

药明合联（02268）

业绩增长强劲，ADC CRDMO 龙头地位稳固

事件：

2025 年 8 月 18 日，药明合联公布 2025 半年报：公司营收 27.01 亿元（yoy+62.2%），增长的主要原因是客户数量及项目数量的增加；毛利率从 2024H1 的 32.1%增至 2025H1 的 36.1%，同比增长 4.0pct；净利润为 7.46 亿元（yoy+52.7%），经调整净利润（不含利息收入与支出）7.33 亿元（yoy+69.6%），经调整净利润（包含利息支出及收入）为 8.01 亿元（yoy+50.1%）。

客户&订单数量持续突破，未完成订单总额快速提升

公司全球客户总数扩大至 563 家，2025 年上半年新增 64 家客户，其中 2024 年全球收入排名前 20 的制药公司中 13 家已与药明合联建立合作；综合 CMC（iCMC）项目总数达 225 个，2025 年上半年新签 37 个 iCMC 项目，创历史新高。集团已成功获得 11 个 PPQ（工艺验证）项目及 1 个商业化阶段项目。未完成订单总额增至 13.29 亿美元（95.42 亿人民币），同比增长 57.9%。

客户生态扩容，夯实领导地位

2025 年 1-7 月，全球 ADC 对外授权金额超 10 亿美元的交易中，药明合联客户贡献超 75%总金额；同期 ADC 并购交易中，75%被收购企业为其现有客户。公司市占率已经从 2022 年的 9.9%提升至 2025H1 的 22.2%，2025 年上半年赋能客户获得全球最多的 IND 获批数，行业龙头地位稳固。

产能建设提速，全球化布局持续

随着 2025 年 7 月 DP3 制剂车间完成 GMP 放行，无锡基地进一步提升了其一体化生产能力。DP5 制剂车间目前正在建设中并计划于 2027 年实现 GMP 放行。抗体及偶联原液生产线 BCM2 L2 自 2024 年 11 月启用以来，产能持续加速扩张。

公司新加坡基地在 2025 年 6 月达成机械完工里程碑，并正式进入设备及设施调试和验证阶段，预计将于 2026 年上半年实现 GMP 放行。

盈利预测与估值

在行业景气度延续、订单储备充足、项目进展加快、产能释放加速等多重利好因素叠加的背景下，基于在手订单与产能释放节奏，公司上调 2025 年全年营业收入的增长预期。

考虑到行业高景气度、公司充裕的在手订单及产能建设，我们上调公司收入及利润预期，预计 2025-2027 年收入分别为 59.06（前值 46.68）/74.40（前值 64.65）/92.86 亿元，同比增长 45.75%/25.96%/24.81%，归母净利润分别为 14.99（前值 9.18）/18.82（前值 13.23）/23.64 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，研发开支风险，产能扩充风险，与海外客户开展业务及国际扩张风险

证券研究报告

2025 年 08 月 29 日

投资评级

行业 医疗保健业/药品及生物科技

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 53.55 港元
目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 1,204.52
港股总市值(百万港元) 64,502.30
每股净资产(港元) 6.78
资产负债率(%) 29.94
一年内最高/最低(港元) 64.45/18.52

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

刘一伯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080001
liuyibo@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《药明合联-公司点评:业绩翻倍增长，ADC 赛道浪潮已至》 2024-04-04
- 2 《药明合联-首次覆盖报告:CRDMO 赋能全球药企，ADC 赛道浪潮已至》 2024-02-15

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com