

香港股市 | 医药

药明康德 (2359 HK)

一季度业绩超预期，上调盈利预期与目标价

2025 年一季度业绩超预期

公司一季度收入同比增加 21.0%至 96.5 亿元（人民币，下同），毛利同比增加 30.4%至 40.1 亿元，股东净利润同比增加 89.1%至 36.7 亿元，反映核心业务盈利的 Non-IFRS 经调整净利润同比增加 40.0%至 26.8 亿元。由于小分子工艺研发和生产板块与 TIDES（寡核苷酸和多肽）板块的收入分别同比增加 13.8%与 187.6%，占公司收入近八成的化学业务收入同比增加 21.0%至 96.5 亿元，引领公司收入与 Non-IFRS 经调整净利润快速增加并略超预期。此外，由于公司出售部分药明合联（2268 HK）权益获 14.1 亿元资产处置收益，导致股东净利润增速显著快于收入。

2024 年四季度以来新增订单情况较好，将支持 2025-27E 收入稳健增加

由于全球医疗健康行业融资情况回暖等原因，公司近半年来新签订单情况明显好转。公司 2024 年第三季度新增订单金额仅 7.2 亿元，但第四季度与今年第一季度持续经营业务的新增订单金额分别为 54.9 亿元与 30.2 亿元。化学业务中，小分子药物发现板块新增化合物数量同比增加 6%至 46 万个，小分子工艺研发和生产（D&M）板块累计新增 203 个分子，TIDES 业务的在手订单同比增加 105.5%，这些将支持 2025-27E 收入的稳健增长。

美国关税短期影响有限

公司收入中 66%来自美国，虽然特朗普总统早前表示可能对药品征收关税，但考虑到美国从中国进口的药物主要是阿莫西林与青霉素等抗菌药，按目前情况预计对公司影响有限。

目标价上调至 80.30 港元，给予“买入”评级

由于 2025 年一季度业绩超预期，且公司新增订单情况较好，我们将 2025-27E 收入预测分别上调 0.3%、0.2%、0.2%，股东净利润预测分别上调 12.7%、1.3%、0.3%，Non-IFRS 盈利预测分别上调 0.2%、1.3%、0.3%。根据调整后 DCF 模型，目标价上调至 80.30 港元，评级上调至“买入”。

风险提示：（一）如中美关系出现超预期变化或生物安全法案最终出台，公司股价仍可能大幅波动；（二）如客户减少研发支出，公司业绩将受影响；（三）项目进展中出现中断

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2025 年 4 月 29 日）

年结:12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	40,341	39,241	42,240	49,813	58,538
增长率	2.6	(2.7)	7.6	17.9	17.5
股东净利润	10,690	9,353	11,973	12,492	14,987
增长率	21.3	(12.5)	28.0	4.3	20.0
每股盈利（人民币）	3.64	3.24	4.15	4.33	5.19
市盈率（倍）	18.4	20.7	16.2	15.5	12.9
每股股息（人民币）	0.98	0.98	1.33	1.30	1.56
股息率（%）	1.46	1.46	1.98	1.93	2.32
每股净资产（人民币）	18.6	20.3	23.4	26.6	30.7
市净率（倍）	3.6	3.3	2.9	2.5	2.2

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

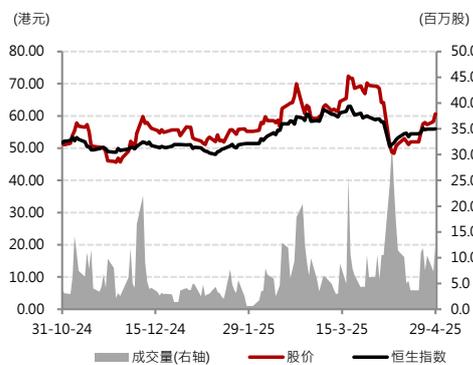
目标价：80.30 港元

股票资料（更新至 2025 年 4 月 29 日）

现价	60.65 港元
总市值	184,783.98 百万港元
流通股比例（H 股）	76.97 %
已发行总股本（H 股）	387.08 百万
52 周价格区间	27.5-76 港元
3 个月日均成交额	526.14 百万港元
主要股东	李革等（占 20.21%）

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250320: 药明康德 (2359 HK): 24 年核心盈利略超预期，四季度新签订单亮眼

20241031: 药明康德 (2359 HK): 三季度业绩回暖，但美生物法案不确定性未除

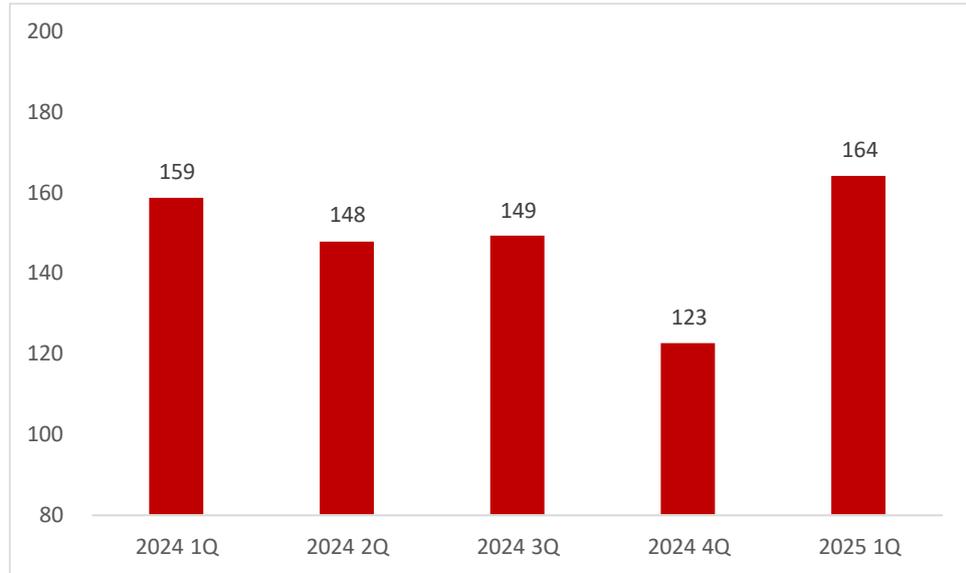
分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 全球医疗健康行业融资总额 (亿美元)



来源: 动脉网, 中泰国际研究部

图表 2: DCF 模型 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	15,082	15,853	18,964	19,748	20,834	20,719	21,724	22,810	24,129	25,235
加: 折旧及摊销	3,126	3,570	3,843	1,779	1,877	1,733	1,817	1,662	1,729	1,799
减: 税费	(2,811)	(2,937)	(2,845)	(2,962)	(3,125)	(3,108)	(3,259)	(3,422)	(3,619)	(3,785)
营运资本变动	(634)	(2,396)	(1,233)	(1,862)	(2,095)	(2,348)	(2,607)	(2,737)	(3,085)	(3,291)
资本开支	(7,603)	(4,981)	(2,927)	(2,482)	(2,619)	(2,417)	(2,534)	(2,319)	(2,413)	(2,509)
自由现金流	8,427	13,901	18,270	17,944	19,062	19,275	20,354	21,469	22,912	24,030
税后债务成本	1.2%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.4%									
WACC	8.3%									
永续增长率	2.0%									
股权价值 (百万港币)	231,913									
每股内涵价值 (港币)	80.30									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 每股股权价格敏感性分析

港币	永续增长率 (%)					
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
7.5%	85.51	88.47	91.97	96.17	101.30	
7.9%	80.53	82.98	85.84	89.23	93.31	
WACC 8.3%	75.95	77.97	80.30	83.04	86.29	
8.7%	71.93	73.61	75.53	77.77	80.39	
9.2%	68.22	69.61	71.20	73.01	75.13	

来源: 中泰国际研究部预测

图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,341	39,241	42,240	49,813	58,538	税前利润	12,930	11,441	14,928	15,599	18,710
服务成本	(23,968)	(23,225)	(24,870)	(29,209)	(33,839)	折旧及摊销	2,512	3,014	3,126	3,570	3,843
毛利	16,372	16,016	17,370	20,603	24,699	营运资金变动	(875)	(648)	(634)	(2,396)	(1,233)
其他收入收益	2,313	1,951	3,292	1,200	1,220	已付利息	194	269	154	254	254
SG&A	(3,696)	(3,755)	(3,675)	(4,184)	(4,917)	已付税款	(1,371)	(2,197)	(2,811)	(2,937)	(3,523)
研发开支	(1,441)	(1,239)	(1,436)	(1,494)	(1,756)	其他	(748)	109	992	715	813
分类为持作出售之资产之减值亏损	0	(948)	0	0	0	经营业务现金净额	12,641	11,987	15,756	14,805	18,864
其他	(358)	(560)	(500)	(300)	(310)	资本开支	(5,519)	(4,011)	(7,603)	(4,981)	(2,927)
经营溢利	13,191	11,465	15,052	15,824	18,935	其他	(1,298)	(1,087)	(513)	(513)	(513)
财务成本	(194)	(269)	(154)	(254)	(254)	投资活动现金净额	(6,817)	(5,098)	(8,116)	(5,494)	(3,440)
联营合营损益	(68)	245	30	29	29	净新增借款	255	(202)	0	0	0
除税前利润	12,930	11,441	14,928	15,599	18,710	股息分派	(2,649)	(2,882)	(2,835)	(3,846)	(3,748)
所得税开支	(2,132)	(1,972)	(2,811)	(2,937)	(3,523)	其他	(1,545)	(749)	(1,000)	0	0
年度利润	10,798	9,469	12,117	12,662	15,187	融资活动现金净额	(3,939)	(3,833)	(3,835)	(3,846)	(3,748)
非控股权益	108	116	144	170	200	年初现金	7,984	10,001	13,445	17,249	22,714
股东净利润	10,690	9,353	11,973	12,492	14,987	现金增加净额	1,885	3,056	3,804	5,465	11,677
Non IFRS 经调整净利	10,854	10,583	11,223	12,951	15,547	汇率变动影响净额	132	388	0	0	0
EBIT	13,123	11,710	15,082	15,853	18,964	年末现金	10,001	13,445	17,249	22,714	34,390
EBITDA	15,635	14,723	18,208	19,423	22,808						
资产负债表						重要指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,422	38,690	43,536	52,366	65,670	增长率 (%)					
存货	2,886	3,532	3,341	4,731	4,620	收入	2.6	(2.7)	7.6	17.9	17.5
合约成本	696	912	912	912	912	毛利	12.9	(2.2)	8.5	18.6	19.9
生物资产	1,155	955	955	955	955	经营溢利	20.4	(13.1)	31.3	5.1	19.7
应收账款	9,373	9,644	10,830	12,766	14,464	股东净利润	17.4	(12.5)	28.0	4.3	20.0
现金	13,762	18,300	22,114	27,579	39,256	盈利能力 (%)					
其他	2,551	5,347	5,383	5,422	5,462	毛利率	40.6	40.8	41.1	41.4	42.2
非流动资产	43,247	41,636	46,118	47,534	46,623	经营利率	32.7	29.2	35.6	31.8	32.3
物业厂房设备	25,844	25,268	29,957	31,556	30,808	净利润率	26.5	23.8	28.3	25.1	25.6
商誉	1,821	972	972	972	972	经调整 Non IFRS 净利率	26.9	27.0	26.6	26.0	26.6
其他无形资产	907	601	601	601	601	EBIT 利润率	32.5	29.8	35.7	31.8	32.4
生物资产	1,012	1,063	1,063	1,063	1,063	EBITDA 利润率	38.8	37.5	43.1	39.0	39.0
使用权资产	2,348	1,875	1,668	1,485	1,322	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他	11,314	11,857	11,857	11,857	11,857	其他					
总资产	73,669	80,326	89,654	99,900	112,293	有效税率 (%)	16.5	17.2	18.8	18.8	18.8
流动负债	14,756	16,226	16,586	17,517	17,870	ROAE (%)	20.9	16.3	18.8	17.2	18.0
应付账款	7,334	7,026	7,147	7,641	7,819	ROAA (%)	15.5	12.1	14.1	13.2	14.1
借款	3,722	1,279	1,279	1,279	1,279	存货周转率 (天)	52.1	50.4	50.4	50.4	50.4
合约负债	1,955	2,251	2,491	2,927	3,103	应收帐周转率 (天)	61.9	73.0	73.0	73.0	73.0
其他流动负债	1,746	5,671	5,670	5,670	5,670	应付帐周转率 (天)	24.9	26.5	26.5	26.5	26.5
非流动负债	3,396	5,014	5,014	5,014	5,014						
借款	687	2,960	2,960	2,960	2,960						
其他	2,709	2,055	2,055	2,055	2,055						
总负债	18,152	21,240	21,600	22,531	22,884						
股本	2,969	2,888	2,877	2,877	2,877						
储备	52,154	55,745	64,579	73,725	85,564						
股东权益	55,122	58,633	67,456	76,602	88,441						
非控股权益	395	453	597	767	967						
总权益	55,517	59,086	68,054	77,369	89,409						
净现金 (净负债)	9,354	14,062	17,876	23,341	35,018						

来源: 中泰国际研究部预测^Non-IFRS 经调整净利润剔除股权激励开支、可转换债券发行成本、可转换债券衍生金融工具部分的公允价值亏损、汇兑损益、并购所得无形资产摊销、非金融资产减值及处置损失、出售与重组相关成本、股东现金捐赠用于人才激励和保留的费用

历史建议和目标价

药明康德 (2359 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 3 月 20 日	HK\$39.55	中性 (维持)	HK\$37.00
2	2024 年 8 月 1 日	HK\$32.05	中性 (维持)	HK\$34.00
3	2024 年 10 月 31 日	HK\$51.70	中性 (维持)	HK\$48.00
4	2025 年 3 月 19 日	HK\$71.75	增持 (上调)	HK\$79.50
5	2025 年 4 月 30 日	HK\$60.65	买入 (上调)	HK\$80.30

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805