

投资评级（买入）

维亚生物（1873.HK）

2025 年 9 月 3 日

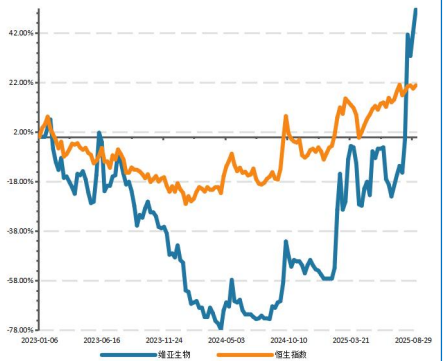
AI 赋能 药物研发，CDMO 商业化产品爆发在即

恒生指数	25,343.43
恒生综合指数	3,890.56
恒生医疗保健指数	4,615.09
目标价（港币）	4.0
潜在涨幅/跌幅	41.3%
市场一致预期	3.04

市场数据

收盘价	2.83
52 周最高/最低(港元)	2.89/0.41
总市值(亿港元)	60.23
流通市值(亿港元)	60.23

股价相对走势



资料来源：Wind、盈立证券

相关报告

《AI 驱动 药物研发革命，开启全球一体化 CRDMO 业务新增长篇章》，2025.04.23.

证券分析师
 蔡雨
 SFC 持牌号：BTG755
 Mail:jack.cai@usmart.hk

基于已披露的 2025 年中报，维持买入评级及目标价 4.0 港元，观点如下：

公司经营点评

2025 年上半年，公司营业收入 8.3 亿元，同比下降 15.3%，经调整净利润 1.8 亿元，同比增长 9.1%。收入方面，公司收入有所下降，主要由于公司 CDMO 业务收入有所降低。2025 年上半年，公司在 CDMO 方面为新商业化项目落地做准备，且已经启动了 PPQ 生产，预计将在 2026 年，2027 年实现商业化上市，为公司 CDMO 业务高速增长提供充足保障。公司在 CRO 业务收入恢复增长。在利润端，公司毛利率大幅提升至 40.8%，其中 CRO 业务毛利率小幅增长至 45.4%，CDMO 业务毛利率大幅上升至 35.9%；公司净利率同比大幅提升至 17.9%。整体来讲，公司经营稳健，未来增长潜力较大。

CRO 业务恢复增长，AI 赋能项目收入占比已达 10%。受益于全球生物医药投融资景气度的回暖以及国内创新药 BD 交易的火热，集团 CRO 收入恢复正增长。公司累计 CRO 客户数量增长至 1669 家，海外收入占比达 85.0%，同比增长 4.9%，国内收入占比 15.0%，同比增长 46.6%。新分子模式占 CRO 收入 15.0%，同比增长 19.0%，成为驱动 CRO 增长新动能。截至上半年公司 AIDD 已累计参与 175 个项目，采购 CADD/AIDD 的客户数达到 67 家，AI 参与赋能的项目实现收入占比近 CRO 业务收入 10%，并已在某些细分领域达成整套 AI 发现解决方案的知名合作，并与国内相关药企达成战略合作协议。就技术平台布局 and 拓展方面，目前 AI 能力已经覆盖 FIC 药物发现的全工作流程，并通过端到端的能力整合逐步改变药物发现的逻辑范式。

CDMO 业务新商业化项目未来可期，盈利能力显著提升。公司 CDMO 业务上半年实现收入 4.1 亿元，同比下降 31.4%。收入下降的主要原因如下：其一，为了更好地满足新商业化项目的 FDA 审计需求，对现有车间进行升级改造，短暂影响到仿制药品的收入；其二，供应链业务受到东南亚、印巴地区的地缘政治影响有所波动；其三，CDMO 新商业化项目根据客户的计划，将于 2025 年下半年开始交付并实现收入。产能建设方面，公司产能稳步提升，足以支持未来两年内新商业化品种实际落地生产的需求。此外，上半年公司对 CMC 业务进行了业务结构的调整，更为聚焦合成与分析业务，不断加强对海外客户的 BD，通过降本增效及客户结构优化的方式以推动盈利水平的不断提升。

风险提示：CRO/CDMO 行业市场竞争加剧；AI 技术开发及应用不及预期；商业化项目进展不及预期；EFS 业务风险；估值修复不及预期。

公司盈利预测简表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入（人民币百万元）	2156	1987	1912	2176	2478	2820
营业收入 YOY	(9.4%)	(7.8%)	(3.8%)	13.8%	13.9%	13.8%
毛利润（人民币百万元）	738	687	765	898	1054	1237
毛利润 YOY	(9.6%)	(6.9%)	11.4%	17.4%	17.4%	17.4%
毛利率	34.3%	34.6%	40.0%	41.3%	42.5%	43.9%
净利润（人民币百万元）	(100)	222	312	374	447	535
净利润 YOY	80.2%	322%	40.5%	19.9%	19.5%	19.7%
净利率	(4.6%)	11.2%	16.3%	17.2%	18.0%	19.0%
经调整净利润（人民币百万元）	209	315	356	415	485	569
摊薄 EPS（人民币元）	0.09	0.09	0.16	0.18	0.21	0.25

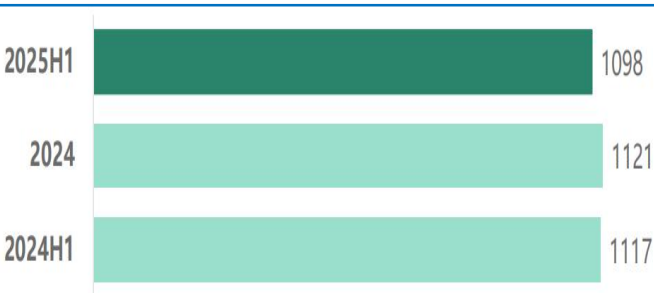
资料来源：公司财务报告、盈立证券

一、CRO 业务恢复增长，AI 制药发展迅猛

维亚生物科技控股集团（Viva Biotech Holdings）是一家全球领先的基于结构的药物发现（SBDD）服务提供商，致力于为全球创新药研发企业提供从早期基于结构的药物研发到商业化药物生产的一站式综合服务。维亚的业务可以分为 CRO，CDMO，以及 VBI 三部分。其中 2025 上半年 CRO 业绩亮眼，实现收入 4.2 亿元，同比增长 9.6%，恢复正增长；毛利润 1.9 亿元，同比增长 13.4%。毛利率达到 45.4%，较往年有所增长。公司通过一系列提升运营效率的有效举措，将 CRO 的盈利水平维持在较高水平。目前公司现有 CRO 研发人员 1098 人，保持平稳。

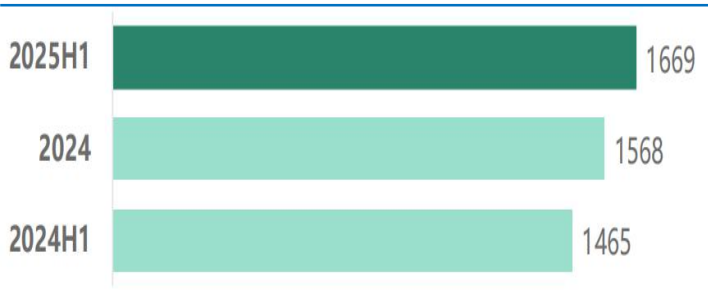
同时，公司 CRO 业务客户数量增长至 1669 家，同比增长 13.9%，包括全球前十大制药公司，前十大客户收入占比 25.9%，客户集中度健康。海外收入占比 85.0%，同比增长 4.9%；国内收入占比 15.0%，同比增长 46.6%。国内收入高增长受益于国内创新药 BD 交易火热的拉动。自 2025 年起，公司提供服务的收费方式以现金为主，股权收费已经低于 100 万，现金流健康。

图 1：CRO 研发人员数量



资料来源：公司财务报告、盈立证券

图 2：CRO 客户数量

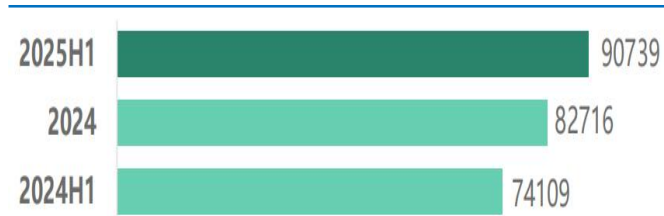


资料来源：公司财务报告、盈立证券

2025 上半年，公司新增交付 8023 例蛋白结构，累计交付超过 90739 例蛋白结构；新增交付 89 个独立药物靶标，研究累计超过 2,187 个独立药物靶标。此外，本报告期内，新分子模式（多肽、抗体、XDC、PROTAC/分子胶等）累计占 CRO 收入的 15.0% 左

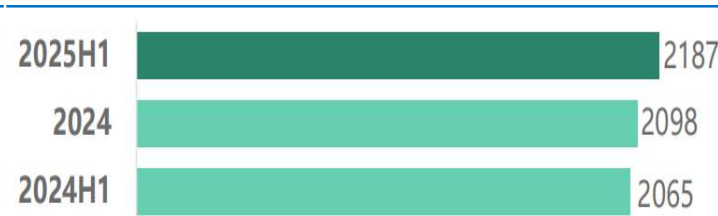
右，同比增长近 19.0%。由此可见，新分子模式正逐渐成为驱动 CRO 收入增长的新动能。公司光源使用时间 834 小时，同比有所下降，显示出公司研发及运营效率提升。

图 3：公司累计交付蛋白结构数量



资料来源：公司财务报告、盈立证券

图 4：公司累计研究独立药物靶标数量



资料来源：公司财务报告、盈立证券

公司十分重视 AI 对药物研发的重要作用，立足于提升效率及成功率的基础之上，通过干湿实验结合的方式，拉动新项目数量及规模的不断增长。截至 2025 上半年，AIDD 已累计参与项目数达 175 个，采购 CADD/AIDD 的累计客户数为 67 家，AI 参与赋能的项目实现收入占比近 CRO 总收入的 10.0% 左右，并已在某些细分领域达成整套 AI 发现解决方案的知名合作，并与国内相关药企达成战略合作协议。在技术平台的布局 and 拓展方面，维亚经过多年积累和发展的人工智能技术正在赋能整个药物发现平台。目前的 AI 能力已覆盖 FIC 药物发现的全工作流程，并通过端到端的能力整合逐步改变药物发现的逻辑范式。围绕新靶点 (New Target)、新机理 (Novel MOA) 及新分子形式 (New Modality)，开发出维亚独具特色的 AI 能力，推动公司的一站式原创新药研发服务平台从“AI 辅助”向“AI 驱动”发展。

此外，公司于 2025 年 5 月成功举办了"Enchantment of Drug Discovery"发布会，首次向业界揭示了其自主研发的 AIDD 平台，并向与会者深入阐释了维亚生物 AIDD 平台的独特优势、对传统药物研发流程的颠覆性创新以及平台三大核心功能模块 V-Scepter、V-Orb、V-Mantle，并通过一系列案例演示进一步展示了平台在实际应用中的潜能，为未来获取 AI 业务相关订单打下坚实基础。

图 5：维亚生物 AIDD 平台三大核心功能模块



资料来源：公司财务报告、盈立证券

二、CDMO 业务为商业化做充足准备，未来有望放量增长

维亚生物已收购的朗华制药是公司进军 CDMO 业务的抓手。2025 上半年，公司 CDMO 业务收入为 4.1 亿元，同比下降 31.4%；毛利润 1.5 亿元，同比下降 14.2%。毛利率大幅增长至 35.9%。收入下降的主要原因如下：其一，为了更好地满足新商业化项目的 FDA 审计需求，对现有车间进行升级改造，短暂影响到仿制药品的收入；其二，供应链业务受到东南亚、印巴地区的地缘政治影响有所波动；其三，CDMO 新商业化项目根据客户的计划，将于 2025 年下半年开始交付并实现收入。截至 2025 上半年，公司累计服务客户达 905 家，前十大客户收入占比 68.3%，前十大客户留存率 100.0%。目前，CDMO 业务除现有商业化项目能贡献相关收入之外，另有两个重要的新商业化项目已处于工艺性能确认 ("PPQ") 阶段，预计分别在 2026 年、2027 年实现商业化上市，这将成为未来 CDMO 业务新的增长驱动力。

产能建设方面，目前公司可使用的总产能为 860 立方米，足以支持未来两年内新商业化品种实际落地生产的需求。此外，公司正在新建 400 立方米的产能以服务于未来新分子商业化生产的放量增长需求，目前土建工程已经结束，且内部消防工程已完成，设备采购正在选型过程中，部分设备已开始采购。未来，随着新产品的落地和储备产能的释放，这将为公司收入的增长提供充足保障。

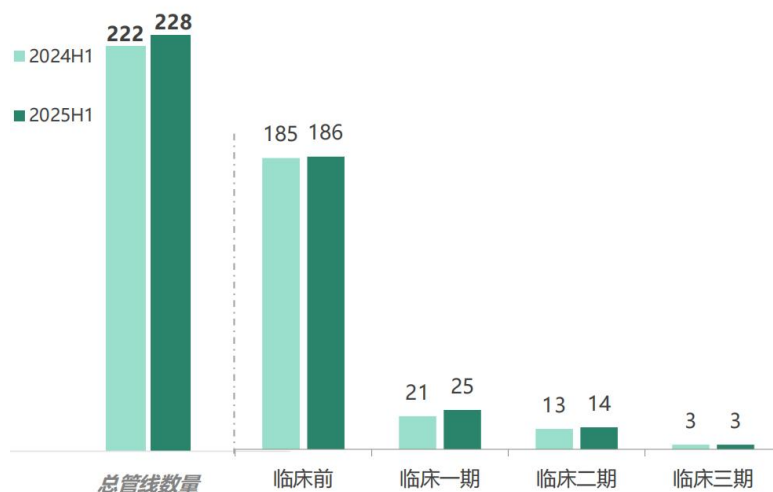
三、兑现部分投资收益，参与设立人民币基金

维亚生物通过旗下 VBI 开展服务换股权 (EFS) 业务。公司通过实现对多家孵化公司的退出，兑现了相应的投资收益，并累计获得人民币近 7,650 万元回款。截至 2025 年上半年，共累计投资孵化 93 家初创公司，其中已有 8 家完成或接近完成新一轮融资，融资总额约 2.9 亿美元。各孵化公司研发进展顺利，累计在研管线总数近 228 条，其中 186 条管线处于临床前阶段，42 条管线已处于临床阶段。目前，孵化项目已有 18 家公司实现全部或部分退出。此外，还存在数个有潜在退出可能性的项目，未来有望逐步兑现。

维亚已成功投资孵化例如：Haya、Mediar、Nerio、Full-Life、Absci、Dogma、ArthroSi、Basking、Cybrexa 和 FuseBio 等一系列优质资产。未来，随着孵化企业的顺利发展、持续融资及退出，前期的投资将逐渐进入收获期并为集团持续带来现金回报及投资收益。

此外，公司于 2025 年 5 月 28 日，通过杭州维亚宗晨（本公司全资附属公司）作为有限合伙人参与设立并投资了一只人民币基金，杭州维亚宗晨预计将投资 2500 万元人民币。该基金旨在发掘重点关注生物医药业务的投资机会，以孵化、开发优质医药企业，进一步推动公司寻求潜在战略合作伙伴并产生协同效应。

图 6：维亚生物孵化公司管线进度



资料来源：公司财务报告、盈立证券

四、财务预测

表 1：维亚生物综合损益表及未来预测

	2022A	2023A	2024A	2025H1	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入（人民币百万元）	2380	2156	1987	832	1912	2176	2478	2820
—药物发现服务（合并维亚生物创新中心收入）	895	845	811	423	912	1026	1155	1299
—CDMO 及商业化服务	1485	1311	1176	409	1000	1150	1323	1521
销售成本（人民币百万元）	(1564)	(1417)	(1285)	(492)	(1147)	(1278)	(1424)	(1583)
—药物发现服务	(498)	(481)	(454)	(231)	(502)	(554)	(612)	(675)
—CDMO 及商业化服务	(1066)	(936)	(831)	(262)	(645)	(724)	(812)	(908)
毛利润（人民币百万元）	816	738	687	339	765	898	1054	1237
—药物发现服务	397	364	357	192	410	472	543	624
—CDMO 及商业化服务	418	375	330	147	355	426	511	613
毛利率	34.3%	34.3%	34.6%	40.8%	40.0%	41.3%	42.5%	43.9%
—药物发现服务毛利率	44.4%	43.1%	44.0%	45.4%	45.0%	46.0%	47.0%	48.0%
—CDMO 及商业化服务毛利率	28.1%	28.6%	28.1%	35.9%	35.5%	37.0%	38.6%	40.3%
其他收入及收益（人民币百万元）	68	87	82	25	76	87	99	113
销售及分销费用（人民币百万元）	(131)	(133)	(112)	(58)	(96)	(109)	(124)	(141)
行政费用（人民币百万元）	(274)	(277)	(252)	(126)	(229)	(261)	(297)	(338)
研发费用（人民币百万元）	(136)	(128)	(88)	(40)	(76)	(87)	(99)	(113)
按公允价值列入损益之金融资产之公允价值收益（人民币百万元）	(364)	(12)	84	53	50	50	50	50
金融资产减值亏损净额（人民币百万元）	(9.4)	(8.1)	(6)	0	(8)	(8)	(8)	(8)
其他开支（人民币百万元）	(254)	(322)	(45)	(3)	(48)	(54)	(62)	(71)
财务成本（人民币百万元）	(185)	(177)	(54)	(19)	(67)	(76)	(87)	(99)

按公允价值列入损益之金融负债								
之公允价值收益 (人民币百万元)	10	174	0	0	0	0	0	0
税前净利润 (人民币百万元)	(459)	(56)	296	172	367	440	526	630
所得税开支 (人民币百万元)	(45)	(44)	(74)	(23)	(55)	(66)	(79)	(95)
净利润 (人民币百万元)	(504)	(100)	222	149	312	374	447	535
净利率	(21.2%)	(4.6%)	11.2%	17.9%	16.3%	17.2%	18.0%	19.0%
收购事项已收购资产之摊销 (人民币百万元)	48	48	48	24	48	48	48	48
非经常性固定资产减值亏损 (人民币百万元)	5	0	31	0	0	0	0	0
附属公司股份激励开支 (人民币百万元)	0	0	12	11	12	12	12	12
重组交易成本 (人民币百万元)	0	37	2	0	0	0	0	0
可转换债券债务部分的利息开支 (人民币百万元)	140	124	0	0	0	0	0	0
可转换债券嵌入式衍生工具的公允价值收益 (人民币百万元)	(10)	0	0	0	0	0	0	0
回购可转换债券的亏损 (人民币百万元)	45	223	0	0	0	0	0	0
汇兑亏损 (人民币百万元)	146	51	0	0	0	0	0	0
经调整净利润 (人民币百万元)	(134)	209	315	183	356	415	485	569
摊薄 EPS (人民币元)	(0.08)	0.09	0.09	0.06	0.16	0.18	0.21	0.25

资料来源：公司财务报告、盈立证券

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期所在市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：公司股价涨幅超越基准指数大于等于 20%
- 持有：公司股价涨幅超越基准指数介于 5%-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相较基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 审慎：不对公司未来 12 个月内股价表现做判断

公司长期评级

- A：公司长期成长性高于行业可比平均水平
- B：公司长期成长性与行业可比平均水平相当
- C：公司长期成长性低于行业可比平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数跑赢基准指数 10% 以上
- 中性：行业基本面稳定，行业指数较随基准指数 $\pm 5\%$ 之间
- 审慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数 10% 以上

免责声明

重要声明

本报告由盈立证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司为香港证监会许可的持牌券商（中央编号：BJA907），香港交易所参与者，持有第 1/4/6/9 类受归管活动牌照，严格遵循《证券及期货条例》，为客户就证券提供意见。本报告基于合法、可靠的已公开资料取得信息，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及投资意见基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

本报告所载资料、工具、意见及推测仅对客户提供参考，并非作为所述证券买卖的出价。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。本报告所载的资料、意见及预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、意见及预测不一致的相关研究报告。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归盈立证券有限公司所有。本公司保留所有权利。未经书面许可，任何机构及个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

分析师声明

负责本研究报告的每一位证券分析师均持有香港证监会授予的第四类牌照，即就证券提供意见。在此申明，分析师本人秉持勤勉的职业态度，对本报告的撰写从始至终保持客观、独立。本报告清晰、准确地反映了证券分析师本人的研究观点。分析师本人过去不曾有、现在没有，未来也不会有与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关的任何形式的报酬补偿。