIC	15.07%	16.35%	18.07%	19.17%
偿债能力				
资产负债率	27.23%	29.78%	31.53%	30.81%
净负债比率	-21.80%	-6.67%	-13.92%	-25.41%
流动比率	2.47	2.09	2.16	2.38
速动比率	2.34	1.96	2.03	2.25
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.53	0.57	0.56
应收账款周转率	3.38	2.97	2.97	2.85
应付账款周转率	3.43	3.19	3.16	2.99
每股指标（元）				
每股收益	0.89	1.21	1.66	2.25
每股经营现金流	0.00	1.01	1.34	1.79
每股净资产	5.53	6.74	8.40	10.66
估值比率				
P/E	34.44	32.99	24.05	17.77
P/B	5.54	5.93	4.76	3.75
EV/EBITDA	28.89	25.77	18.47	13.45

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。