

24 年业绩超预期，新签项目 维持强劲

药明合联 (2268.HK)

核心观点

药明合联发布 24 年业绩报告，公司实现营收 40.5 亿元，经调整净利 11.7 亿元，同比增长 29%。储备订单同比增长 71%。24 年公司新签综合项目 53 个，累积综合项目数达 194 个，其中 8 个 PPQ 项目和 1 个商业化项目，为未来商业化增长打下坚实基础。展望 25 年，我们认为蓬勃发展的下游市场叠加公司在 XDC CRDMO 领域领先的能力和 market 地位，公司仍将维持高速增长。产能方面无锡基地 BCM L2 持续爬坡，DP3 有望完成建设，新加坡基地有序推进，而随着自有产能爬坡以及生产回转带来的外包需求减小，公司利润率水平有望维持较高水平。

事件

药明合联发布 2024 年业绩报告

3 月 24 日，公司发布 2024 年业绩报告，公司 24 年实现营收 40.5 亿元，同比增长 91%，实现毛利 12.4 亿元，同比增长 122%，毛利率 30.6%。实现净利润 10.7 亿元，同比增长 277%，实现经调整净利润 11.7 亿元，同比增长 185%，经调整净利润（不含利息收入和支出）9.9 亿元，同比增长 171%。截止 24 年底，未完成订单 9.9 亿美元，同比增长 71%。

简评

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,123.84	4,052.32	5,559.90	6,935.73	8,680.52
YOY(%)	114.44	90.80	37.20	24.75	25.16
净利润(百万元)	283.54	1,069.62	1,374.71	1,661.07	2,109.13
经调整净利(百万元)	412.30	1,174.00	1,482.61	1,742.59	2,184.05
YOY(%)	112.13	184.74	26.29	17.54	25.33
毛利率(%)	26.35	30.60	31.00	32.00	34.00
净利率(%)	13.35	26.40	24.73	23.95	24.30
ROE(%)	5.20	16.11	17.15	17.17	17.90
EPS(元/股，摊薄)	0.24	0.89	1.14	1.38	1.76
P/E(倍)	169.43	44.91	34.95	28.92	22.78
P/B(倍)	8.81	7.24	5.99	4.97	4.08

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期: 2025 年 03 月 29 日

当前股价: 40.00 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	17.47/17.46	26.78/10.63	123.46/81.98
12 月最高/最低价 (港元)			45.90/14.24
总股本 (万股)			120,102.20
流通 H 股 (万股)			120,102.20
总市值 (亿港元)			480.41
流通市值 (亿港元)			480.41
近 3 月日均成交量 (万)			576.26
主要股东			
药明生物技术有限公司			50.10%

股价表现



相关研究报告

【中信建投医药生物】药明合联
24.08.24 (2268):24H1 业绩超预期，在手订单快速增长

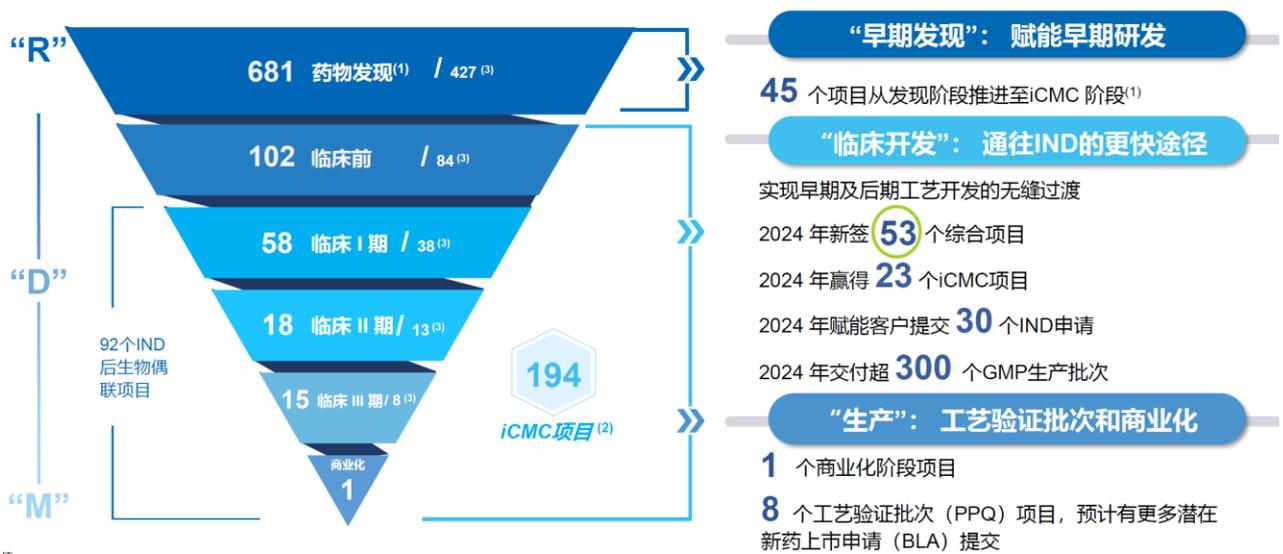
营收利润快速增长，项目管线持续增加

2024 年公司实现营收 40.5 亿元，同比增长 91%，实现毛利 12.4 亿元，同比增长 122%，毛利率 30.6%，同比提高 4.3 个百分点。毛利率的快速提高主要得益于无锡基地产能利用率的快速提高、公司运营效率的提升以及采购策略的优化；2024 年公司实现净利润 10.7 亿元，同比增长 277%，实现经调整净利润 11.7 亿元，同比增长 185%，经调整净利润（不含利息收入和支出）9.9 亿元，同比增长 171%。截止 24 年底，未完成订单 9.9 亿美元，同比增长 71%，新签订单与在手订单增速保持同步，北美地区未完成订单总额同比增长超 100%，高速增长在手订单也为公司未来的增长打下坚实的基础。

以项目所处阶段划分，公司 24 年 IND 前收入 16.8 亿元，占比 41.4%，IND 后收入 23.8 亿元，占比 58.6%；以收入地区来看，公司 24 年北美地区收入 20.3 亿元，在营收中占比由 23 的 40%提高至 50%，中国地区收入 10.5 亿元，占比下降至 26%，欧洲地区收入 6.4 亿元，营收占比 16%。

在公司全面的技术能力和“赋能、跟随并赢得分子”战略的指引下，公司项目管线增长迅速，2024 年公司新签 53 个综合项目，截止 2024 年底，公司已完成 681 个药物发现项目，其中 45 个项目由药物发现阶段进入 CMC。“D 端”项目 194 个，其中 102 个临床前项目，58 个临床 I 期，18 个临床 II 期，15 个项目处于临床 III 期，相比 2023 年底的 8 个 III 期项目增长迅速。在处于 III 期的项目中，已有 8 个处于 PPQ 阶段（生产工艺验证），即将提交 BLA 申请，同时还有一个项目已经进入商业化阶段。

图 1: 药明合联管线“漏斗”图示意



数据来源：药明合联业绩报告，中信建投证券

产能建设有序推进，海外基地进展顺利

公司位于无锡的生物偶联药物抗体中间体和原液的双功能生产线已于 23Q3 开始运营，产能利用率爬坡迅速，同样采用双功能设计的第二条产线也已于 2024Q4 投入运行，目前正在产能爬坡。公司截止 24Q4 制剂产能约 800 万瓶/年，而 DP3 产线预计将于 2025H1 投入使用，有望使制剂产能翻倍。海外方面为了实现公司“全球双厂生产”策略，公司在新加坡同样进行了全面的产能布局，使之同样具有一站式的“端到端”生产能力，规划包括抗体中间体、毒素-连接子、偶联原液和制剂在内的所有产能。新加坡“模块化”工厂推进顺利，预计将于 2026 年开始投入使用。

表 1:新加坡基地未来规划产能

四条规划生产线	具体内容	投产时间
一条生物偶联药物抗体中间体和原料药双功能生产线（XmAb/XBCM3）	双功能 XmAb/XBCM3 生产线的设计产能为每批 200-2000 升抗体中间体或每批最多 2000 升生物偶联原料药。	
一条原料药生产线（XBCM4）	XBCM4 设施的设计产能为每批最多 500 升生物偶联原料药。	2026 年
一条制剂生产线（XDP4）	偶联药品设施 XDP4 设计为生产液体及冻干剂型，设有隔离灌装线（配备一台 10m ² 冻干机及两台 30m ² 冻干机），年产能最多分别为 800 万瓶、300 万瓶。	

资料来源：公司公告，中信建投证券

期间费用率有所降低，毛利率改善明显：公司 24 年销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 1.38%、4.05% 和 2.50%，相比 23 年分别+0.66 百分点、-4.31 百分点和-1.15 百分点，销售费用绝对值此前较小，24 年费用上升带动费用率略有增加，管理费用率有所下降主要由于 23 年上市开支计入的影响，研发费用率随收入增长有所下降，研发投入持续增加。此前公司由于抗体生产等进行外包，导致生产端期间费用较高，毛利率承压较大，22/23 年均均为 26%。23Q3 随着公司在无锡双功能产线投产，公司开始将部分生产转回无锡工厂，23 年新签项目中的 5 个 PPQ 项目目前均已安排在无锡工厂进行，24 年随着公司产能利用率的上升以及营运效率提高，毛利率同比增长 4.3 个百分点至 30.6%。

2025 年展望：ADC 药物市场快速扩容，2024 年全球销售额突破 130 亿美元。蓬勃发展的下游市场叠加公司在 XDC CRDMO 领域领先的能力和 market 地位，公司预计 25 年收入仍将实现 35% 以上增长。在“赋能、跟随并赢得分子”战略的指引下，公司有望在 ADC 以及更广泛的生物偶联药物领域获得更多早期订单，同时推进更多项目进入后期或 PPQ 阶段，随着 8 个 PPQ 项目有望逐渐提交 BLA，未来商业化放量可期。产能扩张方面公司在无锡的基地持续扩建，新加坡基地建设有序推进，25 年利润率有望维持在较高水平。

盈利预测及投资评级：公司是全球领先的 ADC CRDMO 企业，受益于 ADC 行业快速发展以及公司自身领先的技术平台，我们预计公司 2025-2027 年营收为 55.6 亿元、69.4 亿元以及 86.8 亿元，对应增速 37%、25% 以及 25%，预计公司 2025-2027 年净利润 13.7 亿元、16.6 亿元以及 21.1 亿元，预计经调整净利润分别为 14.8 亿元、17.4 亿元以及 21.8 亿元，对应增速 26%、18% 以及 25%，维持“买入”评级。

风险提示：**新药研发不及预期风险：**在产品研发过程中，因设计、控制等环节失误而造成研发周期延长、成本上升或研发失败的风险。新药物在研发过程中，存在临床入组进度不确定、疗效结果及安全性结果数据不确定等风险；**市场竞争加剧风险：**全球 ADC 行业快速发展，助力 ADC 外包市场持续扩容。持续增长的市场可能吸引更多厂商进入，增加市场竞争；**项目数增长不及预期风险：**公司业务增长同时受益于持续扩大的管线数量以及持续增长的项目价格。公司新签项目数可能由于市场需求的下降，公司竞争力的下降等原因不及预期，在手项目也可能因为管线研发失败、竞争加剧等因素而出现下降；**产能扩张不及预期风险：**公司目前对药明康德及药明生物均有所依赖，自建产能在有序进行并将逐渐减少相关关联交易，但是公司产能扩建存在因建设、监管等原因需要延期的可能，产能扩张存在不及预期的风险；**地缘政治风险：**公司目前收入中海外占比较高，未来国际形势变化可能影响公司海外订单的获取，进而对公司业绩造成影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所述公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk