

香港股市 | 医药

药明生物 (2269 HK)

上半年新增项目数量创纪录，业绩将维持稳健增长

2025 年上半年业绩稳健增长，在手订单快速增长

公司 2025 年上半年收入同比增加 16.1% 至 99.5 亿元（人民币，下同），股东净利润同比增加 56.0% 至 23.4 亿元，反映核心业务盈利的经调整股东净利润同比增加 6.2% 至 23.9 亿元，情况与盈利预告大致相若。由于抗体偶联物（ADC）和双抗药物的研发外包服务需求增加等原因，公司上半年新增 86 个项目并创上半年度的历史新高，持续经营业务的手订单金额 2024 年下半年和 2025 年上半年分别增加 13.8 亿和 19.5 亿美元，引领业绩稳健增长。

北美业务表现亮眼，日本及韩国业务增长迅猛

北美、欧洲、中国及其他地区分别占上半年收入的 60.5%、19.8%、13.0%、6.7%。虽然中国业务收入同比下滑 8.5%，但海外客户需求增加。北美与欧洲业务收入分别同比增加 20.1% 与 5.7%。此外，日本与韩国业务快速增长，引领其他地区收入同比大增 136.1%。

临床前、III 期临床及商业化项目收入快速增加

公司上半年收入中，临床前、早期临床与临床 III 期及商业化项目的收入分别占 43.1%、13.4%、41.7%。由于上半年新增 77 个临床前项目，临床前业务的收入同比增加 35.2%。由于部分早期临床项目进入后期临床阶段，临床 III 期与商业化项目收入同比增加 24.9%。临床前项目会逐步进入临床阶段，而临床 III 期与商业化阶段的收费通常较高，这两部分业务的快速增长对公司非常重要。

上调 2025-27E 收入预测，重申“买入”评级

由于上半年新增订单略超预期，我们将 2025-27E 收入预测分别上调 1.9%、0.5%、2.1%，股东净利润预测分别上调 0.1%、2.8%、4.1%。根据调整后的 DCF 模型，目标价从 37.20 港元调升至 39.00 港元，重申“买入”评级。

风险提示：（一）如公司客户经营情况减少研发支出可能影响公司收入；（二）现有项目进展中出现中断问题可能导致中断

风险提示：（一）医药行业融资环境持续偏差将导致药企减少研发支出；（二）项目进展中出现中断问题可能中断；（三）如美国生物法案最终出台，股价将再次下跌。

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2025 年 8 月 21 日）

年结：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	17,034	18,675	21,292	24,500	28,357
增长率 (%)	11.56	9.6	14.0	15.1	15.7
股东净利润	3,400	3,356	4,813	5,215	6,071
增长率 (%)	(23.1)	(1.3)	43.4	8.3	16.4
每股盈利 (人民币)	0.82	0.82	1.18	1.28	1.49
市盈率 (倍)	35.3	35.0	24.5	22.6	19.4
每股股息 (人民币)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
股息率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股净资产 (人民币)	10.3	11.1	13.3	15.1	17.2
市净率 (倍)	2.8	2.6	2.2	1.9	1.7

注：剔除股权激励开支、股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益的 2023-27E 经调整净利润分别为 47.0、47.8、53.6、62.6、72.9 亿元

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

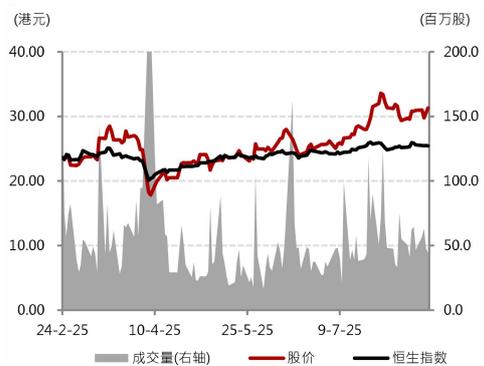
目标价：39.00 港元

股票资料（更新至 2025 年 8 月 21 日）

收市价	31.32 港元
总市值	127,488.47 百万港元
流通股比例	86.78%
已发行总股本	4,070.51 百万
52 周价格区间	10.14-35.6 港元
3 个月日均成交额	1,413.95 百万港元
主要股东	李革等（占 12.31%）

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250725: 药明生物 (2269 HK): 上半年盈利将超越预期

20250403: 药明生物 (2269 HK): 下半年新增项目数量超预期，上调盈利预测

分析师

施佳丽(Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: DCF 模型 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	7,773	8,978	10,235	11,566	13,069	14,696	16,313	17,781	18,848	19,413
加: 折旧与摊销	2,021	2,195	2,387	2,582	2,780	2,979	3,180	3,383	3,588	3,796
减: 所得税	(1,367)	(1,590)	(1,800)	(2,034)	(2,298)	(2,584)	(2,868)	(3,126)	(3,314)	(3,413)
资本开支	(4,000)	(4,000)	(4,080)	(4,121)	(4,162)	(4,204)	(4,246)	(4,288)	(4,331)	(4,374)
营运资金变动	(95)	(2,412)	(2,750)	(3,108)	(3,512)	(3,949)	(4,383)	(4,778)	(5,064)	(5,216)
自由现金流	4,522	7,995	9,493	11,101	12,900	14,836	16,762	18,527	19,855	20,637
税后债务成本	1.1%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.4%									
WACC	8.8%									
永续增长率	2.0%									
股权价值 (百万港币)	158,733									
每股内涵价值 (港币)	39.00									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC (%)	7.9%	42.13	43.59	45.29	47.31	49.75
	8.3%	39.39	40.59	41.98	43.61	45.54
	8.8%	36.88	37.86	39.00	40.31	41.85
	9.2%	34.68	35.50	36.43	37.49	38.73
	9.7%	32.66	33.33	34.09	34.96	35.95

来源: 中泰国际研究部预测

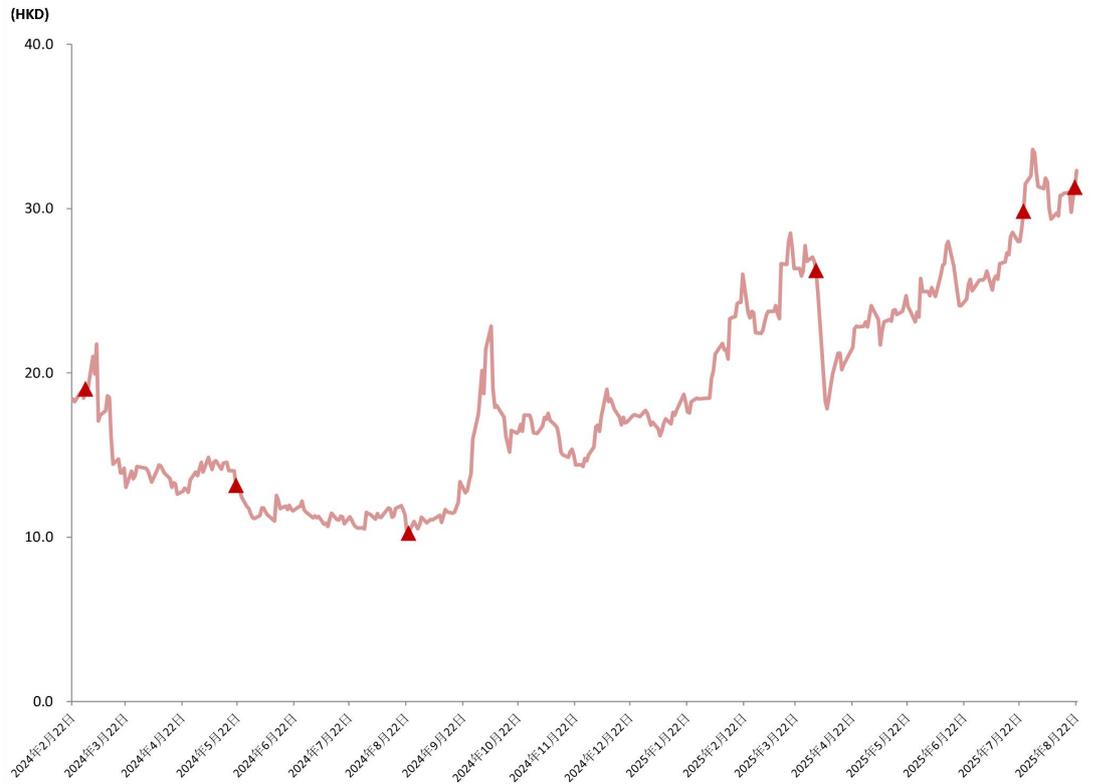
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,034	18,675	21,292	24,500	28,357	税前利润	4,174	4,834	6,919	7,586	8,774
服务成本	(10,206)	(11,025)	(12,137)	(13,961)	(16,148)	折旧及摊销	1,169	1,437	1,798	2,021	2,195
毛利	6,828	7,651	9,155	10,539	12,209	营运资金变动	(892)	(801)	(1,956)	(95)	(2,412)
分销及行政成本	(1,789)	(2,147)	(2,166)	(2,494)	(2,887)	已付利息	158	158	164	187	204
研发开支	(786)	(766)	(796)	(980)	(1,134)	已付税款	(783)	(1,092)	(1,247)	(1,367)	(1,590)
其他开支	(374)	(152)	(134)	0	0	其他	840	681	482	338	519
其他收入及收益	453	407	1,024	709	790	经营业务现金净额	4,668	5,217	6,160	8,670	7,689
经营溢利	4,332	4,992	7,083	7,773	8,978	购买厂房及设备	(4,046)	(3,930)	(6,000)	(4,000)	(4,000)
财务成本	(158)	(158)	(164)	(187)	(204)	其他	817	(12)	374	613	674
除税前利润	4,174	4,834	6,919	7,586	8,774	投资活动现金净额	(3,228)	(3,942)	(5,626)	(3,387)	(3,326)
所得税开支	(603)	(889)	(1,247)	(1,367)	(1,590)	净新增借款	(705)	490	250	274	301
年度利润	3,571	3,945	5,672	6,219	7,234	股息分派	0	0	0	0	0
非控股权益	171	589	859	1,005	1,163	其他	2,666	(3,240)	1,847	(187)	(204)
股东净利润	3,400	3,356	4,813	5,215	6,071	融资活动现金净额	1,961	(2,750)	2,097	87	97
经调整股东净利润	4,699	4,784	5,358	6,258	7,286	年初现金	6,395	9,670	8,279	10,909	16,279
EBIT	4,332	4,992	7,083	7,773	8,978	现金增加净额	3,401	(1,475)	2,630	5,370	4,460
EBITDA	5,502	6,429	8,881	9,794	11,173	汇率变动影响净额	(126)	84	0	0	0
						年末现金	9,670	8,279	10,909	16,279	20,739
资产负债表						重要指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	1,766	1,522	2,097	2,066	2,750	增长率 (%)					
应收账款	6,293	6,241	7,965	8,205	10,327	收入	11.6	9.6	14.0	15.1	15.7
现金	9,670	8,279	10,909	16,279	20,739	毛利	1.5	12.1	19.7	15.1	15.8
其他	3,470	7,532	7,537	7,539	7,543	经营利润	(0.4)	15.2	41.9	9.8	15.5
流动资产	21,198	23,573	28,509	34,089	41,358	EBIT	(20.1)	15.2	41.9	9.8	15.5
物业、厂房及设备	27,378	26,070	30,679	33,070	35,287	EBITDA	(11.6)	16.9	38.1	10.3	14.1
无形资产	512	442	384	325	266	股东净利润	(23.1)	(1.3)	43.4	8.3	16.4
其他非流动资产	7,488	6,891	6,934	6,954	6,988	经调整股东净利润	(4.6)	1.8	12.0	16.8	16.4
非流动资产	35,377	33,404	37,996	40,349	42,541						
总资产	56,576	56,977	66,505	74,438	83,899	利润率 (%)					
应付款项	2,756	2,778	3,024	3,040	3,337	毛利率	40.1	41.0	43.0	43.0	43.1
短期借款	576	2,435	2,679	2,947	3,241	经营溢利	25.4	26.7	33.3	31.7	31.7
其他流动负债	4,304	3,408	3,315	3,439	3,568	EBIT 利润率	25.4	26.7	33.3	31.7	31.7
流动负债	7,636	8,621	9,018	9,425	10,147	EBITDA 利润率	32.3	34.4	41.7	40.0	39.4
长期借款	1,571	201	207	213	220	股东净利润率	20.0	18.0	22.6	21.3	21.4
其他非流动负债	3,351	2,678	3,161	3,418	3,703	经调整股东净利率	27.6	25.6	25.2	25.5	25.7
非流动负债	4,922	2,879	3,368	3,631	3,922	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
总负债	12,558	11,500	12,386	13,056	14,070	其他					
股东权益	40,332	41,819	49,602	55,860	63,145	ROAE (%)	9.0	8.2	10.5	9.9	10.2
非控股权益	3,686	3,658	4,517	5,522	6,684	ROAA (%)	6.4	5.9	7.8	7.4	7.7
总权益	44,018	45,478	54,119	61,381	69,830	存货周转率 (天)	72.4	54.4	54.4	54.4	54.4
净现金/(负债)	7,522	5,643	8,023	13,119	17,278	应收帐周转率 (天)	110.4	109.1	109.1	109.1	109.1
						应付帐周转率 (天)	29.1	26.2	26.2	26.2	26.2

注: 经调整净利润剔除股权激励开支、股权投资损益、附属公司上市开支与汇兑损益
来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

药明生物 (2269 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	报告日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 3 月 1 日	HK\$19.04	中性 (维持)	HK\$20.90
2	2024 年 5 月 22 日	HK\$13.18	中性 (维持)	HK\$13.00
3	2024 年 8 月 26 日	HK\$10.26	中性 (维持)	HK\$10.20
4	2025 年 4 月 3 日	HK\$26.25	中性 (维持)	HK\$27.00
5	2025 年 7 月 25 日	HK\$29.85	买入 (上调)	HK\$37.20
6	2025 年 8 月 22 日	HK\$31.32	买入 (维持)	HK\$39.00

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805