

医药生物

2025年08月28日

药明合联

(02268)

——上半年业绩靓丽，市场份额持续提升

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

药明合联 2025 年上半年收入同比增长 62.2%，达到 27.0 亿元，净利润同比增长 52.7%至 7.46 亿元。剔除一次性项目，公司经调整净利润同比增长 50.1%至 8.01 亿元，符合我们的预期。随着现有产能利用率提升，以及新产能 (BCM2 L2) 快速爬坡，上半年公司综合毛利率同比提升 4.0 个百分点至 36.1%。

海外市场收入贡献持续增长。按照地区划分收入，2025 年上半年北美和欧洲地区收入分别同比增长 69% 和 95%，达到 13.9 亿元和 6.05 亿元，合计占公司总收入的 74% (2024 年同期占比 68%)。此外，上半年中国市场收入同比增长 11%至 4.85 亿元，占公司总收入的 18% (2024 年同期占比 26%)。按照项目类别划分收入，上半年公司 ADC 项目和非 ADC 项目收入分别达到 25.0 亿元 (同比增长 60%) 和 1.96 亿元 (同比增长 92%)，分别占公司总收入的 93%和 7%。按照研发阶段划分收入，上半年公司 IND 前和 IND 后服务收入分别达到 11.2 亿元 (同比增长 71%) 和 15.9 亿元 (同比增长 57%)，分别占公司总收入的 41%和 59%。

市场地位领先，客户覆盖和市场份额持续扩大。2025 年上半年，公司累计客户数已增长至 563 个 (2024 年为 499 个)，其中 33%的收入来自全球 Top20 制药企业。同时，公司市占率从 2022 年的 9.9%进一步增长至上半年的 22.2%。此外，上半年公司未完成订单总额同比增长 57.9%至 13.3 亿美元。上半年，公司新增 37 个综合项目，并赢得 13 个 iCMC 项目。按照研发阶段划分项目，公司拥有 858 个发现项目、122 个临床前项目，以及 102 个临床项目 (临床一期至三期的项目数分别为 66 个、17 个和 19 个)。此外，目前公司已有一个商业化阶段项目和 11 个工艺验证批次 (PPQ) 项目，上半年新增 3 个 PPQ 项目。

“全球双厂生产”战略下新产能扩张。国内产能方面，目前公司无锡基地已具备生物偶联药物完整供应链的一体化生产，新园区已于 2025 年 5 月投入运营。同时，无锡基地 DP3 制剂车间已于 2025 年 7 月完成 GMP 放行，BCM2 L2 产能利用率加速提升。此外，基于“全球双厂生产”战略，新加坡工厂预计于 2026 年上半年实现 GMP 放行，提供从临床前阶段到商业化的全方位生产服务。随着全球客户需求提升，公司预计 CAPEX 将于 2025 年达到 15.6 亿元，其中约 9.00 亿元投入新加坡基地，约 4.50 亿元投入无锡基地。

维持买入评级。考虑到强劲的中期业绩，以及 ADC 药物市场持续增长，我们将 25 年经调整每股盈利预测从 1.22 元上调至 1.33 元，将 26 年预测从 1.54 元上调至 1.68 元，将 27 年预测从 1.94 元上调至 2.04 元。我们将目标价从 55.2 港币上调至 70.3 港币，对应 29%的上涨空间，维持买入评级。

风险提示：国内外 ADC CDMO 行业竞争加剧风险；核心员工流失；海外产能扩张风险。

财务数据及盈利预测

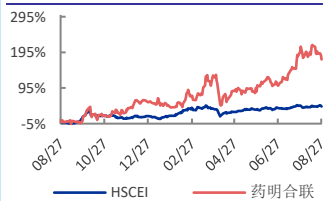
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,124	4,052	5,975	7,867	10,009
同比增长率 (%)	114.44	90.80	47.44	31.67	27.22
归母净利润 (百万元)	412	1,174	1,600	2,029	2,462
同比增长率 (%)	112.12	184.77	36.30	26.83	21.32
每股收益 (元/股)	0.40	0.98	1.33	1.68	2.04
净资产收益率 (%)	5.20	16.11	18.33	19.34	19.12
市盈率	124.53	51.23	37.78	29.79	24.55
市净率	9.41	9.06	7.44	6.00	4.85

注：归母净利润为经调整归母净利润，“每股收益”为经调整归母净利润除以加权平均股本

市场数据：2025年08月27日

收盘价 (港币)	54.55
恒生中国企业指数	9020.26
52 周最高/最低 (港币)	64.45/18.52
H 股市值 (亿港元)	657.07
流通 H 股 (百万股)	1,204.52
汇率 (人民币/港币)	1.0953

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《WuXi XDC Cayman Inc.(02268):Strong results with the rising number of new projects》
2025/03/31

证券分析师

周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com

研究支持

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

联系人

胡梦婷
(8621)23297818x
humt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

WuXi XDC reported 1H25 revenue of Rmb2.70bn (+62.2% YoY) and net profit of Rmb746m (+52.7% YoY). Excluding one-off items, its adjusted net profit reached Rmb801m (+50.1% YoY), in-line with our expectation. With the rising utilization rate of existing capacities and fast ramp-up of new capacities (BCM2 L2), its blended gross margin increased 4.0ppts YoY to 36.1% in 1H25.

Growing revenue contribution from overseas market. As for the revenue by region, revenue from North America and Europe increased 69% YoY and 95% YoY, reaching Rmb1.39bn and Rmb605m in 1H25, together representing 74% (vs 68% in 1H24) of its total revenue. In addition, revenue from the China market increased 11% YoY to Rmb485m, representing 18% of its total revenue in 1H25 (vs 26% in 1H24). By the project type, revenue from ADC project and non-ADC project reached Rmb2.50bn (+60% YoY) and Rmb196m (+92% YoY) in 1H25, representing 93% and 7% of the total, respectively. In terms of revenue by development stage, revenue from pre-IND and post-IND service reached Rmb1.12bn (+71% YoY) and Rmb1.59bn (+57% YoY), representing 41% and 59% of its total revenue, respectively.

Leading position with rising coverage of customer base and market share. The cumulative number of customers increased to 563 (vs 499 in 2024) in 1H25, with 33% of its revenue contributed by the global top 20 pharmaceutical companies. Meanwhile, the company's market share further increased from 9.9% in 2022 to 22.2% in 1H25. In addition, the total backlog reached US\$1.33bn (+57.9% YoY) in 1H25. The company added 37 new integrated projects and won 13 iCMC projects in 1H25. In terms of project by development stage, the company had 858 discovery projects, 122 preclinical projects, and 102 clinical projects (66, 17, and 19 projects from Phase I to III) in 1H25. In addition, the company now has one commercial project and 11 Process Performance Qualification (PPQ) projects, with three new PPQ projects added in 1H25.

Expansion of new capacities with the global dual sourcing strategy. In terms of the domestic capacity, Wuxi site currently has all-in-one manufacturing for the entire bioconjugates supply chain, with the new campus launched operation in May 2025. Meanwhile, DP3 of the Wuxi site has launched GMP operation since July 2025 and the ramp-up of BCM2 L2 has been accelerating. In addition, with the global dual sourcing strategy, the Singapore facility is expected to commence GPM operation in 1H26E, providing comprehensive services from preclinical stage and commercial manufacturing. With the rising demand from global clients, the company expects its total capex to reach Rmb1.56bn in 25E (c.Rmb900m in Singapore and c.Rmb450m in Wuxi).

Maintain BUY. Given its strong interim results and growing momentum of the ADC drug market, we raise our adjusted EPS forecasts from Rmb1.22 to Rmb1.33 in 25E, from Rmb1.54 to Rmb1.68 in 26E, and from Rmb1.94 to Rmb2.04 in 27E. We raise our target price from HK\$55.2 to HK\$70.3. With 29% upside, we maintain BUY rating.

Risks. Fierce competition in the ADC CDMO industry at home and abroad; loss of core employees; risks associated with overseas capacity expansion.

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,124	4,052	5,975	7,867	10,009
销售成本	(1,564)	(2,812)	(3,968)	(5,349)	(6,906)
毛利	560	1,240	2,006	2,517	3,103
其他收入	48	310	214	222	222
销售、行政及管理费用	(139)	(220)	(353)	(315)	(360)
税息折旧及摊销前利润	373	1,148	1,662	2,176	2,679
息税前利润	313	1,038	1,597	2,111	2,614
财务费用	(1)	(3)	(15)	(24)	(24)
税前利润	360	1,220	1,733	2,267	2,770
所得税开支	(76)	(150)	(243)	(318)	(388)
非控股权益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	412	1,174	1,600	2,029	2,462

资料来源：药明合联 2023 和 2024 年报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。