

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

药明生物 (2269.HK)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

临床前和临床后期表现亮眼,上调全年业绩指引

2025年8月24日

事件: 2025年8月19日, 公司发布2025年中期业绩简报。2025H1公司实现营业收入99.53亿元, 同比增长16.1%; 2025H1公司实现毛利润42.53亿元, 同比增长27.0%, 对应毛利率42.7%, 同比提升3.6pct; 2025H1公司实现归母净利润23.39亿元, 同比增长56.0%; 2025H1公司实现经调整净利润28.40亿元, 同比增长11.6%; 2025H1实现经调整归母净利润23.89亿元, 同比增长6.2%。

点评:

➤ 海外市场拉动增长, 临床前和临床后期表现亮眼。

根据客户区域划分: 2025H1来自北美客户的收入60.18亿元, 同比增长20.1%, 收入占比约60.5%; 来自欧洲客户的收入19.69亿元, 同比增长5.7%, 收入占比约19.8%; 来自中国客户的收入12.97亿元, 同比下滑8.5%, 收入占比约13.0%; 来自世界其他区域客户的收入6.69亿元, 同比增长136.0%, 收入占比约6.7%。

根据项目阶段划分: 2025H1临床前(IND前)服务收入41.47亿元, 同比增长35.2%; 早期临床(I&II期)开发服务收入13.30亿元, 同比下滑29.7%; 后期临床(III期)开发服务及商业化生产收入42.89亿元, 同比增长24.9%; 其他收入1.87亿元, 同比增长4.5%。

根据项目类型划分: 2025H1生物药实现收入72.81亿元, 同比增长4.6%; XDC实现收入26.72亿元, 同比增长65.7%。

总结: 2025H1海外市场拉动增长, 中国市场出现下滑, 我们推测和大量早期项目BD出海有关(转化为海外项目)。2025H1临床前和临床后期增长亮眼, 其中临床前加速或预示着进入新一轮项目储备周期到来, 临床后期加速或预示着越来越多项目进入商业化放量阶段。

➤ 项目储备和订单储备充足, 上调全年业绩指引。

从项目储备来看: 2025H1公司新签项目86个, 创历史H1新高; 2025H1获得9个“赢得分子”项目, 其中包括2个临床三期项目, 绝大多数是复杂生物药分子(多抗、双抗和抗体偶联药物)。截至2025H1, 公司临床前项目429个, 临床I期项目259个, 临床II期项目85个, 临床III期项目67个, 商业化项目24个。公司预计2025年完成25个PPQ项目, 累计完成102个PPQ项目。

从订单储备来看: 截至2025H1, 公司未完成订单总额约203.4亿美元; 其中, 未完成服务订单约113.5亿美元, 未完成潜在里程碑付款订单约90亿美元; 三年内未完成订单约43亿美元。

总结：2025H1 公司新签项目创历史新高，临床三期和商业化项目储备充足，未完成订单处于历史高位，PPQ 项目不断累计，公司业绩具备持续成长基础。基于 2025H1 业绩表现，公司将 2025 年收入增长指引从 12%-15%提升至 14%-16%。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 215.03 亿元、245.72 亿元、275.80 亿元，归母净利润分别为 44.05 亿元、50.82 亿元、57.56 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.08 元、1.25 元、1.41 元，对应 PE 估值分别为 28.60 倍、24.78 倍、21.88 倍。
- **风险因素：**地缘政治及关税不确定性；新签订单不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	18,675	21,503	24,572	27,580
增长率 YoY %	10%	15%	14%	12%
归属母公司净利润(百万元)	3,356	4,405	5,082	5,756
增长率 YoY%	-1%	31%	15%	13%
毛利率%	40.97%	43.00%	43.00%	43.00%
净资产收益率ROE%	8.03%	9.53%	9.91%	10.09%
EPS(摊薄)(元)	0.82	1.08	1.25	1.41
市盈率 P/E(倍)	20.13	28.60	24.78	21.88
市净率 P/B(倍)	1.62	2.73	2.46	2.21

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	23,573	25,085	28,764	34,219	
货币资金	8,279	7,905	9,481	12,874	
应收账款&票据	5,532	6,369	7,278	8,169	
存货	1,522	1,692	1,933	2,170	
其他	8,241	9,119	10,072	11,006	
非流动资产	33,404	38,063	41,447	43,842	
固定资产(合计)	26,070	30,561	34,015	36,471	
无形资产	3,966	3,886	3,816	3,755	
其他	3,368	3,616	3,616	3,616	
资产总计	56,977	63,148	70,211	78,061	
流动负债	8,621	9,495	10,471	11,428	
短期借款	2,435	2,435	2,435	2,435	
应付账款及票据	747	831	949	1,065	
其他	5,439	6,229	7,086	7,927	
非流动负债	2,879	2,901	2,901	2,901	
长期借款	201	201	201	201	
其他	2,678	2,700	2,700	2,700	
负债合计	11,500	12,396	13,372	14,328	
归属母公司股东权益	41,819	46,224	51,306	57,062	
少数股东权益	3,658	4,529	5,533	6,670	
负债和股东权益	56,977	63,148	70,211	78,061	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	18,675	21,503	24,572	27,580	
同比(%)	10%	15%	14%	12%	
归属母公司净利润	3,356	4,405	5,082	5,756	
同比(%)	-1%	31%	15%	13%	
毛利率(%)	40.97%	43.00%	43.00%	43.00%	
ROE%	8.03%	9.53%	9.91%	10.09%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	1.08	1.25	1.41	
P/E	20.13	28.60	24.78	21.88	
P/B	1.62	2.73	2.46	2.21	
EV/EBITDA	9.72	14.45	12.70	11.17	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	18,675	21,503	24,572	27,580	
营业成本	0	0	0	0	
营业税金及附加	11,025	12,257	14,006	15,720	
销售费用	474	516	590	662	
管理费用	1,674	1,849	2,064	2,262	
研发费用	766	883	1,008	1,132	
财务费用	158	163	163	163	
除税前溢利	4,834	6,480	7,478	8,468	
所得税	889	1,205	1,391	1,575	
净利润	3,945	5,275	6,087	6,893	
少数股东损益	589	870	1,004	1,137	
归属母公司净利润	3,356	4,405	5,082	5,756	
EBIT	4,992	6,644	7,641	8,631	
EBITDA	6,392	8,353	9,377	10,356	
EPS(当年)(元)	0.82	1.08	1.25	1.41	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	5,081	5,490	6,122	6,849	
净利润	3,356	4,405	5,082	5,756	
少数股东权益		589	870	1,004	
折旧摊销	1,400	1,709	1,737	1,725	
营运资金变动	-265	-1,494	-1,701	-1,769	
投资活动现金流	-4,576	-5,701	-4,383	-3,293	
资本支出	-3,900	-6,120	-5,120	-4,120	
其他	-676	419	737	827	
筹资活动现金流	-1,150	-163	-163	-163	
借款增加	310	0	0	0	
普通股增加	-147	0	0	0	
支付利息或股息	0	-163	-163	-163	
其他	-1,314	0	0	0	
现金流净增加额	-561	-374	1,576	3,393	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。