香港股市 | 医药

药明康德（2359 HK）

预计上半年业绩将超预期

2025 年上半年业绩将超越预期

公司发布盈利预喜，预计 2025 年上半年收入同比增加 20.6%至 207.9 亿元（人民币，下同），反映核心业务盈利的 Non-IFRS 经调整净利润将同比增加 44.4%至 63.1 亿元。股东净利润同比增加 101.9%至 85.6 亿元。公司二季度收入环比增加 15.4%至 111.4 亿元，导致上半年收入将略超预期。公司不断改进生产工艺及提高营运效率来提高核心业务利润率，Non-IFRS 经调整净利润提升幅度快于收入。此外，公司二季度继续出售药明合联（2268 HK）权益，预计上半年将共获益 32.1 亿元，因此股东净利润将大幅增加。

上调 2025-27E 收入与盈利预测

按 2025 年二季度情况，我们将 2025-27E 收入预测分别上调 1.5%、0.4%、0.6%。2025-27E Non-IFRS 经调整净利润预测分别上调 9.5%、5.1%、4.2%，反映公司核心业务利润率的提高。此外， 2025E 股东净利润预测上调 20.0%，主要反映出售药明合联权益的影响，2026-27E 股东净利润预测则分别上调 5.1%、4.1%。

目标价上调至 98.20 港元，给予“增持”评级

综合以上情况，根据调整后 DCF 模型，我们将目标价从 80.30 港元调升至 98.20 港元，反映盈利预测的上调。由于公司股价近期上涨，评级调整至“增持”。

风险提示：（一）如中美关系出现超预期变化，公司股价可能大幅波动；（二）如客户减少研发支出，公司业绩将受影响；（三）项目进展中出现问题可能导致中断。

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2025 年 7 月 11 日）

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	40,341	39,241	42,884	49,999	58,872
增长率	2.6	(2.7)	9.3	16.6	17.7
股东净利润	10,690	9,353	14,363	13,124	15,609
增长率	21.3	(12.5)	53.6	(8.6)	18.9
每股盈利（人民币）	3.64	3.24	4.98	4.55	5.41
市盈率（倍）	22.1	24.8	16.2	17.7	14.9
每股股息（人民币）	0.98	0.98	1.33	1.36	1.62
股息率（%）	1.22	1.22	1.65	1.70	2.02
每股净资产（人民币）	18.6	20.3	24.2	27.6	31.9
市净率（倍）	4.3	4.0	3.3	2.9	2.5

来源：公司资料、中泰国际研究部预测^2023-27E 反映核心业务盈利的 Non-IFRS 经调整净利润分别为 108.5 、105.8 、122.9、 136.1 、161.9 亿元

更新报告

评级：增持

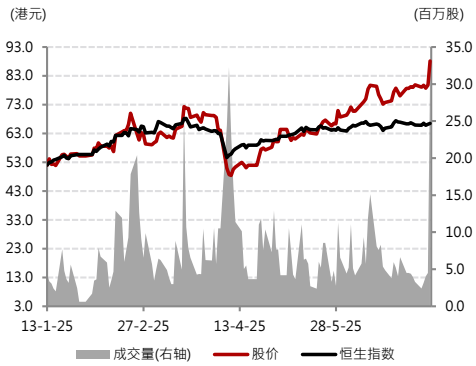
目标价：98.20 港元

股票资料（更新至 2025 年 7 月 11 日）

现价	88.15 港元
总市值	244,025.67 百万港元
流通股比例（H 股）	68.67%
已发行总股本（H 股）	387.08 百万
52 周价格区间	27.586-91.2 港元
3 个月日均成交额	447.31 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

20250430：药明康德（2359 HK）:一季度业绩超预期，上调盈利预期与目标价

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

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：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	18,093	16,638	19,732	20,911	22,375	23,718	25,141	26,468	27,659	28,766
加：折旧及摊销	3,130	3,580	3,854	3,849	3,932	4,669	4,950	5,211	4,667	4,531
减：税费	(3,366)	(3,084)	(3,667)	(3,137)	(3,356)	(3,558)	(3,771)	(3,970)	(4,149)	(4,315)
营运资本变动	(848)	(1,998)	(1,563)	(1,960)	(2,238)	(2,520)	(2,828)	(2,978)	(3,371)	(3,596)
资本开支	(7,719)	(5,000)	(2,944)	(2,483)	(2,657)	(2,594)	(2,750)	(2,895)	(2,593)	(2,517)
自由现金流	10,986	14,132	18,539	21,101	22,532	24,755	26,398	27,792	28,956	30,060
税后债务成本	2.6%									
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	8.7%									
永续增长率	2.0%									
股权价值（百万港币）	282,045									
每股内涵价值（港币）	98.20									

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：每股股权价格敏感性分析

		永续增长率（%）				
港币		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	7.8%	104.87	108.29	112.31	117.08	122.83
	8.2%	98.77	101.61	104.90	108.75	113.35
WACC	8.7%	93.17	95.51	98.20	101.32	104.99
	9.1%	88.26	90.20	92.42	94.97	97.94
	9.6%	83.72	85.33	87.15	89.23	91.63

来源：中泰国际研究部预测

图表 3：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,341	39,241	42,884	49,999	58,872
服务成本	(23,968)	(23,225)	(24,568)	(29,013)	(33,876)
毛利	16,372	16,016	18,317	20,986	24,996
其他收入与收益	2,313	1,951	4,735	1,552	1,646
SG&A	(3,696)	(3,755)	(3,546)	(4,130)	(4,863)
研发开支	(1,441)	(1,239)	(943)	(1,500)	(1,766)
分类为持作出售之资产之减值亏损	0	(948)	0	0	0
其他	(358)	(560)	(500)	(300)	(310)
经营溢利	13,191	11,465	18,063	16,609	19,704
财务成本	(194)	(269)	(217)	(260)	(256)
联营合营损益	(68)	245	30	29	29
除税前利润	12,930	11,441	17,875	16,378	19,477
所得税开支	(2,132)	(1,972)	(3,366)	(3,084)	(3,667)
年度利润	10,798	9,469	14,510	13,294	15,810
非控股权益	108	116	147	171	201
股东净利润	10,690	9,353	14,363	13,124	15,609
Non IFRS 经调整净利润	10,854	10,583	12,294	13,608	16,193
EBIT	13,123	11,710	18,093	16,638	19,733
EBITDA	15,635	14,723	21,223	20,217	23,587

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	30,422	38,690	45,517	55,061	68,970
存货	2,886	3,532	3,257	4,761	4,601
合约成本.	696	912	912	912	912
生物资产	1,155	955	955	955	955
应收账款	9,373	9,644	11,093	12,584	14,783
现金	13,762	18,300	23,915	30,427	42,255
其他流动资产	2,551	5,347	5,383	5,422	5,462
非流动资产	43,247	41,636	46,230	47,655	46,750
物业、厂房及设备	25,844	25,268	30,069	31,677	30,935
商誉	1,821	972	972	972	972
其他无形资产	907	601	601	601	601
生物资产	1,012	1,063	1,063	1,063	1,063
使用权资产	2,348	1,875	1,668	1,485	1,322
其他非流动资产	11,314	11,857	11,857	11,857	11,857
总资产	73,669	80,326	91,746	102,716	115,720
流动负债	14,756	16,226	16,552	17,549	18,054
应付账款	7,334	7,026	7,103	7,656	7,809
借款	3,722	1,279	1,279	1,279	1,279
合约负债	1,955	2,251	2,500	2,944	3,297
其他流动负债	1,746	5,671	5,670	5,670	5,670
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
其他非流动负债	2,709	2,055	2,055	2,055	2,055
总负债	18,152	21,240	21,566	22,563	23,068
股本	2,969	2,888	2,877	2,877	2,877
储备	52,154	55,745	66,704	76,506	88,803
股东权益	55,122	58,633	69,581	79,384	91,680
非控股权益	395	453	599	770	971
总权益	55,517	59,086	70,180	80,154	92,651
净现金（净负债）	9,354	14,062	19,677	26,188	38,017

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	12,930	11,441	17,875	16,378	19,477
折旧及摊销	2,512	3,014	3,130	3,580	3,854
营运资金变动	(875)	(648)	(848)	(1,998)	(1,533)
已付利息	194	269	217	260	256
已付税款	(1,371)	(2,197)	(3,366)	(3,084)	(3,667)
其他	(748)	109	(93)	(448)	(470)
经营业务现金净额	12,641	11,987	16,917	14,688	17,916
资本开支	(5,519)	(4,011)	(7,719)	(5,000)	(2,944)
其他	(1,298)	(1,087)	242	669	793
投资活动现金净额	(6,817)	(5,098)	(7,477)	(4,331)	(2,151)
净新增借款	255	(202)	0	0	0
股息分派	(2,649)	(2,882)	(2,835)	(3,846)	(3,937)
其他	(1,545)	(749)	(1,000)	0	0
融资活动现金净额	(3,939)	(3,833)	(3,835)	(3,846)	(3,937)
年初现金	7,984	10,001	13,445	19,050	25,561
现金增加净额	1,885	3,056	5,605	6,511	11,829
汇率变动影响净额	132	388	0	0	0
年末现金	10,001	13,445	19,050	25,561	37,390

重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
收入	2.6	(2.7)	9.3	16.6	17.7
毛利	12.9	(2.2)	14.4	14.6	19.1
经营溢利	20.4	(13.1)	57.6	(8.0)	18.6
股东净利润	17.4	(12.5)	53.6	(8.6)	18.9
盈利能力(%)					
毛利率	40.6	40.8	42.7	42.0	42.5
经营利率	32.7	29.2	42.1	33.2	33.5
净利润率	26.5	23.8	33.5	26.2	26.5
经调整 Non IFRS 净利率	26.9	27.0	28.7	27.2	27.5
EBIT 利润率	32.5	29.8	42.2	33.3	33.5
EBITDA 利润率	38.8	37.5	49.5	40.4	40.1
净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他					
ROAE (%)	21.0	16.4	22.4	17.6	18.2
ROAA (%)	15.5	12.1	16.7	13.5	14.3
存货周转率（天）	52.1	50.4	50.4	50.4	50.4
应收帐周转率（天）	61.9	73.0	73.0	73.0	73.0
应付账周转率（天）	24.9	26.5	26.5	26.5	26.5

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	HKk$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$72.35	增持（上调）	HK$79.50
5	2025 年 4 月 30 日	HK$60.65	买入（上调）	HK$80.30
6	2025 年 7 月 14 日	HK$88.15	增持（下调）	HK$98.20

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：

以报告发布尔日后 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