

医药

收盘价

港元 30.62

目标价

港元 34.00个

潜在涨幅

+11.0%

2025 年 8 月 21 日

药明生物 (2269 HK)

1H25 继续复苏，中长期确定性边际改善；当前估值合理，维持中性

公司 1H25 业绩延续复苏趋势，同时订单端表现强势，86 个新签订单创下上半年的历史新高。RDM 三驾马车驱动业绩长期增长确定性强，但短期内，我们仍看到海外融资和市场格局变化对临床早期业务的影响（1H25 临床早期项目终止数量增加、收入同比下降），且当前估值合理，我们维持中性评级。

① **1H25 业务复苏势头较好，上调指引：**1H25 收入增长 16%，延续了 2H24 以来的复苏态势，剔除药明联合的贡献后的收入增长 9%。临床前和临床 III 期+商业化收入分别强劲增长 25%/35%，但临床早期收入下降 30%，主因数个大型项目进入后期阶段及订单时间安排的影响。分地区来看，北美地区收入增长 20%，地缘格局变化影响有限；中国内地地区受融资环境影响，收入降 8.5%；日韩地区表现优异，未来体量有望进一步扩大。毛利率提升 3.6ppts 至 42.7%，得益于 WBS 运营效率提升和股权支付薪酬减少。管理层上调全年收入增速指引区间至 14-16%（此前：12-15%），并维持自由现金流转正的指引（1H25 -0.9 亿元，由于时间性差异）。全年资本开支指引从 60 亿元人民币下调至 53 亿元人民币，主因部分采购延后。

② **新分子机制推动强劲订单表现和业绩预期：**公司 1H25 新签 86 个综合项目，其中 70%以上为双/多抗和 ADC 项目（药明联合新签 37 个项目）；获得 9 个“赢得分子”项目，绝大部分为双/多抗及 ADC。公司未来业绩增长的确定性来自：1）在手订单规模相比 2024 年末提升 10%，三年内未完成订单规模和未完成潜在里程碑规模同步提升，巩固近期收入增长预期；2）M 端项目数量在 1H25 增加 3 个至 24 个，2025 年预计完成 25 个 PPQ 项目，CMO 将逐步成为中长期增长主要引擎；3）专有技术带来的合作收入、销售提成和细胞株提成有望成为 RDM 各阶段未来收入的重要来源。

③ **融资和海外市场仍存不确定性，维持中性：**我们上调公司 DCF 目标价至 34 港元，以反映行业景气度和地缘因素边际改善后，我们对于公司中长期前景更乐观的预期。但是，短期内我们仍观察到海外融资环境和市场格局变化对临床早期业务的短期影响。考虑到当前估值合理，维持中性评级。

盈利预测变动

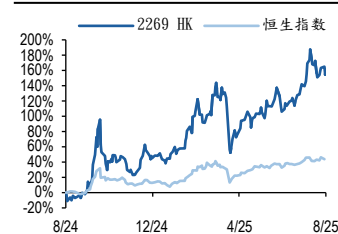
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	21,312	21,417	-0.5%	25,297	25,299	0.0%	29,573	28,918	2.3%
毛利润	9,157	9,031	1.4%	11,123	10,972	1.4%	13,209	12,830	3.0%
毛利率	43.0%	42.2%	0.8ppt	44.0%	43.4%	0.6ppt	44.7%	44.4%	0.3ppt
经调整归母净利润	5,005	5,699	-12.2%	6,503	7,076	-8.1%	7,844	8,170	-4.0%
经调整归母净利率	23.5%	26.6%	-3.1ppts	25.7%	28.0%	-2.3ppts	26.5%	28.3%	-1.7ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	33.60
52周低位 (港元)	10.26
市值 (百万港元)	124,639.02
日均成交量 (百万)	47.91
年初至今变化 (%)	74.37
200天平均价 (港元)	25.23

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

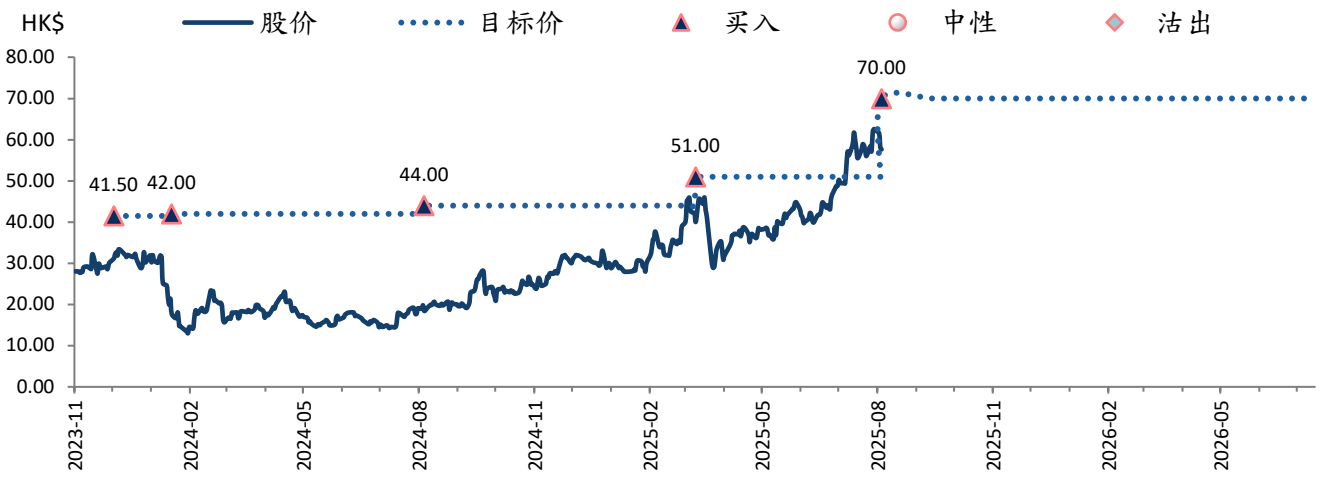
图表 1：药明生物：DCF 估值模型

人民币百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	21,312	25,297	29,573	34,036	38,521	43,035	47,786	52,858	58,275	64,067	70,262
EBIT	6,457	7,861	9,447	11,095	12,676	14,270	15,978	17,831	19,784	21,895	24,180
减：所得税	(969)	(1,179)	(1,417)	(1,664)	(1,901)	(2,141)	(2,397)	(2,675)	(2,968)	(3,284)	(3,627)
加：折旧摊销	1,699	1,864	1,971	2,032	2,083	2,134	2,184	2,233	2,281	2,328	2,375
减：资本性支出	(5,000)	(4,000)	(3,200)	(3,040)	(3,101)	(3,132)	(3,163)	(3,195)	(3,227)	(3,259)	(3,292)
减：运营资本变动	(554)	(573)	(886)	(1,013)	(1,070)	(1,057)	(1,095)	(1,074)	(999)	(1,399)	(1,502)
自由现金流	1,634	3,973	5,915	7,410	8,687	10,074	11,507	13,121	14,872	16,281	18,133
永续增长率	2%										
自由现金流现值	59,545										
终值现值	61,294										
企业价值	120,839										
净现金	10,699										
少数股东权益	(5,595)										
股权价值（人民币百万）	125,944										
股权价值（港元百万）	138,400										
股份数量（百万）	4,071										
每股价值（港元）	34.00										

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.50
股权成本	16.0%
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	12.5%

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：药明生物 (2269 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：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 21 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	34.00	11.0%	2025 年 08 月 21 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	80.52	93.30	15.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	48.26	33.10	-31.4%	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	17,034	18,675	21,312	25,297	29,573
主营业务成本	(10,206)	(11,025)	(12,155)	(14,175)	(16,363)
毛利	6,828	7,651	9,157	11,123	13,209
销售及管理费用	(1,789)	(2,147)	(2,357)	(2,722)	(3,094)
研发费用	(786)	(766)	(875)	(988)	(1,095)
其他经营净收入/费用	(54)	0	0	0	0
经营利润	4,199	4,737	5,925	7,413	9,020
财务成本净额	258	430	299	277	255
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(17)	(182)	361	0	0
税前利润	4,440	4,986	6,585	7,689	9,276
税费	(603)	(889)	(1,187)	(1,299)	(1,391)
非控股权益	171	589	785	1,151	1,594
净利润	3,837	4,097	5,398	6,391	7,884
作每股收益计算的净利润	3,666	3,508	4,613	5,239	6,290

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	9,670	8,279	9,596	13,336	19,160
应收账款及票据	6,293	6,241	6,925	7,732	8,756
存货	1,766	1,522	1,823	2,363	3,062
其他流动资产	3,470	7,532	7,532	7,532	7,532
总流动资产	21,198	23,573	25,876	30,962	38,509
物业、厂房及设备	27,378	26,070	37,285	39,420	40,649
无形资产	512	442	442	442	442
合资企业/联营公司投资	1,394	1,267	1,267	1,267	1,267
其他长期资产	6,094	5,625	4,818	4,761	4,705
总长期资产	35,377	33,404	43,811	45,890	47,064
总资产	56,576	56,977	69,688	76,851	85,573
短期贷款	576	2,435	2,435	2,435	2,435
应付账款	2,756	2,778	3,211	3,983	4,821
其他短期负债	4,304	3,408	3,408	3,408	3,408
总流动负债	7,636	8,621	9,054	9,826	10,664
长期贷款	1,571	201	201	201	201
其他长期负债	3,351	2,678	2,678	2,678	2,678
总长期负债	4,922	2,879	2,879	2,879	2,879
总负债	12,558	11,500	11,932	12,705	13,542
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	40,331	41,819	53,312	58,551	64,841
股东权益	40,332	41,819	53,313	58,552	64,842
非控股权益	3,686	3,658	4,443	5,595	7,189
总权益	44,018	45,478	57,756	64,146	72,031

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	4,174	4,834	6,285	7,689	9,276
折旧及摊销	1,169	1,437	1,759	1,922	2,026
营运资本变动	(896)	(801)	(554)	(573)	(886)
利息调整	(61)	(193)	(185)	(231)	(362)
税费	(783)	(1,092)	(1,187)	(1,299)	(1,391)
其他经营活动现金流	1,064	1,032	0	0	0
经营活动现金流	4,668	5,218	6,118	7,508	8,663
资本开支	(4,034)	(3,842)	(5,000)	(4,000)	(3,200)
投资活动	632	1,159	0	0	0
其他投资活动现金流	173	(1,259)	356	402	533
投资活动现金流	(3,228)	(3,942)	(4,644)	(3,598)	(2,667)
负债净变动	(705)	490	0	0	0
权益净变动	2,997	(1,752)	0	0	0
其他融资活动现金流	(331)	(1,488)	(158)	(171)	(171)
融资活动现金流	1,961	(2,750)	(158)	(171)	(171)
汇率收益/损失	(126)	84	0	0	0
年初现金	6,395	9,670	8,279	9,596	13,336
年末现金	9,670	8,279	9,596	13,336	19,160

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	0.820	0.820	1.057	1.283	1.541
全面摊薄每股收益	0.770	0.780	1.020	1.239	1.488
每股账面值	9.785	10.245	13.060	14.344	15.884
利润率分析(%)					
毛利率	40.1	41.0	43.0	44.0	44.7
EBITDA利润率	33.0	35.1	21.0	23.0	24.9
EBIT利润率	25.4	26.7	30.3	31.1	31.9
净利率	22.5	21.9	25.3	25.3	26.7
盈利能力(%)					
ROA	6.0	5.9	6.2	6.8	7.4
ROE	8.4	8.0	8.1	8.9	9.7
ROIC	8.0	7.5	7.7	8.6	9.3
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.8	2.7	2.9	3.2	3.6
存货周转天数	97.4	97.4	97.4	97.4	100.0
应收账款周转天数	136.1	136.1	131.0	122.0	117.0
应付账款周转天数	139.6	139.6	139.6	139.6	139.6

交銀國際

香港中環德輔道中 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。