

医药生物

2025 年 09 月 02 日

药明生物

(02269)

——上半年业绩亮眼，持续布局全球产能

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

药明生物 2025 年上半年收入同比增长 16.1%，达到 99.5 亿元，归属于股东的净利润同比增长 56.1%至 23.4 亿元。公司经调整净利润同比增长 6.2%至 23.9 亿元，符合我们的预期。随着新产能爬坡，以及运营效率持续提升，上半年公司综合毛利率同比提升 3.7 个百分点至 42.7%，经调整净利润率同比提升 1.2 个百分点至 45.6%。

IND 前服务收入快速增长。分研发阶段拆分收入，2025 年上半年 IND 前服务收入同比增长 35.2%，达到 41.5 亿元。上半年早期阶段项目（一期和二期）收入同比下降 29.7%，主要由于部分大型项目由临床早期进展至后期开发或商业化阶段，以及订单时间安排的影响。此外，随着早期项目进入成熟阶段，以及现有商业化项目持续爬坡，临床三期和商业化项目收入同比增长 24.9%。分地区拆分收入，受临床前和临床后期及商业化项目共同驱动，美国收入同比增长 20.1%，占公司总收入的 60.5%。此外，上半年欧洲收入同比增长 5.7%，中国收入同比下降 8.5%，分别占公司总收入的 20%和 13%。此外，上半年公司未完成订单总额同比增长 1.2%至 204 亿美元，其中包含未完成服务订单 114 亿美元（同比下降 13%）和未完成潜在里程碑付款订单 90 亿美元（同比增长 27%）。同时，上半年公司三年内未完成订单同比增长 16%至 42 亿美元，占未完成订单总额的 21%。

新增项目数持续提升。2025 年上半年，公司管线新增 86 个新项目，其中过半新签项目来自美国，且中国随着融资环境趋稳贡献有所提升。此外，基于“赢得分子”战略，上半年公司从外部转入 9 个项目，其中包含 2 个临床三期项目，其中大部分项目为复杂分子（双抗、多抗和 ADC）。此外，上半年公司综合项目数达到 864 个，其中包含 67 个临床三期项目和 24 个商业化项目，意味着未来生产收入持续增长。

维持买入评级。考虑到公司新产能的持续投入及爬坡影响，我们将 25 年的经调整归母净利润预测从 57.2 亿元下调至 49.0 亿元，将 26 年预测从 63.4 亿元下调至 55.0 亿元，新增 27 年预测为 63.4 亿元。考虑到公司在生物药 CRDMO 市场的领先地位，基于 DCF 模型，维持买入评级。

风险提示：行业增速低于预期；国内外 CDMO 市场竞争加剧。

财务数据及盈利预测

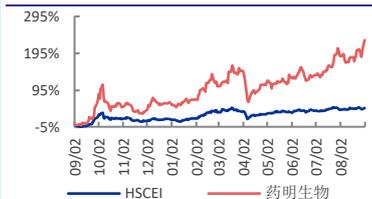
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,034	18,675	21,382	24,637	28,566
同比增长率 (%)	11.56	9.63	14.49	15.23	15.95
归母净利润 (百万元)	4,699	4,784	4,896	5,504	6,335
同比增长率 (%)	(4.60)	1.81	2.35	12.41	15.11
每股收益 (元/股)	1.15	1.18	1.20	1.35	1.56
净资产收益率 (%)	8.90	8.82	11.14	10.96	11.43
市盈率	28.84	28.11	27.52	24.48	21.27
市净率	3.13	2.97	2.65	2.37	2.12

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 09 月 01 日

收盘价 (港币)	35.98
恒生中国企业指数	9121.87
52 周最高/最低 (港币)	36.00/10.36
H 股市值 (亿港元)	1,464.57
流通 H 股 (百万股)	4,070.51
汇率 (人民币/港币)	1.0968

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

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 Biologics reported 1H25 results, with revenue of Rmb9.95bn (+16.1% YoY) and net profit of Rmb2.34bn (+56.1% YoY). Its adjusted net profit reached Rmb2.39bn (+6.2% YoY), in line with our expectation. With the ramp-up of new capacities and the rising operating efficiency, its blended gross margin increased 3.7ppts YoY to 42.7% and the adjusted net profit margin increased 1.2ppts YoY to 45.6% in 1H25.

Rapid growth of pre-IND service revenue. In terms of revenue by development stage, revenue of pre-IND service grew 35.2% YoY to Rmb4.15bn in 1H25. The revenue from early phase (phase I&II) declined 29.7% YoY in 1H25, mainly due to multiple large-scale projects progressing from early-phase to late development or CMO, and the impact of order timing. In addition, revenue of projects from phase III & CMO period increased 24.9% YoY, with the evolution of projects from early-phases and the ramp-up of existing CMO projects. As for the revenue by region, revenue from US increased 20.1% YoY driven by the growth of pre-IND and late-stage & CMO projects, representing 60.5% of its total revenue. In addition, revenue from EU increased 5.7% YoY while revenue from China market decreased 8.5% YoY, representing 20% and 13% of the company's total revenue in 1H25, respectively. Besides, the total backlog reached US\$20.4bn (+1.2% YoY) in 1H25, including the service backlog of US\$11.4bn (-13% YoY) and the upcoming potential milestone fees backlog of US\$9.0bn (+27% YoY). Meanwhile, the backlog within three years reached US\$4.2bn (+16% YoY) in 1H25, representing 21% of the total backlog.

Rising number of new projects. The number of new projects added into Wuxi Biologics' pipeline reached 86 in 1H25, with over 50% of projects from US and rising contribution from China market with the stabilizing funding environment. In addition, under its "win the molecule" strategy, the company has 9 externally transferred projects in 1H25, including two phase III projects, with most of these projects are complex modalities (bi- and multi-specific antibodies and ADC). In addition, Wuxi Biologics' total number of integrated projects reached 864 in 1H25, with 67 phase III and 24 CMO projects, indicating sustained future manufacturing revenue growth.

Maintain BUY. Considering the investments and ramp-up of new capacities, we lower adjusted net profit to Rmb4.90bn in 25E and Rmb5.50bn in 26E (vs previous forecast of Rmb5.72bn and Rmb6.34bn), and forecast Rmb6.34bn in 27E. Given its leading position in biologics CRDMO market, based on DCF model, we maintain BUY rating.

Risks. Slower-than-expected growth of the industry; rising competition from domestic and overseas CDMOs.

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	17,034	18,675	21,382	24,637	28,566
销售成本	(10,206)	(11,025)	(12,237)	(14,043)	(16,140)
毛利	6,828	7,651	9,144	10,594	12,426
其他收入	417	588	616	440	440
销售、行政及管理费用	(1,789)	(2,147)	(2,388)	(2,710)	(3,228)
税息折旧及摊销前利润	5,328	4,992	6,648	7,117	8,290
息税前利润	4,332	4,992	6,648	7,117	8,290
财务费用	(158)	(158)	(174)	(180)	(200)
税前利润	4,174	4,834	6,475	6,937	8,090
所得税开支	(603)	(889)	(1,112)	(1,041)	(1,213)
非控股权益	12	15	18	21	21
归属于母公司股东的净利润	4,699	4,784	4,896	5,504	6,335

资料来源：药明生物 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。