

医药

收盘价
港元 57.65

目标价
港元 70.00个

潜在涨幅
+21.4%

2025 年 8 月 20 日

药明合联 (2268 HK)

强劲订单表现下全年指引上调，长期高增长确定性强，上调目标价

公司 1H25 录得 60% 以上的收入和净利润增长，并大幅上调全年收入指引。尽管面临全球生物医药融资和地缘相关不确定性，我们仍坚定看好公司业绩高增长的确定性，考虑到 ADC/XDC 赛道持续高涨的投资和研发热情、以及公司产能扩张和高效服务带来的份额提升。上调目标价并维持重点推荐。

① **1H25 高增长、利润率显著改善，上调全年指引：**1H25 公司收入同比增 62% 至 27 亿元（人民币，下同），符合此前的业绩预告；其中 ADC 以外的 XDC 项目收入增长 92%，收入结构进一步多元化；北美地区收入占比提升约 3ppts 至 52%、且订单强劲增长，地缘格局影响有限。毛利率提升 4ppts 至 36.1%，主要得益于现有产能利用率改善、以及新产线爬坡带动生产效率提升。经调整净利润（不含利息收入和支出）增长 70%，SG&A 和研发费用率均有下降。管理层将全年收入增速指引从 35% 上调至 45% 以上，对应 2H25 增速 33% 以上，并预计 2H25 毛利率将延续同比改善趋势。公司位于无锡和新加坡的产能建设快速推进，预计 2025 年资本开支 15.6 亿元，到 2029 年合计开支 70 亿元，主要用于偶联 DS/DP 和载荷连接器。

② **XDC 赛道景气度维持高位+市场份额扩张驱动强劲订单表现：**1H25 公司新签 37 个 iCMC 综合项目（1H24：26 个），其中 13 个为“赢得分子”项目；同时“跟随分子”战略下临床后期管线快速扩大，公司预计 2025/26 年分别有 2-3 个/3-4 个项目会递交 BLA，逐步进入由 CMO 业务驱动业绩长期高增长的新阶段，未来 CMO 对总收入贡献有望升至 20% 以上。重磅 BD 交易的落地和新型 ADC/XDC 分子的涌现驱动赛道研发和投资热情持续高涨，同时公司 2024-1H25 的市场份额快速爬升至 22%（2023 年：15%），我们相信在公司产能扩张和服务效率提升的助力下仍有较大提升空间。

③ **业绩高增长能见度强，上调目标价：**我们上调公司 2025-27 年收入/经调整净利润预测 7-16%/13-21%，反映超预期的 1H25 表现、更乐观的业绩指引、以及优异的在手订单表现（1H25 末相比 2024 年末/1H24 末分别增长 34%/58%）。我们上调 DCF 目标价至 70 港元，对应 33 倍/0.8 倍 2026 年市盈率/PEG，维持买入评级和 CXO 板块的重点推荐。

盈利预测变动

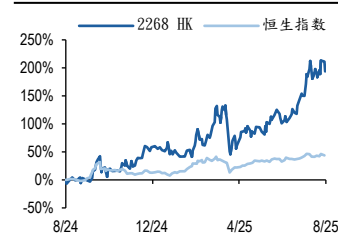
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	5,902	5,494	7%	8,316	7,348	13%	10,979	9,504	16%
毛利润	2,071	1,708	21%	3,085	2,432	27%	4,292	3,336	29%
毛利率	35.1%	31.1%	4.0ppts	37.1%	33.1%	4.0ppts	39.1%	35.1%	4.0ppts
经调整归母净利润	1,715	1,518	13%	2,474	2,082	19%	3,389	2,797	21%
经调整归母净利率	29.1%	27.6%	1.4ppt	29.7%	28.3%	1.4ppt	30.9%	29.4%	1.4ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	62.60
52周低位 (港元)	18.42
市值 (百万港元)	69,440.58
日均成交量 (百万)	7.12
年初至今变化 (%)	88.09
200天平均价 (港元)	41.50

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

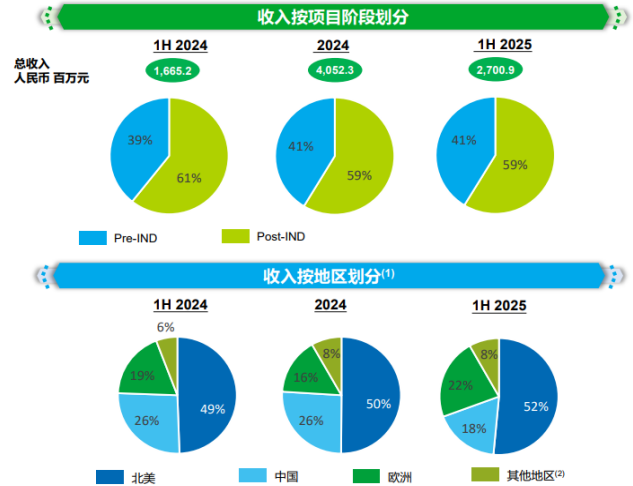
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

图表 1：“赋能-跟随-赢得分子”战略下的项目数量



资料来源：公司资料，交银国际

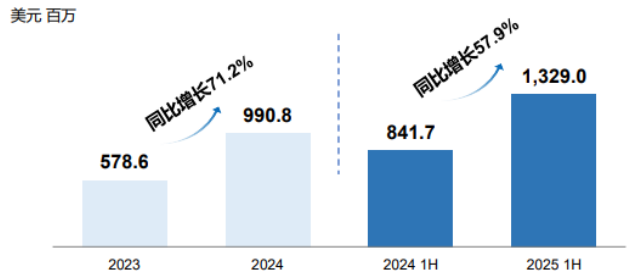
图表 2：收入按项目阶段和地区划分



资料来源：公司资料，交银国际

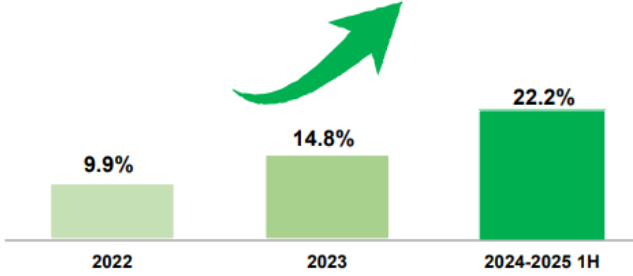
注：1) 根据最终客户所在地对收入进行分类；2) 主要包括亚洲（不包括中国）的国家及地区以及澳大利亚

图表 3：未完成订单总额稳步增长



资料来源：公司资料，交银国际

图表 4：公司在 ADC/XDC 市场中的占有率不断提升



资料来源：公司资料，交银国际

图表 5：药明合联：DCF 估值模型

人民币百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E																				
收入	5,902	8,316	10,979	13,784	17,001	20,450	23,226	25,356	27,342	29,267	30,946																				
EBIT	1,870	2,739	3,789	4,924	6,208	7,648	8,799	9,643	10,389	11,113	11,748																				
减：所得税	(280)	(411)	(568)	(739)	(931)	(1,147)	(1,320)	(1,447)	(1,558)	(1,667)	(1,762)																				
加：折旧摊销	324	417	448	472	499	532	573	618	661	705	749																				
减：资本性支出	(1,062)	(665)	(637)	(689)	(765)	(859)	(929)	(964)	(1,012)	(1,054)	(1,083)																				
减：运营资本变动	(723)	(801)	(792)	(578)	(738)	(665)	(739)	(644)	(804)	(909)	(1,037)																				
自由现金流	128	1,279	2,240	3,390	4,273	5,510	6,385	7,207	7,676	8,189	8,615																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.5%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>8.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.10</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>13.3%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>30%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>10.6%</td></tr></table>										WACC		无风险利率	4.5%	市场风险溢价	8.0%	贝塔	1.10	股权成本	13.3%	税前债务成本	5.0%	税后债务成本	4.3%	预期债权比例	30%	有效税率	15.0%	WACC	10.6%
WACC																															
无风险利率	4.5%																														
市场风险溢价	8.0%																														
贝塔	1.10																														
股权成本	13.3%																														
税前债务成本	5.0%																														
税后债务成本	4.3%																														
预期债权比例	30%																														
有效税率	15.0%																														
WACC	10.6%																														
自由现金流现值	31,662																														
终值现值	41,384																														
企业价值	73,046																														
净现金	3,605																														
少数股东权益	-																														
股权价值（百万人民币）	76,651																														
股权价值（百万港元）	84,316																														
股份数量（百万）	1,205																														
每股价值（港元）	70.00																														

资料来源：交银国际预测

2025 年 8 月 20 日

药明合联 (2268 HK)

图表 6：药明合联 (2268 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 7：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
6990 HK	科伦博泰生物	买入	431.00	507.00	17.6%	2025 年 08 月 20 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	36.54	74.00	102.5%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.24	37.60	49.0%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	184.30	225.00	22.1%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	30.46	33.00	8.3%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	162.60	140.00	-13.9%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	70.15	72.50	3.4%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	94.65	84.00	-11.3%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	78.45	66.00	-15.9%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	71.45	57.00	-20.2%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.38	6.60	3.5%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.02	5.00	-44.5%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	57.65	70.00	21.4%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.31	28.75	66.1%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	30.62	25.00	-18.3%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.25	18.00	18.0%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.54	93.30	17.3%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.34	33.10	-31.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	35.96	48.00	33.5%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.46	9.10	22.0%	2025 年 08 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.38	14.30	15.5%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.48	14.00	65.1%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	37.32	40.20	7.7%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.35	7.20	-30.4%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	62.85	51.00	-18.9%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.24	3.75	15.8%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	33.14	42.00	26.7%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,124	4,052	5,902	8,316	10,979
主营业务成本	(1,564)	(2,812)	(3,831)	(5,231)	(6,686)
毛利	560	1,240	2,071	3,085	4,292
销售及管理费用	(139)	(220)	(327)	(444)	(575)
研发费用	(77)	(100)	(116)	(155)	(194)
经营利润	344	920	1,629	2,486	3,523
财务成本净额	(1)	(3)	(10)	(10)	(10)
其他非经营净收入/费用	17	303	241	253	266
税前利润	360	1,220	1,860	2,730	3,780
税费	(76)	(150)	(261)	(382)	(529)
净利润	284	1,070	1,600	2,348	3,250
作每股收益计算的净利润	284	1,070	1,600	2,348	3,250

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,048	1,925	2,180	3,605	6,015
应收账款及票据	956	1,800	2,389	3,106	3,863
存货	47	119	440	814	1,093
其他流动资产	149	2,257	2,401	2,401	2,401
总流动资产	5,200	6,101	7,410	9,926	13,371
物业、厂房及设备	1,246	2,725	3,320	3,568	3,757
无形资产	53	45	43	42	40
其他长期资产	236	253	253	253	253
总长期资产	1,535	3,023	3,616	3,863	4,051
总资产	6,735	9,124	11,026	13,789	17,422
短期贷款	0	478	478	478	478
应付账款	915	1,409	1,596	1,885	2,129
其他短期负债	364	580	580	580	580
总流动负债	1,279	2,466	2,654	2,943	3,186
其他长期负债	2	18	18	18	18
总长期负债	2	18	18	18	18
总负债	1,281	2,485	2,672	2,961	3,204
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	5,454	6,639	8,354	10,828	14,217
股东权益	5,454	6,639	8,354	10,828	14,217
总权益	5,454	6,639	8,354	10,828	14,217

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	360	1,220	1,860	2,730	3,780
折旧及摊销	102	209	325	418	449
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(76)	(150)	(261)	(382)	(529)
其他经营活动现金流	(221)	(623)	(599)	(665)	(644)
经营活动现金流	164	656	1,327	2,100	3,056
资本开支	(500)	(1,135)	(1,062)	(665)	(637)
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(500)	(1,135)	(1,062)	(665)	(637)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	4,000	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(1)	(3)	(10)	(10)	(10)
融资活动现金流	3,999	(3)	(10)	(10)	(10)
汇率收益/损失	49	(1,641)	0	0	0
年初现金	335	4,048	1,925	2,180	3,605
年末现金	4,048	1,925	2,180	3,605	6,015

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.177	0.277	0.893	1.335	1.959
全面摊薄每股收益	0.177	0.263	0.830	1.242	1.822
每股账面值	5.332	5.540	6.971	9.035	11.863
利润率分析(%)					
毛利率	26.3	30.6	35.1	37.1	39.1
EBITDA利润率	21.8	35.3	37.2	38.0	38.6
EBIT利润率	17.0	30.2	31.7	32.9	34.5
净利率	13.4	26.4	27.1	28.2	29.6
盈利能力(%)					
ROA	4.2	11.7	14.5	17.0	18.7
ROE	5.2	16.1	19.2	21.7	22.9
ROIC	5.2	15.0	18.1	20.8	22.1
其他					
流动比率	4.1	2.5	2.8	3.4	4.2
存货周转天数	22.6	40.0	60.0	70.0	70.0
应收账款周转天数	200.0	180.0	160.0	145.0	135.0
应付账款周转天数	250.0	180.0	150.0	130.0	115.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。