

药明合联 (02268.HK)

偶联药物 CDMO 行业龙头, R&D 端优势卓越+M 端初启航迎大潜力空间——ADC 系列报告 (三)

在上篇《ADC CDMO 行业报告》中, 我们对于行业需求以及竞争情况进行了深入讨论, 本篇将聚焦于行业龙头药明合联, 分析其在 R、D、M 端如何展现全方位的竞争优势, 以及从商业化发展阶段看, 看好未来增长的潜力空间。

- **乘 ADC 东风, 先进技术及高质量交付引领行业发展:** 当前 ADC 药物研发及资本市场双热, 中国药企已跻身全球第一梯队, 药明合联作为当之无愧的 ADC CDMO 龙头企业, 在技术平台、质量、效率以及成本等方面全球领先, 我们估算市场份额约 20%。2024 年收入 40.52 亿元, 四年 CAGR 达到 133%; 盈利能力显著提升, 2024 年净利润 10.70 亿元、同比+122%。
- **客户及项目质量彰显公司实力, 在手订单高增驱动长期增长:**
  - **客户端:** 截至 2024 年底服务客户数 499 家, 且客户质量彰显公司实力, 全球 TOP20 药企中有 13 家是公司客户, 2024 年中国药企出海且交易金额超 10 亿美元的 ADC 授权项目中 60% 为公司客户。
  - **订单端:** 截至 2024 年底, 在手未完成订单总金额 9.91 亿美元、同比+71%, 为业绩可持续增长保驾护航。
- **R&D 行业领军者, 发挥导流优势 M 端空间蓄势待发**
  - **R 端: 技术引领。** 针对偶联中较难的 DAR 值控制, 公司 2020 年推出 WuXiDAR4™ 平台, 并在 2024 年升级为 WuXiDARx™, 可根据客户需求调控 DAR 值。截至 2024 年底已有 45 个 PCC 及 7 个临床项目成功开发。
  - **D 端: 效率领先。** 公司已成功将 ADC 的开发从 DNA 到 IND 的周期缩短至 15 个月以内, 相比行业平均水平缩短近一半; 并将后期工艺开发到 BLA 的周期控制在 24-36 个月。截止 2024 年底, 公司服务 iCMC 项目 194 个, 临床 I 期/II 期/III 期项目数分别为 58/18/15 个。
  - **M 端: 商业化初启航空间大, 全球双厂战略。** 公司 2024 年首个 ADC 项目商业化, 另有 8 个 PPQ 项目预计有更多潜在 BLA 提交, 未来空间可期。公司稳步推进无锡、新加坡产能建设, 为客户提供更灵活的供应链选择。
- **投资建议:** 公司行业龙头地位全方位领先, 在 R 端、D 端已经展现出技术及速度上的明显优势, 我们相信凭借 CRDMO 一体化优势, 公司助力、伴随头部企业及明星项目成长, M 端规模化放量空间值得期待。预计 2025-2027 年实现净利润 14.4、18.8、25.6 亿元, 对应 PE 27.8、21.3、15.7 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示:** 地缘政治动荡、行业监管变化、汇率波动、行业竞争加剧等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2169	4052	5553	7448	9882
同比增长	114%	87%	37%	34%	33%
营业利润(百万元)	389	913	1316	1698	2411
同比增长	163%	135%	44%	29%	42%
归母净利润(百万元)	284	1070	1441	1883	2556
同比增长	82%	277%	35%	31%	36%
基本每股收益(元)	0.24	0.89	1.20	1.57	2.13
PE	140.8	37.4	27.8	21.3	15.7
PB	7.3	6.0	5.0	4.2	3.5

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/生物医药  
 目标估值: NA  
 当前股价: 38.35 港元

基础数据

总股本 (百万股)	1203
香港股 (百万股)	1203
总市值 (十亿港元)	46.1
香港股市值 (十亿港元)	46.1
每股净资产 (港元)	5.5
ROE (TTM)	16.1
资产负债率	27.2%
主要股东	药明生物技术有限公司
主要股东持股比例	50.9453%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	56	128
相对表现	11	35	106



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 梁广楷 S1090524010001  
 lianguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003  
 xufeifei@cmschina.com.cn
- 肖笑园 S1090525050001  
 xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、药明合联：乘 ADC 东风，先进技术及高质量交付引领行业发展 .....	4
二、客户及项目质量彰显公司实力，在手订单支撑长期增长 .....	6
2.1 优质客户公认优选，客户群体不断扩大 .....	6
2.2 在手、新签订单均高速增长，奠定业绩扎实基础 .....	8
三、R&D 行业领军者，发挥导流优势 M 端蓄势待发 .....	8
3.1 R 端：技术引领，赋能客户突破生物偶联的难点 .....	8
3.2 D 端：效率为王，助力客户加速进度，项目数量充沛 .....	9
3.3 M 端：商业化项目蓄势待发潜力空间大，全球双厂战略有效承接 .....	11
四、投资建议 .....	13
五、风险提示 .....	13
1、地缘政治动荡的风险 .....	13
2、行业监管变化的风险 .....	13
3、汇率波动 .....	13
4、投融资恢复不及预期风险 .....	13
5、客户需求波动风险 .....	13
6、行业竞争加剧风险 .....	14
7、核心管理团队流失风险 .....	14

## 图表目录

图 1：药明合联历史发展图 .....	4
图 2：药明合联收入及毛利率情况 .....	5
图 3：药明合联利润情况 .....	5
图 4：药明合联股权结构 .....	5
图 5：药明合联服务客户情况 .....	6
图 6：药明合联分地区收入情况 .....	6
图 7：药明合联在手未完成订单情况 .....	8
图 8：药明合联 WuxiDAR 技术平台 .....	9
图 9：药明合联将 DNA 到 IND 的开发周期缩短至 15 个月或更少 .....	10
图 10：药明合联将后期工艺开发到 BLA 的周期控制在 24-36 个月 .....	10
图 11：药明合联各阶段项目数 .....	11
图 12：药明合联 CAPEX 情况 .....	12

图 13: 药明合联产能布局图..... 12

表 1: 药明合联高管介绍 ..... 6

表 2: 药明合联合作伙伴梳理 (部分) ..... 7

表 3: 药明合联不同阶段项目持续时间及一般性收益 ..... 11

表 4: 药明合联盈利预测 ..... 13

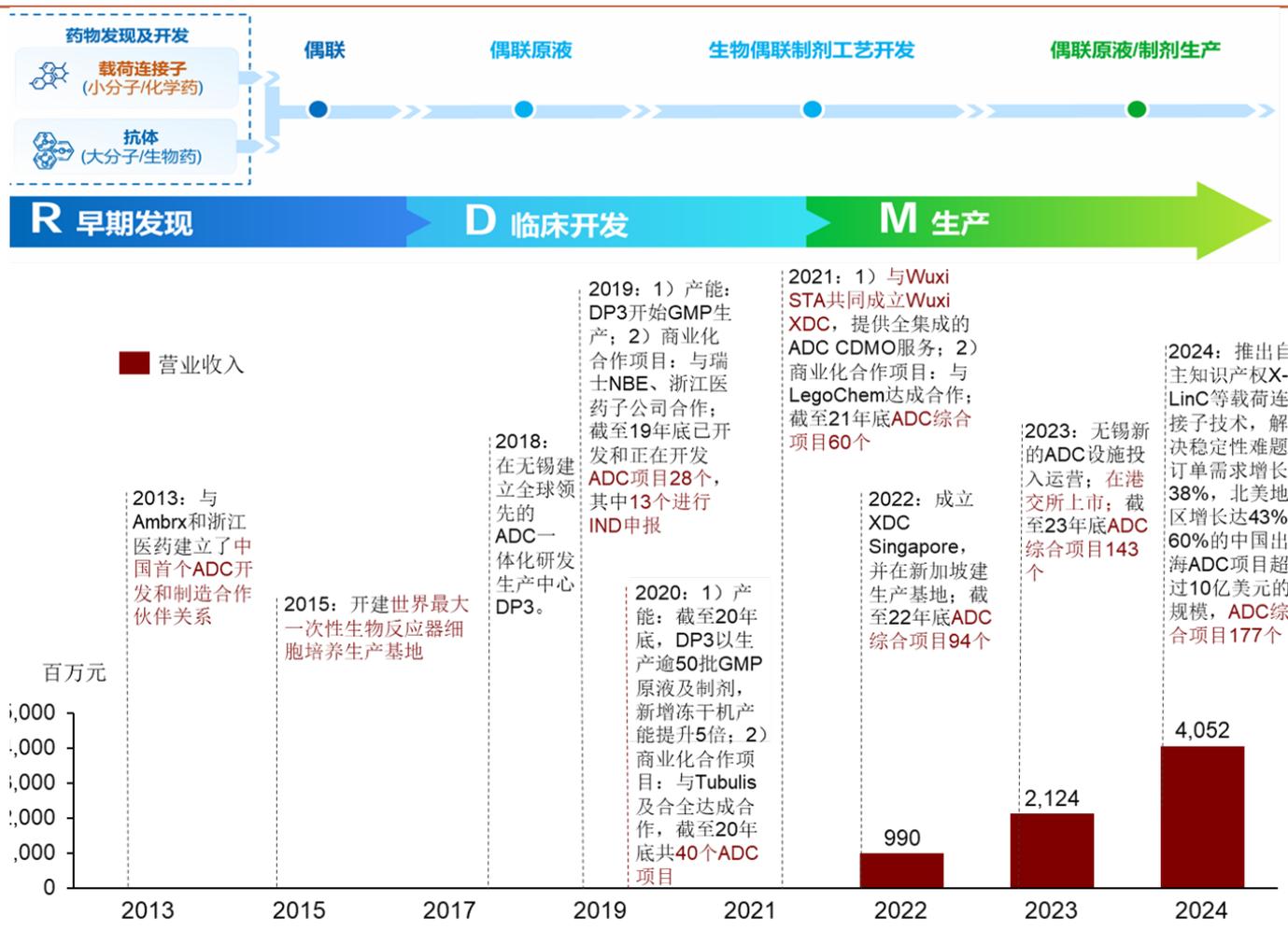
附: 财务预测表 ..... 15

## 一、药明合联：乘 ADC 东风，先进技术及高质量交付引领行业发展

药明合联（2268.HK）是 2021 年药明生物和合全药业（药明康德子公司）成立的合资公司企业，2023 年 11 月从药明生物分拆并在香港联交所主板上市。公司专注于提供 ADC/XDC 药物端到端 CRDMO 服务，服务涵盖抗体中间体和其他偶联生物药、连接子/化学有效载荷、偶联原液及制剂等研发和生产领域。

在上篇《ADC 系列报告(二)——ADC CDMO 行业深度报告》中，我们提到“ADC 药物研发及资本市场双热，中国药企跻身全球第一梯队……预计 2024 年全球市场规模约 26 亿美元。”药明合联作为国内极具影响力的 ADC CDMO 企业，乘行业高速发展之东风，受益于中国工程师红利以及药明康德/药明生物在小分子/大分子领域的多年积累，公司在技术平台、质量、效率以及成本等方面具有全球领先优势，我们估算 2024 年药明合联在全球 ADC/XDC CDMO 行业的市场份额约 20%。2024 年公司赋能客户提交 30 个 IND 申请，处于全球第一的地位。

图 1：药明合联历史发展图

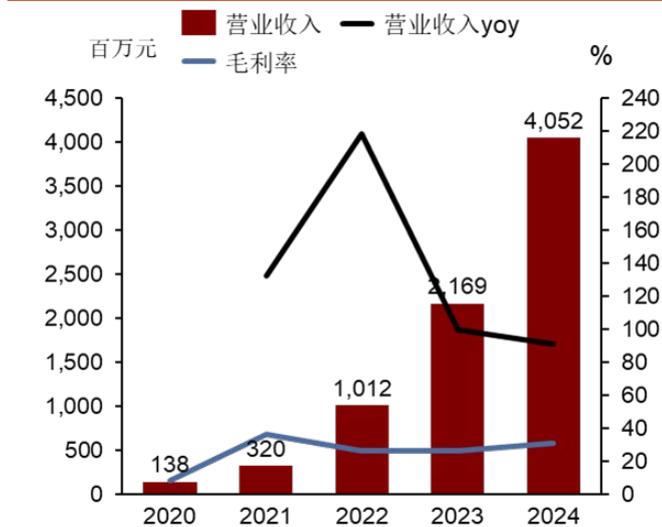


资料来源：药明合联、招商证券

**业绩实现高速增长：**收入端，公司营业收入由 2020 年的 1.38 亿元增长至 2024 年的 40.52 亿元，年复合增长率达到 133%。利润端，随着公司经营规模扩大以及后期项目增加，盈利能力显著提升，2024 年实现净利润 10.70 亿元、同比增

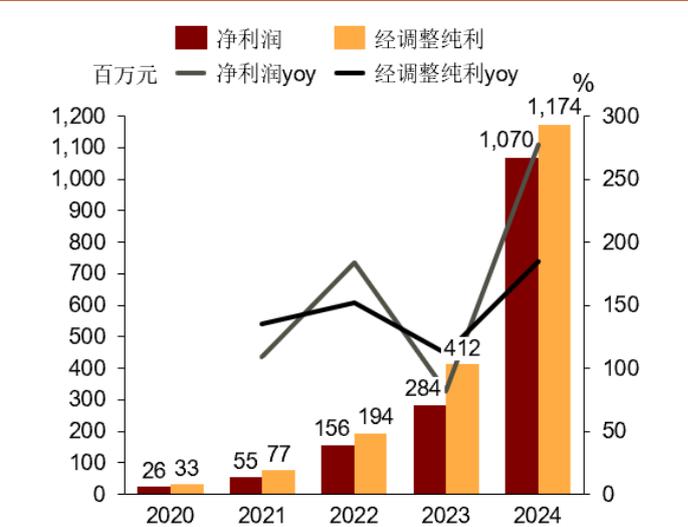
长 122%，经调整净利润 9.92 亿元、同比增长 171%，毛利率约 30.6%、同比 +4.2pct，净利率 26.4%、同比+13.0pct。

图 2：药明合联收入及毛利率情况



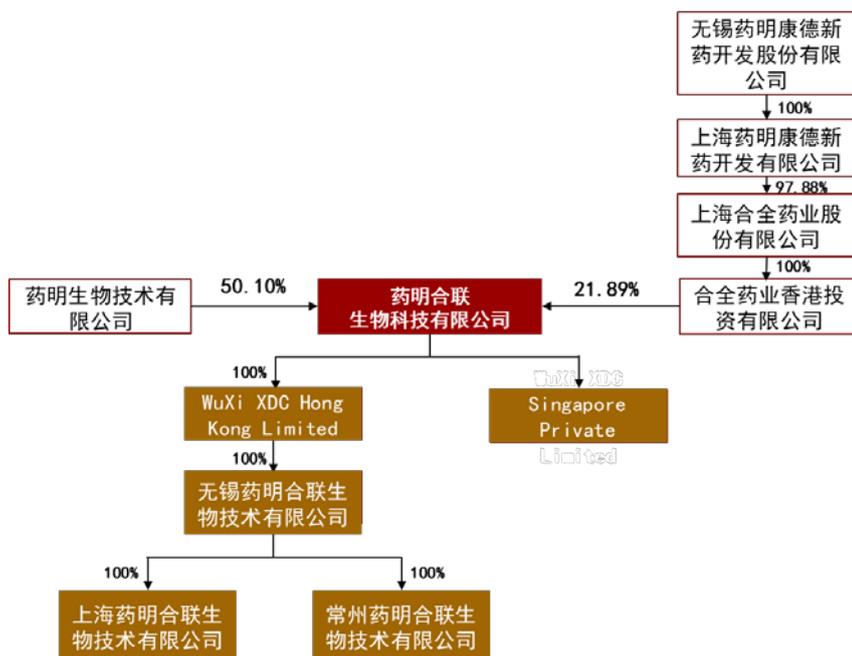
资料来源：药明合联、招商证券

图 3：药明合联利润情况



资料来源：药明合联、招商证券

图 4：药明合联股权结构



资料来源：联交所、药明合联、招商证券

**管理团队行业经验丰富：**药明合联核心管理团队均具备 20 年以上跨国药企经验，覆盖研发、生产等全链条。公司**首席执行官李锦才博士**于 2011 年 9 月加入药明生物，在生物制剂工艺开发、增产及 GMP 生产方面拥有超过 20 年经验；**首席技术官朱梅英博士**在生物技术行业拥有超过 28 年药物开发经验，并在 ADC 开发领域累计超过 15 年经验，管理层多维能力融合为技术转化与商业扩张提供强力支撑。

表 1: 药明合联高管介绍

高管姓名	职务	个人履历
李锦才	执行董事&首席执行官	清华大学化学工程与技术学士，美国马里兰大学巴尔迪默分校化学与生化工程博士。曾担任 Genentech 细胞培养与工艺开发部门领导、Tanox 研究员与 Diversa Corporation（现称巴斯夫）高级研究员，在生物制剂工艺开发、增产及 CGMP 生产方面 拥有超过 20 年经验。
朱梅英	首席技术官	清华大学化学工程学士学位，美国伊利诺伊理工学院化学工程硕士，美国威斯康辛大学麦迪逊分校化学工程博士。曾任职于 BMS、MabPlexUSA、XencorInc.、Agensys/Astellas Pharmalnc 等多家公司。2019 年 9 月至 2023 年 7 月曾担任荣昌生物 首席技术官，领导整个 CMC 团队将 RC48 ADC 商业化。
张靖伟	执行董事&首席运营官	南开大学生物医药科学学士学位，美国纽约大学斯特恩商学院工商管理硕士。曾担任辉瑞财务总监、泰科电子财务主管、Axalta Coating Systems Ltd.全球运营及供应链部门的运营财务负责人。
席晓捷	执行董事&首席财务官&董秘	武汉大学生物化学学士，美国新泽西州立罗格斯大学理学硕士。曾担任康方生物首席财务官、中信里昂证券企业融资及资本市场总监、瑞士信贷银行股份有限公司香港分行投资银行及战略咨询部副总裁、摩根士丹利亚洲投行部副总裁。

资料来源：药明合联、招商证券

## 二、客户及项目质量彰显公司实力，在手订单支撑长期增长

### 2.1 优质客户公认优选，客户群体不断扩大

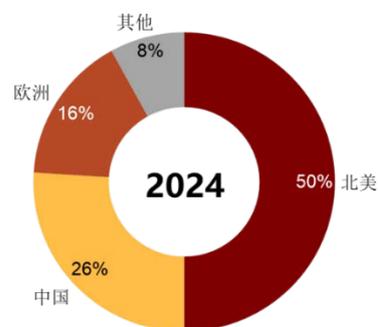
公司在 ADC CDMO 行业地位稳固，历史项目证明研发服务实力，在行业内的影响力持续提升，客户群由 2022 年的 265 家增加至 2024 年的 499 家。客户质量方面，全球制药企业 TOP20 中有 13 家是公司客户，2024 年中国药企出海且交易金额超 10 亿美元的 ADC 授权项目中 60%为公司客户，足以证明药明合联在全球大药企以及国内优质药企中的地位。

图 5: 药明合联服务客户情况



资料来源：药明合联、招商证券

图 6: 药明合联分地区收入情况



资料来源：药明合联、招商证券

备注：上述客户根据公司公开资料整理，仅供参考

表 2: 药明合联合作伙伴梳理 (部分)

时间	合作伙伴	合作药物	合作内容
2019 年 4 月	NBE Therapeutics	NBE-002	药明生物与专注研发新一代创新型肿瘤 iADC 的瑞士创新型生物医药企业 NBE-Therapeutics 达成合作, 双方将针对 NBE 首要 ADC 产品 NBE-002 建立开发和生产全面合作。
2019 年 10 月	新码生物	ARX788	药明生物与新码生物达成商业化生产战略合作, 以支持创新 ADC 药物 ARX788 的 III 期临床研究及大规模商业化生产。 药明生物与浙江医药早在 2013 年就已建立长期合作, 为 ARX788 提供从工艺开发、放大到新药临床试验样品生产的全方位一体化研发服务, 并支持该项目成功通过澳大利亚/新西兰、美国和中国的 IND 申请。
2020 年 12 月	Tubulis	TUB-010 等	药明生物、合全药业与总部位于德国慕尼黑的蛋白质-药物偶联药企 Tubulis 达成合作, 三方建立战略合作伙伴关系, 共同加速 Tubulis 新一代 ADC 的开发, 直至新药 IND 申请。合全药业专注于 linker 和 payload, 药明生物专注于 mAb 和 Tubulis 专有 Tub-tag® 技术中使用的酶, 药明生物随后将进行工艺开发和生物偶联, 并以 GMP 标准生产偶联原液和制剂, 灌装用于临床前毒理研究, 同时供应用于临床评价的产品批次。 TUB-010 是此次合作管线中的首个项目, 它是一种高度匹配、高度稳定和高效的蛋白偶联物药物, 用于治疗淋巴瘤。
2021 年 2 月	德琪医药	/	药明生物、合全药业与德琪医药达成战略合作, 将为德琪医药 ADC 药物开发提供产品中间体的规模放大、工艺开发和 GMP 生产服务。其中, 德琪医药专注于单抗研发, 合全药业专注于 linker 和 payload 的 GMP 生产, 药明生物专注于单抗 (mAb)、生物偶联和成品冻干工艺开发, 并以 GMP 标准生产偶联原液和冻干制剂。
2021 年 8 月	多禧生物	/	药明生物与多禧生物针对 ADC 新药发现建立战略合作, 多禧生物将借助具有自主知识产权的多种有效载荷和连接子专业技术特长, 并结合药明生物领先的自主知识产权抗体发现技术平台, 开发多款创新 ADC 候选药物。未来药明合联也将通过领先的一体化 CMC 能力加速赋能创新 ADC 药物研发和生产进程。
2021 年 9 月	轩竹生物	KM501	药明合联与轩竹生物达成合作, 双方将针对一款创新肿瘤治疗药物 KM501 双抗 ADC 达成研发和生产服务合作。药明合联将在集中化区域内提供抗体、连接子、有效载荷、分析方法及工艺开发, 偶联原液和制剂开发及生产等端到端服务, 支持 KM501 双抗 ADC 的 IND 申请。
2022 年 5 月 (非合作开始时间)	礼新医药	LM-302	药明合联祝贺合作伙伴礼新医药与美国肿瘤精准疗法公司 Turning Point 针对 Claudin 18.2 创新 ADC 药物 LM-302 达成海外独家授权合作。药明合联为 LM-302 提供了一体化技术服务, 灵活地满足了礼新医药在不同阶段的项目需求, 赋能其在 15 个月内顺利实现了从 DNA 到新药 IND 申请。
2022 年 12 月	启德医药	/	药明合联与启德医药就核心偶联技术授权及 ADC 新药开发达成战略合作。根据合作协议, 药明合联将积极在全球范围内拓展和推广启德医药自主开发的生物酶固相催化连续偶联技术平台 iLDC 和 iGDC, 赋能全球客户的新一代生物偶联药物开发与商业化生产。启德医药也将基于药明合联领先的抗体偶联药生产技术平台与一体化 CMC 能力开发多款创新 ADC 药物, 加速产品商业化进程。
2023 年 2 月	Cidara Therapeutics	CD73	药明合联与 Cidara Therapeutics 宣布扩大合作关系。根据协议, 药明合联将为 Cidara 公司提供其肿瘤项目新药临床试验申请相关的 CMC 开发服务。Cidara 的小分子-Fc 偶联药 CD73 旨在突破靶向 CD73 的小分子和单抗候选药物活性、有效性、药代动力学和安全性瓶颈。此前双方已达成流感治疗候选药物小分子-Fc 偶联药 (DFC) CD388 的 CMC 开发和 GMP 生产合作。
2023 年 3 月 (非合作开始时间)	新加坡 EDDC	EBC-129	药明合联祝贺新加坡科技研究局下属国家药物发现和开发平台——实验药物研发中心 (EDDC) 及其合作伙伴研发的创新 ADC EBC-129 获得美国 FDA 批准在实体瘤患者中展开人体临床试验。EBC-129 也是首个在新加坡研发的 ADC。借助药明合联领先的一体化技术平台, EBC-129 用于新药 IND 申请的所有 CMC 研究均以高质量、高标准, 高效完成。

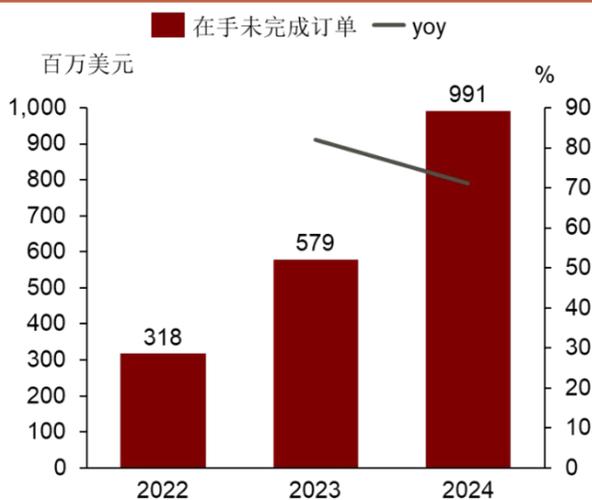
时间	合作伙伴	合作药物	合作内容
2023年4月(非合作开始时间)	映恩生物	DB-1303、DB-1311	药明生物及药明合联祝贺战略合作伙伴映恩生物就两款 ADC 与 BioNTech 达成独家海外许可交易。药明生物凭借其多功能一体化生物制药能力和技术赋能平台，支持映恩生物 ADC 产品的工艺开发和临床生产。
2024年1月	Celltrion	/	药明合联与 Celltrion 签署全面综合服务谅解备忘录，根据合作，Celltrion 将委托药明合联作为全球范围内从工艺开发到 GMP 制造的每个综合项目的主要服务提供商。
2025年2月	LigaChem Biosciences	/	药明合联与 LigaChem Biosciences 签署合作备忘录，根据协议，药明合联将利用其一体化 ADC 药物开发平台及端到端 CRDMO 服务，助力 LigaChem 显著提升 ADC 研发效率。
2025年3月	AbTis	/	药明合联与韩国领先的 ADC 生物技术公司 AbTis 签署谅解备忘录，通过该协议，药明合联将采用 AbTis 的先进位点选择性共轭技术，包括 AbClick® 该平台使用亲和肽辅助连接体，实现精确有效的抗体-药物偶联。
2025年4月	佰睿壹	/	药明合联与佰睿壹达成战略技术合作，共同加速下一代抗体偶联药物的开发进程，佰睿壹将提供自主研发的 MCLICK 化学定点偶联技术(涵盖 DAR1、DAR2 和 DAR6)，与药明合联达成全球独家 CRDMO 合作，药明合联将这些偶联技术融入其先进的 ADC 技术平台，借助其全球领先、一站式 ADC CRDMO 服务平台，进一步释放 MCLICK 技术的行业应用潜力，赋能双方客户。

资料来源：药明生物、药明合联、招商证券  
注：上述合作伙伴经公开资料查询梳理。

## 2.2 在手、新签订单均高速增长，奠定业绩扎实基础

截至 2024 年底，公司在手未完成订单总金额 9.91 亿美元、同比增长 71%，其中北美地区未完成订单同比增长超过 100%；2024 年新签订单总金额同比亦有约 70% 高增速。

图 7：药明合联在手未完成订单情况



资料来源：药明合联、招商证券

## 三、R&D 行业领军者，发挥导流优势 M 端蓄势待发

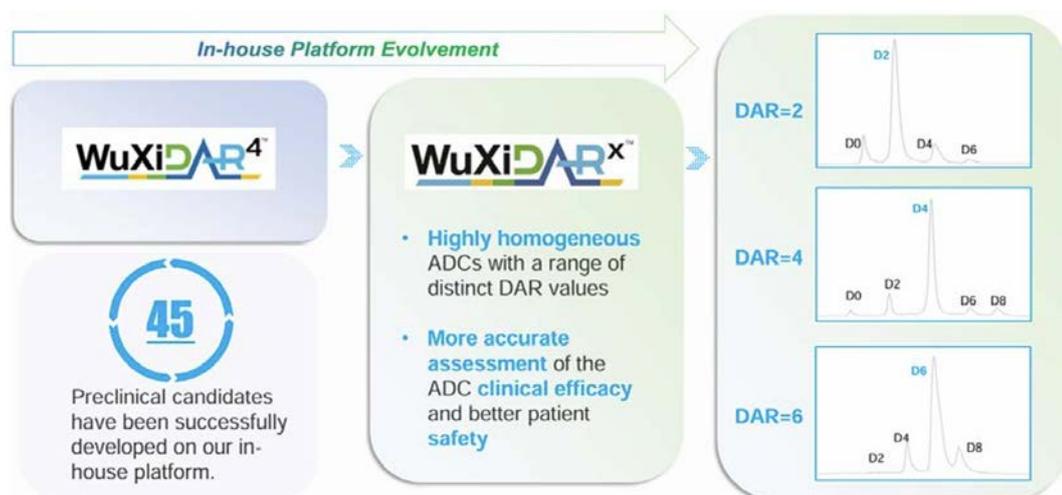
### 3.1 R 端：技术引领，赋能客户突破生物偶联的难点

ADC 技术全覆盖，偶联平台实现升级：在《ADC 系列报告(二)——ADC CDMO

行业深度报告》中提到“ADC 偶联生产工艺放大是一个极其复杂且需要复杂控制的过程，偶联反应需要严格控制反应条件，以确保抗体分子与小分子毒素的偶联效率和均一性。”针对 DAR 值（药物与抗体的比例）的精准控制，2020 年药明合联推出具有自主知识产权的 WuXiDAR4™ 技术平台，用于严格控制 DAR 的种类分布，从而显著提升具有批次和一致性的生物偶联药物的同质性。2024 年公司将 WuXiDAR4™ 偶联平台升级为 WuXiDARx™ 平台，能在维持 ADC 均一性不变的情况下，可以根据客户需求调控 DAR 值。截至 2024 年末，已有 45 个临床候选药物及 7 个临床项目通过该技术平台成功开发。

截止 2024 年底，药明合联拥有 14,000 多个分子的研发经验，服务 ADC 项目近 700 个、XDC 项目近 200 个，涵盖 ADC、AOC、BsADC、DAC、RDC 和 APC 等多种类型。

图 8: 药明合联 WuxiDAR 技术平台



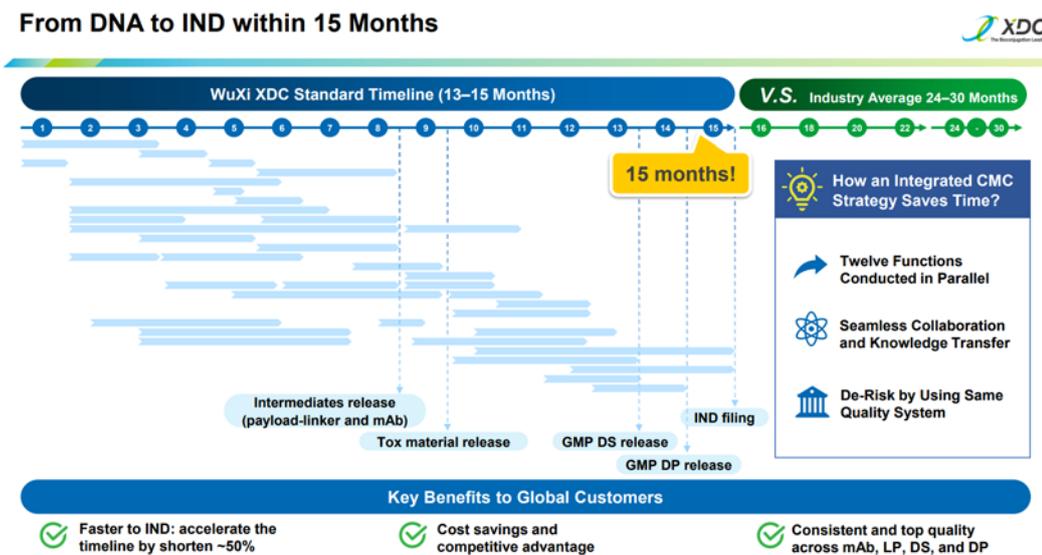
资料来源：药明合联、招商证券

除此之外，公司推出自有的 X-LinC 技术通过替代马来酰亚胺连接体，显著提升血浆稳定性，从而潜在提升 ADC 稳定性及拓展潜在的治疗窗口。集团亦正在开发有自主知识产权的新型亲水性连接子，提高亲水性和稳定性。同步亦在开发专有的喜树碱类有效载荷及其他创新型有效载荷。

### 3.2 D 端：效率为王，助力客户加速进度，项目数量充沛

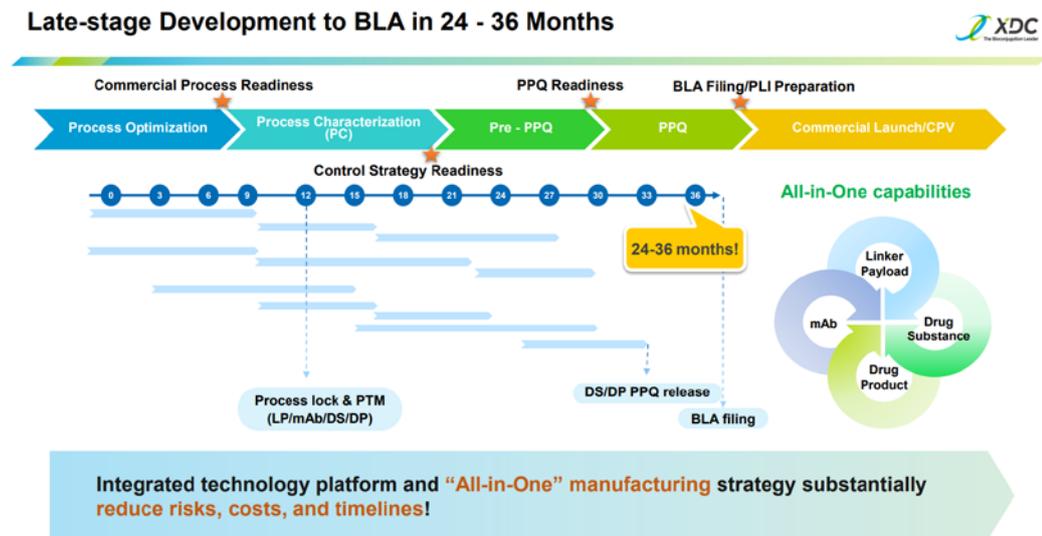
**整合 CMC 战略，提升研发效率：**药明合联凭借扎实的科学和技术底蕴、强大的研发和生产能力、高效的项目管理系统等优势，已成功将许多 ADC 项目从药物发现到 IND 的开发周期大幅缩短至 15 个月或更少，相比行业常规时间缩短近一半；在项目继续推进到后期阶段，进入 BLA 提交时，需要进行四个组件的 PPQ，这一过程非常耗时且复杂，公司能够帮助客户在 24-36 个月的时间内，高效完成从后期工艺开发到 BLA 的准备。

图 9：药明合联将 DNA 到 IND 的开发周期缩短至 15 个月或更少



资料来源：药明合联、招商证券

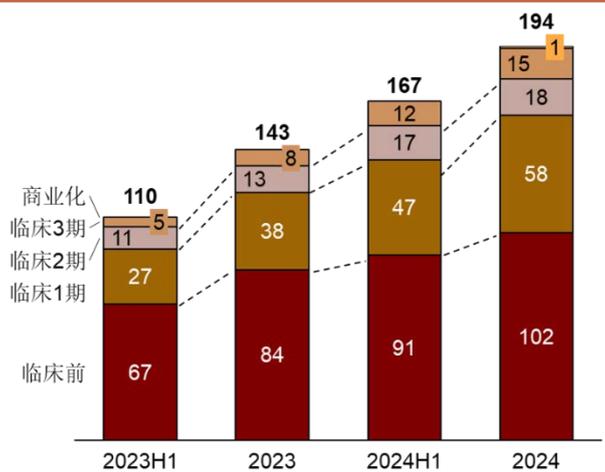
图 10：药明合联将后期工艺开发到 BLA 的周期控制在 24-36 个月



资料来源：药明合联、招商证券

截止 2024 年底，公司服务 iCMC 项目 194 个，漏斗内临床前、临床 I 期、临床 II 期、临床 III 期项目数分别为 102、58、18、15 个。

图 11: 药明合联各阶段项目数



资料来源: 药明合联、招商证券

### 3.3 M 端: 商业化项目蓄势待发潜力空间大, 全球双厂战略有效承接

CDMO 企业的重要目标是做到商业化, 否则“CDO”业务规模效应有限(同时商业化项目也代表着客户对 CDMO 企业的信任)。以药明生物为例, 商业化生产合作项目的收益可达到早期项目收入的几十倍。落脚药明合联的业务, 随着漏斗内项目持续向后期推进, 预计到 2030 年 M 端项目收入占比将超过 20%。

表 3: 药明合联不同阶段项目持续时间及一般性收益

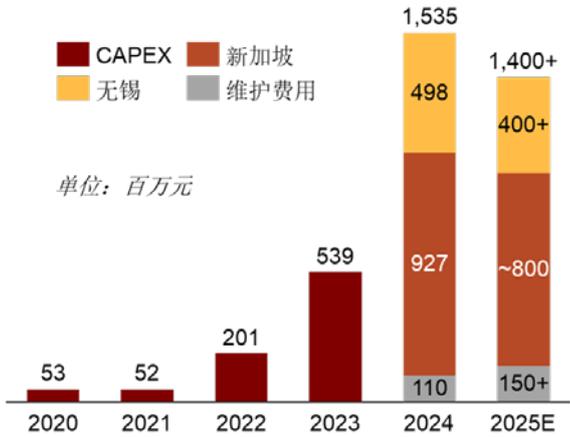
服务阶段	一般持续时间	一般合约金额范围/百万美元
临床前开发	1-2 年	8-11
临床 I 期	1-3 年	6-9
临床 II 期	2-4 年	8-15
临床 III 期	3~5 年	40-70
商业化生产	每年	/

资料来源: 药明合联招股书、招商证券

对于药明合联而言, 规模效益更强、效益更突出的商业化项目尚且刚刚启动, 足见后续更大的潜力空间: 2024 年公司迎来首个 ADC 商业化项目, 切入高附加值生产环节, 另外有 8 个 PPQ 项目预计有更多潜在新药上市申请提交。

为了顺利承接接下来的商业化项目, 公司加大资本开支, 稳步推进“全球双厂”生产战略, 即“中国+新加坡”, 做好充足准备。

图 12: 药明合联 CAPEX 情况



资料来源: 药明合联、招商证券

- 现有产能:**
  - 无锡基地: 实现 “All-in-One”，即在同一园区实现一体化制造基地，成功整合了抗体中间体、载体-连接子、ADC 原液以及制剂这四大生产板块；现有产能 mAb/DS 双功能产线最大单批生产规模 2KL，载荷连接子公斤级生产，DS 产线最大单批生产规模 500L，DP 车间年产能 800 万瓶；2024 年四季度扩展 mAb/DS 双功能产线（BCM2 L2）正式投用，具备每批 2000 升的反应能力。
  - 常州基地: 负责载荷连接子。
  - 上海基地: 实验室级别 ADC 生产。
- 在建产能:**
  - 无锡基地: 2024 年无锡基地实现全面升级，DP3 制剂产线（年产能 700 万瓶）预计在 2025 年上半年投用，DP5 预计 2027 年投入运营，届时无锡基地制剂年产能将提升至 2700 万剂，充分支撑商业化项目的持续放量。
  - 新加坡基地: 新加坡模块化工厂是公司首个海外产能布局，基地规划总面积达 22,000 平方米，预计 2025 年底将建成投产的 XBCM3 和 XBCM4 原料药产线，具备最高单批 2,000L 的反应能力，支持抗体中间体与偶联药物原料的双功能生产，载荷连接子公斤级生产，DS 产线最大单批生产规模 500L；同时，XDP4 制剂产线计划于 2026 年中期投产，具备年产 800 万剂能力。

图 13: 药明合联产能布局图



资料来源: 药明合联、招商证券

## 四、投资建议

在上篇《ADC 系列报告(二)——ADC CDMO 行业深度》报告中,我们指出“ADC 研发热潮推动外包需求激增,ADC CDMO 市场需求旺盛……”。公司行业龙头地位全方位领先,在 R 端、D 端已经展现出技术及速度上的明显优势,我们相信凭借 CRDMO 一体化优势,公司助力、伴随头部企业及明星项目成长, M 端规模化放量空间值得期待。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 55.5、74.5、98.8 亿元,净利润 14.4、18.8、25.6 亿元,对应 PE 27.8、21.3、15.7 倍。首次覆盖,给予“强烈推荐”投资评级。

表 4: 药明合联盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	990	2124	4052	5553	7448	9882
yoy	218%	114%	91%	37%	34%	33%
其中:						
IND 前	381	927	1676	2178	2723	3268
yoy	150%	143%	81%	30%	25%	20%
IND 后	609	1197	2377	3375	4725	6615
yoy	284%	96%	99%	42%	40%	40%

资料来源:药明合联、招商证券

## 五、风险提示

### 1、地缘政治动荡的风险

当前全球宏观环境仍处于动荡期,存在地缘政治冲突升级、宏观政策变化等因素冲击的风险。

### 2、行业监管变化的风险

CXO 是受监管程度较高的行业,监管政策、产业政策以及行业法规的变化可能会严重影响相关企业的经营。

### 3、汇率波动

CXO 企业的业务遍及全球,汇率波动可能对公司业绩产生不利影响。

### 4、投融资恢复不及预期风险

生物医药行业具有研发周期长,资金需求大,风险高等特点,高度依赖外部融资支持。若投融资环境恢复不及预期,可能导致企业研发资金短缺,影响在研项目的推进和新药上市的进程。

### 5、客户需求波动风险

全球 ADC 以及偶联药物行业仍处于初期发展阶段,公司的发展受制于客户所签

订服务合约的数量和规模（主要为开发以及商业化 ADC 及其他生物偶联药物的医药及生物科技公司），任何需求的减缓或下降都会对公司业绩造成不利影响。

## 6、行业竞争加剧风险

全球 ADC 行业的蓬勃发展驱动 ADC 及生物偶联外包服务市场快速扩容，吸引大量市场新参与者涌入，行业竞争加剧或导致客户黏性下降及营收渠道收窄。

## 7、核心管理团队流失风险

新药的研发需要大量跨学科经验及连续性决策支持，核心管理团队的技术积累与战略协同能力若发生流失，可能导致研发管线推进延迟，关键工艺断层以及商业化进程受阻，从而影响长期竞争力与资本市场估值稳定性。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5200	6102	6490	7999	10550
现金及现金等价物	4048	1925	1603	2295	3655
交易性金融资产	0	434	520	520	520
其他短期投资	0	1615	1292	1163	1046
应收账款及票据	822	1573	2156	2892	3837
其它应收款	134	227	319	438	568
存货	47	119	199	213	304
其他流动资产	149	209	402	479	620
<b>非流动资产</b>	1535	3023	4348	5169	5644
长期投资	12	12	12	12	12
固定资产	1246	2725	4022	4812	5254
无形资产	270	277	305	335	369
其他	6	9	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>6735</b>	<b>9124</b>	<b>10838</b>	<b>13168</b>	<b>16194</b>
<b>流动负债</b>	1279	2467	2739	3618	4653
应付账款	620	1020	1370	1856	2419
应交税金	37	77	77	77	77
短期借款	0	478	96	64	42
其他	622	892	1197	1622	2115
<b>长期负债</b>	2	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	18	18	18	18
<b>负债合计</b>	<b>1281</b>	<b>2485</b>	<b>2757</b>	<b>3637</b>	<b>4672</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	5454	6639	8080	9531	11522
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5454	6639	8081	9531	11522
<b>负债及权益合计</b>	<b>6735</b>	<b>9124</b>	<b>10838</b>	<b>13168</b>	<b>16194</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	333	717	962	1618	2065
净利润	284	1070	1441	1883	2556
折旧与摊销	60	110	151	224	268
营运资本变动	(94)	(401)	(293)	(34)	(250)
其他非现金调整	84	(62)	(338)	(454)	(508)
<b>投资活动现金流</b>	(91)	(3330)	(885)	(456)	(115)
资本性支出	(539)	(1505)	(1450)	(1015)	(710)
出售资产获得的现金	11	1	1	1	1
投资增减	1069	2819	(209)	(99)	(83)
其它	1506	993	355	459	511
<b>筹资活动现金流</b>	3522	475	(400)	(469)	(589)
债务增减	(76)	476	(382)	(32)	(21)
股本增减	3598	4	0	0	0
股利支付	0	0	0	432	565
其它筹资	(0)	(5)	(17)	(5)	(3)
其它调整	(0)	0	0	(865)	(1130)
<b>现金净增加额</b>	<b>3713</b>	<b>(2122)</b>	<b>(323)</b>	<b>692</b>	<b>1360</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>总营业收入</b>	2169	4052	5553	7448	9882
主营业务收入	2124	4052	5553	7448	9882
营业成本	1564	2812	3776	5117	6671
<b>毛利</b>	560	1240	1777	2331	3212
营业支出	216	327	461	633	800
<b>营业利润</b>	389	913	1316	1698	2411
利息支出	1	3	17	5	3
利息收入	47	0	14	16	24
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(45)	310	341	443	488
非经常项目损益	(31)	0	(10)	(5)	(5)
<b>除税前利润</b>	360	1220	1644	2147	2914
所得税	76	150	202	264	359
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	284	1070	1441	1883	2556
<b>基本EPS(元)</b>	0.24	0.89	1.20	1.57	2.13

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业收入	114%	87%	37%	34%	33%
营业利润	163%	135%	44%	29%	42%
净利润	82%	277%	35%	31%	36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.8%	30.6%	32.0%	31.3%	32.5%
净利率	13.1%	26.4%	26.0%	25.3%	25.9%
ROE	5.2%	16.1%	17.8%	19.8%	22.2%
ROIC	5.7%	15.1%	17.9%	19.7%	22.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.0%	27.2%	25.4%	27.6%	28.8%
净负债比率	0.0%	5.2%	0.9%	0.5%	0.3%
流动比率	4.1	2.5	2.4	2.2	2.3
速动比率	4.0	2.4	2.3	2.2	2.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	28.5	34.0	23.7	24.8	25.8
应收帐款周转率	3.0	2.9	2.6	2.6	2.6
应付帐款周转率	2.8	3.4	3.2	3.2	3.1
<b>每股资料(元)</b>					
基本每股收益	0.24	0.89	1.20	1.57	2.13
每股经营现金	0.28	0.60	0.80	1.35	1.72
每股净资产	4.55	5.53	6.73	7.94	9.60
每股股利	0.00	0.00	0.36	0.47	0.64
<b>估值比率</b>					
PE	140.8	37.4	27.8	21.3	15.7
PB	7.3	6.0	5.0	4.2	3.5
EV/EBITDA	82.4	27.9	20.4	15.6	11.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。