

# 25H1 营收加速增长，经营效率持续提升

药明生物(2269.HK)

## 核心观点

2025H1 药明生物实现营收 99.5 亿元，持续经营业务收入同比增长 20.2%，超过此前公司全年指引。新签项目达 86 个创历史新高，在手项目 864 个，其中 FIC 类项目 338 个，在手管线充分展现公司领先地位。展望 2025 年，我们认为公司在技术平台、生产基地、营运效率、全球发展等方面全面布局、革新完善，公司业绩有望继续高速增长。随着业务高速发展、WBS 效率提升、产能利用率提高等，公司的利润率也有望持续提升。

## 事件

### 公司发布 2025H1 业绩公告

8 月 20 日，公司发布 25H1 业绩报告，实现营收 99.5 亿元，同比增长 16.1%，持续经营业务收入同比增长 20.2%。实现毛利 42.5 亿元，同比增长 27.0%。实现归母净利润 23.4 亿元，同比增长 56.0%，实现经调整净利润 28.4 亿元，同比增长 11.6%。2025H1 公司新签项目 86 个，在手项目 864 个。截至 25 年 6 月 30 日，公司未完成订单总额 203 亿美元。

## 简评

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	170.34	186.75	214.95	252.57	300.30
YOY(%)	12%	10%	15%	18%	19%
净利润(亿元)	34.00	33.54	43.87	49.87	59.66
YOY(%)	-23%	-1%	31%	14%	20%
经调整净利润(亿元)	49.51	33.55	58.32	70.42	83.25
毛利率(%)	40%	41%	43%	45%	46%
净利率(%)	14%	18%	19%	19%	19%
ROE(%)	8%	8%	9%	9%	10%
EPS(元/股)	0.77	0.76	0.99	1.13	1.35

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期: 2025 年 08 月 25 日

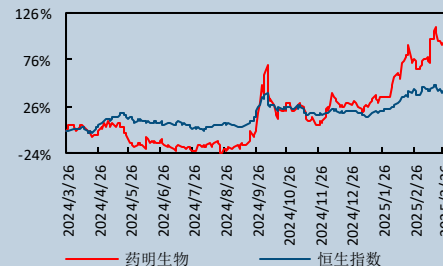
当前股价: 26.20 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12.21/10.26	50.06/33.21	86.88/44.32	
12 月最高/最低价 (港元)			28.50/10.26
总股本 (万股)			410,704.00
流通 H 股 (万股)			410,704.00
总市值 (亿港元)			1,076.04
流通市值 (亿港元)			1,076.04
近 3 月日均成交量 (万)			5421.28
主要股东			
WuXi Biologics Holdings Limited			14.07%

### 股价表现



### 相关研究报告

24.08.25 【中信建投医药生物】药明生物(2269): 新签项目维持强劲，利润率短期承压

## 25H1 营收超预期，新签项目数创历史新高

25H1 公司实现营收 99.5 亿元，同比增长 16.1%，持续经营业务收入同比增长 20.2%。实现毛利 42.5 亿元，同比增长 27.0%。实现归母净利润 23.4 亿元，同比增长 56.0%，实现经调整净利润 28.4 亿元，同比增长 11.6%。按临床阶段划分，临床前项目收入 41.5 亿元，同比增长 35.2%，临床早期项目收入 13.3 亿元，同比降低 29.7%，临床三期及商业化项目收入 42.9 亿元，同比增长 24.9%。截至 25 年 6 月 30 日，公司未完成订单总额 203 亿美元，其中未完成服务订单 113.5 亿美元，未完成潜在里程碑订单 90.0 亿美元，3 年内未完成订单约 42 亿美元，同比均展现良好增长趋势。基于 25H1 业绩，公司将全年营收指引由年初的 12%-15% 上调至 14%-16%。

2025H1 公司新签项目 86 个，为历史新高。目前管线项目达 864 个，其中临床前项目 429 个，临床一期项目 259 个，临床二期项目 85 个，临床三期项目 67 个，商业化项目 24 个。25H1，公司通过“赢得分子”战略新签项目 9 个（主要为复杂生物药分子，如双抗/多抗/ADC），其中包括 2 个临床三期项目。25 年公司预计完成 25 个 PPQ 项目，26 年预计保持高速增长（目前在手已达 27 个），随着公司项目管线的不断推进，M 端收入有望开始加速兑现。

## 北美收入占比持续提高，海外产能建设持续推进

以区域划分，北美 25H1 收入受到临床前和临床后期以及商业化项目的共同驱动同比增长 20.1%，占比 60.5%；欧洲 25H1 收入同比增长 5.7%，占比 19.8%；中国 25H1 收入同比降低 8.5%，占比 13.0%，主要由于中国市场仍在复苏阶段以及出海项目转换为海外订单；其他 25H1 收入同比增长 136.1%，占比 6.7%，其中日本和韩国收入翻倍，增长势头强劲。

公司目前在中国、美国、新加坡、德国、爱尔兰共设有 5 个研究服务中心、8 个药物开发中心和 8 个商业化生产中心，全球规划产能约 50wL。爱尔兰基地 3 个工厂均已投产，已完成 4 个 PPQ 项目，生产成功率达到 100%，近期基地首个产品通过 EMA 批准，进行商业化生产放量；美国马萨诸塞州基地正在布局先进生产技术，预计未来能够实现接近全自动化生产，美国新泽西基地持续推进新产线建设、优化产能利用率；中国杭州基地 MFG20 15000L 原液生产线完成首个商业化项目 PPQ 生产；新加坡基地机械竣工，DP 生产厂启动建设，DS 生产厂处于设计阶段。25H1 资本开支约 19 亿元，全年资本开支预计约 53 亿元，预计主要用于全球产能建设。

## R 端保持高速增长，M 端发展势头显现

公司 R 端不断升级技术平台建设，聚焦复杂生物药分子，拥有全球领先的双抗技术平台 WuXiBody™ 和潜在 BIC 的 CD3 抗体技术平台，平台研发的 CD3 已被多家 MNC 采用，目前共运用到 10 个分子中；XDC 实现 WuXiDAR-X 平台持续迭代，推出 X-LinC（具有比马来酰亚胺更优异的稳定性）及创新载荷连接子 WuXiTecan-1 和 WuXiTecan-2（具有更优异的安全性和有效性）等产品。25H1 公司未完成潜在里程碑订单同比增长 26.6%，R 端有望持续为公司业绩增长提供动力。

公司 M 端持续推进工艺技术优化与产能建设，在工艺技术优化方面，公司的一次性生产技术优势明显，全自动连续生产量级能做到远超行业 3-5g/L 的标准水平，该技术同时能够实现工艺放大，可满足客户单个产品 10 吨的需求，目前利用该技术，公司实现在 2 个国家的 5 个生产基地 339 批的生产放大，总体成功率达 97%。公司也在开发下一代高通量制剂配方平台 WuXiHigh™2.0，赋能高浓度制剂，能够实现蛋白浓度达 230 mg/mL，提高了给药与运输灵活性，满足客户多样需求；25H1 公司未完成服务订单同比增长 13.5%，商业化项目数同比增长 50.0%，M 端有望成为公司业绩增长的新支柱。

**25H2 展望：**公司是全球领先的生物药 CRDMO 企业，在技术平台、生产基地、营运效率、全球发展等方面全面布局、革新完善，夯实行业龙头地位。25H1 营收超过全年指引，新签项目数创历史新高，R&D&M 齐发力，展

现良好增长势头。展望 25H2，海外需求有望受益降息持续恢复，国内市场随着创新药景气度攀升同样有望迎来复苏，叠加公司持续夯实的技术能力和全面产能布局，公司有望进一步加速增长。随着业务高速发展、WBS 效率提升、产能利用率提高等，公司的利润率也将持续提升。

**期间费用率有所降低，毛利率持续提高：**公司 25H1 销售费用率、管理费用率及研发费用率分别为 2.71%、7.85% 以及 3.45%，同比+0.11、-1.17 以及-0.56 个百分点，销售费用率略有增加，管理费用和研发费用较 24HI 持平，管理费用率及研发费用率随收入增长而降低。25H1 公司毛利率为 42.7%，同比+3.6 个百分点，毛利率的增长原因在于营收结构的改变、产能利用率提升以及 WBS 精益化与运营效率改进，随着公司精益运营未来仍有望保持增长。25H1 自由现金流为-0.9 亿元，主要由于时间性差异所致，预计 25H2 自由现金流将显著增长，全年自由现金流预计仍将高于 24 年。

### 盈利预测与投资评级

我们认为公司行业认可度仍在持续提高，增量优势有望转化为存量优势，带来公司在生物药 CRDMO 市场份额上的稳定上升；同时，公司综合项目管线不断扩容且顺利向后推进，公司所储备的漏斗型项目有望放量，实现长期良性发展。预计公司 2025-2027 年实现收入分别为 215.0 亿元、252.6 亿元、300.3 亿元，对应增速分别为 15%、18%、19%；归母净利润分别为 43.9 亿元、49.9 亿元、60.0 亿元，对应增速分别为 31%、14%、20%，经调整净利润分别为 58.3 亿元、70.4 亿元、83.3 亿元，维持“买入”评级。

### 风险提示

**新产能对毛利率影响较大：**公司在杭州、美国、爱尔兰等多地进行新产能建设，如果投产管理不当，对毛利率的影响可能超出市场预期；**并购整合不及预期，**公司部分产能通过并购完成，并购后整合进展存在不确定性；**综合性项目向前推进不及预期，**特别是同类首创的引领性创新药开发进度有不确定性；**疫苗 CDMO 业绩不及预期，**疫苗研发周期较长、难度较大，客户开发进度、商业化进度存在不确定性；**国内创新药研发、审评进度或不及预期，**目前国内创新药仍处于起步阶段，审评、审批规则在不断完善。**地缘政治风险：**公司目前收入中海外占比较高，未来国际形势变化可能影响公司海外订单的获取，进而对公司业绩造成影响。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

### 王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk