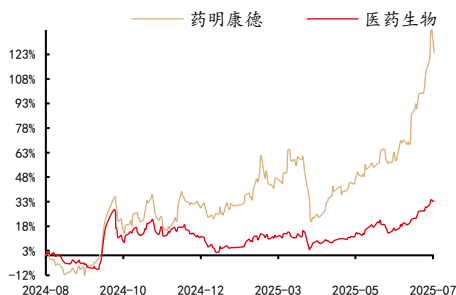


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	93.00
总股本/流通股本(亿股)	28.72 / 24.85
总市值/流通市值(亿元)	2,671 / 2,311
52周内最高/最低价	98.85 / 37.29
资产负债率(%)	26.4%
市盈率	28.35
第一大股东	HKSCC NOMINEES LIMITED

研究所

分析师:盛丽华
SAC 登记编号:S1340525060001
Email:shenglihua@cnpsec.com
分析师:陈灿
SAC 登记编号:S1340525070001
Email:chencan@cnpsec.com

药明康德(603259)

盈利能力稳步提升，上调全年业绩指引

● 事件

公司发布 2025 年半年报，上半年实现营业收入 208.0 亿元(+20.6%，同比增速，下同)，其中持续经营业务收入 204.1 亿元(+24.2%)；归母净利润 85.6 亿元(+101.9%)、经调整 Non-IFRS 归母净利润 63.1 亿元(+44.4%)。25Q2 实现营业收入 111.5 亿元(+20.4%)，其中持续经营业务收入 110.2 亿元(+24.9%)；归母净利润 48.9 亿元(+112.8%)、经调整 Non-IFRS 归母净利润 36.4 亿元(+47.9%)。上半年归母净利润增速高于经调整 Non-IFRS 归母净利润主要是公司对药明联合的长期股权投资的持有及出售其部分股票的收益增长。整体业绩符合此前业绩预告。

● 核心观点

Chemistry 业务收入维持快速增长，Testing 业务收入企稳

分板块拆分来看，上半年 Chemistry 业务收入 163.0 亿元(+33.5%)、经调整 Non-IFRS 毛利率提升至 49.0% (+5.2pct)；25Q2 的 Chemistry 业务收入 89.1 亿元(+34.0%)、经调整 Non-IFRS 毛利率提升至 50.2% (+6.0pct)，毛利率提升预计与工艺改进、后期项目占比提升有关。进一步拆分 25H1 小分子 D&M 业务收入 86.8 亿元(+17.5%)、25Q2 收入 48.3 亿元(+20.6%)，增速相较 25Q1 进一步提升；TIDES 业务收入 50.3 亿元(+141.6%)、25Q2 收入 27.9 亿元(+114.1%)，截至 6 月底 TIDES 在手订单同比增长 48.8%，随着后续泰兴多肽产能建设与投产，TIDES 业务有望保持高速增长。

上半年 Testing 业务收入 26.9 亿元(-1.2%)、经调整 Non-IFRS 毛利率下降 12.3pct 至 25.1%；25Q2 的 Testing 业务收入 14.0 亿元(+1.6%)、经调整 Non-IFRS 毛利率下降 10.6pct 至 26.7%。其中上半年实验室分析与测试业务收入 18.9 亿元(+0.4%)、临床 CRO&SMO 业务收入 8.0 亿元(-4.7%)；25Q2 实验室分析与测试业务收入 10.0 亿元(+5.5%)、临床 CRO&SMO 业务收入 3.9 亿元(-7.2%)。预计随着国内外创新药研发景气度逐步回暖，未来公司 Testing 业务收入增速也有望企稳回升。

上半年 Biology 业务收入 12.5 亿元(+7.1%)、经调整 Non-IFRS 毛利率受市场价格因素影响略降 0.7pct 至 36.4%；25Q2 的 Biology 业务收入 6.4 亿元(+6.0%)、经调整 Non-IFRS 毛利率提升 0.5pct 至 36.5%。

在手订单维持快速增长，上调全年收入指引

得益于 Chemistry 业务毛利率的提升，上半年公司整体经调整 Non-IFRS 毛利率同比提升 4.7pct 至 44.5%、经调整 Non-IFRS 净利率也提升 5.0pct 至 30.4%。截止 2025 年 6 月底公司持续经营业务在手

订单达到 566.9 亿元 (+37.2%)，相较一季报公布 3 月底 47.1% 的增速有所放缓，我们预计与公司产能利用率处于高位有关。考虑到 25Q2 优异的业绩表现，公司上调 2025 年全年续经营业务收入增速至 13%-17%（此前指引为 10%-15%），公司整体收入从 415-430 亿元上调至 425-435 亿元，经调整 Non-IFRS 净利率进一步提升。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 25/26/27 年收入分别为 432.9/490.2/558.5 亿元，同比增长 10.3%/13.3%/13.9%；归母净利润为 149.1/138.8/161.6 亿元，同比增长 57.8%/-6.9%/16.5%，对应 PE 分别 18/19/17 倍。药明康德为全球领先的“一体化、端到端”的新药研发服务平台，考虑公司核心 Chemistry 业务有望恢复较快增速、盈利能力也将稳步提升，目前 PE 处于 2018 年 5 月以来相对低位水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

地缘政治风险；产能投放进度不及预期；行业需求复苏不及预期；竞争降价压力高于预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39241	43287	49023	55845
增长率(%)	-2.73	10.31	13.25	13.92
EBITDA（百万元）	14223.43	21585.59	20957.55	24249.00
归属母公司净利润（百万元）	9450.31	14913.38	13880.91	16164.09
增长率(%)	-1.63	57.81	-6.92	16.45
EPS（元/股）	3.29	5.19	4.83	5.63
市盈率（P/E）	28.27	17.91	19.24	16.53
市净率（P/B）	4.56	3.75	3.17	2.69
EV/EBITDA	10.24	11.46	11.39	9.33

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	39241	43287	49023	55845	营业收入	-2.7%	10.3%	13.3%	13.9%
营业成本	22965	23688	26458	29868	营业利润	-2.5%	58.0%	-6.9%	16.4%
税金及附加	301	325	368	419	归属于母公司净利润	-1.6%	57.8%	-6.9%	16.4%
销售费用	745	866	980	1117	获利能力				
管理费用	2879	3030	3432	3909	毛利率	41.5%	45.3%	46.0%	46.5%
研发费用	1239	1299	1471	1675	净利率	24.1%	34.5%	28.3%	28.9%
财务费用	-787	-209	-332	-503	ROE	16.1%	20.9%	16.5%	16.3%
资产减值损失	-1236	-140	-140	-140	ROIC	14.5%	19.4%	15.3%	15.1%
营业利润	11580	18299	17035	19831	偿债能力				
营业外收入	22	25	30	35	资产负债率	26.4%	22.8%	21.1%	19.6%
营业外支出	63	65	70	75	流动比率	2.38	2.73	3.15	3.68
利润总额	11540	18259	16995	19791	营运能力				
所得税	1972	3195	2974	3463	应收账款周转率	4.95	5.32	5.65	5.87
净利润	9568	15064	14021	16327	存货周转率	4.53	4.31	4.47	4.49
归母净利润	9450	14913	13881	16164	总资产周转率	0.51	0.50	0.49	0.48
每股收益(元)	3.29	5.19	4.83	5.63	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.29	5.19	4.83	5.63
货币资金	18322	24613	33300	45772	每股净资产	20.41	24.83	29.33	34.58
交易性金融资产	1234	1104	954	814	估值比率				
应收票据及应收账款	8044	8416	9177	10109	PE	28.27	17.91	19.24	16.53
预付款项	226	237	265	299	PB	4.56	3.75	3.17	2.69
存货	5400	5593	6247	7052	现金流量表				
流动资产合计	38690	43770	54117	68619	净利润	9568	15064	14021	16327
固定资产	18784	24904	28817	31108	折旧和摊销	3014	3535	4294	4961
在建工程	5966	7153	7302	7422	营运资本变动	-528	941	-840	-954
无形资产	1575	1693	1796	1884	其他	353	-3458	351	346
非流动资产合计	41636	49362	53552	56076	经营活动现金流净额	12407	16082	17826	20680
资产总计	80326	93131	107669	124695	资本开支	-3988	-10887	-8390	-7393
短期借款	1243	943	643	343	其他	-1531	3656	294	335
应付票据及应付账款	1764	1856	2073	2340	投资活动现金流净额	-5518	-7231	-8095	-7058
其他流动负债	13219	13217	14451	15969	股权融资	196	0	0	0
流动负债合计	16226	16016	17166	18651	债务融资	3320	-138	50	100
其他	5014	5205	5505	5805	其他	-7348	-2219	-1094	-1250
非流动负债合计	5014	5205	5505	5805	筹资活动现金流净额	-3832	-2357	-1044	-1150
负债合计	21240	21220	22671	24456	现金及现金等价物净增加额	3444	6291	8687	12472
股本	2888	2872	2872	2872					
资本公积金	24338	23354	23354	23354					
未分配利润	32008	43478	54343	66995					
少数股东权益	453	604	744	907					
其他	-601	1604	3686	6111					
所有者权益合计	59086	71911	84998	100239					
负债和所有者权益总计	80326	93131	107669	124695					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048