

维亚生物 (01873.HK)

CDMO 商业化品种放量可期,持续看好公司业务稳扎稳打

公司发布 2025 年中报: 上半年公司实现营业收入 8.32 亿元、同比-15.5%; 毛利率 40.8%、同比+6.3pct; 实现净利润 1.49 亿元、同比+3.1%; 经调整 Non-IFRS 净利润 1.84 亿元、同比+9.1%。维持“强烈推荐”投资评级。

□ **CRO 业务:** 收入恢复增长, 毛利率持续改善。板块上半年收入 4.23 亿元、同比+9.6%, 主要受益于 2024 年全球投融资回暖以及国内创新药 BD 交易火热拉动国内业务, 预计全年收入增速高于 9.6%。按地区, 美国收入占比 75.4%、同比+4.2%, 中国大陆占比 15.0%、同比+46.6%; 按分子类型, 新分子业务(多肽、抗体、XDC、PROTAC 等) 占比达到 15%左右、同比+近 19%; 按新技术平台, AI 参与项目收入占板块收入的 10%左右。盈利能力持续提升, 经调整毛利率由 2024 年的 44.0%提升至 2025H1 的 46.0%。

□ **朗华业务 (CDMO+API+中间体及制剂):** 收入结构升级, 商业化项目放量可期。板块上半年收入 4.09 亿元、同比-31.4%, 收入下降原因包括: 1) 为满足新商业化项目的 FDA 审计需求, 现有车间升级改造影响仿制药收入; 2) 供应链业务受地缘政治影响; 3) CDMO 新商业化项目将于下半年开始交付并实现收入。受益于 CDMO 业务结构优化调整以及 CMC 盈利显著改善, 朗华制药经调整毛利率为 37.9%, 同比提升 7.9pct。

□ **VBI 孵化器:** 数个有潜在退出项目, 未来有望逐步兑现。上半年公司累计获得近 0.765 亿元回款, 按公允价值变动带来的投资收益约 0.526 亿元; 目前公司孵化企业中还存在数个有潜在退出可能性的项目, 预计在未来几年将逐步收到现金回款并兑现相应的投资收益。此外, 公司于 2025 年 5 月作为 LP 参与设立并投资了一只人民币基金, 公司预计将投资 0.25 亿元。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。** 公司在蛋白解析领域位于行业领先地位, CRO 业务有望受益于后续美联储降息以及投融资逐步复苏; CDMO 重磅商业化品种放量将拉动朗华的收入以及盈利水平提升。考虑到 CDMO 业务交付节奏影响, 我们预计公司 2025-2027 年将实现收入 19、22、27 亿元, 经调整 Non-IFRS 净利润 3.2、3.7、4.8 亿元, 对应 PE 为 16、14、11 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示:** CDMO 项目进展不及预期、投融资环境波动、地缘政治、汇率波动等风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2159	1987	1923	2184	2681
同比增长	-9%	-8%	-3%	14%	23%
营业利润(百万元)	191	190	268	327	446
同比增长	-28%	-0%	41%	22%	36%
经调整净利润(百万元)	209	315	324	370	478
同比增长	256%	51%	3%	14%	29%
每股收益(元)	0.10	0.15	0.15	0.17	0.22
PE	25.1	16.6	15.9	14.0	10.8
PB	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值: NA

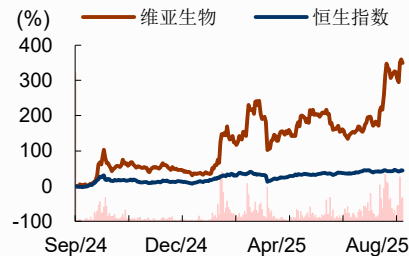
当前股价: 2.65 港元

基础数据

总股本(百万股)	2128
香港股(百万股)	2128
总市值(十亿港元)	5.6
香港股市值(十亿港元)	5.6
每股净资产(港元)	1.8
ROE (TTM)	4.3
资产负债率	43.2%
主要股东	毛晨
主要股东持股比例	21.4897%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	62	90	442
相对表现	58	78	400



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《维亚生物 (01873) —完美收官, 扭亏为盈步入新征程》2025-03-30
- 2、《维亚生物 (01873) —AI 驱动 FIC 药物研发, 轻装上阵开启新局面》2025-03-13

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

肖笑园 S1090525050001

xiaoxiaoyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2031	1877	2075	2446	2974
现金及现金等价物	1036	942	1201	1456	1766
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	407	420	407	462	567
其它应收款	157	80	77	88	107
存货	260	273	233	261	314
其他流动资产	170	162	157	178	219
非流动资产	5419	5174	5113	5062	5020
长期投资	1154	989	989	989	989
固定资产	1351	1304	1244	1193	1150
无形资产	2881	2815	2815	2815	2815
其他	34	66	66	66	66
资产总计	7450	7051	7188	7508	7994
流动负债	1534	1127	993	1000	1060
应付账款	246	309	264	297	357
应交税金	40	37	37	37	37
短期借款	950	549	494	445	401
其他	299	231	197	221	266
长期负债	2228	2108	2108	2108	2108
长期借款	922	706	706	706	706
其他	1306	1402	1402	1402	1402
负债合计	3762	3234	3101	3108	3168
股本	0	0	0	0	0
储备	3957	4117	4327	4572	4917
少数股东权益	0	14	75	144	224
归属于母公司所有者权益	3688	3802	4012	4257	4602
负债及权益合计	7450	7051	7188	7508	7994

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	383	374	483	476	512
净利润	(116)	167	210	245	346
折旧与摊销	211	214	210	200	192
营运资本变动	31	(33)	(18)	(59)	(114)
其他非现金调整	257	26	81	90	88
投资活动现金流	439	186	(95)	(100)	(90)
资本性支出	(188)	(192)	(150)	(150)	(150)
出售资产和现金	1	1	1	1	1
投资增减	159	230	0	0	0
其它	602	269	54	49	59
筹资活动现金流	(430)	(658)	(129)	(120)	(112)
债务增减	(830)	(621)	(55)	(49)	(45)
股本增减	(10)	(23)	0	0	0
股利支付	0	(658)	0	0	0
其它筹资	411	(14)	(74)	(71)	(68)
其它调整	0	658	0	0	0
现金净增加额	358	(95)	259	256	310

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	2159	1987	1923	2184	2681
主营收入	2156	1987	1923	2184	2681
营业成本	1417	1299	1111	1246	1498
毛利	738	687	812	939	1183
营业支出	551	498	544	612	737
营业利润	191	190	268	327	446
利息支出	177	54	74	71	68
利息收入	27	0	9	11	13
权益性投资损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他非经营性损益	(71)	76	46	39	47
非经常项目损益	(27)	84	70	63	63
除税前利润	(56)	296	319	369	501
所得税	44	74	48	55	75
少数股东损益	16	55	61	69	80
归属普通股股东净利润	(116)	167	210	245	346
经调整净利润	209	315	324	370	478
EPS(元)	0.10	0.15	0.15	0.17	0.22

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-9%	-8%	-3%	14%	23%
营业利润	-28%	-0%	41%	22%	36%
净利润	-78%	-244%	25%	17%	41%
获利能力					
毛利率	34%	35%	42%	43%	44%
净利率	-5%	8%	11%	11%	13%
ROE	-3%	4%	5%	6%	8%
ROIC	5%	4%	5%	6%	7%
偿债能力					
资产负债率	50%	46%	43%	41%	40%
净负债比率	25%	18%	17%	15%	14%
流动比率	1.3	1.7	2.1	2.4	2.8
速动比率	1.2	1.4	1.9	2.2	2.5
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	4.8	4.9	4.4	5.0	5.2
应收帐款周转率	3.9	3.7	3.9	4.2	4.4
应付帐款周转率	5.0	4.7	3.9	4.4	4.6
每股资料(元)					
每股收益	0.10	0.15	0.15	0.17	0.22
每股经营现金	0.18	0.17	0.23	0.22	0.24
每股净资产	1.71	1.76	1.89	2.00	2.16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	25.1	16.6	15.9	14.0	10.8
PB	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	22.2	16.6	15.0	13.8	11.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。