

➤ **事件：**药明生物 2025 年 8 月 19 日晚间公布中期业绩简报。根据简报，公司 2025 年上半年实现营业收入 99.5 亿元（同比+16.1%），毛利率 42.7%（同比+3.6 pcts），经调整纯利 28.4 亿元（同比+11.6%），总体财务表现略超市场预期。

➤ **业务分拆：a) 按照项目所属阶段划分：综合项目数量持续扩张，商业化项目持续爬坡带动收入增长。**临床前项目实现收入 41.5 亿元（同比+35.2%），主要系研究服务和临床前开发项目的收入转化所驱动；临床早期项目实现收入 13.3 亿元（同比-29.7%），主要由于部分大型项目由早期进展至后期开发/商业化阶段以及订单执行时间安排影响；临床三期+商业化项目实现收入 42.9 亿元（同比+24.9%），主要系早期项目持续推进稳步迈入成熟阶段，以及现有商业化项目的持续爬坡。

➤ **业务分拆：b) 按照地区划分：北美地区在政策波动环境中维持强劲增长。**按照客户所属地区划分：北美市场收入同比+20.1%（占比达到 60.5%）、欧洲市场收入同比+5.7%（占比 19.8%）、中国市场收入同比-8.5%（占比 13.0%）、其他地区（主要系新加坡、日本、韩国等）市场收入同比+136.1%（占比 6.7%）。北美市场的强劲增长主要受到临床前和临床后期及商业化项目的共同驱动，彰显了北美市场创新药外包研发在动态的贸易环境中持续的需求韧性以及公司在高端市场中具备的市场竞争优势。

➤ **漏斗模型总体扩容趋势明显，未完成订单仍处历史高位。**截止 25H1，公司综合项目数达到 864 个（同比+16.4%），其中临床前（429 个）、临床 I 期（259 个）、临床 II 期（85 个）、临床 III 期（67 个）、商业化（24 个）。公司总体上半年新签项目 86 个，其中超过 50.0%新签项目来自美国，且国内地区随着融资环境趋稳，客户活跃度提升对公司增量项目也做出了积极贡献。上半年获得 9 个“赢得分子”项目，其中包含 2 个临床 III 期项目。从未完成在手订单看，截止 25H1，公司未完成订单总额达到 203 亿美元，未完成服务订单约 114 亿美元。未完成潜在里程碑付款订单达历史新高 90.0 亿美元，凸显 R 端势头加速、三年内未完成订单 42.1 亿美元，巩固近期收入增长预期。

➤ **投资建议：**药明生物作为全球领先的生物药 CRDMO 公司，未来有望借助丰厚在手订单量及后端产能利用率爬坡驱动业绩稳健成长。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 43.7/48.1/52.7 亿元，同比增长 30.2%/10.1%/9.6%，对应 PE 水平依次为 27/24/22 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业监管政策变化及地缘政治风险、医药研发服务需求下降风险、行业竞争加剧风险、汇率风险、投融资恢复不及预期风险等

盈利预测与财务指标

单位 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18,675	21,161	23,392	25,039
增长率(%)	9.6	13.3	10.5	7.0
归母净利润	3,356	4,370	4,812	5,273
增长率(%)	-1.3	30.2	10.1	9.6
EPS	0.82	1.07	1.18	1.30
P/E	35	27	24	22
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

31.32 港元

分析师 朱凤萍

执业证书：S0100524010001

邮箱：zhufengping@mszq.com

研究助理 杨涛

执业证书：S0100124060014

邮箱：yangtao_2@mszq.com

相关研究

1.药明生物 (2269.HK) 2024 年半年报点评：新签项目持续高增，下半年 RDM 三大板块将加速改善-2024/08/23

2.药明生物 (2269.HK) 2023 年年报点评：全球新产能陆续投产，非新冠业绩实现稳健增长-2024/03/28

3.药明生物 (2269.HK) 近况更新点评：上调 24 年新增项目数指引，商业化项目驱动长期高增长-2024/01/12

4.药明生物 (2269.HK) 近况更新点评：D 端和 M 端低于预期，25 年预期恢复强劲增长-2023/12/12

5.药明生物 (2269.HK) 2023 年半年报点评：新增项目环比改善，商业化项目推动中长期高增长-2023/09/08

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	23,573	29,196	36,098	43,789
现金及现金等价物	8,279	11,509	17,004	23,661
应收账款及票据	5,532	6,466	7,147	7,651
存货	1,522	1,901	2,091	2,226
其他	8,241	9,320	9,856	10,251
非流动资产合计	33,404	35,043	34,747	33,881
固定资产	26,070	26,717	26,356	25,526
商誉及无形资产	3,966	4,548	4,613	4,577
其他	3,368	3,778	3,778	3,778
资产合计	56,977	64,239	70,845	77,670
流动负债合计	8,621	10,720	11,664	12,286
短期借贷	2,435	2,635	2,735	2,735
应付账款及票据	747	864	950	1,012
其他	5,439	7,220	7,979	8,539
非流动负债合计	2,879	2,901	2,901	2,901
长期借贷	201	201	201	201
其他	2,678	2,700	2,700	2,700
负债合计	11,500	13,620	14,565	15,187
普通股股本	0	0	0	0
储备	41,819	46,189	51,001	56,274
归属母公司股东权益	41,819	46,189	51,001	56,274
少数股东权益	3,658	4,430	5,279	6,209
股东权益合计	45,478	50,619	56,280	62,484
负债和股东权益合计	56,977	64,239	70,845	77,670

现金流量表(百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5,217	7,531	6,166	6,832
净利润	3,356	4,370	4,812	5,273
少数股东权益	589	771	849	931
折旧摊销	1,437	1,572	1,596	1,566
营运资金变动及其他	-165	818	-1,091	-937
投资活动现金流	-3,942	-4,337	-598	1
资本支出	-3,930	-2,800	-1,300	-700
其他投资	-12	-1,537	702	701
筹资活动现金流	-2,750	36	-73	-176
借款增加	310	200	100	0
普通股增加	-1,747	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-1,314	-164	-173	-176
现金净增加额	-1,391	3,230	5,495	6,657

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,675	21,161	23,392	25,039
其他收入	0	0	0	0
营业成本	11,025	12,443	13,684	14,573
销售费用	474	529	585	626
管理费用	1,674	1,693	1,754	1,753
研发费用	766	846	924	977
财务费用	158	164	173	176
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	255	635	468	451
除税前利润	4,834	6,121	6,739	7,386
所得税	889	979	1,078	1,182
净利润	3,945	5,141	5,661	6,204
少数股东损益	589	771	849	931
归属母公司净利润	3,356	4,370	4,812	5,273
EBIT	4,992	6,285	6,912	7,562
EBITDA	6,429	7,857	8,508	9,128
EPS (元)	0.82	1.07	1.18	1.30

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	9.63	13.31	10.54	7.04
归属母公司净利润	-1.28	30.21	10.10	9.59
盈利能力(%)				
毛利率	40.97	41.20	41.50	41.80
净利率	17.97	20.65	20.57	21.06
ROE	8.03	9.46	9.43	9.37
ROIC	8.47	9.88	9.81	9.71
偿债能力				
资产负债率(%)	20.18	21.20	20.56	19.55
净负债比率(%)	-12.41	-17.13	-25.00	-33.17
流动比率	2.73	2.72	3.09	3.56
速动比率	1.75	1.84	2.23	2.71
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.35	0.35	0.34
应收账款周转率	3.34	3.53	3.44	3.38
应付账款周转率	13.95	15.44	15.08	14.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.07	1.18	1.30
每股经营现金流	1.28	1.85	1.51	1.68
每股净资产	10.27	11.35	12.53	13.82
估值比率				
P/E	35	27	24	22
P/B	2.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	17.36	14.20	13.12	12.22

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048