



药明康德 (2359.HK/603259.CH): 1Q25 业绩显著好于预期, 维持全年指引

公司 1Q25 业绩显著好于预期, 主要由于小分子 D&M 收入和 TIDES 业务收入显著好于我们和市场预期。在手订单继续维持高增速 (+47% YoY), 表现亮眼。重申“买入”评级, 维持港股/A 股目标价 (90 港元/人民币 93 元)。

- **公司 1Q25 业绩显著好于预期:** 1Q25 年实现收入人民币 96.5 亿元 (+21.0% YoY, 持续经营业务收入+23.1% YoY), 超出公司给出的 2025 年全年持续经营收入增速指引 (+10-15% YoY), 显著好于我们预期和 VA (Visible Alpha) 一致预期, 主要由于 Wuxi Chemistry 收入显著好于预期、美国/欧洲增速强劲 (1Q25 分别实现 28.4% YoY/26.2% YoY, 均较 2024 年和 1Q24 大幅提速)。1Q25 经调整 Non-IFRS 归母净利润 26.8 亿元 (+40.0% YoY), 显著高于我们预期和 VA 一致预期, 主要由于收入超预期叠加管理费用研发费用低于预期以及终止经营业务带来 1 亿元左右的利润改善贡献。利润率方面, 报表口径毛利率为 41.6%, 同比提升明显 (+3.9 ppts YoY, -1.1 ppts QoQ), 经调整 Non-IFRS 归母净利润率为 27.7% (+3.8 ppts YoY, -0.3 ppts QoQ)。1Q25 持续经营业务在手订单继续强劲增长+47.1% YoY 至 523.3 亿元, 与 2024 年底公司 在手订单高增速相当 (+47% YoY)。管理层表示, 1Q25 持续经营业务新签订单增速约为 25% YoY。
- **强劲的收入增长主要受持续增长的小分子 D&M 收入及强劲增长的 TIDES 业务驱动。** 1Q25 Wuxi Chemistry 实现强劲的收入同比增速 (+32.9% YoY, -17.5% QoQ), 主要得益于小分子 D&M 收入持续增长至 38.5 亿元 (+13.8% YoY, -28.7% QoQ), TIDES 收入进一步加速强劲增长至 22.4 亿元 (+187.6% YoY, -0.4% QoQ)。截至 3 月底, TIDES 在手订单同比增长 105.5% YoY, 较 2024 年底 TIDES 在手订单增速 (+103.9% YoY) 略有上升。管理层表示, 小分子 D&M 收入双位数增长主要受新增后期项目推动 (1Q25 新增 5 个临床 3 期+商业化项目) 及部分受益于口服 GLP-1 小分子强劲需求推动, 而 TIDES 业务除了 GLP-1 高速增长之外, 其他新分子多肽亦增长不错。毛利率方面, 得益于生产工艺持续优化以及后期项目增长带来的产能效率不断提升, Wuxi Chemistry 整体板块经调整 Non-IFRS 毛利率持续提升至 47.5% (+4.2 ppts YoY)。
- **早期业务预计上半年仍将疲软。** 与 4Q24 趋势类似, Wuxi Chemistry R 端收入、Wuxi Testing 板块收入仍处于同比下降状态, 而 Wuxi Biology 在 1 季度恢复同比单位数收入正增速 (+8.2% YoY/-15.4% QoQ)。管理层对整体早期业务仍持审慎态度, 一方面国外生物医药融资恢复仍然较为缓慢, 使得早期需求仍然需要一些时间来恢复。另一方面, Wuxi Testing 板块由于去年国内价格承压走低, 去年签订的低价订单预计将在 1H25 逐渐转化为收入。展望未来, 公司决定采取差异化策略, 重点发展公司竞争优势项目, 期待未来可帮助定价水平的恢复, 尽管预期价格的恢复仍需要一段时间。

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 4 月 29 日

药明康德 (2359.HK)

目标价 (港元)	90.0
潜在升幅/降幅	+55%
目前股价 (港元)	58.2
52 周内股价区间 (港元)	27.5-90.0
总市值 (百万港元)	215,175
近 3 月日均成交额 (百万港元)	345

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2025 年 4 月 28 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

药明康德 (603259.CH)

目标价 (人民币)	93.0
潜在升幅/降幅	+60%
目前股价 (人民币)	58.1
52 周内股价区间 (人民币)	36.3-70.4
总市值 (百万人民币)	200,432
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	2,209

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2025 年 4 月 28 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际



- **关税影响可控，维持 2025 年全年指引：**(1) 公司直接发去美国的货物占 2024 年收入约 10%，目前货品的清关工作由客户完成。(2) 尽管“对等关税”政策执行使得某些原材料采购成本有所上升，但过去几年公司在不断优化供应链体系，因此影响较为可控。综上，尽管中美地缘政治摩擦具有不确定性，公司仍然维持此前所给出的 2025 年指引（持续经营业务收入+10%-15% YoY、经调整 Non-IFRS 归母净利润率较 2024 年提升）。
- **维持“买入”评级和港股/A 股目标价（90 港元/人民币 93 元）：**我们将 2025E/2026E/2027E 经调整归母净利润轻微调整+2.0%/-1.7%/-0.7%，主要系轻微上调收入预测、轻微下调管理费用研发费用预测、以及将最新减持药明合联影响纳入模型预测。给予公司港股 17x 2026E PE 目标估值（较过去 3 年平均值低 0.1 个标准差）和 15%的 A/H 溢价（较过去 3 年平均值高 0.1 个标准差），维持港股目标价 90 港元、A 股目标价人民币 93 元。
- **投资风险：**地缘政治风险；融资环境恢复差于预期；竞争格局激烈。

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	40,341	39,241	43,525	49,063	56,096
同比增速 (%)	3%	-3%	11%	13%	14%
归母净利润	10,690	9,353	16,539	14,124	16,377
同比增速 (%)	21%	-13%	77%	-15%	16%
PE (x)	14.1	14.2	12.3	11.0	9.5

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

图表 2：药明康德 1Q25 业绩概览

人民币 千元	1Q25	4Q24	1Q24	YoY	QoQ
营业收入	9,654,595	11,539,429	7,981,934	21.0%	-16.3%
毛利润	4,013,076	4,917,961	3,005,748	33.5%	-18.4%
经调整 Non-IFRS 毛利润	4,045,275	4,996,181	3,089,009	31.0%	-19.0%
归母净利润	3,536,265	2,819,673	1,942,211	82.1%	25.4%
经调整 Non-IFRS 归母净利润	2,677,700	3,236,673	1,913,109	40.0%	-17.3%
毛利率	41.6%	42.6%	37.7%	3.9ppt	-1.1ppt
经调整 Non-IFRS 毛利率	41.9%	43.3%	38.7%	3.2ppt	-1.4ppt
归母净利率	36.6%	24.4%	24.3%	12.3ppt	12.2ppt
经调整 Non-IFRS 归母净利率	27.7%	28.0%	24.0%	3.8ppt	-0.3ppt
板块收入					
Wuxi Chemistry	7,390,970	8,958,599	5,562,629	32.9%	-17.5%
Wuxi Testing	1,292,320	1,430,000	1,346,692	-4.0%	-9.6%
WuXi Biology	607,073	717,986	560,808	8.2%	-15.4%
板块经调整 Non-IFRS 毛利率	41.9%	43.3%	38.7%	3.2ppt	-1.4ppt
Wuxi Chemistry	47.5%	48.4%	43.3%	4.2ppt	-0.9ppt
Wuxi Testing	23.4%	20.3%	37.5%	-14.1ppt	3.1ppt
WuXi Biology	36.3%	40.8%	38.5%	-2.2ppt	-4.5ppt

注：利润率指标 YoY, QoQ 为百分点变化 (percentage points)，其他指标 YoY, QoQ 为百分比 (%) 变化

资料来源：公司资料、浦银国际

财务报表分析与预测 – 药明康德 (2359. HK)

利润表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40,341	39,241	43,525	49,063	56,096
营业成本	-23,968	-23,225	-25,315	-28,038	-31,752
毛利率	41%	41%	42%	43%	43%
销售费用	-701	-745	-870	-1,079	-1,290
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-2,995	-3,009	-2,829	-3,189	-3,646
管理费用率	7%	8%	7%	7%	7%
营业利润	11,236	11,023	13,292	15,285	17,725
财务费用	-194	-269	-216	-216	-216
财务费用率	5%	6%	5%	5%	5%
其他收入	962	1,146	1,219	1,227	1,402
其他收益/损失	1,350	804	6,153	1,472	1,683
资产减值损失	-358	-1,509	-435	-491	-561
税前净利润	12,930	11,441	20,232	17,277	20,034
所得税	-2,132	-1,972	-3,487	-2,978	-3,453
有效所得税率%	16%	17%	17%	17%	17%
税后收入	10,798	9,469	16,745	14,299	16,581
少数股东损益	108	116	206	176	204
归母净利润	10,690	9,353	16,539	14,124	16,377

资产负债表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,001	13,434	15,286	23,161	28,255
应收款项	9,373	9,644	11,105	10,940	14,265
存货	2,886	3,532	4,097	3,892	5,155
其它流动资产	8,163	12,080	12,241	12,411	12,588
流动资产合计	30,422	38,690	42,730	50,403	60,263
固定资产	25,844	25,268	30,729	34,641	36,659
商誉	1,821	972	972	972	972
可供出售金融资产	8,626	8,943	9,391	9,860	10,353
其他非流动资产	6,956	6,452	6,378	6,321	6,279
非流动资产合计	43,247	41,636	47,470	51,794	54,264
资产总计	73,669	80,326	90,199	102,197	114,527
短期借款	3,722	1,279	1,279	1,279	1,279
应付账款	7,334	7,026	6,845	8,518	8,881
其他应付账款	12	15	16	17	18
其它流动负债	3,690	7,907	8,022	8,154	8,300
流动负债合计	14,756	16,226	16,163	17,967	18,477
长期借款	687	2,960	2,960	2,960	2,960
其它长期负债	2,709	2,055	2,055	2,055	2,055
非流动负债合计	3,396	5,014	5,014	5,014	5,014
负债总计	18,152	21,240	21,177	22,981	23,491
股本	2,969	2,888	2,885	2,885	2,885
储备	52,154	55,745	65,479	75,497	87,113
母公司拥有人应占权益	55,122	58,633	68,364	78,382	89,998
少数股东权益	395	453	659	834	1,038
负债和所有者权益合计	73,669	80,326	90,199	102,197	114,527

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	12,930	11,441	20,232	17,277	20,034
物业、厂房及设备折旧	2,359	269	2,637	3,170	3,550
营运资金变动	-2,246	-2,845	-5,660	-900	-7,642
其他	-401	3,123	206	176	204
经营现金流	12,641	11,987	17,415	19,723	16,145
购买物业、厂房及设备	-5,403	-3,965	-8,000	-7,000	-5,500
其他	-734	4,785	-549	-567	-587
投资现金流	-6,817	-5,098	-8,549	-7,567	-6,087
债权融资	255	-202	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-4,194	-3,631	-7,014	-4,281	-4,964
融资现金流	-3,939	-3,833	-7,014	-4,281	-4,964
现金净流量	1,885	3,046	1,852	7,875	5,094

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	3.68	3.66	4.24	4.72	5.50
每股净资产	18.57	20.30	23.69	27.17	31.19
每股经营现金流	4.26	4.15	6.04	6.84	5.60
每股股利	0.97	0.98	2.08	1.48	1.72
估值 (倍)					
P/E	14.1	14.2	12.3	11.0	9.5
P/B	2.8	2.6	2.2	1.9	1.7
盈利能力比率					
毛利率	40.6%	40.8%	41.8%	42.9%	43.4%
净利润率	26.5%	23.8%	38.0%	28.8%	29.2%
净资产收益率	21.0%	16.4%	26.0%	19.2%	19.5%
资产回报率	15.5%	12.1%	19.4%	14.7%	15.1%
投资资本回报率	17.7%	15.4%	14.8%	16.1%	16.4%
盈利增长					
营业收入增长率	2.5%	-2.7%	10.9%	12.7%	14.3%
EBIT 增长率	21.9%	-1.9%	20.6%	15.0%	nm
净利润增长率	21.3%	-12.5%	76.8%	-14.6%	16.0%
偿债能力指标					
资产负债率	0.25	0.26	0.23	0.22	0.21
流动比率	2.06	2.38	2.64	2.81	3.26
速动比率	1.87	2.17	2.39	2.59	2.98
现金比率	0.68	0.83	0.95	1.29	1.53
经营效率指标					
应收帐款周转天数	77	88	87	82	82
应付帐款周转天数	490	446	100	100	100
存货周转天数	51	50	55	52	52
总资产周转率	0.58	0.51	0.51	0.51	0.52
固定资产周转率	1.64	1.54	1.55	1.50	1.57

图表 3：浦银国际目标价：药明康德 H 股 (2359.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：浦银国际目标价：药明康德 A 股 (603259.CH)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: 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	302.4	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.4	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	24.7	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	32.4	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	249.5	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	146.7	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	246.8	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	44.6	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	41.4	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	56.0	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.7	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	20.3	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	54.2	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	87.2	买入	90.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.8	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	43.3	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	37.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	49.4	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	25.3	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.3	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	50.0	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.8	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	58.2	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	58.1	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.5	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.3	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	22.9	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	37.1	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	214.8	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	16.9	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.1	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	10.2	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.7	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	18.5	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	427.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.3	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.8	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.8	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.6	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 4 月 28 日收盘; 资料来源: Bloomberg、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团－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接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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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

