

2025 年 07 月 29 日

证券研究报告·2025 年半年报点评

药明康德（603259）医药生物

当前价：91.62 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

CXO 龙头业绩亮眼， 小分子 DM 双位数增速、TIDES 增长强劲

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告，2025H1 公司实现营业收入 208.0 亿元，同比+20.6%，其中持续经营业务收入同比增长+24.2%。实现经调整净利润约 63.1 亿元，同比+44.4%；实现扣非净利润 55.8 亿元，同比+26.5%，主要受汇率波动影响；实现归母净利润 85.6 亿元，同比+101.9%，本期非经常性损益项目对归母净利润的影响主要来自于出售股份的收益。
- **Q2 单季度来看，收入/利润同比增速亮眼。**25Q2 单季度实现收入 111.4 亿元，同比+20.4%；实现归母净利润 48.9 亿元，同比+112.8%；实现扣非归母净利润 32.5 亿元，同比+36.7%；25Q2 单季度实现经调整净利润 36.4 亿元，同比+47.9%。
- **WuXiChemistry：小分子 DM 收入增速超预期，TIDES 延续强劲增长。**板块 2025H1 共实现收入 163.0 亿元（同比+33.5%），随着后期项目收入占比提升，板块经调整毛利率提升 5.2pp 至 49.0%，其中：小分子 R 持续引流，上半年 R 到 D 转化 158 个分子；小分子 D&M 表现亮眼，上半年实现收入 86.8 亿元，同比+17.5%。管线持续拓张、产能建设推进，预计 2025 年底小分子原料药反应釜总体积将>4,000kL；TIDES 延续高增长，上半年实现收入 50.3 亿元，同比增长 141.6%。截至 6 月底，TIDES 在手订单同比增长 48.8%。TIDES D&M 服务客户数同比提升 12%，服务分子数量同比提升 16%。预计 2025 年底多肽固相合成反应釜总体积将提升至>100,000L。
- **WuXiTesting：实验室业务平稳，临床 CRO 市场竞争因素继续消化。**板块 2025H1 共实现收入 26.9 亿元（同比-1.2%），经调整毛利率下降 12.3pp 至 25.1%：实验室分析与测试业务收入 18.9 亿元，同比增长 0.4%。其中，安评业务收入同比下降 2.2%；CRO&SMO 业务收入 8.0 亿元，受市场价格因素影响，同比下降 4.7%。其中，SMO 收入同比增长 1.5%。
- **WuXiBiology：持续高效引流。**收入 12.5 亿元（同比+7.1%），经调整毛利率下降 0.7pp 至 36.4%。持续强化药物发现热点能力建设与前瞻性布局，为公司 CRDMO 业务模式高效引流，续为公司带来 20%+的新客户。
- **公司业绩指引全面上调：**公司全年收入指引由 415-430 亿元上调至 425-435 亿元、持续经营业务收入增速从 10-15%上调至 13-17%、自由现金流从 40-50 亿元上调至 50-60 亿元。
- **盈利预测：**考虑到小分子 CRDMO 的回暖、GLP-1RA 等多肽药物起量下 TIDES 的加速增长，以及公司在业务/产能/人员/客户等方面的布局与优势地位，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 435、500、564 亿元，考虑到后期项目增多下规模效应带来的利润率提升及 2025 年非经常性损益的扰动，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 149、146、173 亿元。
- **风险提示：**下游需求不及预期的风险；汇率等宏观因素变化的风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39,241	43,527	49,962	56,362
增长率	-2.73%	10.92%	14.78%	12.81%
归属母公司净利润（百万元）	9,450	14,877	14,579	17,281
增长率	-1.63%	57.42%	-2.00%	18.53%
每股收益 EPS（元）	3.28	5.18	5.08	6.02
净资产收益率 ROE	16.12%	22.09%	18.67%	18.88%
PE	17	18	18	15
PB	2.71	3.91	3.37	2.87

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

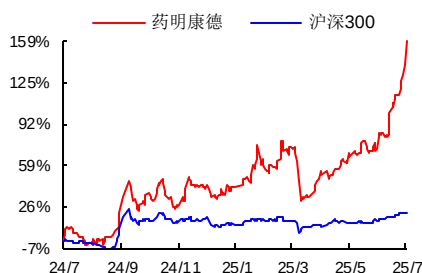
邮箱：duxy@swsc.com.cn

联系人：伍云道

电话：15910951252

邮箱：wyxiao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.72
流通 A 股(亿股)	24.85
52 周内股价区间(元)	37.29-98.69
总市值(亿元)	2631.33
总资产(亿元)	838.24
每股净资产(元)	20.86

相关研究

1. 药明康德（603259）：Q2 收入利润环比改善，在手订单增长稳健（2024-07-31）

盈利预测

关键假设：

1) WuXi Chemistry：考虑到小分子 CRDMO 需求的回暖、GLP-1RA 等多肽药物起量下 TIDES CDMO 的高速增长、公司后期项目与分子数量的持续增加、国内外产能的扩张，我们预计 2025-2027 年公司化学业务收入增速分别为 18.9%、18.1%、15.0%，考虑到临床三期及商业化项目增多下规模效应带来的利润率提升、我们预计 2025-2027 年该板块毛利率分别为 51.8%、53.1%、54%；

2) WuXi Testing：考虑到国内临床 CRO 新签订单价格趋于稳定、SMO 的持续增长，实验室分析与测试的复苏，我们预计 2025-2027 年测试业务收入增速分别为 -1.7%、-0.5%、0.6%，考虑到此前订单市场价格因素的消化、结合上半年的盈利情况，我们预计 2025 年利润率下降，在市场竞争环境触底改善后修复，预计 2025-2027 年该板块毛利率分别为 22%、23%、24%；

3) WuXi Biology 及其它业务：假设其它业务收入自然增长，生物学业务维持 2025 年上半年增长态势。毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率（毛利率为非经调，2024 增速包含了（未剔除）非持续经营业务）

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
WuXi Chemistry	收入	290.5	345.6	408.1	469.5
	增速	-0.4%	18.9%	18.1%	15.0%
	毛利率	46.4%	51.8%	53.1%	54.0%
WuXi Testing	收入	56.7	55.8	55.5	55.8
	增速	-13.3%	-1.7%	-0.5%	0.6%
	毛利率	32.7%	22.0%	23.0%	24.0%
WuXi Biology	收入	25.4	27.2	29.2	31.3
	增速	-0.3%	7.1%	7.1%	7.1%
	毛利率	37.7%	37.0%	37.0%	37.0%
2024 剥离业务	收入	13.2			
	增速	\			
	毛利率	-16.1%			
其他	收入	6.5	6.7	6.9	7.1
	增速	/	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
合计	收入	392.4	435.3	499.6	563.6
	增速	-2.7%	7.9%	14.8%	12.8%
	毛利率	41.5%	46.7%	48.5%	49.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,241	43,527	49,962	56,362	净利润	9,568	15,027	14,726	17,456
营业成本	22,965	23,187	25,741	28,321	折旧与摊销	3,014	2,752	3,288	3,823
营业税金及附加	301	348	400	451	财务费用	-428	267	393	393
销售费用	745	827	949	1,071	资产减值损失	1,574	1,021	1,021	1,021
管理费用	2,879	3,195	3,667	4,137	经营营运资本变动	-528	515	-814	-808
财务费用	-787	-283	-323	-528	其他	-793	-3,824	-184	-213
资产减值损失	-1,236	-643	-643	-643	经营活动现金流净额	12,407	15,759	18,429	21,672
投资收益	604	3,743	225	254	资本支出	-3,988	-7,590	-7,590	-7,590
公允价值变动损益	187	0	0	0	其他	-1,531	2,512	225	254
其他经营损益	500	566	650	733	投资活动现金流净额	-5,518	-5,078	-7,366	-7,337
营业利润	11,580	18,165	17,802	21,094	短期借款	-2,424	3,555	0	0
其他非经营损益	-40	-40	-40	-40	长期借款	2,272	-2,055	0	0
利润总额	11,540	18,125	17,762	21,054	股权融资	196	-2,082	0	0
所得税	1,972	3,098	3,035	3,598	支付股利	-3,085	-4,107	-4,233	-4,233
净利润	9,568	15,027	14,726	17,456	其他	-792	-253	0	0
少数股东损益	117	150	147	175	筹资活动现金流净额	-3,832	-4,942	-4,233	-4,233
归属母公司股东净利润	9,450	14,877	14,579	17,281	现金流量净额	3,444	5,535	6,831	10,102
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,322	23,857	30,688	40,791	成长能力				
应收和预付款项	8,270	8,772	9,738	10,697	销售收入增长率	-2.73%	10.92%	14.78%	12.81%
存货	5,400	4,809	4,767	4,731	营业利润增长率	-2.46%	56.86%	-2.00%	18.49%
其他流动资产	1,426	1,503	1,503	1,503	净利润增长率	-1.63%	57.42%	-2.00%	18.53%
长期股权投资	2,326	2,326	2,326	2,326	EBITDA 增长率	1.57%	44.79%	0.64%	17.48%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	24,750	29,538	33,790	37,507	毛利率	41.48%	46.73%	48.48%	49.75%
无形资产和开发支出	1,575	1,585	1,595	1,605	三费率	7.23%	8.59%	8.59%	8.30%
其他非流动资产	106	144	144	144	净利率	24.38%	34.52%	29.47%	30.97%
资产总计	80,326	90,030	102,229	117,162	ROE	16.12%	22.09%	18.67%	18.88%
短期借款	1,243	4,797	4,797	4,797	ROA	11.76%	16.52%	14.26%	14.75%
应付和预收款项	1,764	1,782	1,978	2,176	ROIC	14.50%	19.86%	16.94%	17.19%
长期借款	2,960	905	905	905	EBITDA/销售收入	36.25%	47.31%	41.48%	43.20%
其他负债	15,274	14,590	15,707	16,826	营运能力				
负债合计	21,240	22,074	23,387	24,705	总资产周转率	0.51	0.51	0.52	0.51
股本	2,888	2,856	2,856	2,856	固定资产周转率	2.18	2.06	1.94	1.90
资本公积	24,338	22,288	22,288	22,288	应收账款周转率	4.95	5.31	5.61	5.74
留存收益	33,365	44,199	54,938	68,379	存货周转率	4.53	4.54	5.38	5.96
归属母公司股东权益	58,633	67,352	78,091	91,533	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	453	603	750	925	资本结构				
股东权益合计	59,086	67,956	78,842	92,458	资产负债率	26.44%	24.52%	22.88%	21.09%
负债和股东权益合计	80,326	90,030	102,229	117,162	带息债务/总负债	23.58%	29.52%	27.86%	26.38%
					流动比率	2.38	2.30	2.54	2.90
					速动比率	1.71	1.85	2.11	2.49
					股利支付率	29.97%	25.81%	26.34%	22.22%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	14,223	20,594	20,726	24,349	每股收益	3.28	5.18	5.08	6.02
PE	17	18	18	15	每股净资产	20.30	23.45	27.19	31.87
PB	3	4	3	3	每股经营现金	4.30	5.49	6.42	7.55
PS	4	6	5	5	每股股利	0.98	1.55	1.55	1.55
EV/EBITDA	10	12	12	9					
股息率	1.78%	1.69%	1.69%	1.69%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn