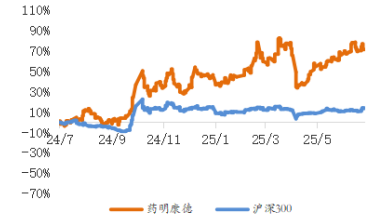
TIDES 业务驱动成长，业绩确定性强

公司评级：买入（上调）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	9	4	73
绝对收益	11	6	87

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 蒋栋
证书编号： S0500521050001
Tel： (8621) 50295368
Email： jiangdong@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ 全流程一体化服务平台，自 2024 年 Q4 业绩边际改善显著

公司以药物发现业务为起点，纵向一体化布局小分子 CDMO 业务为客户提供中间体、原料药及制剂的定制化产品服务。同时，公司充分发挥板块协同效应，将业务延伸至分析测试、生物学服务、临床 CRO 及 SMO 业务。

根据 Wind 数据，公司营收由 2019 年的 128.72 亿元增长至 2023 年的 403.41 亿元，年复合增长率（CAGR）达 33.05%；2024 年营收微降至 392.41 亿元（根据公司 2024 年年报，剔除特定商业化项目后同比增长 5.2%）。公司归母净利润由 2019 年的 18.55 亿元增至 2023 年的 96.07 亿元，CAGR 达 50.86%，2024 年净利润为 94.50 亿元，同比小幅下降 1.6%，但剔除非经常性因素后盈利能力保持稳定。

自 2024Q4 业绩逐季改善：根据 wind 数据，虽然 2024 年营收微降，但 2024 年四季度单季实现营收 115.39 亿元（+6.9%）、实现归母净利润 29.17 亿元（+90.6%）创历史新高，2025 年 Q1 公司实现营业收入 96.55 亿元（+21.0%）、实现归母净利 36.72 亿元（+89.1%）边际改善显著。

❑ CRDMO 商业模式驱动业务持续增长，TIDES 业务尤其亮眼

根据公司年报，公司业务主要由化学业务（WuXi Chemistry）、测试业务（WuXi Testing）、生物学业务（WuXi Biology）三大业务构成，2024 年三大业务营收分别为 290.5 亿元（-0.41%）、56.7 亿元（-4.82%）、25.4 亿元（-0.34%）营收占比分别为 74.0%，14.5%，6.5%。

- **化学业务：**收入 290.5 亿元，剔除新冠项目后同比增长 11.2%。

TIDES 业务（寡核苷酸和多肽药物）成为最大亮点：收入 58.0 亿元，同比激增 70.1%；在手订单增长 103.9%，客户数增 15%，服务分子数增 22%。2024 年末，多肽固相合成反应釜总体积增加至 41,000L，预计 2025 年末将进一步提升至超 100,000L。

- **测试业务：**收入 56.7 亿元，同比下滑 4.82%。主要受实验室分析及药物安全性评价业务价格竞争拖累（收入降 8%），但临床 CRO 及 SMO 业务逆势增长 2.8%（SMO 增 15.4%）。
- **生物学业务：**收入 25.4 亿元，同比持平；新分子种类收入占比超 28%。

❑ 业务战略调整增长确定性强，对比海外公司成长空间大

根据公司年报，截至 2024 年末，公司持续经营业务在手订单人民币 493.1 亿元，同比增长 47.0%。

根据公司年报，预计公司 2025 年持续经营业务收入增长 **10%-15%**（415-430 亿元）；公司于 2024 年末剥离亏损的美国及英国细胞治疗业务（WuXi ATU）、美国医疗器械测试业务（合计收入 13.2 亿元），专注 CRDMO 核心赛道；**产能扩张：**多肽固相合成反应釜体积增至 4.1 万升（2025 年目标超 10 万升），支持 TIDES 业务持续放量。

对比海外龙头公司具备估值优势：根据 Wind 数据，对比全球主要 CXO 公司龙沙、三星生物制剂当前（2025 年 7 月 1 日，下同） PE（TTM ）估值

分别 64.0X、55. 8 X，而药明康德 PE（TTM）仅为 18.2X ,早在 2021 年药明康德总市值曾超越龙沙、三星生物制剂，但当前药明康德市值分别约为龙沙和三星生物制剂的 55.47%、53.85%。我们判断造成中国 CXO 龙头公司明显偏低的主要原因是受地缘政治影响 ，市场担心以美国地区业务为主的药明康德等国内公司未来业务会受到负面影响。我们认为，虽然地缘政治会对 CXO 公司业务带来扰动，但医药产业全球化的趋势不会改变，中国 CXO 公司凭借工程师红利迅速崛起的产业地位不会改变。

❑ 投资建议

作为一体化的医药外包服务公司，药明康德业绩边际改善显著，对比海外 CXO 巨头公司估值优势明显。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 419.97/481.63/547.78 亿元，归母净利分别为 112.72/129.15/148.66 亿元，对应 EPS 分别为 3.92/4.50/5.18 元，鉴于目前公司受益于创新药产业爆发业绩确定性强，我们将评级由“增持”调整至“买入”。

❑ 风险提示

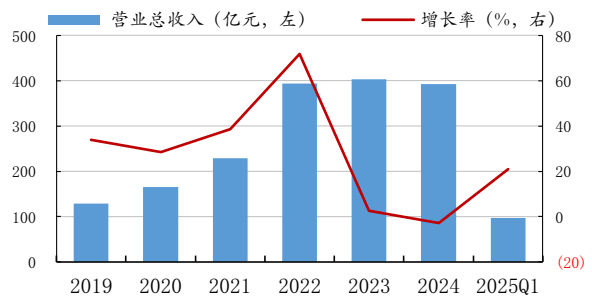
医药研发服务市场需求下降的风险；行业监管政策变化的风险；医药研发服务行业竞争加剧的风险；地缘政治及国际政策变动风险。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39241	41997	48163	54778
同比	-2.7%	7.0%	14.7%	13.7%
归母净利（百万元）	9450	11272	12915	14866
同比	-1.6%	19.3%	14.6%	15.1%
毛利率	41.5%	43.7%	43.6%	44.0%
ROE	16.1%	16.9%	17.1%	17.3%
每股收益（元）	3.29	3.92	4.50	5.18
PE	20.01	16.77	14.64	12.72
EV/EBITDA	13.00	9.91	8.36	7.09

资料来源：Wind、湘财证券研究所

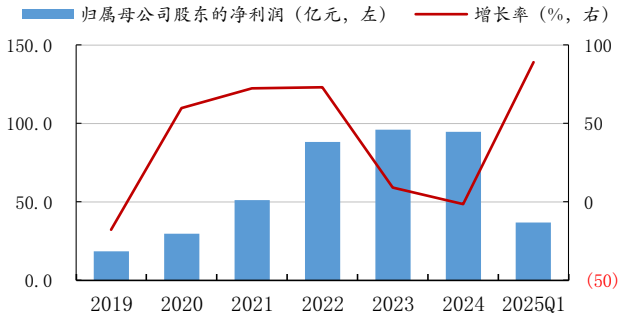
1 主要财务数据

图 1 2019-2025Q1 公司营业收入及增长



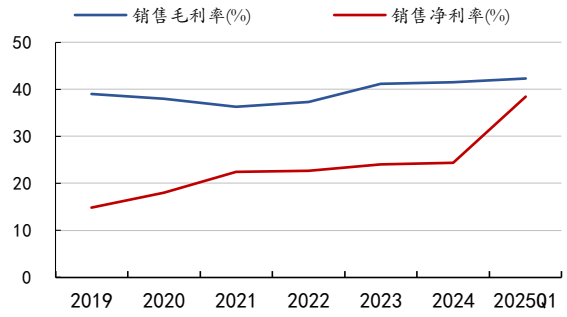
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2019-2025Q1 公司归母净利及增长



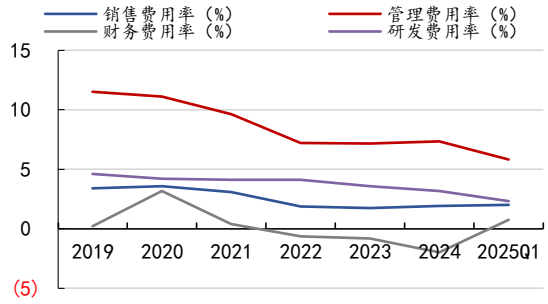
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2019-2025Q1 公司销售毛利率及销售净利率变化



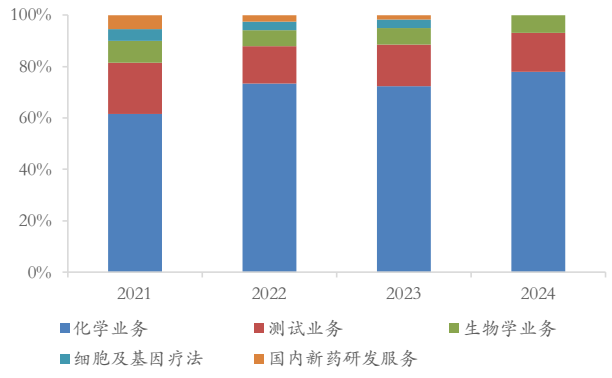
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2019-2025Q1 公司费用率情况



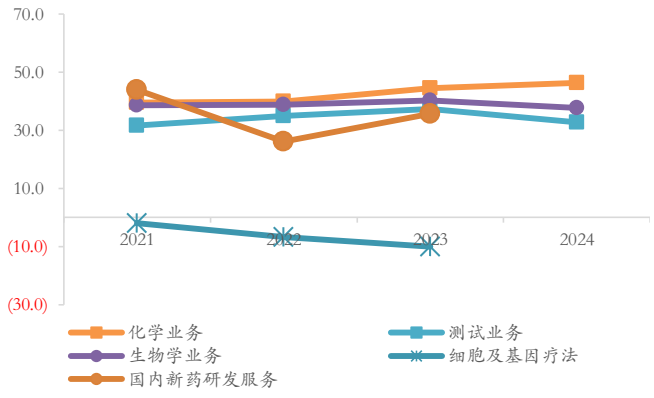
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2021-2024 公司主营业务收入构成



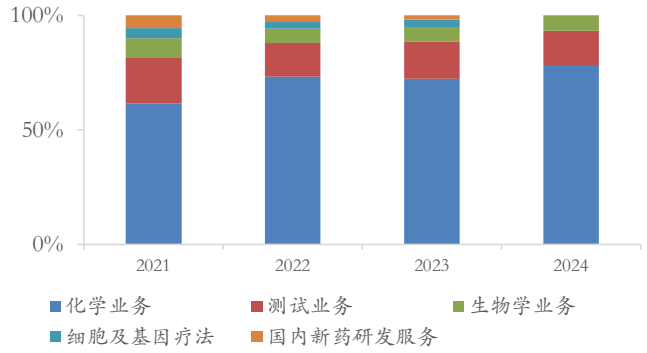
资料来源：Wind、湘财证券研究所 注：2024 年细胞基因疗法被划为终止经营业务

图 6 2021-2024 公司各业务毛利率



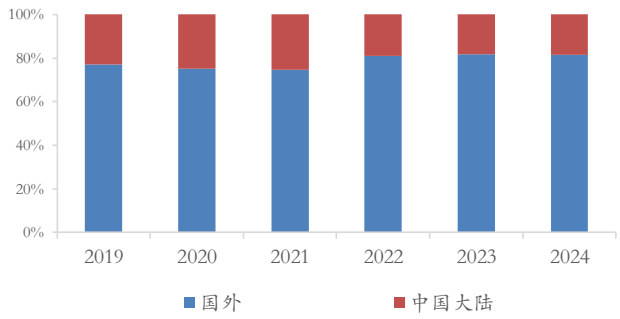
资料来源：Wind、湘财证券研究所注：2024 年细胞基因疗法被划为终止经营业务

图 7 2021-2024 公司毛利构成



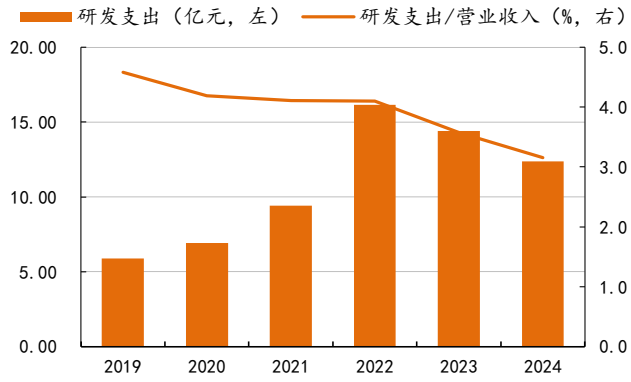
资料来源：Wind、湘财证券研究所　注：2024 年细胞基因疗法被划为终止经营业务

图 8 2019-2024 公司国内外销售占比



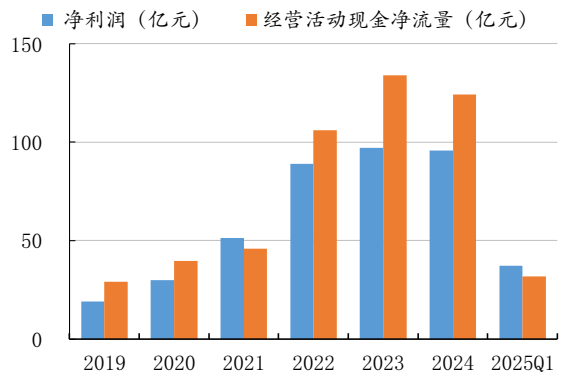
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 2019-2024 研发支出及营收占比



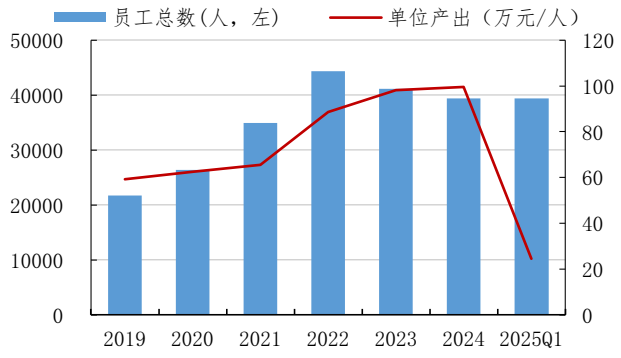
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 2019-2025Q1 净利润与经营活动现金流对比



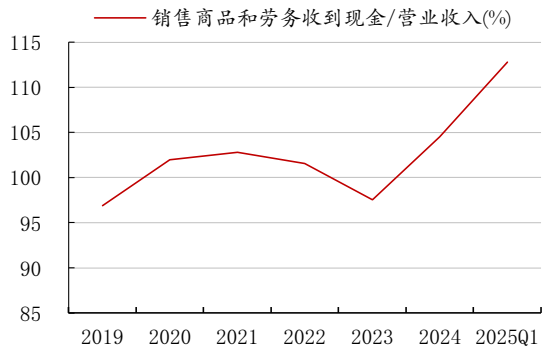
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 2019-2025 公司员工数与单位产出



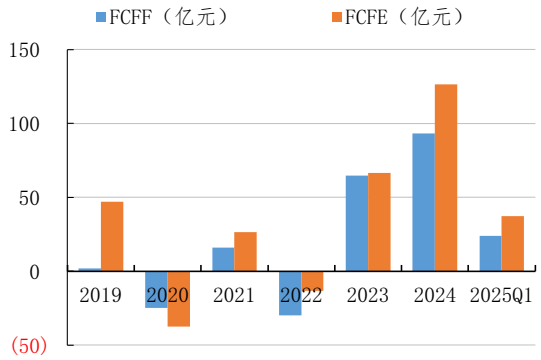
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 12 2019-2025Q1 公司销售收到的现金与营收比



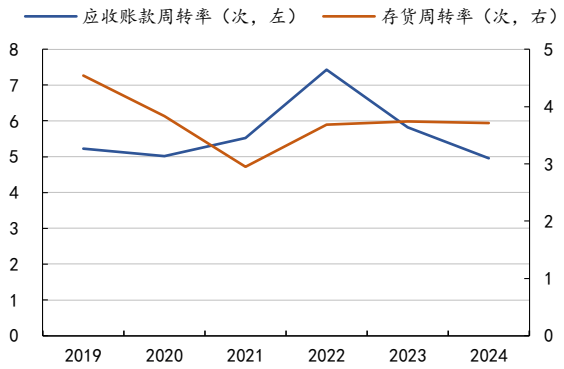
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 13 2019-2025Q1 公司 FCFF 与 FCFE



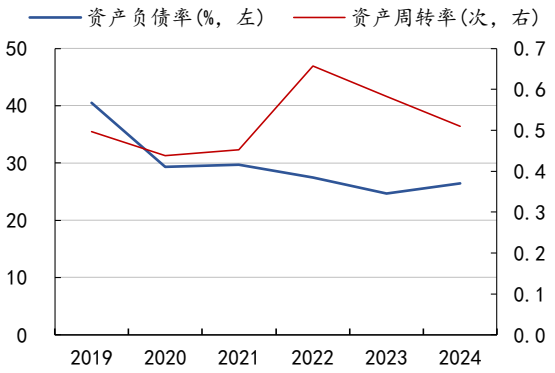
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 14 2019-2024 公司应收账款周转率、存货周转率



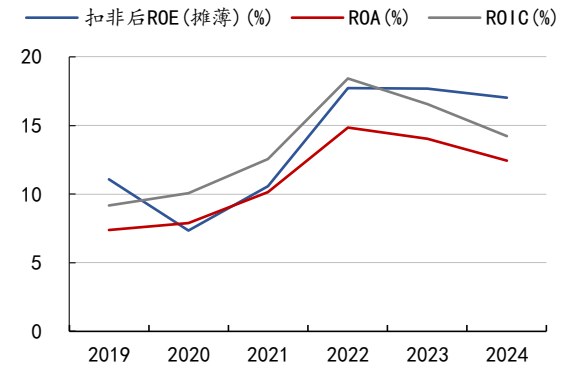
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 15 2019-2024 公司资产负债率与资产周转率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 16 2019-2024 扣非 ROE、ROA、ROIC



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 投资建议

作为一体化的医药外包服务公司，药明康德业绩边际改善显著，对比海外 CXO 巨头公司估值优势明显。我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 419.97/481.63/547.78 亿元，归母净利分别为 112.72/129.15/148.66 亿元，对应 EPS 分别为 3.92/4.50/5.18 元，鉴于目前公司受益于创新药产业爆发业绩确定性强，我们将评级由“增持”调整至“买入”。

3 风险提示

（1）医药研发服务市场需求下降的风险：过去，受益于全球医药市场不断增长、公司客户研发预算增加以及客户外包比例提升，客户对公司的服务需求持续上升。如果未来行业发展趋势放缓，或者外包比例下降，可能对公司业

务造成不利影响。此外，医药行业的兼并整合及研发预算调整，也可能会影响客户的研发支出和外包需求，并对公司业务造成不利影响。

（2）行业监管政策变化的风险：医药研发服务行业是一个受监管程度较高的行业，其监管部门包括公司业务开展所在国家或地区的药品监督管理机构等，监管部门一般通过制订相关的政策法规对医药研发服务行业实施监管，监管范围可涵盖技术指标和跨境外包服务及生产的标准和要求等多个方面。国家药监局等主管机构亦不断根据市场发展情况逐步制订并不断完善各项相关法规。若公司不能及时调整自身经营战略来应对相关国家或地区医药研发服务行业的产业政策和行业法规的变化，将可能会对公司的经营产生潜在的不利影响。

（3）医药研发服务行业竞争加剧的风险：目前，全球制药研发服务市场竞争日趋激烈。公司在特定的服务领域面临的竞争对手主要包括各类专业CRO/CDMO机构或大型药企自身的研发部门，其中多数为国际化大型药企或研发机构，这些企业或机构相比公司可能具备更强的财力、技术能力、客户覆盖度。除了上述成熟的竞争对手以外，公司还面临来自市场新入者的竞争，他们或拥有更雄厚的资金实力，或拥有更有效的商业渠道，或在细分领域拥有更强的研究实力。公司如不能继续强化自身综合研发技术优势及各项商业竞争优势，或将面临医药市场竞争加剧、自身竞争优势弱化导致的相关风险。

（4）地缘政治及国际政策变动风险：公司在境外开展业务和设立机构需要遵守所在国家和地区的法律法规，且在一定程度上需要依赖原材料供应商、客户以及技术服务提供商以保证日常业务经营的有序进行。如果发生以下情形，例如全球业务所在国家和地区的法律法规、产业政策或者政治经济环境发生重大变化、或因国际关系紧张、战争、贸易制裁等无法预知的因素或其他不可抗力而导致境外经营状况受到影响，将可能给公司全球业务的正常开展和持续发展带来潜在不利影响。

附表 1 财务报表以及相应指标

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40340.8	39241.4	41997.4	48163.3	54777.8
减: 营业成本	23728.8	22964.5	23642.6	27152.7	30693.9
营业税金及附加	297.5	301.2	322.3	369.7	420.4
营业费用	701.0	745.4	797.7	914.9	1040.5
管理费用	2878.8	2879.3	3081.6	3534.0	4019.3
研发费用	1440.6	1238.5	1374.8	1526.0	1693.8
财务费用	-338.1	-786.7	-232.0	-350.1	-489.0
减值损失	-394.9	-1573.8	-753.2	-753.2	-753.2
加: 投资收益	233.8	604.2	700.0	700.0	700.0
公允价值变动损益	-37.8	187.0	213.0	213.0	213.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	11433.3	11116.4	13170.1	15176.0	17558.6
加: 其他非经营损益	398.6	423.4	406.5	406.5	406.5
利润总额	11832.0	11539.8	13576.6	15582.5	17965.0
减: 所得税	2131.7	1972.1	2164.0	2506.8	2913.9
净利润	9700.3	9567.7	11412.6	13075.7	15051.1
减: 少数股东损益	93.5	117.4	140.1	160.5	184.7
归属母公司净利润	9606.7	9450.3	11272.5	12915.2	14866.4

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13764.1	18322.0	23240.7	28395.7	34543.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收和预付款项	8333.4	8394.0	9489.1	11020.3	12301.9
其他应收款（合计）	168.2	123.9	2.2	0.0	0.0
存货	4736.2	5399.7	5024.0	6947.3	8648.0
其他流动资产	3163.7	5340.4	5340.4	5340.4	5340.4
长期股权投资	2215.6	2325.5	2325.5	2325.5	2325.5
金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	25184.8	25813.0	28662.3	30811.6	32261.0
无形资产和开发支出	3684.7	2547.2	2302.3	2057.5	1812.6
其他非流动资产	14377.4	13275.6	31284.5	31004.6	30508.4
资产总计	73669.3	80325.8	88305.0	98555.6	108890.5
短期借款	3667.1	1242.7	1210.7	1060.6	771.6
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	10292.3	10162.7	10144.0	11344.8	11378.8
长期借款	687.0	2959.5	2959.5	2959.5	2959.5
其他负债	7172.6	8118.0	8086.1	7935.9	7647.0
负债合计	18151.9	21240.2	21189.6	22240.2	21985.3
股本	2968.8	2888.0	2888.0	2888.0	2888.0
资本公积	25244.5	22078.8	22078.8	22078.8	22078.8
留存收益	26909.1	33666.0	41555.7	50595.2	61000.3
归属母公司股东权益	55122.5	58632.7	66522.4	75561.9	85967.0
少数股东权益	395.0	452.9	593.0	753.5	938.2
股东权益合计	55517.4	59085.6	67115.4	76315.4	86905.2
负债和股东权益合计	73669.3	80325.8	88305.0	98555.6	108890.5

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金净流量	13386.9	12406.5	13851.4	14580.8	16159.3
投资性现金净流量	(7560.5)	(5518.2)	(5750.0)	(5750.0)	(5750.0)
筹资性现金净流量	(3941.4)	(3832.2)	(3182.8)	(3675.7)	(4261.3)
现金流量净额	2017.1	3443.7	4918.6	5155.0	6148.1

财务分析和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收益率					
毛利率	41.2%	41.5%	43.7%	43.6%	44.0%
三费/销售收入	12.4%	12.4%	12.5%	12.4%	12.3%
EBIT/销售收入	28.5%	27.4%	31.8%	31.6%	31.9%
EBITDA/销售收入	34.2%	34.5%	41.1%	41.2%	41.1%
销售净利率	24.0%	24.4%	27.2%	27.1%	27.5%
资产获利率					
ROE	17.4%	16.1%	16.9%	17.1%	17.3%
ROA	15.6%	13.4%	15.1%	15.5%	16.0%
ROIC	20.9%	18.2%	24.1%	25.8%	27.4%
增长率					
销售收入增长率	2.5%	-2.7%	7.0%	14.7%	13.7%
EBIT 增长率	10.8%	-6.4%	24.1%	14.1%	14.7%
EBITDA 增长率	14.0%	-1.9%	27.6%	15.0%	13.5%
归母净利增长率	9.0%	-1.6%	19.3%	14.6%	15.1%
总资产增长率	13.9%	9.0%	9.9%	11.6%	10.5%
股东权益增长率	18.3%	6.4%	13.5%	13.6%	13.8%
经营营运资本增长率	5.1%	-21.6%	16.1%	42.0%	38.5%
资本结构					
资产负债率	24.6%	26.4%	24.0%	22.6%	20.2%
投资资本/总资产	63.2%	55.2%	53.7%	52.1%	51.1%
带息债务/总负债	24.0%	19.8%	19.7%	18.1%	17.0%
流动比率	206.2%	238.4%	274.0%	307.3%	365.7%
速动比率	152.6%	172.3%	210.0%	236.0%	283.3%
股利支付率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
收益留存率	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
资产管理效率					
总资产周转率	0.55	0.49	0.48	0.49	0.50
固定资产周转率	2.22	1.98	1.94	2.02	2.17
应收账款周转率	5.09	4.88	4.64	4.56	4.67
存货周转率	5.01	4.25	4.71	3.91	3.55

业绩和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT（百万元）	11493.9	10753.1	13344.6	15232.4	17476.1
EBITDA（百万元）	13781.6	13521.6	17250.3	19838.0	22518.4
NOPLAT（百万元）	9185.5	8473.2	10670.3	12235.4	14095.7
净利润（百万元）	9606.7	9450.3	11272.5	12915.2	14866.4
EPS（元）	3.34	3.29	3.92	4.50	5.18
BPS（元）	19.19	20.41	23.16	26.31	29.93
PE（X）	19.68	20.01	16.77	14.64	12.72
PEG	1.90	1.23	N/A	N/A	N/A
PB（X）	3.43	3.22	2.84	2.50	2.20
PS（X）	4.69	4.82	4.50	3.93	3.45
PCF（X）	14.12	15.24	13.65	12.97	11.70
EV/EBIT	16.26	16.35	12.82	10.89	9.14
EV/EBITDA	13.56	13.00	9.91	8.36	7.09
EV/NOPLAT	20.35	20.75	16.03	13.56	11.33
EV/IC	4.01	3.97	3.61	3.23	2.87
ROIC-WACC	14.3%	11.6%	17.5%	19.2%	20.9%
股息率	1.5%	1.5%	1.8%	2.0%	2.4%

资料来源：Wind、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。