

药明合联 (02268.HK)
2025H1 业绩表现亮眼，新产能落地赋能全球发展

2025 年 08 月 22 日

——港股公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
余汝意（分析师）
汪晋（分析师）

yuruyi@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525060003

日期	2025/8/21
当前股价(港元)	59.050
一年最高最低(港元)	64.450/17.900
总市值(亿港元)	711.27
流通市值(亿港元)	711.27
总股本(亿股)	12.05
流通港股(亿股)	12.05
近3个月换手率(%)	32.17

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《在手订单强劲增长，持续赋能全球客户——港股公司信息更新报告》-2025.3.28

《业绩表现持续亮眼，充沛订单或保障未来高增长——港股公司信息更新报告》-2024.8.23

● 2025H1 业绩表现亮眼，在手订单充沛保障未来成长

2025H1 公司实现营收 27.01 亿元，同比增长 58.88%；归母净利润 7.46 亿元，同比增长 52.74%；经调整净利润 8.01 亿元，同比增长 50.1%。截至 2025 年 6 月底，公司服务客户数量累计达 563 家，全球前 20 大制药企业中有 13 家与公司合作开发 ADC 或 XDC 产品，占比 2024 年总收益的 32.8%；未完成订单总量达 13.29 亿美元，同比增长约 57.9%，或为公司未来业绩的快速增长提供保障。考虑 ADC 全球外包服务市场快速增长，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 16.12/21.51/29.32 亿元（原预计 14.33/19.32/27.81 亿元），EPS 为 1.3/1.8/2.4 元，当前股价对应 PE 为 40.3/30.2/22.1 倍，考虑公司作为全球抗体偶联药物 CRDMO 龙头企业，维持“买入”评级。

● “赋能、跟随和赢得分子”战略成功推动项目数量快速增长

在“赋能、跟随并赢得分子”的策略下，公司管线数量快速增长。截至 2025 年 6 月底，公司综合项目数达 225 个，同比增长 34.7%；其中新签综合项目 37 个，赢得项目 13 个。临床前与 I 期项目合计 188 个，II 期及后期项目合计 37 个，其中 11 个为 PPQ 项目，1 个为商业化阶段项目。临床阶段新型偶联药 XDC 综合项目已达 13 个，呈现多元化发展趋势。

● 稳步推进全球产能建设，持续赋能全球客户

公司目前在无锡、常州和上海设有三个运营基地，已形成地域集中的产品研发和供应链体系。同时，公司持续扩建无锡及新加坡生产设施。截至 2025 年 6 月底，无锡 XDP3 制剂生产车间启动 GMP 运营；XDP5 制剂车间正在建设中，预计 2027 年投产。新加坡设施已于 2025 年 6 月完成竣工，顺利进入设施调试与验证阶段，预计将于 2026 年进入 GMP 生产。随着全球产能建设持续推进，公司持续赋能全球客户，2025H1 来自北美/中国/欧洲/其他地区的收入分别为 13.91/4.85/6.05/2.21 亿元，同比分别增长 68.9%/11.4%/95.0%/128.5%。

● 风险提示： 订单交付不及预期，市场竞争加剧，环保和安全生产风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2169	4052	6043	8159	10944
YOY(%)	114.3	86.8	49.1	35.0	34.1
净利润(百万元)	284	1070	1612	2151	2932
YOY(%)	82.1	277.2	50.7	33.5	36.3
毛利率(%)	27.9	30.6	35.0	34.0	33.5
净利率(%)	13.1	26.4	26.7	26.4	26.8
ROE(%)	5.2	16.1	19.5	20.6	21.7
EPS(摊薄/元)	0.2	0.9	1.3	1.8	2.4
P/E(倍)	228.9	60.7	40.3	30.2	22.1
P/B(倍)	11.9	9.8	7.9	6.2	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所 注：汇率选择 1 港元=0.9126 元人民币（截至 2025.08.21）

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5200	6101	8737	12474	17170
现金	4048	1925	4552	7137	9986
应收账款	956	1800	2789	3663	4942
存货	47	119	142	196	282
其他流动资产	149	209	438	524	687
非流动资产	1535	3023	2916	2802	2684
固定资产及在建工程	1246	2725	2585	2440	2292
无形资产及其他长期资产	270	277	306	335	364
资产总计	6735	9124	11653	15276	19853
流动负债	1279	2466	3377	4854	6543
短期借款	0	478	183	220	294
应付账款	658	1097	1942	2362	3251
其他流动负债	622	892	1252	2272	2998
非流动负债	2	18	24	32	42
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	18	24	32	42
负债合计	1281	2485	3401	4886	6584
股本	1607	1664	1652	1652	1652
储备	0	0	0	0	0
归母所有者权益	5454	6639	8252	10390	13269
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	6735	9124	11653	15276	19853

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	192	918	1694	2687	3095
税前利润	284	1070	1612	2151	2932
折旧和摊销	52	101	110	116	119
营运资本变动	-144	-253	-29	433	97
其他	0	0	1	-13	-53
投资活动现金流	401	-3627	1228	-140	-320
资本开支	0	-1579	0	0	0
其他	401	-2048	1232	-139	-318
融资活动现金流	3120	587	-295	37	73
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	3120	587	-295	37	73
汇率变动对现金的影响	-316	-399	0	0	0
现金净增加额	3713	-2122	2627	2585	2849
期末现金总额	4048	1925	4552	7137	9986

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2169	4052	6043	8159	10944
营业成本	1564	2812	3928	5385	7278
营业费用	15	56	103	131	164
管理费用	124	164	224	310	394
其他收入/费用	77	107	-11	-79	-130
营业利润	389	913	1800	2412	3238
净财务收入/费用	-48	-3	-120	-228	-335
其他利润	19	310	120	217	331
除税前利润	360	1220	1800	2402	3235
所得税	76	150	187	264	356
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	284	1070	1612	2151	2932
EBITDA	389	920	1680	2174	2900
扣非后归母净利润	315	1069	1612	2151	2932
EPS	0.24	0.89	1.34	1.79	2.43

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	114.3	86.8	49.1	35.0	34.1
营业利润(%)	162.7	134.8	-97.1	-34.0	-34.2
归属于母公司净利润	82.1	277.2	50.7	33.5	36.3
获利能力					
毛利率(%)	27.9	30.6	35.0	34.0	33.5
净利率(%)	13.1	26.4	26.7	26.4	26.8
ROE(%)	5.2	16.1	19.5	20.6	21.7
ROIC(%)	11.2	17.0	38.1	67.2	101.0
偿债能力					
资产负债率(%)	19.0	27.2	29.2	32.0	33.2
净负债比率(%)	23.5	37.4	41.2	47.0	49.6
流动比率	4.1	2.5	2.6	2.6	2.6
速动比率	3.9	1.5	2.2	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	3.1	2.3	1.9	1.9	1.8
应收账款周转率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
应付账款周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.9	1.3	1.8	2.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.8	1.4	2.2	2.6
每股净资产(最新摊薄)	4.5	5.5	6.9	8.6	11.0
估值比率					
P/E	228.9	60.7	40.3	30.2	22.1
P/B	11.9	9.8	7.9	6.2	4.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn