

药明合联（02268. HK）--2024 年报点评

业绩高增长，全球化战略驱动长期成长

优于大市

核心观点

2024 年业绩表现亮眼，收入、利润强势高增长。公司 2024 年实现主营业务收入 40.52 亿元(+90.8%)，归母净利润 10.70 亿元(+277.2%)，Non-IFRS 经调整净利润 11.74 亿元(+184.8%)。2024 年公司毛利率 30.6%(+4.3pp)，净利率 26.4%(+13.3pp)，盈利能力大幅提升。下半年增长提速，印证 ADC CDMO 行业高景气度。

订单、客户双突破，龙头地位凸显。2024 年公司在手订单 9.91 亿美元(+71.2%)，综合 CMC 项目数增至 194 个(含 8 个 PPQ 验证及 1 个商业化项目)。客户数量达 499 家(+44.5%)，覆盖全球前 20 大药企中的 13 家(贡献收入 32.0%)，全年助力客户完成 28 个 ADC 及 2 个 XDC 的 IND 申报。中国 ADC 对外授权交易超 10 亿美元案例中，60% 来自公司客户，彰显平台稀缺价值。

技术平台持续迭代，构建 XDC 生态壁垒。WuXiDARx™ 技术累计支持 45 个临床前候选药及 7 个临床项目，新增 X-LinC 高稳定性连接子、亲水性连接子及喜树碱类载荷。引入外部前沿 ADC 技术，形成“自主+授权”双引擎，扩展双抗、多肽等 XDC 药物服务能力。全年累计完成 83 个 ADC 及 2 个 XDC 的 IND 申报，临床后期项目达 34 个，商业能力得到充分验证。

全球产能布局加速，支撑长期增长。截至 2024 年末，公司积极推动全球基地布局，产能扩展成效显著。1) 无锡基地采用双功能(XmAb/XBCM)设计的第二条生产线于 2024 年 11 月投入运营；2) 上海药物发现实验室扩建，常州连接子/有效载荷产能达 150L/批，全链条“一站式”优势巩固；3) XmAb/XBCM 生产线预计 2025 年底投入运营，XPD4 预计 2026 年中投入运营，未来将强化欧美市场服务能力。

风险提示：汇率风险；客户项目推进失败风险；地缘政治风险；行业景气度下行风险。

投资建议：业绩、订单强势增长，维持“优于大市”评级。产能快速扩张，项目拓展提速，考虑到公司充足的在手订单，上调 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润为 13.97/19.15/26.02 亿元(2025/2026 年原值 10.15/13.17 亿元)，同比增速 +30.6%/37.1%/35.9%。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,124	4,052	5,523	7,315	9,577
(+/-%)	114.4%	90.8%	36.3%	32.5%	30.9%
净利润(百万元)	284	1070	1397	1915	2602
(+/-%)	82.1%	277.2%	30.6%	37.1%	35.9%
每股收益(元)	0.24	0.89	1.16	1.59	2.16
EBIT Margin	15.8%	22.7%	25.2%	27.7%	28.9%
净资产收益率(ROE)	5.2%	16.1%	17.4%	19.2%	20.7%
市盈率(PE)	147.3	39.1	29.9	21.8	16.1
EV/EBITDA	113.8	51.0	27.2	20.2	15.4
市净率(PB)	7.66	6.29	5.20	4.20	3.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·医疗服务

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

36.90 港元

总市值/流通市值

44379/44379 百万港元

52 周最高价/最低价

49.50/14.08 港元

近 3 个月日均成交额

326.46 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

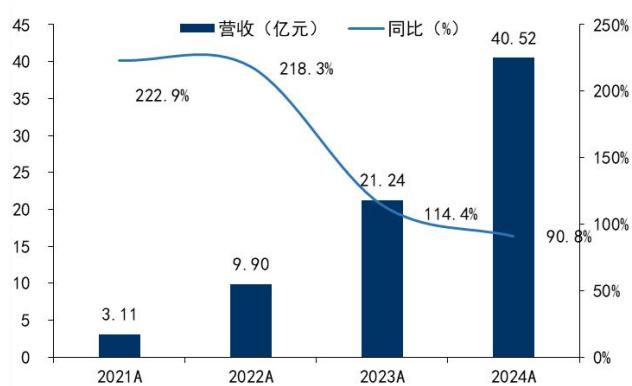
《药明合联（02268. HK）-抗体偶联药物 CRDMO 龙头企业，一体化平台赋能药物生产开发》——2024-11-06

《药明合联（02268. HK）—2024 年半年报点评-业绩、订单强势增长，产能持续提升》——2024-09-09

《药明合联（02268. HK）—2023 年年报点评-业绩快速增长，一体化 CRDMO 平台赋能 ADC 生产开发全流程》——2024-04-03

2024年业绩表现亮眼，收入、利润强势高增长。公司2024年实现主营业务收入40.52亿元(+90.8%)，归母净利润10.70亿元(+277.2%)，Non-IFRS经调整净利润11.74亿元(+184.8%)。2024年公司毛利率30.6%(+4.3pp)，净利率26.4%(+13.3pp)，盈利能力大幅提升。下半年增长提速，印证ADC CDMO行业高景气度。

图1: 药明合联营业收入及增速(单位:亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 药明合联归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 药明合联毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 药明合联三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

订单、客户双突破，龙头地位凸显。2024年公司在手订单9.91亿美元(+71.2%)，综合CMC项目数增至194个(含8个PPQ验证及1个商业化项目)。客户数量达499家(+44.5%)，覆盖全球前20大药企中的13家(贡献收入32.0%)，全年助力客户完成28个ADC及2个XDC的IND申报。中国ADC对外授权交易超10亿美元案例中，60%来自公司客户，彰显平台稀缺价值。

表1：药明合联2022–2024H1业务项目数量情况

	2022	2023	2024
药物发现	299	427	681
ADC项目	-	322	513
XDC项目	-	105	168
综合项目	94	143	194
临床前项目	57	84	102
临床I期项目	27	38	58
临床II期项目	7	13	18
临床III期项目	3	8	15
商业化项目	0	0	1
其中			
PPQ项目	-	5	8

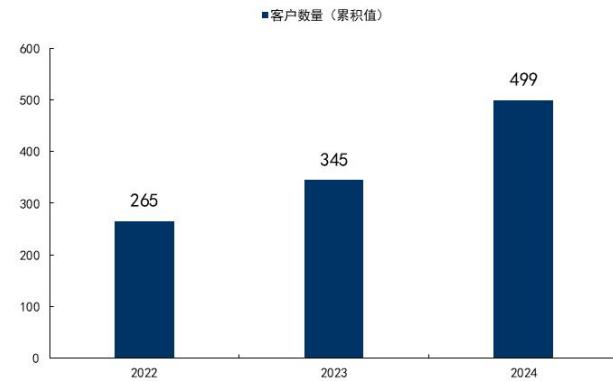
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 注：数据截至2024年12月31日，“-”表示该数据缺失或未披露

图5：药明合联在手订单金额及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：药明合联2022–2024H1年累积客户数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

技术平台持续迭代，构建XDC生态壁垒。WuXiDARx™技术累计支持45个临床前候选药及7个临床项目，新增X-LinC高稳定性连接子、亲水性连接子及喜树碱类载荷。引入外部前沿ADC技术，形成“自主+授权”双引擎，扩展双抗、多肽等XDC药物服务能力。全年累计完成83个ADC及2个XDC的IND申报，临床后期项目达34个，商业化能力得到充分验证。

全球产能布局加速，支撑长期增长。截至2024年末，公司积极推动全球基地布局，产能扩展成效显著。1)无锡基地采用双功能(XmAb/XBCM)设计的第二条生产线于2024年11月投入运营；2)上海药物发现实验室扩建，常州连接子/有效载荷产能达150L/批，全链条“一站式”优势巩固；3)XmAb/XBCM生产线预计2025年底投入运营，XPD4预计2026年中投入运营，未来将强化欧美市场服务能力。

表2: 药明合联产能建设进度

主要功能		当前运营产能	扩展产能	截至 2024 年 12 月进度
无锡基地 “一站式”生产		抗体中间体 载荷连接子 DS (生物偶联原料药) DP (生物偶联制剂药)	XDP3 车间 XDP5 车间	预计 2025 年第二季度投入运营。 预计将于 2027 年投入运营
常州基地 发现、工艺开发与制造		载荷连接子	-	已投入使用
上海基地 发现与工艺开发		抗体中间体 生物偶联药	扩建发现与工艺开发实验室	已投入使用
新加坡基地 “一站式”生产		-	抗体中间体 DS (生物偶联原料药) DP (生物偶联制剂药)	预计 2025 年末/2026 年初运营

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：业绩、订单强势增长，维持“优于大市”评级。业绩、订单强势增长，维持“优于大市”评级。产能快速扩张，项目拓展提速，考虑到公司充足的在手订单，上调 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润为 13.97/19.15/26.02 亿元（2025/2026 年原值 10.15/13.17 亿元），同比增速+30.6%/37.1%/35.9%。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元/港元	25/05/08				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资评级		
			总市值				归母净利润 亿元								
			亿元/亿港元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E				
02268.HK	药明合联	36.90	444	10.70	13.97	19.15	26.02	39.1	29.9	21.8	16.1	17.7	0.9 优于大市		
603259.SH	药明康德	58.98	1703	94.50	111.48	127.36	144.98	18.0	15.3	13.4	11.7	16.6	1.0 优于大市		
002821.SZ	凯莱英	80.40	290	9.49	11.03	12.98	15.32	30.6	26.3	22.3	18.9	5.5	1.5 无评级		
300759.SZ	康龙化成	23.72	422	17.93	18.28	21.64	25.55	23.5	23.1	19.5	16.5	13.7	1.8 无评级		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：凯莱英、康龙化成盈利预测为 wind 一致预测；药明合联股价及总市值以港元计

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4048	1925	2919	3647	3688	营业收入	2124	4052	5523	7315	9577
应收款项	956	1800	2549	3284	4325	营业成本	1564	2812	3700	4762	6177
存货净额	47	119	184	188	269	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	149	209	406	477	608	销售费用	15	56	71	87	104
流动资产合计	5200	6101	8107	10053	11838	管理（含研发）费用	209	264	358	437	531
固定资产	1246	2725	3162	3752	4433	财务费用	(1)	(3)	9	19	11
无形资产及其他	270	277	608	979	1393	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	6	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	0	0	2	0	0
长期股权投资	12	12	16	17	19	其他收入	54	297	267	255	314
资产总计	6735	9124	11901	14810	17693	营业利润	391	1220	1653	2266	3069
短期借款及交易性金融负债	0	478	597	1151	294	营业外净收支	(31)	0	(10)	(14)	(8)
应付款项	658	1097	1729	1971	2601	利润总额	360	1220	1643	2253	3061
其他流动负债	622	892	1514	1706	2203	所得税费用	76	150	246	338	459
流动负债合计	1279	2466	3841	4827	5098	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	284	1070	1397	1915	2602
其他长期负债	2	18	24	32	42						
长期负债合计	2	18	24	32	42	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1281	2485	3865	4859	5140	净利润	284	1070	1397	1915	2602
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	5454	6639	8036	9951	12553	折旧摊销	65	0	383	410	449
负债和股东权益总计	6735	9124	11901	14810	17693	公允价值变动损失	0	0	(2)	0	0
						财务费用	(1)	(3)	9	19	11
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(144)	(253)	250	(369)	(115)
每股收益	0.24	0.89	1.16	1.59	2.16	其它	0	0	0	0	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	205	817	2027	1956	2937
每股净资产	4.54	5.52	6.68	8.27	10.44	资本开支	0	(1478)	(1149)	(1371)	(1546)
ROIC	8%	13%	18%	23%	26%	其它投资现金流	401	(2048)	0	(410)	(492)
ROE	5%	16%	17%	19%	21%	投资活动现金流	401	(3526)	(1153)	(1782)	(2039)
毛利率	26%	31%	33%	35%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	23%	25%	28%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	23%	32%	33%	34%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	114%	91%	36%	32%	31%	其它融资现金流	3107	587	119	553	(857)
净利润增长率	82%	277%	31%	37%	36%	融资活动现金流	3107	587	119	553	(857)
资产负债率	19%	27%	32%	33%	29%	现金净变动	3713	(2122)	994	728	41
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	335	4048	1925	2919	3647
P/E	147.3	39.1	29.9	21.8	16.1	货币资金的期末余额	4048	1925	2919	3647	3688
P/B	7.7	6.3	5.2	4.2	3.3	企业自由现金流	0	(925)	669	396	1139
EV/EBITDA	113.8	51.0	27.2	20.2	15.4	权益自由现金流	0	(335)	780	933	274

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032