

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明合联 (2268. HK)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

高景气度持续，中长期成长性突出

2025 年 8 月 20 日

事件: 2025 年 8 月 18 日，公司发布 2025 年上半年业绩简报。2025 年 H1 公司实现营业收入 27.01 亿元，同比增长 62.2%；实现毛利润 9.75 亿元，同比增长 82.2%，对应毛利率 36.1%；实现净利润 7.46 亿元，同比增长 52.7%，对应净利率 27.6%；实现经调整净利润 8.01 亿元，同比增长 50.1%，对应经调整净利率达到 29.6%；实现经调整净利润（不含利息收入和支出）7.33 亿元，同比增长 69.6%，对应经调整净利率（不含利息收入和支出）达到 27.1%。

点评:**➤ 海外业务拉动业绩增长，XDC 有望成为第二增长曲线。**

从收入端来看: 1) 根据项目阶段划分，2025 年 H1 公司 IND 前收入 11.16 亿元，同比增长 70.6%，收入占比 41.3%；IND 后收入 15.86 亿元，同比增长 56.8%，收入占比 58.7%。2) 根据项目类型划分，2025 年 H1 公司 ADC 项目收入 25.04 亿元，同比增长 60.2%，收入占比约 92.7%；公司非 ADC 项目收入 1.96 亿元，同比增长 92.1%，收入占比约 7.3%。3) 根据客户区域划分，2024 年来自北美客户收入 13.91 亿元，同比增长 68.9%，收入占比约 51.5%；来自中国客户收入 4.85 亿元，同比增 11.4%，收入占比约 17.9%；来自欧洲客户收入 6.05 亿元，同比增长 95.0%，收入占比约 22.4%；来自其他地区客户收入 2.21 亿元，同比增长 128.5%，收入占比约 8.2%。

从利润端来看: 2025 年 H1 公司毛利率同比提升 4.0 个百分点，环比 2024 年提升 5.5 个百分点，主要得益于产能利用率的提升（尤其是 DS/DP 生产环节）和集团运营及生产效率提升。2025 年 H1 公司经调整净利率（不含利息收入和支出）同比提升 1.2 个百分点，环比 2024 年提升 2.6 个百分点，主要得益于毛利率的提升。

总结: 2025 年 H1 公司主要增长来自于海外欧美市场，国内市场增速保持稳定，我们推测主要是由于国内早期 ADC 项目大量 BD 出海，转换成为欧美 MNC 药企的海外订单；XDC（其他偶联药物）正在加速成长，有望成为公司第二增长曲线。

➤ PPQ 项目不断增加，中长期成长性突出。

从项目数量来看: 2025 年 H1 公司新签 iCMC 项目 37 个，赢得 iCMC 项目 13 个，赋能客户提交 IND 申请 12 个，新增 PPQ（工艺验证）项目 3 个；截至 2025 年 H1，公司药物发现项目数量 858 个，临床前项目数量 122 个，临床 I 期项目数量 66 个，临床 II 期项目 17 个，临床 III 期项目 19 个，商业化项目 1 个，PPQ（工艺验证）项目 11 个，项目储备不断丰富，赋能-跟随-赢得分子的战略有望取得更多成果。

从客户数量来看: 2025 年 H1 公司累计客户数量 563 家，环比 2024

年底增加 64 家;全球制药企业 20 强中有 13 家已与公司建立合作,2025 年 H1 公司有 33%收入来自于全球制药企业 20 强;2025 年 1-7 月 ADC 并购交易的被收购方有 75%是公司客户;根据公司公告显示,公司市场占有率已经提升至 22.2%。

从订单储备来看:截至 2025 年 H1 公司未完成订单总额达到 13.29 亿美元,同比增长 57.9%,其中北美地区的未完成订单占比超过 50%;2025 年 H1 公司新签合同金额同比增长 48.4%,其中北美地区的增速超过其他地区。

总结:公司目前项目储备丰富,漏斗结构合理,PPQ 项目不断增加,对后续商业化项目落地具备前瞻指导意义,2025 年 H1 在手订单和新签订单保持高增长趋势,作为全球领先的偶联药物 CRDMO 龙头,我们认为公司中长期成长性突出。

- **盈利预测:**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 59.60 亿元、79.42 亿元、102.34 亿元,归母净利润分别为 15.98 亿元、21.56 亿元、28.23 亿元, EPS (摊薄)分别为 1.33 元、1.79 元、2.34 元,对应 PE 估值分别为 40.22 倍、29.81 倍、22.77 倍。
- **风险因素:**新签订单不及预期;地缘政治不确定性;产能建设进度不及预期;行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,052	5,960	7,942	10,234
增长率 YoY %	91%	47%	33%	29%
归属母公司净利润(百万元)	1,070	1,598	2,156	2,823
增长率 YoY%	277%	49%	35%	31%
毛利率%	30.60%	34.00%	34.50%	35.00%
净资产收益率ROE%	16.11%	19.40%	20.74%	21.36%
EPS(摊薄)(元)	0.89	1.33	1.79	2.34
市盈率 P/E(倍)	31.63	40.22	29.81	22.77
市净率 P/B(倍)	5.09	7.80	6.18	4.86

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 19 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	6,101	7,307	9,385	12,511	
货币资金	1,925	2,137	3,179	5,107	
应收账款&票据	1,573	2,314	3,083	3,973	
存货	119	166	220	281	
其他	2,484	2,690	2,903	3,150	
非流动资产	3,023	4,279	5,290	6,061	
固定资产(合计)	2,725	3,992	5,015	5,798	
无形资产	277	264	252	241	
其他	21	23	23	23	
资产总计	9,124	11,585	14,675	18,572	
流动负债	2,466	3,329	4,263	5,336	
短期借款	478	478	478	478	
应付账款及票据	1,020	1,427	1,887	2,413	
其他	968	1,424	1,898	2,446	
非流动负债	18	19	19	19	
长期借款	0	0	0	0	
其他	18	19	19	19	
负债合计	2,485	3,348	4,282	5,355	
少数股东权益	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	6,639	8,238	10,394	13,217	
负债和股东权益	9,124	11,585	14,675	18,572	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	4,052	5,960	7,942	10,234	
同比(%)	91%	47%	33%	29%	
归属母公司净利润	1,070	1,598	2,156	2,823	
同比(%)	277%	49%	35%	31%	
毛利率(%)	30.60%	34.00%	34.50%	35.00%	
ROE%	16.11%	19.40%	20.74%	21.36%	
EPS(摊薄)(元)	0.89	1.33	1.79	2.34	
P/E	31.63	40.22	29.81	22.77	
P/B	5.09	7.80	6.18	4.86	
EV/EBITDA	23.55	32.05	23.42	17.47	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	4,052	5,960	7,942	10,234	
营业成本	2,812	3,933	5,202	6,652	
营业税金及附加					
销售费用	56	89	119	154	
管理费用	164	226	286	348	
研发费用	100	131	159	184	
财务费用	3	-15	-18	-33	
除税前溢利	1,220	1,822	2,459	3,220	
所得税	150	224	303	396	
净利润	1,070	1,598	2,156	2,823	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1,070	1,598	2,156	2,823	
EBIT	1,223	1,808	2,441	3,186	
EBITDA	1,373	1,954	2,629	3,415	
EPS(当年)(元)	0.89	1.33	1.79	2.34	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	413	1,389	1,978	2,636	
净利润	1,070	1,598	2,156	2,823	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	150	146	188	229	
营运资金变动	-807	-355	-366	-417	
投资活动现金流	-2,019	-1,163	-922	-693	
资本支出	-1,535	-1,400	-1,200	-1,000	
其他	-484	237	278	307	
筹资活动现金流	478	-14	-14	-14	
借款增加	478	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
支付利息或股息	0	-14	-14	-14	
其他	0	0	0	0	
现金流净增加额	-1,129	212	1,042	1,928	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。