

# 在手订单保持强劲，小分子 D&M 及 TIDES 持续发力

药明康德 (603259.SH)

## 核心观点

公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期。随着产能不断提升以满足客户需求，公司在手订单保持强劲增长。D&M 及 TIDES 业务增长强劲，驱动业绩提升；实验室分析及测试业务 25Q2 环比增长，呈现恢复态势。公司持续提升产能效率、优化工艺，利润率显著提升。展望 2025 年下半年，公司小分子 D&M 及 TIDES 业务预计持续发力；全球布局和产能建设持续推进，助力订单保持增长。公司不断提升经营效率，盈利能力有望进一步提升。

## 事件

### 公司发布 2025 年半年报，业绩符合预期

7月28日，公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年实现：1) 营业收入 207.99 亿元，同比增长 20.64%；2) 归母净利润 85.61 亿元，同比+101.92%；3) 扣非归母净利润 55.82 亿元，同比+26.47%；4) 经调整 non-IFRS 归母净利润 63.15 亿元，同比+44.4%。5) 基本每股收益 3.01 元。业绩符合预期。

### 公司发布 2025 年中期利润分配方案

7月28日，公司发布 2025 年中期利润分配方案。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.5 元（含税），共计派发现金红利人民币 10.0 亿元（含税）。

## 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,340.81	39,241.43	43,442.47	49,063.55	55,754.47
YoY(%)	2.51	-2.73	10.71	12.94	13.64
经调整 non-IFRS 净利润(百万元)	10853.05	10582.50	13277.22	15518.17	17745.72
YoY(%)	15.46	-2.49	25.46	16.88	14.35
毛利率(%)	41.18	41.48	44.72	46.47	47.12
经调整 non-IFRS 净利率(%)	26.90	26.97	30.56	31.63	31.83
ROE(%)	17.43	16.12	18.33	18.65	18.53
EPS(摊薄/元)	3.78	3.68	4.62	5.40	6.18
P/E(倍)	26.27	26.94	21.47	18.37	16.07
P/B(倍)	5.15	4.84	4.19	3.61	3.11

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

赖俊勇

lajunyong@csc.com.cn

010-56135324

SAC 编号:S1440523070007

汤然

tangran@csc.com.cn

010-56135330

SAC 编号:S1440524100001

发布日期: 2025 年 07 月 30 日

当前股价: 98.85 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	50.16/44.57	63.52/53.51	153.46/128.43
12 月最高/最低价 (元)			98.85/37.29
总股本 (万股)			287,221.72
流通 A 股 (万股)			248,514.11
总市值 (亿元)			2,851.11
流通市值 (亿元)			2,456.56
近 3 月日均成交量 (万)			3700.38
主要股东			
HKSCC NOMINEES LIMITED			13.47%

## 简评

### 盈利能力实现显著提升，在手订单持续强劲增长

2025 年第二季度，公司实现营业收入 111.45 亿元，同比增长 20.37%；归母净利润 48.89 亿元，同比增长 112.78%；扣非归母净利润 32.53 亿元，同比增长 36.70%；经调整 non-IFRS 归母净利润 36.37 亿元，同比增长 47.9%。25Q2 及 25H1 公司收入端实现快速增长，主要由于化学业务中小分子 D&M 业务和 TIDES 业务实现强劲增长所致；经调整 non-IFRS 归母净利润增速快于收入端，主要由于生产工艺持续优化以及临床后期和商业化项目增长带来的产能效率不断提升，带动利润率同比提升所致。25H1 公司非经常性损益合计 29.79 亿元（去年同期-1.74 亿元），主要由于公司出售联营企业 WuXi XDC Cayman Inc. 部分股票带来收益 32.95 亿元所致。

公司持续强化一体化 CRDMO 业务模式，通过产能提升和高水准服务更好地满足客户需求，增强客户粘性。截至 2025 年 6 月末，公司持续经营业务在手订单 566.9 亿元，同比增长 37.2%。公司为全球各地区客户提供服务，多元化收入确保了公司业绩的稳定性和韧性。2025H1 欧美地区客户需求持续较好增长，其中美国客户贡献收入 140.3 亿元（+38.4%），收入占比 69%；欧洲客户贡献收入 23.3 亿元（+9.2%），占比 11%；中国区客户贡献收入 31.5 亿元（-5.2%），占比 15%；来自其他地区客户贡献收入 9.0 亿元（+7.6%），占比 4%。

### 化学业务实现快速增长，测试及生物学业务短期受价格影响

**化学业务（WuXi Chemistry）：D&M 及 TIDES 业务增长强劲，小分子 CDMO 管线持续扩张。**2025 年上半年，公司化学业务收入 163.0 亿元，同比增长 33.5%，实现快速增长；经调整 non-IFRS 毛利率 49.0%，同比提升 5.2pts，主要得益于生产工艺持续优化以及临床后期和商业化项目增长带来的产能效率不断提升。

小分子药物发现（R）业务过去 12 个月成功合成并交付了超过 44 万个新化合物，同时在 2025H1 向 D 转化分子 158 个，为 D&M 业务增长奠定坚实基础。小分子工艺研发和生产（D&M）服务 25H1 收入 86.8 亿元，同比增长 17.5%。2025H1 公司小分子 D&M 管线新增分子 412 个，截至 2025 年 6 月末管线总数 3409 个，管线数量持续扩张；其中商业化和临床 III 期阶段上半年合计增加 8 个项目，成为 D&M 业务收入增长的重要动力。TIDES 业务（寡核苷酸和多肽）25H1 收入 50.3 亿元，同比增长 141.6%。截至 2025 年 6 月末，TIDES 在手订单同比增长 48.8%。TIDES D&M 服务客户数量同比提升 12%，服务分子数量同比提升 16%。

公司持续推进全球能力和规模建设，并保持严格的质量和合规控制能力。2025 年 3 月，常州及泰兴原料药基地均以零缺陷成功通过 FDA 现场检查。预计 2025 年底小分子原料药反应釜总体积将超 4000kL。公司持续推进泰兴多肽产能建设，预计 2025 年底多肽固相合成反应釜总体积将提升至超 100000L。

**测试业务（WuXi Testing）：实验室分析及测试业务 25Q2 环比增长，SMO 业务保持领先地位。**2025 年上半年，公司测试业务实现收入 26.9 亿元，同比下降 1.2%。经调整 non-IFRS 毛利率 25.1%，同比下降 12.3pts。收入及利润率有所下降，主要由于安评、临床 CRO 等业务受市场影响，价格调整并逐渐反映到收入上。

实验室分析及测试服务 25H1 收入 18.9 亿元，同比增长 0.4%。其中，药物安全性评价业务收入虽同比下降 2.2%，但仍保持亚太行业领先地位。25Q2 公司实验室分析及测试服务 10.0 亿元，同比增长 5.5%，环比增长 13.2%，呈现恢复趋势；药物安评业务 25Q2 收入同比增长 3.4%，环比增长 10.2%。临床 CRO 及 SMO 服务 25H1 收入 8.0 亿元，同比下降 4.7%。其中 SMO 业务收入同比增长 1.5%，保持国内领先地位。25H1 公司 SMO 业务赋能 61 个产品获批上市，近十年累计赋能 317 个新产品获批上市；临床 CRO 业务 25H1 助力客户获得 12 项临床申请批件和 2 项上市申请。

**生物学业务 (WuXi Biology)：持续向下游高效引流，新分子种类相关业务引领增长。**生物学业务 2025 年上半年实现收入 12.5 亿元，同比增长 7.1%；经调整 non-IFRS 毛利率 36.4%，同比下降 0.8pts，主要受市场价格因素影响。生物学业务持续强化药物发现热点能力建设与前瞻性布局，为公司带来超过 20% 的新客户，为 CRDMO 模式高效引流。公司持续建设新分子种类相关生物学能力，25H1 新分子种类相关业务收入占比超板块收入的 30%，成为业务增长的重要动力。

### 毛利率提升叠加期间费用率下降，经营净现金流大幅增长

2025 年上半年，公司毛利率 44.45%，同比增长 5.08pts。其中持续经营业务毛利率 45.06%，同比增长 2.90pts，主要受益于生产工艺优化，以及临床后期和商业化项目增长带来的产能效率不断提升。费用方面，公司 25H1 销售 (3.95 亿，+10.31%)、管理 (11.75 亿，-3.04%)、研发 (5.14 亿，-19.15%)、财务 (2.06 亿，24H1 为 -6.03 亿) 费用率分别为 1.90%、5.65%、2.47% 和 0.99%，较去年同期分别变化 -0.18、-1.38、-1.22 和 +4.49 个百分点。整体费用率同比有所下降，主要由于公司持续加强成本管控和经营效率提升所致；其中财务费用率提升，主要由于美元汇率下行产生的汇兑损失增加所致。

2025 年上半年，公司经营性现金流量净额为 74.31 亿元，同比增长 49.63%，主要由于公司健康的运营资金周转管理以及不断提升的财务管理能力，进一步增强了财务稳健性。投资净现金流 18.09 亿元 (24H1 为 -19.75 亿元)，主要由于公司出售持有的联营企业 WuXi XDC Cayman Inc. 部分股票，获得现金流入所致。

### 加大股东回报，持续激励保障公司长期发展

公司长期维持 30% 的年度现金分红比例，2025 年上半年已完成派发现金分红合计 38.4 亿元，包括 2024 年年度分红 28.3 亿元及 2025 年特别分红 10.1 亿元；已完成 10 亿元 A 股回购并全部注销，目前正在执行新一轮价值 10 亿元 A 股回购及注销计划。此次发布中期利润分配方案，为公司首次中期分红，进一步体现了公司对股东的积极回馈和对公司价值的充分维护。公司上半年已完成《2025 年 H 股奖励信托计划》，在公司收入完成 420 亿时，授予 15 亿港元 H 股，并在达到 430 亿及以上时，额外授予 10 亿港元 H 股。公司推出奖励信托计划有助于持续激励保留人才，保障公司的长期发展，且不会稀释现有股东权益。

### 2025 年下半年展望：小分子 D&M 及 TIDES 业务预计保持强劲，盈利能力有望进一步提升

2025 年上半年，公司一体化 CRDMO 模式持续发力，持续提升的产能和高效的服务能力推动了在手订单保持强劲增长。公司小分子 CDMO 管线持续扩张，D&M 及 TIDES 业务增长强劲，驱动业绩提升；其中实验室分析及测试业务 25Q2 环比实现增长，呈现恢复态势。公司持续提升产能效率、优化工艺，利润率得到进一步提升。展望 2025 年下半年，随着在手订单向收入转化，以及管线向下游持续引流，公司小分子 D&M 及 TIDES 业务预计继续保持强劲增长趋势；全球布局和产能建设持续推进，有望进一步提升客户粘性，助力订单增长。公司深入推进精细化管理和运营，不断提升经营效率，盈利能力有望实现进一步提升。

### 盈利预测与投资评级

鉴于上半年公司业务增长情况，我们上调对公司的盈利预测，预计公司 2025~2027 年实现营业收入分别为 434.42 亿元、490.64 亿元和 557.54 亿元，表现分别同比增长 10.7%、12.9% 和 13.6%；剔除终止经营业务后 2025~2027 年收入同比增速分别为 13.5%、14.0% 和 13.6%。经调整 non-IFRS 归母净利润为 132.77 亿元、155.18 亿元和 177.46 亿元，分别同比增长 25.5%、16.9% 和 14.4%。折合 EPS 分别为 4.62 元/股、5.40 元/股和 6.18 元/股，对应 PE 为 21.5X、18.4X 和 16.1X，维持买入评级。

## 风险分析

- 1、**新药研发数量不及预期：**客户新药研发的不断需求是推动公司业绩持续增长的重要动力，新药研发数量不及预期将对公司业绩产生不利影响；
- 2、**公司在手订单增长低于预期：**在手订单对公司未来的收入增长预期具有重要提示意义，在手订单增长低于预期可能导致公司预期业绩下滑，进而影响企业估值；
- 3、**行业竞争激烈：**目前行业内有多家 CXO 企业在临床前和临床业务方面与公司构成竞争关系，竞争程度激烈将加大企业降本增效的压力，对公司业绩增速产生不利影响；
- 4、**产能快速扩大影响可能导致新产能无法快速产生业绩增量，影响产能利用率及成本摊销。**
- 5、**全球化经营及国际政策变动风险。**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。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

### 刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

### 赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

### 汤然

医药行业分析师，北京大学临床医学博士，2022 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖 CXO、疫苗、血制品细分领域

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk