

药明合联 (02268.HK)

资本开支加码，看好后续业绩保持高增

公司发布 2025 年中报：2025 上半年公司实现收入 27.0 亿元、同比+62.2%；毛利率 36.1%、同比+4.0pct；净利润 7.5 亿元、同比+52.7%；经调整净利润（不含利息收入及开支）7.3 亿元、同比+69.6%；经调整净利润（含利息收入及开支）8.0 亿元、同比+50.1%。

业绩维持高速增长：

- 分阶段：IND 前业务上半年收入同比+69%、占比 41%，IND 后业务收入同比+58%、占比 59%，后端增长主要受益于生产批次数量增加。
- 分药物类型：ADC 相关收入上半年同比+60%、占比 93%，non-ADC 相关收入同比+92%、占比 7%。
- 分地区：北美地区上半年收入同比+71%、占比 52%，欧洲地区收入同比+92%、占比 22%，中国大陆收入同比+12%、占比 18%。海外收入快速增长主要受益于对外授权、New Co 模式及并购活动的强劲势头。

订单保持高增长趋势，综合新签项目加速增长：1) 订单端：截至 6 月底公司在手未完成订单 13.3 亿美元、同比+57.9%；新签订单同比+48.4%，其中北美地区增速更快。2) 项目端：上半年公司新签 iCMC 项目 37 个（24H1 新签 26 个、24H2 新签 27 个），临床 III 期项目由 2024 年底的 15 个增长至 25 年 6 月底的 19 个，为公司后续业绩增长奠定基础。

持续投入资本开支，加速全球产能推进：公司预计 2025 年资本开支 15.6 亿元，其中约 9 亿元投入新加坡基地、约 4.5 亿元投入无锡基地；预计到 2029 年累计资本开支将超过 70 亿元，届时预计将在现有的偶联制剂和 Payload&Linker 产能基础上实现翻倍。

维持“强烈推荐”投资评级。我们持续看好公司行业龙头地位，全球市占率持续提升（由 2022 年的 9.9%提升至 2024-2025H1 的 22.2%），助力中国创新药出海（今年 1-7 月 ADC 对外授权金额 > 10 亿美金的交易中药明合联客户贡献 75%+金额），M 端规模化放量空间值得期待。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 61、84、110 亿元，经调整净利润 15.9、21.7、28.5 亿元，对应 PE 分别为 41、30、23 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：地缘政治动荡、行业监管变化、汇率波动、行业竞争加剧、产能建设不及预期等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2169	4052	6127	8406	10973
同比增长	114%	87%	51%	37%	31%
营业利润(百万元)	389	913	1593	2143	3006
同比增长	163%	135%	75%	35%	40%
归母净利润(百万元)	284	1070	1588	2174	2852
同比增长	82%	277%	48%	37%	31%
每股收益(元)	0.24	0.89	1.32	1.81	2.38
PE	229.1	60.9	41.0	29.9	22.8
PB	11.9	9.8	7.9	6.6	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

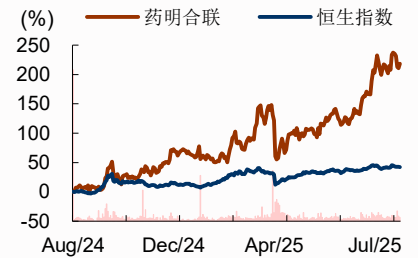
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：59.05 港元

基础数据

总股本 (百万股)	1203
香港股 (百万股)	1203
总市值 (十亿港元)	71.0
香港股市值 (十亿港元)	71.0
每股净资产 (港元)	6.2
ROE (TTM)	14.4
资产负债率	29.9%
主要股东	药明生物技术有限公司
主要股东持股比例	50.9453%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	62	205
相对表现	13	50	161



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《药明合联 (02268) —偶联药物 CDMO 行业龙头，R&D 端优势卓越 +M 端初启航迎大潜力空间》 2025-05-22

- 梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
- 肖笑园 S1090525050001
xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5200	6102	6709	8155	10121
现金及现金等价物	4048	1925	1510	1939	2651
交易性金融资产	0	434	520	520	520
其他短期投资	0	1615	1292	1163	1046
应收账款及票据	822	1573	2379	3263	4260
其它应收款	134	227	351	495	630
存货	47	119	214	235	325
其他流动资产	149	209	444	540	688
非流动资产	1535	3023	4458	5757	6990
长期投资	12	12	12	12	12
固定资产	1246	2725	4132	5401	6600
无形资产	270	277	305	335	369
其他	6	9	9	9	9
资产总计	6735	9124	11167	13912	17110
流动负债	1279	2467	2921	3969	4967
应付账款	620	1020	1467	2043	2587
应交税金	37	77	77	77	77
短期借款	0	478	96	64	42
其他	622	892	1282	1786	2261
长期负债	2	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	18	18	18	18
负债合计	1281	2485	2939	3987	4985
股本	0	0	0	0	0
储备	5454	6639	8227	9925	12125
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5454	6639	8228	9925	12125
负债及权益合计	6735	9124	11167	13912	17110

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	333	717	1027	1946	2480
净利润	284	1070	1588	2174	2852
折旧与摊销	60	110	151	230	300
营运资本变动	(94)	(401)	(422)	(66)	(351)
其他非现金调整	84	(62)	(291)	(392)	(321)
投资活动现金流	(91)	(3330)	(1042)	(1004)	(1092)
资本性支出	(539)	(1505)	(1560)	(1500)	(1500)
出售资产获得的现金	11	1	1	1	1
投资增减	1069	2819	(209)	(99)	(83)
其它	1506	993	308	397	325
筹资活动现金流	3522	475	(400)	(513)	(677)
债务增减	(76)	476	(382)	(32)	(21)
股本增减	3598	4	0	0	0
股利支付	0	0	0	476	652
其它筹资	(0)	(5)	(17)	(5)	(3)
其它调整	(0)	0	0	(953)	(1304)
现金净增加额	3713	(2122)	(415)	429	712

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	2169	4052	6127	8406	10973
主营业务收入	2124	4052	6127	8406	10973
营业成本	1564	2812	4044	5632	7132
毛利	560	1240	2083	2774	3840
营业支出	216	327	490	630	834
营业利润	389	913	1593	2143	3006
利息支出	1	3	17	5	3
利息收入	47	0	14	14	18
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(45)	310	294	383	306
非经常项目损益	(31)	0	(15)	(8)	(12)
除税前利润	360	1220	1869	2528	3316
所得税	76	150	280	354	464
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	284	1070	1588	2174	2852
EPS(元)	0.24	0.89	1.32	1.81	2.38

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	114%	87%	51%	37%	31%
营业利润	163%	135%	75%	35%	40%
净利润	82%	277%	48%	37%	31%
获利能力					
毛利率	25.8%	30.6%	34.0%	33.0%	35.0%
净利率	13.1%	26.4%	25.9%	25.9%	26.0%
ROE	5.2%	16.1%	19.3%	21.9%	23.5%
ROIC	5.7%	15.1%	19.4%	21.9%	23.5%
偿债能力					
资产负债率	19.0%	27.2%	26.3%	28.7%	29.1%
净负债比率	0.0%	5.2%	0.9%	0.5%	0.2%
流动比率	4.1	2.5	2.3	2.1	2.0
速动比率	4.0	2.4	2.2	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	28.5	34.0	24.3	25.1	25.5
应收帐款周转率	3.0	2.9	2.7	2.6	2.5
应付帐款周转率	2.8	3.4	3.3	3.2	3.1
每股资料(元)					
每股收益	0.24	0.89	1.32	1.81	2.38
每股经营现金	0.28	0.60	0.86	1.62	2.07
每股净资产	4.55	5.53	6.86	8.27	10.10
每股股利	0.00	0.00	0.40	0.54	0.71
估值比率					
PE	229.1	60.9	41.0	29.9	22.8
PB	11.9	9.8	7.9	6.6	5.4
EV/EBITDA	137.9	46.6	30.3	22.5	17.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。