

药明生物 (02269.HK)

强烈推荐 (上调)

后端业务增长提速，上调全年业绩增长

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 32.92 港元

公司发布 2025 年中报: 2025 年上半年公司实现收入 99.5 亿元、同比+16.1%，持续经营收入同比+20.2%，扣除药明联合后收入同比+9%；毛利率 42.7%、同比+3.6pct；归母纯利 23.4 亿元，同比+56.0%；经调整归母纯利 23.9 亿元，同比+6.2%。

基础数据

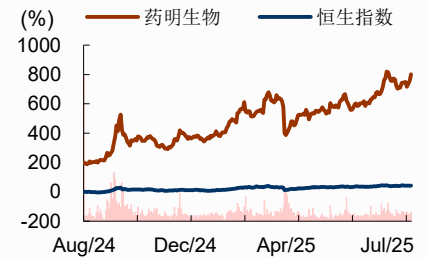
总股本 (百万股)	4069
香港股 (百万股)	4069
总市值 (十亿港元)	134.0
香港股市值 (十亿港元)	134.0
每股净资产 (港元)	11.0
ROE (TTM)	7.5
资产负债率	18.8%
主要股东	李革
主要股东持股比例	14.4401%

□ 后端业务增长提速，为后续业绩增长保驾护航:

- **分阶段**，IND 前收入 41.5 亿元、同比+35.2%；临床 I/II 期收入 13.3 亿元、同比-29.7%，主要受数个大项目推进到后期以及订单时间安排的影响；临床 III 期/商业化收入 42.9 亿元、同比+24.9%。
- **分药物类型**，生物药 CDMO 业务收入 83.5 亿元、同比+9.1%，XDC CDMO 业务收入 27.0 亿元、同比+62.2%；其中药明生物和药明联合关联收入 10.9 亿元。
- **分地区**，北美收入 60.2 亿元、同比+20.1%，欧洲收入 19.7 亿元、同比+5.7%，中国收入 13.0 亿元、同比-8.5%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	35	190
相对表现	17	28	146



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 3 年末完成订单增长提速: 截至 6 月底公司在手未完成订单 203.4 亿美元 (24 年底 184.9 亿美元)，订单增长系临床 III 期项目推进、商业化生产项目爬坡和早期项目的临床进展共同推动；3 年内未完成订单 42.1 亿美元、同比+15.6%。

□ 后端项目持续增加: 上半年公司新签项目 86 个、创上半年新签新高，漏斗内总项目数达到 864 个，其中临床 III 期/商业化项目 67 个/24 个，相比 2024 年底分别+1/+3 个。预计 2025 年完成 PPQ 项目 25 个、同比+56%，前次交流预期全年 PPQ 完成 24 个。

相关报告

- 1、《药明生物 (02269) —新增项目数超预期，预计 25 年加速增长》2025-03-31
- 2、《药明生物 (02269) —推出动物药一站式解决方案，开拓新市场贡献新增量》2024-11-12
- 3、《药明生物 (02269) —XDC 实现高速增长，维持 2024 年全年指引不变》2024-08-24

□ 上调投资评级至“强烈推荐”: 我们看好公司 CRDMO 业务模式，M 端项目持续增长为公司后续业绩增长奠定基础，R 端合作授权项目持续推进，公司获得首付款/里程碑付款以及权益分成，拉升公司整体的利润水平。公司预计全年收入增速由前次交流的 12-15% 提升至 14-16%，盈利水平稳步提升，彰显增长信心。考虑到公司当前订单以及后端项目增长快于预期，我们预计 2025-2027 年实现收入 215、251、306 亿元，归母净利润 45.3、50.7、64.4 亿元，对应 PE 为 28、25、20 倍，上调投资评级至“强烈推荐”。

□ 风险提示: 地缘政治、汇率波动、投融资环境波动、产能建设不及预期、竞争加剧等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17051	18675	21467	25093	30594
同比增长	12%	10%	15%	17%	22%
营业利润(百万元)	3897	4597	5989	6825	8719
同比增长	-11%	18%	30%	14%	28%
归母净利润(百万元)	3400	3356	4530	5066	6442
同比增长	-23%	-1%	35%	12%	27%
基本每股收益(元)	0.80	0.82	1.10	1.23	1.57
PE	38.5	37.6	27.9	24.9	19.6
PB	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

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	21198	23573	24047	25316	28913
现金及现金等价物	9670	8279	6648	5128	4694
交易性金融资产	1361	524	576	634	697
其他短期投资	362	1918	2110	2321	2553
应收账款及票据	5663	5532	6358	7433	9062
其它应收款	635	723	831	972	1185
存货	1766	1522	1689	2009	2407
其他流动资产	1741	5076	5835	6820	8315
非流动资产	35377	33404	37838	43510	48882
长期投资	3100	2485	2734	3007	3308
固定资产	27378	26070	29771	34636	39120
无形资产	4604	4337	4771	5248	5773
其他	296	511	562	618	680
资产总计	56576	56977	61885	68825	77794
流动负债	7636	8621	8223	9034	10173
应付账款	833	747	829	986	1182
应交税金	705	720	720	720	720
短期借款	576	2435	1461	1169	935
其他	5521	4718	5213	6158	7335
长期负债	4922	2879	2879	2879	2879
长期借款	1571	201	201	201	201
其他	3351	2678	2678	2678	2678
负债合计	12558	11500	11102	11913	13051
股本	0	0	0	0	0
储备	42165	41819	46349	51415	57856
少数股东权益	3686	3658	4434	5498	6886
归属于母公司所有者权益	40332	41819	46349	51415	57857
负债及权益合计	56576	56977	61885	68825	77794

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4668	5217	4989	5537	6171
净利润	3400	3356	4530	5066	6442
折旧与摊销	1169	1437	1512	1548	1628
营运资本变动	(896)	(801)	(1284)	(1418)	(2363)
其他非现金调整	995	1225	231	340	465
投资活动现金流	(3228)	(3942)	(5515)	(6671)	(6294)
资本性支出	(4231)	(3930)	(5300)	(6500)	(6200)
出售资产获得的现金	197	87	87	87	87
投资增减	30639	22025	926	1019	1121
其它	250	437	624	761	939
筹资活动现金流	1961	(2750)	(1105)	(385)	(311)
债务增减	(818)	310	(974)	(292)	(234)
股本增减	(891)	(1747)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	3670	(1314)	(131)	(93)	(77)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	3275	9670	(1631)	(1520)	(434)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	17051	18675	21467	25093	30594
主营业务收入	17034	18675	21467	25093	30594
营业成本	10206	11025	12236	14554	17439
毛利	6828	7651	9231	10539	13156
营业支出	2948	3054	3241	3714	4436
营业利润	3897	4597	5989	6825	8719
利息支出	158	158	131	93	77
利息收入	219	0	60	47	39
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	117	395	616	770	962
非经常项目损益	99	0	0	0	0
除税前利润	4174	4834	6533	7549	9643
所得税	603	889	1228	1419	1813
少数股东损益	171	589	775	1064	1389
归属普通股股东净利润	3400	3356	4530	5066	6442
基本EPS(元)	0.80	0.82	1.10	1.23	1.57
经调整归母净利润	4699	4784	5045	6022	7649

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	12%	10%	15%	17%	22%
营业利润	-11%	18%	30%	14%	28%
净利润	-23%	-1%	35%	12%	27%
获利能力					
毛利率	40.0%	41.0%	43.0%	42.0%	43.0%
净利率	19.9%	18.0%	21.1%	20.2%	21.1%
ROE	8.4%	8.0%	9.8%	9.9%	11.1%
ROIC	7.8%	8.5%	10.3%	10.6%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	20.2%	17.9%	17.3%	16.8%
净负债比率	3.8%	4.6%	2.7%	2.0%	1.5%
流动比率	2.8	2.7	2.9	2.8	2.8
速动比率	2.5	2.6	2.7	2.6	2.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	5.0	6.7	7.6	7.9	7.9
应收帐款周转率	2.9	3.0	3.2	3.2	3.3
应付帐款周转率	12.5	14.0	15.5	16.0	16.1
每股资料(元)					
每股收益	0.80	0.82	1.10	1.23	1.57
每股经营现金	1.10	1.27	1.21	1.35	1.50
每股净资产	9.47	10.19	11.29	12.52	14.09
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	38.5	37.6	27.9	24.9	19.6
PB	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	25.4	21.4	16.8	15.0	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

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。